

**carta 1^{er} semestre
2019**

MICROVALUE

— EL RINCÓN DEL INVERSOR PARTICULAR —

Mi cartera durante el primer semestre de 2019

Analogías del mercado

Razón no le faltaba a Benjamin Graham cuando afirmaba que *“Mr. Market sufre de esquizofrenia en el corto plazo, pero recupera la cordura en el largo plazo”*. Aunque ha sucedido más pronto que tarde, lo cierto es que durante el cuarto trimestre del 2018 el mercado descontó una recesión cuando no había indicios para ello, y a los meses todo vuelve a ser de un eufórico color rosa. El *“sé avaricioso cuando el resto tiene miedo y ten miedo cuando el resto es avaricioso”* de Warren Buffett, llevado al mayor de los cortoplacismos. Es más, ni siquiera sería tan benevolente con el mercado como lo era el bueno de Graham. Para mí, el mercado es sabio e incluso en ocasiones visionario, como lo fue Albert Einstein en su día. Sin embargo, incluso el científico alemán de vez en cuando salía a cenar, se emborrachaba, hacía tonterías y cometía errores. Estas ineficiencias debemos aprovecharlas al máximo, porque no serán muchas. El tiempo, como siempre sucede, acaba dando la razón a aquellos que nos centramos en el **valor a largo plazo**. En la **carta anual del 2018** comentaba lo siguiente: *“es importante adoptar una flexibilidad de adaptación a cada entorno. Toda oportunidad que nos regale el mercado (que no serán muchas), simplemente hay que aprovecharla”*. Ahora toca ser cautos de nuevo.

Rompiendo tópicos

Hoy me gustaría romper un par de tópicos sobre el inversor value. Muchos ignoran e incluso menosprecian el uso de dos herramientas que considero muy útiles (que no imprescindibles) en la gestión de una cartera. La primera es el siempre denostado apalancamiento. Sin embargo, el propio oráculo de Omaha lo ha utilizado en varias ocasiones. *“We have achieved this result while utilizing a low amount of leverage.”* (1979 Chairman’s Letter, Berkshire Hathaway). Esto y la concentración le ha llevado a obtener rentabilidades de triple dígito en dos ocasiones durante toda su carrera (1976 y 1979), y un 30,0% anualizado durante sus primeros 25 años (23,3% real, si lo ajustamos a la inflación). Lo mismo sucede con Mark Leonard, Presidente de Constellation Software. En su carta del Q2 de 2008 admitió que existían más oportunidades que nunca para adquirir negocios de software a precios excelentes, y que se encontraban ante uno de los mejores mercados en años para realizar adquisiciones: *“Concurrently, and for some of the same reasons, quite a number of vertical market software businesses are for sale at attractive prices. We may not be the successful bidders for these assets, but if we are, we will almost certainly be increasing Constellation’s financial leverage.”* Sin duda, el leverage utilizado con prudencia y en momentos puntuales, aporta un alfa adicional que **puede marcar la diferencia**.

El otro tópico que romperé es el de “ir contra el mercado”: los shorts. Muchas veces se nos hace la boca agua con negocios de calidad, managements excelentes, sin deuda, margen de seguridad, etc. En este tipo de compañías, el tiempo siempre está de nuestro lado, es cierto. Pero, ¿y si encontrásemos lo contrario? Una compañía con un negocio replicable (que incluso la competencia ya hace y además mejor), que quema caja trimestre tras trimestre, con stock options abusivas, con dimisiones y diferencias dentro de un equipo gestor vendiendo acciones, cotizando con una sobrevaloración más que evidente... ¿Acaso el tiempo no está también de nuestro lado? De hecho, en ciertos momentos, un short bien empleado puede incluso ser más eficiente que la liquidez. Imaginemos una caída generalizada de mercado. Si estuviéramos en lo cierto, esa compañía debería

caer incluso más que la media. Nos generará una liquidez adicional justo cuando el resto de nuestras posiciones acumulan más potencial que nunca. Recordemos la cita de Benjamin Graham: el mercado acaba recuperando la cordura. En ambas direcciones, no sólo en una. Y aclaro que he utilizado erróneamente la expresión “ir contra el mercado” para explicar brevemente la función del short. Pero, ¿acaso no estamos yendo contra el mercado cuando invertimos en largo en una compañía infravalorada? **Siempre vamos contra el mercado**, en una o en otra dirección.

Pondré el ejemplo de una compañía que llevo siguiendo un tiempo y sobre la que, lamentándolo mucho, no he podido construir un short: IDEX ASA. Es una compañía noruega que desarrolla productos de sensores de huellas digitales, fundamentalmente para apps y tarjetas de crédito. Capitaliza en torno a 1B de coronas, pierde cada año 250M. En 2015 tenía en caja 800M, y a finales del 2018 menos de 100M. La única forma de alargar su supervivencia es mediante ampliaciones de capital, como la de enero de 2019, por importe de 214M. Al mismo tiempo, el management se reparte, año tras año, entre bonus por objetivos (¿?) y stock options, más de diez millones. Por si fuera poco, la compañía cotiza actualmente a más de 500x ventas, múltiplo que carece de sentido.

El ejercicio del papel en blanco

Durante este semestre, he realizado un ejercicio cuya práctica recomiendo hacer a todos. Olvida por un momento tu cartera de inversión: las compañías que la componen, sus precios de compra, sus rentabilidades acumuladas, etc. **Olvidalo todo**, y acto seguido coge un papel en blanco. Reflexiona, valora todas las alternativas posibles y construye la cartera que te gustaría tener **hoy**. Seguro que hay algunas compañías que, aun teniéndolas en cartera, no figuran en ese papel. Y seguro que hay otras que sí aparecen, aun habiéndolas vendido. Con este sencillo ejercicio nos quitamos de encima los principales sesgos de inversión, como el del anclaje a nuestro precio de compra, probablemente el más perjudicial para el potencial y por ende la rentabilidad de la cartera.

Rentabilidad y potencial de la cartera

El potencial anualizado de la cartera se sitúa a cierre de semestre en torno al 37%. Como siempre, esto no tiene por qué traducirse en una rentabilidad efectiva. Simplemente concede un margen de seguridad suficiente que me permitirá seguir cometiendo errores en el futuro. Cierro el primer semestre de 2019 con una rentabilidad del +13,1% YTD, manteniendo una rentabilidad anualizada desde inicio del +12,7%, por debajo del S&P 500 Total Return (+13,8%) y de mis expectativas (+15,0%). Paciencia, aún queda mucho (o todo el) camino por delante. El éxito acabará llegando.

| Año | Rentabilidad cartera | Rentabilidad S&P 500 TR | Mis expectativas |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------|
| 2017 | 41,0% | 21,8% | 15,0% |
| 2018 | -15,5% | -4,4% | 15,0% |
| 2019 * | 13,1% | 18,5% | 7,3% |
| Anualizada | 12,7% | 13,8% | 15,0% |
| Acumulada | 34,8% | 38,1% | 41,9% |

* La rentabilidad del 2019 corresponde al primer semestre del mismo año.

Mi cartera de cara al resto del 2019

Más del 50% de la cartera se concentra en 5 posiciones. Todas tienen caja neta o bajo endeudamiento, valoraciones muy atractivas y un excelente equipo gestor cuyos intereses están alineados con los nuestros. El 50% restante se divide entre compañías de diferente tipología:

| Valor | Peso % Cartera | Precio entrada 2019 | Precio cierre 2019 | Rentabilidad 2019 * |
|------------------------------|-------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| Burford Capital Inc. | 15,4% | £ 16,17 | £ 15,50 | -2,2% |
| Rockrose Energy | 12,1% | £ 6,50 | £ 8,15 | 21,5% |
| Freddie Mac (Pref L) | 10,9% | \$ 15,94 | \$ 18,75 | 18,0% |
| International Petroleum Corp | 7,9% | 29,20 SEK | 41,20 SEK | 36,2% |
| GYM Group PLC | 7,9% | £ 2,31 | £ 2,45 | 3,8% |
| Global Dominion Access | 6,0% | 4,42 € | 4,51 € | 0,1% |
| MTY Food Group | 5,8% | \$ 53,95 | \$ 65,36 | 22,8% |
| Karelia Tobacco Company | 4,9% | 256,00 € | 278,00 € | 6,7% |
| KKR & Co. LP | 4,9% | \$ 24,00 | \$ 25,27 | 3,7% |
| Ur Energy | 4,9% | \$ 0,65 | \$ 0,94 | 46,2% |
| Energy Fuels, Inc. | 4,9% | \$ 2,87 | \$ 3,13 | 7,9% |
| LSI Software | 4,6% | PLN 11,02 | PLN 10,40 | -2,3% |
| Gravity Co. | 4,5% | \$ 81,16 | \$ 46,15 | -44,2% |
| Orezone Gold | 4,3% | \$ 0,57 | \$ 0,64 | 17,8% |
| Snap, Inc. (Short) | -3,6% | \$ 10,00 | \$ 14,30 | -42,5% |
| Adept Technology Plc | 3,5% | £ 3,46 | £ 3,69 | 8,8% |
| Hitechpros | 3,0% | 14,70 € | 15,80 € | 7,5% |
| United Carpets Group | 2,2% | £ 0,051 | £ 0,052 | 5,1% |
| Liquidez | -4,0% | | | |

* La rentabilidad por posición incluye efecto de la divisa, comisiones y dividendos.

Distribución geográfica de la cartera

| Zona geográfica | % Cartera |
|--------------------------------------|---------------|
| Europa del Norte (UK y Escandinavia) | 48,8% |
| Estados Unidos y Canadá | 36,7% |
| Europa Central | 13,9% |
| Europa del Este | 4,6% |
| Liquidez | -4,0% |
| TOTAL | 100,0% |

Distribución tipología de inversión de la cartera

| Tipología de inversión | % Cartera |
|-------------------------------|---------------|
| Alto crecimiento / compounder | 59,7% |
| Cíclica | 24,1% |
| Estable - defensiva | 23,8% |
| Liquidez | -4,0% |
| Shorts | -3,6% |
| TOTAL | 100,0% |

Distribución divisa de la cartera

| Divisa * | % Cartera |
|--------------------------|---------------|
| Libra esterlina | 40,9% |
| Dólar americano | 26,5% |
| Dólar canadiense | 10,1% |
| Euro (incluida liquidez) | 9,9% |
| Corona sueca | 7,9% |
| Zloty polaco | 4,6% |
| TOTAL | 100,0% |

* Riesgo divisa no cubierto

Datos fundamentales de la cartera

| Dato fundamental * | Valor |
|--------------------------------------|-------|
| Top 3 posiciones | 38,4% |
| Top 5 posiciones | 54,1% |
| Con accionista de referencia (> 20%) | 57,6% |
| Con deuda inferior a 1x EBITDA | 81,2% |
| Negocios reinvertibles | 59,7% |

* Datos aportados sin considerar la liquidez ni shorts

A continuación, hago una breve actualización de la cartera:

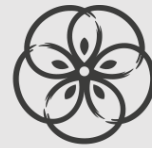
Principales posiciones

1. Burford Capital. A cinco años la tesis continúa intacta, aunque por el camino la volatilidad está siendo elevadísima. Informes bajistas como el de Cannacord, ventas forzosas por parte de alguno de sus principales accionistas, avances en la resolución del caso Petersen, etc. Todo suma



para agitar con violencia la cotización de esta extraordinaria compañía, lo cual me ha ayudado a seguir acumulando acciones a un promedio de 15 libras. Continúa siendo la principal posición en cartera.

2. Rockrose Energy es una microcap británica de cien millones que ha adquirido intereses minoritarios en activos offshore de Reino Unido y Países Bajos. Con accionista de referencia, caja neta y cotizando a 1x EV/FCF, es difícil encontrar oportunidades como esta, y cuando aparecen simplemente hay que aprovecharlas y ponderarlas con valentía. Lleva suspendida de cotización desde la adquisición de Marathon Oil U.K. LLC y Marathon West of Shetland Limited, lo cual la llevará a prácticamente duplicar sus reservas. Veremos qué sucede tras la publicación del prospecto y su readmisión a Bolsa. En función de su precio vs valor, consideraré vender una parte o incluso ampliar la posición. Agradecimiento a Adri por compartir con todos esta genial idea.



**ROCKROSE
ENERGY**

3. Federal Home Loan Mortgage Corporation (gracias, Eloy) es una de las compañías con mayor beneficio por empleado del planeta y cuya función principal es la de emitir una garantía sobre una parte de los préstamos hipotecarios concedidos en Estados Unidos, con el objeto de dar estabilidad



al mercado secundario de hipotecas. Fue creada en 1970 e intervenida públicamente durante la crisis de 2008, tras la caída de Lehman Brothers. Durante los últimos años, no han cesado los rumores de privatización de la compañía, aunque no fue hasta enero de 2019 cuando se han hecho más patentes. La primera parte del proceso se inició de manera oficial con el nombramiento de Mark Calabria como director de la FHFA (Federal Housing Finance Authority), organismo regulador de Fannie Mae y Freddie Mac. El siguiente paso será el anuncio del plan a seguir para la recapitalización de dichas entidades por parte del Departamento de Tesoro, por lo que el desenlace parece estar más cerca que nunca. Para ello, me he posicionado en unas preferentes con un precio de canje (o par) de 50 dólares, un gap superior al 165% desde niveles actuales.

5. Gym Group. Si pudiéramos elegir un solo ejemplo que ilustrara lo cortoplacista que en ocasiones se vuelve Mr. Market, ese papel podría desempeñarlo Gym a la perfección, que durante el año se ha puesto a un precio absolutamente irracional, basándose en una situación de guerra de precios que nunca llegó a existir. Aproveché para incrementar la posición a 1,93 libras y posicionarla en el TOP5 de la cartera.



7. MTY Food Group es una vieja conocida de la comunidad value. La compañía canadiense, compounder como pocos, está especializada en la gestión de franquicias del sector de restauración. Este semestre ha dado una gran oportunidad al anunciar la adquisición de Papa Murphy's Holdings, Inc., que ha sido mal recibida por el mercado debido al impacto negativo a corto plazo en los márgenes de la compañía. Sin embargo, si la valoramos con un horizonte mayor, cuando digieran la adquisición y la integren a márgenes similares que el resto del grupo, en menos de dos años MTY



podría estar generando un Free Cash Flow en torno a 175M, excluyendo adquisiciones adicionales. Incorporando la nueva deuda, eso supone cotizar a menos de 10x EV/FCF, una compañía que debería hacerlo al menos a 15x. Un potencial satisfactorio para una posición con un downside muy limitado.

8. **Karelia Tobacco**, de la que he publicado recientemente una [actualización de la tesis](#) tras la presentación de los resultados de 2018, pondera más que nunca en la cartera, tras duplicar mi posición durante el 2019. Ya cotiza a menos de 4x, con más de 400 millones de euros en caja sobre los 750 que capitaliza, un descuento del 50% en relación a su múltiplo histórico, a lo que habría que añadir todo lo que genere cada año. Si LSI Software cotiza en uno de los mercados más infravalorados del mundo, Karelia lo hace en el líder absoluto de la lista: Grecia.



9. **KKR & Co** es una gestora de activos americana que pertenece al selecto club de los **mejores negocios del mundo**. Comparte dicho privilegio con un puñado más, como las agencias de calificación crediticia, entre otros. La gestión de activos acumula diversos *moats*, entre los que destacan la escala, el regulatorio y el reputacional. Construir una reputada gestora con 200B bajo gestión como KKR es

KKR

una labor que probablemente requiere décadas. Sin embargo, KKR no es sólo un negocio extraordinario al uso: más del 40% de la compañía se encuentra en manos de unos empleados que han demostrado un track record aceptable. En cuanto a la valoración, si aplicamos un múltiplo sobre sus net management fees (comisiones netas de gestión, que ascienden a 1,1B a marzo de 2019) de 20x (múltiplo utilizado en la adquisición de Oaktree Capital de Howard Marks, por parte de Brookfield), obtenemos 26\$ por acción; actualmente cotiza a 25\$. A mayores, debemos añadir la comisión de éxito, mucho más volátil que la de gestión y, lo que es más importante, el balance de la compañía, compuesto por una caja de 2,5B, inversiones en private equity y compañías cotizadas, así como fondos de la propia gestora. Valorándolo a un múltiplo book value de 1x, equivalen a otros 15\$ por acción. Dicho de otra manera, **KKR cotiza hoy a menos de 5x beneficios ex balance**. Es importante tener en cuenta que el management ha venido componiendo tanto el balance como los activos bajo gestión a doble dígito, lo cual hace que los fees hayan venido incrementándose en idéntica proporción. Un catalizador a medio plazo es el lanzamiento de multitud de fondos durante los últimos años, que empezarán a generar fuertes retornos a medio plazo y cuya inversión ya está totalmente realizada. En un hipotético mercado bajista, es cierto que la acción pueda resentirse más que la media. No obstante, al mismo tiempo la compañía aprovecharía para desplegar su pólvora seca y realizar inversiones en condiciones mucho más favorables.

10 y 11. **Ur Energy y Energy Fuels**. Parecía que abril era el mes en que por fin se resolvería el ansiado 232 (para bien o para mal), pero todo se ha pospuesto de nuevo hasta el 15 de julio, por lo que toca seguir esperando. Dada la cercanía de la fecha y la gran opcionalidad que existe a corto plazo, he añadido Energy Fuels, duplicando la exposición a uranio hasta el 10% de la cartera.

12. **LSI Software** es una microcap que cotiza en Polonia, uno de los mercados más infravalorados del mundo a día de hoy. Esto explica el ridículo precio al que cotiza: menos de 3x EV/EBITDA de 2019, con el fundador al frente de la compañía jugándose todo su patrimonio. Continué acumulando acciones durante el 2019 en el entorno de los 10 zlotys. Si nada cambia, LSI Software vale al menos 29 zlotys a tres años vista.



13. Gravity Inc. es una compañía coreana propietaria de los derechos de desarrollo y comercialización hasta 2033 del mítico videojuego Ragnarok (aquí puedes repasar de nuevo la [tesis de Gravity](#)). Es



GRAVITY

una auténtica historia de turnaround. Pasó de ser una compañía ruinosa en 2016, cuando cotizaba a sólo 2 dólares, a una máquina de crecimiento y rentabilidad al dar el salto a la plataforma móvil. Hoy cotiza por encima de los 45 dólares, lo cual se traduce en un 20-bagger en sólo 3 años. Por otro lado, el pasado 5 de junio Gravity lanzó su videojuego "Ragnarok Eternal Love" en Japón, que se ha mantenido desde entonces en el TOP-50 de descargas en Japón, tanto en la Google Play, como en la Apple Store, incluso escalando posiciones con el paso de los días. La reacción del mercado ha sido tumbar la acción desde los 93 hasta los 45 dólares. Las ventas en Japón suponen sólo un 3% sobre el total. ¿A alguien le cabe la menor duda que el mercado se ha pasado de frenada? Tras la caída, Gravity capitaliza 300 millones, 180 si le quitamos la caja. Acabará el año haciendo un EBIT de 60-70 millones de dólares. Estamos comprando a un múltiplo de menos de tres veces de este año un negocio de gran calidad, altísimo apalancamiento operativo y crecimiento de triple dígito. Gracias, Mr. Market.

15. Snap. Inc. (Short) A pesar de que el de IDEX ASA es mucho más claro, el primer short ha sido el de Snap, Inc., una compañía que gestiona la popular red social Snapchat, con más de 185 millones de usuarios en todo el mundo. Instagram, con funcionalidades similares, es una red social que, a diferencia de la primera, es



snapchat

una cash machine que no para de sumar usuarios, hasta situarse por encima de los mil millones, diez veces más que Snapchat. En este sector, el moat por excelencia es el efecto red, ventaja competitiva que cada día se deteriora más en Snap. De hecho, el incremento de ingresos sólo viene por el aumento de ARPU (Average Revenue Per User), no por el de usuarios, lo cual hace pensar que el techo no está muy lejano. Con una capitalización de 13B, en 2018 ha perdido más de 1,2B (3,4B en 2017), con el ejercicio de unas stock options más que cuestionables por parte del management. Cotiza a más de 16x Ventas frente a las 10x de Facebook. He utilizado un short directo (sin opciones) para evitar que el tiempo deje de estar de mi lado, asignando una pequeña posición de la cartera. No sería de extrañar que a medio plazo continúe incorporando a la cartera este tipo de estrategias.

16. Adept Technology. La microcap británica especializada en servicios IT sigue a lo suyo: generando



ADEPT

Free Cash Flow recurrente y reinvirtiéndolo en adquirir compañías (aquí puedes repasar de nuevo la [tesis de Adept](#)). La última adquisición ha sido ACS Group, compañía de IT que cuenta entre sus clientes con 200 colegios de Reino Unido. Adept ha cerrado la operación pagando sólo 1x ventas y 6x beneficios, y se prevé que la operación comience a generar fuertes sinergias de manera inmediata.

17. HitechPros. La microcap francesa presentó el pasado octubre un pequeño profit warning tras una caída de ingresos del 7% respecto a 2017, como consecuencia de la salida de algunos trabajadores de la entidad. El precio de cotización se desplomó hasta los 14 euros, más de un 30% desde máximos, que aproveché para ampliar la posición, tal como expliqué en la [carta anual del 2018](#). Nuevamente, el mercado sólo veía que los resultados se deteriorarían a corto plazo, aunque no contaba con que



HitechPros mejoraría sus márgenes de forma rápida al recortar sus costes de personal, lo cual se tradujo en un incremento del margen de explotación hasta el 17%, máximos históricos. Así, el beneficio aumenta incluso con respecto al 2017, situándose por encima de los 2,1 millones de

euros, que devolverá al accionista en su totalidad. La compañía capitaliza 25 millones, 21 si le restamos la caja. Esto hace que el maravilloso negocio de Hitechpros cotice a sólo 9x de 2019.

Para explicar la cotización de posiciones como Gravity, Karelia Tobacco, LSI Software o Hitechpros, permitidme parafrasear a Ian Cassel: *“Un par de veces al año una posición cae sin noticias y lo hace con tanta fuerza que sacude tu convicción con la idea de que “alguien sabe algo”. Buscas en foros, Google, llamas al management.. pero nada. Al terminar, la acción acaba disparándose.. **Bienvenidos a las microcaps**”*.

Ventas más relevantes

En cuanto a las ventas, destacan **NBI Bearings Europe, Constellation Software, On The Beach y RA International**. Las dos primeras, por alcanzar exigentes niveles de valoración, aunque no descarto volver a ser accionista de estas magníficas compañías si vuelven a dar oportunidades de entrada.

En el caso de On The Beach, no me ha gustado el anuncio del programa de recompra de acciones y su no ejecución, la venta de acciones del management, cambios en su configuración, y el cambio de auditores. Esto no quiere decir nada, simplemente he dejado de sentirme cómodo con la posición. Cuantitativamente, la compañía aún conserva un potencial y margen de seguridad excelentes.

En cuanto a RA International, la compañía que desarrolla proyectos de construcción para organismos internacionales en África, realmente no ha cambiado nada. De hecho, los resultados han sido mucho mejores de lo esperado, continúan captando contratos y la compañía sigue muy barata. Sin embargo, en este caso el error creo que ha venido por considerar un múltiplo demasiado elevado en la valoración, dejándome llevar por unos márgenes y un crecimiento fuera de lo común. En mi opinión, hemos de ser más rigurosos y tener en cuenta el sector y área geográfica en el que opera. Así, el múltiplo probablemente no debería ser mayor de seis veces, con el que el potencial quedaría reducido al simple dígito, inasumible dado el riesgo implícito de la inversión. Como expliqué más arriba con el ejercicio del papel en blanco, no importa el precio al que hayas comprado en su día: **lo único que importa es hoy**, y hoy RA International no aparece en mi papel en blanco.

Sin más, aprovecho para agradeceros el haberle dedicado unos minutos a leer la carta del primer semestre de 2019, no dudéis en poneros en contacto conmigo si os suscita alguna duda, sugerencia o crítica. Estaré encantado de debatir y rebatir sobre cualquier tesis de inversión o cualquier otro tema que consideréis relevante. Sigo aquí para aportar mi granito de arena a la comunidad value y ayudar en lo que me sea posible.

Como suelo decir, el inversor particular debe **salirse de lo ordinario** para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis una buena segunda mitad de año 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% |
| Rentabilidad 2018 | -0,4% | 7,7% | -0,4% | -21,0% | -15,5% |
| Rentabilidad 2019 * | 13,4% | -1,4% | | | 13,1% |

* La rentabilidad del 2019 corresponde sólo al primer semestre del mismo año.