

## Beka International Select Equities

Estimado inversor,

Nos dirigimos a usted por segunda vez desde nuestro inicio en septiembre de 2019. Durante estos tres meses hemos tenido la enorme suerte de contar con el apoyo de más de 1.000 nuevos inversores en la gestora y de haber superado la marca de los 20 millones de euros bajo gestión en el fondo. Estamos muy agradecidos a todos y cada uno de ustedes por confiarnos la gestión de su patrimonio. Como pudimos comunicarles hace tres meses, nuestra prioridad principal es asegurarnos de cumplir con nuestro deber fiduciario como responsables de la gestión de su capital.

Desde el lanzamiento del fondo, el retorno obtenido por el mismo ha sido del 8,74%. Muchos de nuestros inversores conocen que la Estrategia del Fondo tiene un *track record* desde enero de 2017, y por ello, nos gustaría compartir con todos ustedes que durante el año 2019 el retorno obtenido de la Estrategia ha sido del 38,84%<sup>(1)</sup>. Como director de inversiones no puedo más que agradecer a todo el equipo por su trabajo y felicitar a todos por lo que debemos considerar un año de excelentes resultados.

**Nuestra cartera está compuesta por compañías de alta calidad, líderes en sus respectivos sectores, capaces de capitalizar sus beneficios de manera recurrente y que cotizan, no al mejor precio posible, sino a una valoración razonable. Asimismo, tratamos de aprovecharnos de claras ineficiencias del mercado comprando otro tipo de compañías, menos llamativas, pero que cotizan muy por debajo de su valor intrínseco.** En los últimos meses, hemos podido comprobar como diversos actores del mercado han hecho referencia a las altas valoraciones a las que cotizan diversas compañías categorizadas como "*growth*". Si bien es cierto que algunas compañías cotizan a múltiplos superiores a la media histórica, creemos poco razonable generalizar y/o simplificar. Sin extendernos demasiado, nos gustaría compartir con ustedes algunos aspectos sobre nuestra cartera y sobre algunos debates que escuchamos en el día a día de los mercados.

---

<sup>(1)</sup> Es el resultado de componer el retorno bruto de la Estrategia, durante 2019, antes del lanzamiento del fondo y el retorno neto del fondo desde su lanzamiento.

## **1) La cartera del fondo cotiza a una valoración atractiva**

Nuestro portfolio cotiza a 18x PER<sup>(2)</sup> con un crecimiento de beneficios esperado del 15%; es decir, estamos pagando 1,2x PEG<sup>(3)</sup>. Como referencia, el S&P500 y el Eurostoxx600 cotizan a 1,7x y 2,0x PEG respectivamente. De la misma forma, el conjunto de compañías que componen la cartera operan con unos niveles de endeudamiento considerablemente inferiores a los del promedio de compañías del mercado, pues el ratio Deuda Financiera Neta sobre Ebitda del fondo es de 0,7x mientras que el mismo ratio para las compañías que componen el S&P500 y el Eurostoxx600 es de 1,8x y 3,1x respectivamente.

Siendo algo simplistas, podemos llegar a la siguiente conclusión: nuestra cartera reduce el múltiplo de cotización trimestre a trimestre más rápido que el mercado (cotizando a múltiplos muy similares) y lo hace con un riesgo menor en caso de un entorno de recesión (debido a su menor deuda). Dicho de otro modo, si excluyéramos de cotización todas las compañías de nuestra cartera, recuperaríamos nuestra inversión mucho antes que el mercado y con menor riesgo. Como se pueden imaginar, la clave está en determinar cuándo nuestras compañías dejarán de crecer a un ritmo superior al mercado (si es que lo hacen en algún momento) y por lo tanto demandar un múltiplo inferior al actual. Es aquí donde destinamos todos nuestros recursos.

## **2) Tratamos de evitar las trampas del mercado**

En nuestro día a día tratamos de evitar las siguientes modas que hemos podido ver en los últimos años: (i) Compañías que cotizan en línea con los múltiplos que se pagan por compañías con ingresos muy recurrentes (ingresos por suscripción, por ejemplo) cuando en realidad no tienen las mismas características, y (ii) empresas que parecen muy baratas cuando en realidad no lo están por estar expuestas a presiones competitivas y/o cíclicas.

## **3) Los múltiplos se han expandido en 2019 y están por encima de la media histórica**

Es cierto que el múltiplo que los inversores están dispuestos a pagar por los beneficios empresariales ha subido en mayor medida que las expectativas de crecimiento de los beneficios, comprimiendo el retorno esperado. La expansión de múltiplos ha explicado un 25,5% y 21,9%<sup>(4)</sup> de los retornos de renta variable en Estados Unidos y Europa respectivamente. Si bien es cierto que los múltiplos no pueden expandirse de manera indefinida, todo ha de ser puesto en perspectiva. Las valoraciones empresariales parten de un elemento común, la rentabilidad del activo libre de riesgo. Durante 2019, la rentabilidad del bono americano de 10 años ha pasado del 2,70% al 1,91% por lo que es razonable pensar que las valoraciones empresariales suban al menos en la misma medida. No podemos demandar la misma rentabilidad a los

---

<sup>(2)</sup> Precio de cotización dividido entre beneficio por acción.

<sup>(3)</sup> PER dividido entre el crecimiento anual esperado del beneficio por acción.

<sup>(4)</sup> Fuente: JP Morgan

activos de riesgo cuando nuestra opción alternativa (el activo libre de riesgo) ofrece un retorno menor, de lo contrario, estaríamos muy preocupados con la eficiencia de los mercados. Debido a esta relación, somos conscientes que, si el retorno esperado del activo libre de riesgo sube (algo que no nos planteamos en el corto plazo), las valoraciones de la renta variable bajarán, pero con un ligero matiz, los beneficios estarían acelerándose, reduciendo por tanto la presión a la baja.

Debemos, además, tener en cuenta el punto de partida de 2019. El año anterior fue un año particularmente volátil donde las cotizaciones de la mayoría de los activos de riesgo acabaron en negativo. Como referencia, 2019 acabó un 7,5% por encima de los máximos vistos en el 2018, lo cual parece encontrarse dentro de la distribución lógica de retornos históricos.

#### **4) Capital Riesgo vs Renta Variable**

En los últimos 15 años el crecimiento del capital disponible en manos de las gestoras de capital riesgo ha experimentado un crecimiento exponencial (incrementándose la liquidez cinco veces hasta los 2 trillones de dólares)<sup>(5)</sup>. Tanto es así, que el número de compañías cotizando a un múltiplo inferior que la media de valoración de los mercados privados se ha multiplicado por cuatro. Observamos con cierta cautela como la relación entre liquidez, riesgo y retornos parece invertida en estos momentos. Parece que la psicología de los inversores lleva a los mismos a pagar una prima por no ver cotizar diariamente sus valores, cuando en realidad, debería ser al contrario. Asimismo, hemos podido comprobar como el mercado de renta variable ha sido más racional a la hora valorar las últimas salidas a bolsa que el mercado de capital riesgo (UBER, WeWork, etc).

Seguiremos monitorizando las valoraciones de nuestra cartera y las valoraciones y riesgo del mercado para hacer los ajustes necesarios. Seguimos viendo una ecuación riesgo/rentabilidad muy atractiva en los valores que componen nuestra cartera y por ello estamos confiados en que, en el largo plazo, nuestra estrategia ofrecerá retornos satisfactorios.



---

Javier Martín  
Director de Inversiones

---

<sup>(5)</sup> Bain Global Private Equity Report 2019



## Comentario Semestral Beka International Select Equities

El fondo cierra el semestre (26/09/2019 fecha de constitución del fondo) con una rentabilidad acumulada del +8,74%. Durante este periodo, el fondo ha construido una cartera de 40-45 valores de renta variable a nivel global, principalmente de mercados desarrollados como Europa y Estados Unidos. La estructura de la cartera se caracteriza por la selección de compañías de alta calidad, líderes en sus respectivos sectores, capaces de capitalizar sus beneficios de manera recurrente y que cotizan a una valoración razonable desde un punto de vista fundamental.

Dentro de este grupo de compañías, que conforman la estructura central del fondo, encontramos compañías de gran capitalización que se ven favorecidas por algunas de las principales tendencias socioeconómicas de medio y largo plazo que podemos identificar como pueden ser la digitalización de la economía (Visa, Mastercard, Paypal, Verra Mobility), el crecimiento del e-commerce (Nike, Estee Lauder, Amazon, Alibaba) o el desarrollo de la publicidad online y negocios vinculados a internet (Facebook, Alphabet, Tencent).

Por otro lado, también se han realizado inversiones en compañías con modelos de negocio menos atractivos, pero que cotizan muy por debajo de su valor intrínseco de forma puntual. Dentro de este grupo menos numeroso y con menor peso estructural en cartera podemos encontrar compañías como: Air Lease, Fortress Transportation & Infrastructure Investors, Global Dominion, IAA o OneSavings Bank.

Al cierre del periodo, las principales posiciones en la cartera del fondo son: el grupo industrial español Global Dominion Access con un peso del 3,75% sobre el patrimonio del fondo, la gestora de capital riesgo estadounidense Blackstone 2,96% y el proveedor de software y servicios de información a profesionales Wolters Kluwer 2,86%.

El resto de valores en cartera se distribuyen con pesos que oscilan entre el 2,5% y el 1%. Por sectores, el fondo cierra el periodo invertido principalmente en los sectores de: Industriales, con un peso del 20,81%, un 19,56% en Consumo discrecional y un 16,18% en Tecnologías de la información.

Durante este periodo, el fondo ha tenido un comportamiento positivo, mejorando la rentabilidad de los índices de referencia de renta variable global. Destaca en positivo la aportación de valores en cartera como la compañía italiana de diseño, marketing

y distribución de prendas de lujo Moncler, que ha obtenido una rentabilidad en el último trimestre del +22,39%. También han tenido una contribución positiva la compañía financiera Blackstone +20,47% de revaloración en el período y la empresa de infraestructuras y transportes Fortress Transportation & Infrastructure Investors +29,57%. Por el lado negativo, algunas de las posiciones en cartera han tenido un comportamiento negativo durante el periodo como han sido los casos de Shake Shack, compañía de comida y restauración en Estados Unidos, la compañía de tecnología de pagos Wirecard y la compañía industrial Spirit Aerosystems con caída en el periodo del -34,05%, -28,06% y -17,51% respectivamente.

### **Comentario de Mercado**

Diciembre pone fin a un año muy positivo en términos de rentabilidades de las principales bolsas mundiales.

En Estados Unidos, el S&P 500 obtiene en el segundo semestre un +8,98% acumulando en el año un +28,9%, por su parte el Nasdaq 100 sube un +12,42% en el semestre, cerrando el año con una rentabilidad acumulada del +38%, y por último, el Dow Jones obtuvo un +6,81% en la segunda mitad del año, acumulando un +22,3% a cierre de ejercicio.

En el continente europeo los principales índices también recogen importantes rentabilidades, el Eurostoxx600 sube un +7,21% en el semestre, acabando con una rentabilidad del +23,2%. En Alemania el DAX30 obtuvo un +5,81% semestral, cerrando el año con una rentabilidad del +25,5%, En Francia el CAC40 obtuvo un +7,36% en el semestre acumulando en el año un +26,4%, en Reino Unido su índice FTSE 100 obtuvo +10,59% en el semestre, con una rentabilidad anual del +12,1%, con fuertes apreciaciones de la Libra en los meses de diciembre y noviembre. El selectivo español IBEX35 obtuvo en la segunda mitad de año un +3,07%, acumulando en el año un +11,8%.

Por su parte en Asia también los principales índices recogen subidas relevantes, Japón con su índice Nikkei obtuvo un +8,86% semestral, obteniendo una rentabilidad acumulada al cierre de 2019 del +18,2%. China observamos que su índice Hang Seng obtiene en el semestre un -0,78%, acumulando en el año un +15,05%. Taiwan SE +10,11% semestral, acumulando a cierre de año un +23,3%.

En Latinoamérica IBovespa Brasil en el semestre obtiene un +14,11% cerrando en el 2019 con un acumulado de +31,6%, en el caso de México, su índice IPC-México obtiene un +0,23%, acumulando en el año un +4,6%.

### **Índice de referencia**

Desde la fecha de registro del fondo 26 de septiembre de 2019, el fondo obtiene una rentabilidad al final del periodo de +8,74%, mientras que su índice comparable, que se compone en 60% del MSCI Europe Net Total Return en euros y 40% MSCI USA Net Total Return en euros obtuvo un +5,78%.

## **Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos IIC**

A cierre del año 2019, el número de participaciones es de 190.462,04, mientras que el número de partícipes es de 106. El patrimonio del fondo es de 20.711.015 con una liquidez que se sitúa en el 6,52% de la cartera.

## **Rentabilidad máxima y mínima en el periodo**

Durante este semestre la rentabilidad mínima ofrecida fue de un -1,53%, mientras que la rentabilidad máxima fue de 3,60%.

El **TER**, ratio de gastos totales soportado por el fondo en el periodo, ha sido del 0,58%.