

**carta anual**  
**2017**

**MICROVALUE**

— EL RINCÓN DEL INVERSOR PARTICULAR —

---

## Mi cartera durante el 2017

---

Como dije en más de una ocasión, los inversores particulares gozamos de un arma poderosa: la llave de entrada a compañías inaccesibles para fondos de inversión e inversores institucionales. Entonces, ¿por qué no aprovechamos esa grandísima ventaja y nos limitamos a invertir en los propios fondos? La respuesta es obvia: **confianza**. Confianza en la experiencia y conocimiento de sus gestores y, sobre todo, por una cuestión de tiempo y recursos de los que en muchas ocasiones carecemos. Sin embargo, aun tomando la decisión de invertir por nuestra cuenta y riesgo, ¿por qué entrar en negocios complejos? ¿Por qué entrar en compañías sumamente grandes que no logramos a entender en su totalidad? ¿Y por qué diversificar nuestra cartera con 30-40 posiciones si nunca podremos llegar a gestionar de forma eficiente más de 10? Parafraseando a Peter Lynch, “*tener acciones es como tener hijos, no tengas más de las que puedas gestionar*”. Hagásmolo fácil (entiéndase la expresión, obviamente no es ni por asomo fácil). Tenemos a nuestro alcance negocios tremendamente sencillos, rentables, con barreras de entrada y ventajas competitivas (sí, incluso los pequeños negocios las tienen), con apenas deuda y bien gestionados por un accionista de referencia, competitivo y honesto.

Es vital invertir en compañías cuyo modelo de negocio comprendemos y saber cómo generan caja, y tratar de vislumbrar si serán capaces, no sólo de mantener la eficiencia y competitividad en el tiempo, sino de incrementarla con fuerza a futuro. Compañías, al fin y al cabo, de las que no sólo querrías ser accionista durante muchos años, sino también su cliente. Y ese es mi criterio: concentración de la cartera (10 o 15 compañías, a lo sumo), negocios sencillos y conocidos en profundidad, y con un potencial muy elevado. Así aumenta nuestro margen de seguridad y se reduce (y en consecuencia, se enriquece) nuestro tiempo de análisis. Puedo equivocarme, pero tengo el pleno convencimiento que la suma de todo ello acabará traduciéndose en rentabilidades satisfactorias con el paso del tiempo.

Durante el 2017 mi cartera ha obtenido un **41,0% de rentabilidad**, incluyendo dividendos brutos y cambios de divisa (riesgo no cubierto). Esto ha sido posible como consecuencia de la rápida puesta en valor de algunas de las posiciones, y que han sido parcialmente sustituidas por otras que presentaban en ese momento un potencial mayor de revalorización. El año ha sido muy satisfactorio, especialmente si tenemos en cuenta el **potencial anualizado** que presenta la cartera al cierre del ejercicio, que he estimado en más de un 20%.

Año	Rentabilidad cartera	Rentabilidad S&P 500 TR	Mis expectativas
2017	41,0%	21,8%	15,0%
<b>Anualizada</b>	<b>41,0%</b>	<b>21,8%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Acumulada</b>	<b>41,0%</b>	<b>21,8%</b>	<b>15,0%</b>

En cuanto a las posiciones que integran la cartera en la actualidad, me gustaría destacar **Umanis** (ampliamente conocida por formar parte de la cartera de True Value y Metavalor Internacional, con una revalorización del +71% en el año), **Dart Group** (aerolínea muy castigada en Bolsa por el Brexit, la mejor valorada por el cliente británico y la que más crece, +5% en el año), así como **Protector Fors** (revalorización del +8% en el año), **Black Diamond** (revalorización del +15% en el año), **Hitechpros** (revalorización del +11% en el año), **Groupe Open** (revalorización del +18% en el año), y **LSI Software** (revalorización del +23% sólo en las dos últimas semanas del ejercicio).

Asimismo, se han producido diversas ventas a lo largo del año, entre las que cabe destacar la de **Alibaba Group** (revalorización del +53% y un peso específico del 19% en el momento de la venta), **Viscofan** (revalorización del +14% y un peso específico del 15% en el momento de la venta), y **Bolsas y Mercados Españoles** (revalorización del +19% y un peso específico del 12% en el momento de la venta).

Los únicos valores que al cierre del ejercicio presentan rentabilidades negativas son **Groupe Guillin** y **Figeac Aero**, que representan conjuntamente un 18% de la cartera. A pesar de este pequeño bache, estoy convencido que comenzarán a dar alegrías más pronto que tarde. La primera tardará, pero acabará trasladando el incremento del precio de las materias primas al cliente, y aunque los márgenes no se recuperasen (escenario muy pesimista) a 4 años vale más de 65 euros. En cuanto a la segunda, ya queda poco para reducir el ritmo de inversiones y generar flujos de caja positivos. Sin embargo, he

decidido no ampliar mis posiciones, ya que esto obstaculizaría la entrada de nuevas compañías como HitechPros o LSI Software, con **mayores potenciales de revalorización y entornos más favorables**. Nuevamente, ya lo decía Peter Lynch: “*No se mejoran los resultados arrancando las flores y regando los hierbajos*”.

En definitiva, cuento con las ventajas de un inversor particular: no necesidad de justificar mis inversiones (sólo me debo a mi conciencia), sin las ataduras reglamentarias establecidas por la CNMV, la posibilidad de acceder a valores pequeños e ilíquidos (como Hitechpros o LSI Software), y el no tener que compararme con un *benchmark*: únicamente he de batir a mis expectativas, que me he fijado en un 15% anual para los próximos 25 años, lo cual supondría multiplicar por 33 veces el capital inicial, sin tener en cuenta aportaciones adicionales.

Una vez seleccionadas las compañías, ¿cómo, cuándo y en qué proporción las incorporo a mi cartera? Lo explicaré aunque, de igual forma que el punto anterior (encontrar compañías desconocidas, de calidad y con un potencial extraordinario), al fin y al cabo no difiere en demasía de la gestión de cualquier inversor racional. Una vez aplicados los filtros desarrollados anteriormente (negocios sencillos, sólidos y con elevado potencial), la clave está en realizar una valoración bajo un escenario suficientemente conservador, y en base a este, establecer un precio objetivo y un horizonte de inversión (usualmente entre 3 y 5 años), tras lo cual se obtiene una TIR anual. En el momento de acometer la incorporación de un valor a la cartera, la TIR anualizada de dicha inversión deberá ser siempre superior al potencial de la cartera, que a su vez debería permanecer siempre por encima del 20%. Esto no quiere decir que vaya a cumplirse ni mucho menos, sino que esta circunstancia nos ofrecerá un margen de seguridad tal que redundará en una rentabilidad cuanto menos satisfactoria en el largo plazo. El incremento o reducción de dicha rentabilidad, dependerá, entre otras cuestiones, del tiempo que tarde el mercado en reconocer el valor de las compañías que componen la cartera. Cada posición será siendo reemplazada de la siguiente forma: si su TIR anualizada es inferior al 15% (como consecuencia de una revalorización significativa o de una circunstancia que haya mermado su potencial) se venderá el 50% inicial de la posición, o el 100% en caso de tener en seguimiento una compañía con una TIR muy superior. En caso de que no fuera así, el 50% restante lo vendería siempre y cuando el potencial mermara hasta el 10% anual. Esta es, en esencia, la forma en que gestiono la cartera y que, como comentaba, no difiere en demasía de la de muchos gestores de carteras.

## Mi cartera de cara al 2018

Prácticamente el 50% de la cartera se concentra en cuatro posiciones, incluida la liquidez. Todas tienen caja neta, o bien un endeudamiento muy reducido, están dirigidas por un excelente equipo gestor cuyos intereses se encuentran alineados con los nuestros, y con valoraciones atractivas a medio plazo. El 50% restante se divide entre seis compañías de similares características:

Valor	Peso % Cartera	Precio entrada 2017	Precio cierre 2017	Rentabilidad 2017 *
Umanis SA	13,6%	8,00 €	13,64 €	70,9%
LSI Software	13,0%	PLN 11,35	PLN 14,00	24,5%
Protector Fors	13,0%	79,00 NOK	90,00 NOK	8,0%
Black Diamond Group	11,4%	\$ 2,07	\$ 2,39	13,6%
Figeac - Aero	11,0%	16,29 €	18,00 €	-3,6%
Hitechpros	11,0%	19,60 €	18,89 €	10,5%
Groupe Guillin	7,5%	45,79 €	34,40 €	-24,9%
Groupe Open	7,1%	26,80 €	31,68 €	19,6%
Global Dominion Access	6,2%	3,96 €	4,32 €	8,9%
Dart Group PLC	6,1%	£ 6,17	£ 6,80	4,6%
Liquidez	0,0%			

\* La rentabilidad por posición incluye el efecto divisa y los dividendos percibidos durante el año

### Distribución geográfica de la cartera

Zona geográfica	% Cartera
Europa Central	56,5%
Europa del Norte (UK y Escandinavia)	19,1%
Europa del Este	13,0%
Estados Unidos y Canadá	11,4%
Liquidez	0,0%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

### Distribución tipología de inversión de la cartera

Tipología de inversión	% Cartera
Alto crecimiento / compounder	53,0%
Cíclica	39,5%
Estable - defensiva	7,5%
Liquidez	0,0%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

### Distribución divisa de la cartera

Divisa *	% Cartera
Euro (incluida liquidez)	56,5%
Zloty polaco	13,0%
Corona noruega	13,0%
Dólar canadiense	11,4%
Libra esterlina	6,1%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

\* Riesgo divisa no cubierto

### Datos fundamentales de la cartera

Dato fundamental *	Valor
Top 3 posiciones	39,6%
Top 5 posiciones	62,0%
Con accionista de referencia ( > 20% )	73,7%
Con deuda inferior a 1x EBITDA	64,0%
Negocios reinvertibles	47,5%

\* Datos aportados sin considerar la liquidez

Tras incorporar algunos valores cuyas ideas han sido extraídas de los fondos de inversión que considero más se adaptan a mi estilo de inversión (fundamentalmente True Value, Valentum y Metavalor Internacional, lo cual he de admitir que son apetecibles fuentes de ideas), creo firmemente que el valor se encuentra en compañías lo menos seguidas posibles, sin importar su tamaño o volumen de negociación, con balances sanos, ventajas competitivas, excelentes perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, y que ofrezcan un potencial y margen de seguridad extraordinarios. Pero, sin duda, lo más importante es que ese potencial de crecimiento venga sustentado por **aspectos cualitativos**: alto apalancamiento operativo (HitechPros), compañía del sector mejor valorada por el cliente (Dart Group), líder de costes de su mercado (Protector Fors), liderazgo mundial (Viscofan), baja deuda neta en un entorno altamente endeudado (Groupe Guillin), entre otros.

La llegada de una corrección a los mercados, ya fuera esta corta o prolongada, pondría en liza la fortaleza de la cartera: todas las compañías carecen de deuda neta, excepto Figeac Aero (que se comportó bien durante la crisis), Groupe Guillin (como decía, sin apenas relevancia) y Black Diamond (compañía muy cíclica a mantener a muy largo plazo). El resto de compañías (incluida Groupe Guillin), una recesión o una subida de los tipos de interés, lejos de afectarles, podría incluso llegar a reforzar su posición dentro de los entornos en que operan, lo cual, a su vez, incrementaría el potencial de la cartera con un horizonte de inversión siempre largoplacista.

Todos estos atributos me llevan inexorablemente a descubrir compañías de calidad y pequeñas, prácticamente invisibles. He de aclarar que por ser más pequeñas no suponen un riesgo mucho mayor. Ante la escasez de oportunidades, gestores de grandes fondos se ven abocados a invertir en compañías sumamente endeudadas o de baja calidad. El hecho de entrar en compañías inaccesibles a estos reúne la principal ventaja de que, algunas de ellas, además de gozar de un gran crecimiento de sus ventas y una expansión de los márgenes comerciales, poseen una elevada tesorería neta, lo cual las hace especialmente atractivas, ya que pueden utilizarla para adquirir competidores y acelerar su crecimiento, o bien para recomprar acciones si no encuentran oportunidades a precios atractivos.

Como suelo decir, el inversor particular debe **salirse de lo ordinario** para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis un buen año 2018 y mejores inversiones,

*Lucas LM*

Gráfico rentabilidad histórica de la cartera



Rentabilidad histórica cartera	1T	2T	3T	4T	Año
Rentabilidad 2017	7,0%	12,7%	6,6%	9,8%	41,0%

\* La rentabilidad anual y acumulada de la cartera se tiene en cuenta hasta el periodo actual