



NOTA DE INVERSIÓN **ABRIL 2023**

Estimado partícipe:

Como comentamos en nuestra última carta trimestral del pasado mes de enero, siguiendo el cambio regulatorio establecido por la CNMV, pasaremos a publicar los comentarios detallados de cartera de manera semestral. No obstante, en consonancia con nuestra vocación de explicar y comunicar regularmente a todos nuestros co-inversores, publicaremos una pequeña nota de actualización de los fondos cuando la situación lo requiera y tras el cierre del primer y tercer trimestre. Asimismo, hay que recordar que el equipo de Relación con Inversores está a su disposición para actualizar la situación de los fondos cuando usted lo necesite.

Durante este comienzo de año, nuestros fondos se han comportado de forma razonablemente positiva. A cierre de marzo, las rentabilidades obtenidas son las siguientes: **Cartera Internacional** +4,68%¹, **Cartera Ibérica** +8,6%² y **Cartera de Grandes Compañías** +1,64%³. Seguimos así dando continuidad al comportamiento positivo que vienen teniendo los fondos desde el anuncio de las vacunas en noviembre de 2020, siendo ya más de dos años de descorrelación respecto al mercado. A pesar de esta revalorización de los precios, el valor potencial de los fondos se sitúa cerca de sus máximos históricos. Así, el precio objetivo de nuestra **Cartera Internacional** se sitúa en 240 euros por participación (**potencial del 142%**)* mientras que el de nuestra **Cartera Ibérica** alcanza los 238 euros por participación (**122%**)*. Este es realmente nuestro trabajo, día a día tratar de conseguir que este precio objetivo siga creciendo, generando en el largo plazo el mayor valor posible para los partícipes.

Esta rentabilidad y descorrelación ha sido posible fundamentalmente debido a la estructura de nuestra cartera, que cuenta con una exposición relevante al sector del petróleo y gas, pero también cuenta con compañías industriales de tipo "value", familiares, con buena generación de caja y unos ROCEs elevados. Esta combinación ha permitido que, a pesar del ruido de mercado generado por la subida de tipos o los tambores de posible recesión en Europa o Estados Unidos, nuestros fondos continúen comportándose razonablemente bien.

Algunos de los acontecimientos que han tenido lugar durante los primeros meses del año han podido generar inquietud entre los partícipes. Por un lado, como hemos hablado largo y tendido en otras cartas trimestrales o conferencias, era previsible que tras años viendo cómo se inyectaba dinero en el sistema financiero y se mantenían unos tipos de interés excepcionalmente bajos, en algún momento la infla-

Notas (1), (2), (3): Las rentabilidades mostradas se corresponden con la Clase C (ES0119199000, ES0119184002 y ES0113728002, respectivamente) en cada uno de los fondos. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

***Potencial de revalorización:** Es la diferencia entre el valor objetivo y el precio de mercado agregado de la cartera. Para calcular el valor objetivo, aplicamos un múltiplo al flujo de caja normalizado en base a estimaciones propias de cada compañía.

ción despuntaría al alza. La reacción de los bancos centrales no se ha hecho esperar, y se ha iniciado un ciclo de subidas de tipos para tratar de revertir o cuanto menos frenar la situación actual de subida repentina de precios. Por nuestro lado, dure lo que dure la situación, nuestras empresas están preparadas para protegerse ante esta situación y mantener márgenes y flujos de caja, que como sabe, siempre es lo que determinará el precio de la acción a largo plazo.

Por otro lado, las recientes turbulencias en el sistema financiero con la quiebra del banco estadounidense Silicon Valley Bank y el posterior rescate de Credit Suisse por parte de UBS con el apoyo del regulador suizo es algo que ya hemos vivido anteriormente. Cuando se pone a "régimen" al sistema financiero aparecen los excesos por algún lado. Muchas veces como ya pasó con LTCM es más una cuestión de falta de un correcto análisis de los verdaderos riesgos, que realmente algún tipo de problema sistémico. Debido a nuestra visión, ya conocida, sobre la inversión en bancos, volvemos a estar fuera del peligro ya que como en 2008 tampoco estamos invertidos en ninguno. Solo en situaciones excepcionales a lo largo de nuestra historia, hemos invertido en bancos nacionales de manera puntual.

Hay que recordar que los bancos, por su naturaleza, son entidades extraordinariamente "endeudadas", con una gran parte del pasivo susceptible de retirarse en cualquier momento frente a un activo que está invertido a más largo plazo. En realidad, se trata de un acto de confianza en el Estado que apoya al banco.

Por otra parte, y cambiando de tercio, para ser inversores a largo plazo es necesaria una cualidad fundamental, y es disponer de un optimismo realista determinante. Desde nuestro punto de vista, existen riesgos en la economía occidental, pero como siempre, confiamos en la economía mundial en su conjunto y que dentro de unos años todos estaremos relativamente mejor y veremos estos momentos de incertidumbre como una oportunidad pasada.

Pasando a comentar novedades de nuestras compañías en cartera, a lo largo del trimestre y en las últimas semanas hemos tenido noticias relevantes. Por orden de sucesión de los hechos, recibimos a principios de enero una OPA por **Gaslog**, una de nuestras compañías de transporte marítimo de gas natural licuado a la cual no tenemos intención de acudir, esperando recibir un precio más atractivo, pues entendemos que todavía se encuentra lejos de nuestro valor objetivo. Siguiendo con más OPAs, que como se sabe es algo que puede suceder cuando compramos a 4-6x beneficios, el pasado 18 de abril los accionistas mayoritarios de **Exmar** comunicaron su oferta para adquirir la totalidad de la compañía con una prima del 32% respecto a la media de cotización de las últimas semanas. El precio aquí sí que nos parece adecuado y venderemos próximamente nuestras acciones. Estos dos casos, ejemplifican nuestra visión de que el mercado no está reflejando el verdadero valor intrínseco de nuestras compañías, y nos hace ser muy optimistas con la futura rentabilidad de nuestros fondos.

A nivel agregado, el resto de las compañías de la cartera siguen teniendo un desarrollo razonable de sus planes de negocio en línea con nuestras estimaciones, lo que nos permitirá seguir generando valor rebalanceando las carteras, vendiendo aquellas compañías con mejor comportamiento y reinvertiendo en aquellas en el que el valor todavía no ha aflorado.

Por otro lado, no queríamos dejar de comentar la ampliación de **Técnicas Reunidas**. Un negocio que, conocemos desde hace mucho tiempo y, por tanto, en profundidad. La compañía lleva unos años sufriendo los efectos de la pandemia, lo que ha hecho que sufra su negocio y su cotización. Esto ya se está normalizando y tras la invasión de Ucrania se ha observado de forma generalizada un cambio de perspectiva respecto a la industria de petróleo y gas. Las compañías, gobiernos e instituciones están viendo

la necesidad de invertir en dicha industria para alcanzar la seguridad energética. Esto pone a **Técnicas Reunidas** en una situación privilegiada para ganar contratos de forma e importes significativos. En este contexto y al ser una contratista, la fortaleza del balance es un punto muy importante que analizan los clientes y los bancos que tienen que aportar garantía en los proyectos. Por este motivo y para poder aprovechar el ciclo del sector, Técnicas Reunidas ha decidido ampliar su capital por importe de 150M€. Este importe será suscrito por la familia Lladó con nuestro apoyo, como ha comunicado la compañía públicamente. Esta decisión se basa en la confianza en la familia que está gestionando la compañía y las perspectivas detrás de su modelo de negocio, que nos hace ser muy optimistas con la situación. Confiamos en que nos genere buenos retornos en el largo plazo.

Por último, confirmarle que en los próximos días anunciaremos la fecha de nuestra habitual conferencia anual con los inversores. Como siempre, entraremos más en detalle en todas las cuestiones referentes a nuestra cartera y visión sobre el mercado y la economía en general. Asimismo, pondremos todo nuestro esfuerzo en resolver cualquier cuestión que quiera plantearnos como co-partícipe del fondo.

El Equipo de Inversión.