



# CARTA TRIMESTRAL A NUESTROS PARTÍCIPES

PRIMER  
TRIMESTRE  
2019

**santalucía**

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

*Sabes ahorrar, sabemos invertir.*

Estimados partícipes,

El cambio de año ha sentado bien a los actores del mercado financiero. Los índices bursátiles cierran el primer trimestre de 2019 con revalorizaciones de doble dígito. Los fondos de renta variable de **santalucía Asset Management**, al igual que los índices, han experimentado ganancias cercanas o superiores al 10 %.

La pregunta es ¿qué hará el mercado a lo largo de los próximos meses?

La cita de Benjamin Graham, padre del análisis fundamental, encaja a la perfección en estos momentos: “En casi cincuenta años de experiencia en Wall Street, me he dado cuenta que cada vez sé menos y menos de lo que va a hacer el mercado y más y más sobre qué deberían hacer los inversores”.

En **santalucía Asset Management** no sabemos lo que va a hacer el mercado el próximo mes o el próximo trimestre. Lo que sí sabemos es lo que tenemos que hacer: encontrar modelos de negocio infravalorados, que presenten una rentabilidad sostenible y que resistan el paso del tiempo.

Ser disciplinados siguiendo un proceso de inversión, humildes reconociendo nuestras limitaciones y errores, además de ser apasionados por aprender, son elementos clave de nuestro día a día para tratar de devolver, en forma de rentabilidad, la confianza que han puesto en nosotros nuestros partícipes.

**Mikel Navarro Mendizábal**  
**Responsable de Renta Variable**  
**Santalucía Asset Management**

# Índice

<b>01</b>	<b>Rentabilidad de la gama santalucía Renta Variable</b>	
	Santalucía Ibérico Acciones	5
	Santalucía Espabolsa	6
	AP Europa Acciones	7
	Santalucía Eurobolsa	8
<b>02</b>	<b>Análisis de nuestras carteras</b>	
	Estrategia Ibérica	10
	Estrategia Europea	11
<b>03</b>	<b>Comentario de empresas</b>	
	Allianz   Barón de Ley   BBVA   Befesa	13
	Bolsas y mercados   Bonos OHL   Brenntag	14
	Cap Gemini   Coca Cola European Partners	
	Elis SA   Eni & Royal Dutch Shell	15
	Galp   IMCD   ING Group   Loomis	16
	MAPFRE   Merlín Properties   NOS	17
	Pacific Drilling   Sonae   Spectrum ASA   Talgo	18
	Técnicas Reunidas   Vivendi	19

# 01

---

## Rentabilidad de la gama santalucía Renta Variable

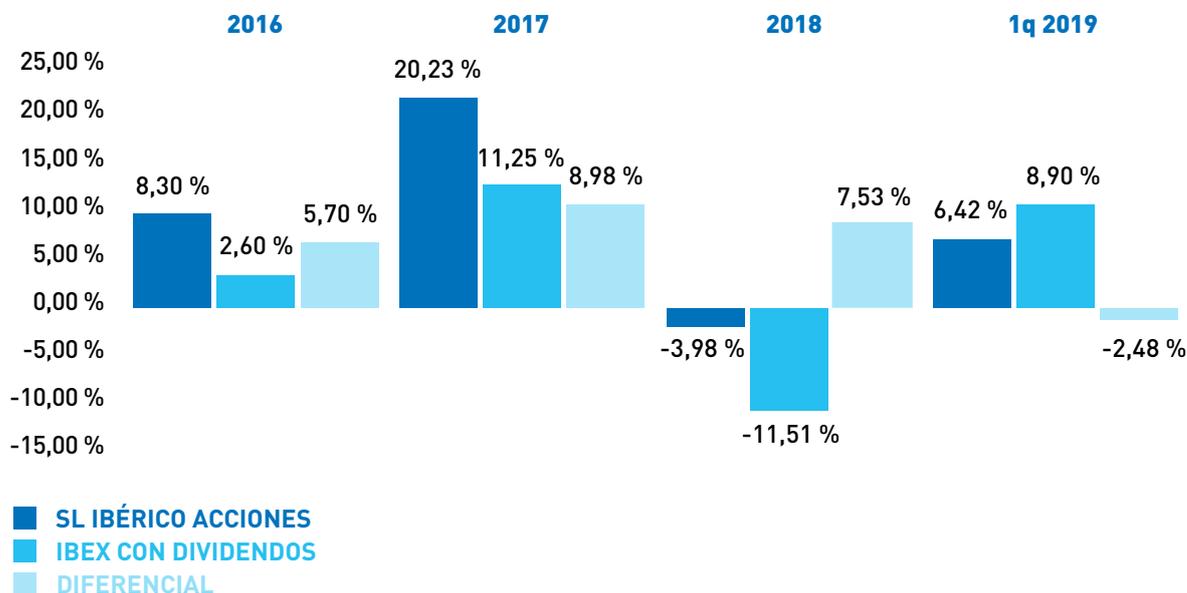


# Santalucía Ibérico Acciones ★★★★★

**El fondo cierra el primer trimestre en positivo**, aunque por debajo de nuestro índice de referencia, el Ibex con dividendos. Entre las principales posiciones en cartera, Técnicas Reunidas, Sonae e Indra se han revalorizado más de un 15 %. La empresa de ingeniería Elecnor ha sido el componente del fondo que más ha restado, perdiendo en el trimestre cerca del 10 %. Continúa siendo el mejor fondo de su categoría a 3 años, según Inverco.

## TABLA DE RENTABILIDADES SANTALUCÍA IBÉRICO ACCIONES ★★★★★

	2016	2017	2018	1q 2019
<b>SL IBÉRICO ACCIONES</b>	8,30 %	20,23 %	-3,98 %	6,42 %
<b>IBEX CON DIVIDENDOS</b>	2,60 %	11,25 %	-11,51 %	8,90 %
<b>DIFERENCIAL</b>	<b>5,70 %</b>	<b>8,98 %</b>	<b>7,53 %</b>	<b>-2,48 %</b>



## PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	6,90 %
Prosegur Cash	5,53 %
Técnicas Reunidas	5,36 %
Sonae	4,98 %
Telefónica	4,64 %

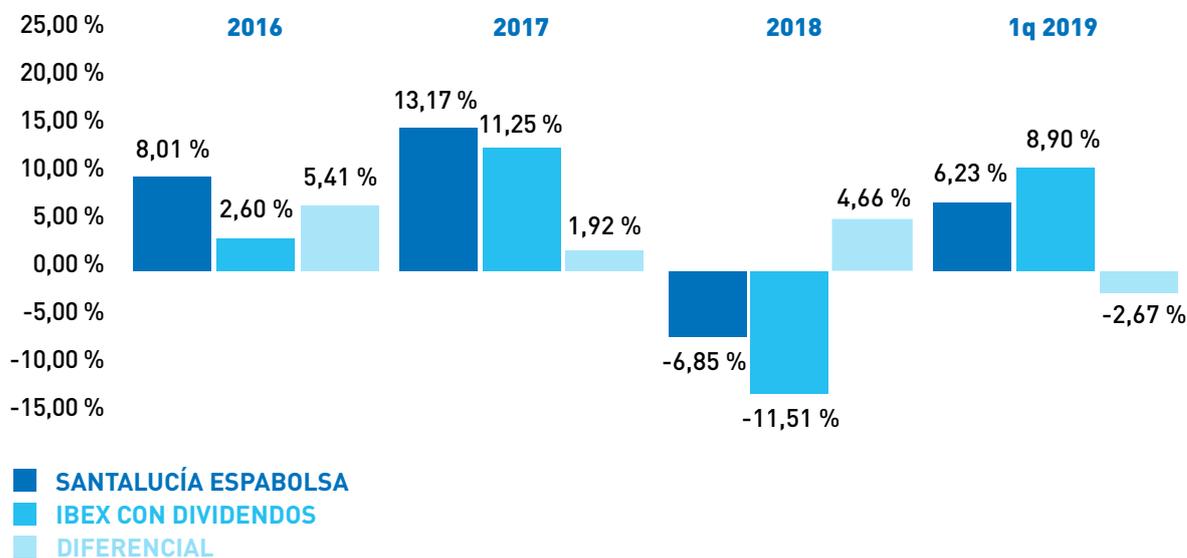
# Santalucía Espabolsa ★★★★★

El fondo gana un 6,23 % en este periodo, quedándose por debajo del índice de referencia, el Ibex con dividendos. **Destaca el buen comportamiento de Técnicas Reunidas que gana un 20 % en este periodo.** Por el contrario, mal comportamiento de la banca doméstica. Es el mejor fondo de RV Nacional a 5, 10 y 15 años.

## TABLA DE RENTABILIDADES

### SANTALUCÍA ESPABOLSA ★★★★★

	2016	2017	2018	1q 2019
<b>SANTALUCÍA ESPABOLSA</b>	8,01 %	13,17 %	-6,85 %	6,23 %
<b>IBEX CON DIVIDENDOS</b>	2,60 %	11,25 %	-11,51 %	8,90 %
<b>DIFERENCIAL</b>	<b>5,41 %</b>	<b>1,92 %</b>	<b>4,66 %</b>	<b>-2,67 %</b>



## PRINCIPALES POSICIONES %

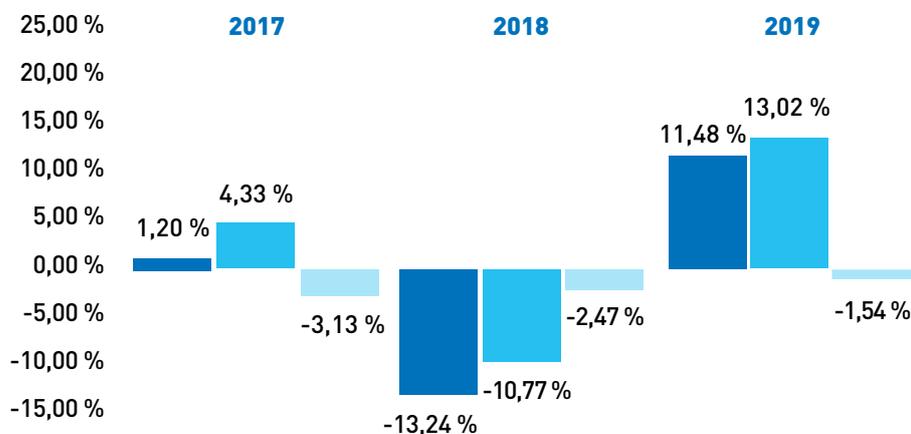
Talgo	7,31 %
Técnicas Reunidas	5,25 %
Prosegur Cash	5,04 %
Sonae	4,89 %
Telefónica	3,87 %

# AP Europa Acciones

Durante el primer trimestre de 2019, el Alpha Plus Europa Acciones ha subido un 11,48 %, vs. un 12,27 % del Stoxx 600 y un 13,27 % del Stoxx 600. **Seguimos pensando que el potencial de revalorización de AP Europa Acciones es muy importante a 3 años vista (más del 50 %).**

## TABLA DE RENTABILIDADES AP EUROPA ACCIONES

	2017	2018	1q 2019
AP EUROPA ACCIONES	1,20 %	-13,24 %	11,48 %
STOXX 600 CON DIVIDENDOS	4,33 %	-10,77 %	13,02 %
DIFERENCIAL	-3,13 %	-2,47 %	-1,54 %



## PRINCIPALES POSICIONES %

Danieli & Co	7,05 %
Prosegur Cash	6,94 %
Intesa Sanpaolo	5,93 %
Cerved	5,79 %
Boskalis	5,52 %

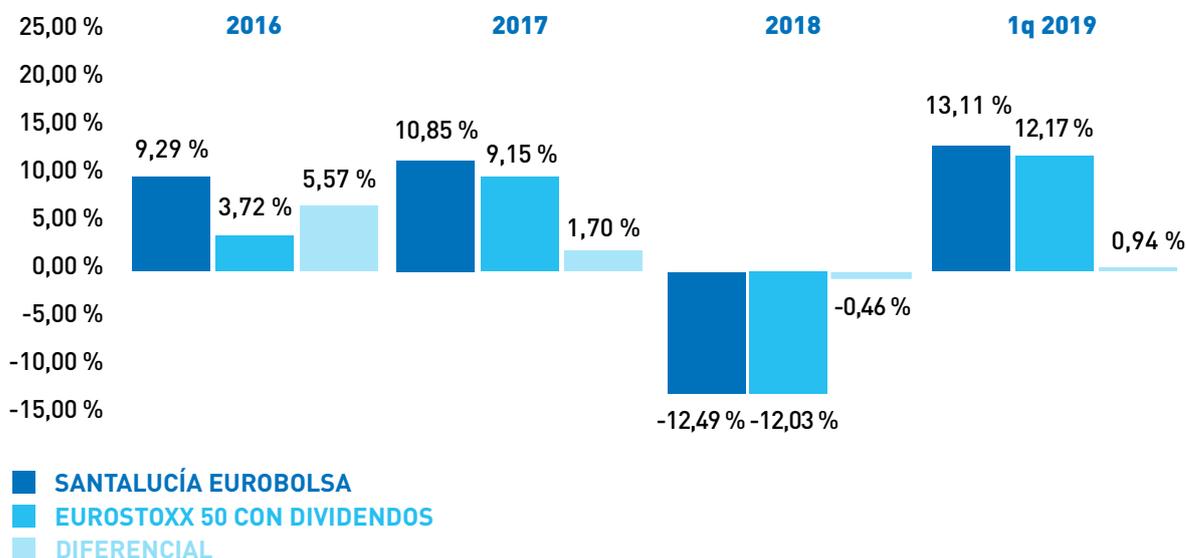
# Santalucía Eurobolsa ★★★★★

**El fondo cierra el trimestre en positivo**, por encima del índice de referencia, el Eurostoxx50 con dividendos. Tres de las acciones con más peso en el fondo se han revalorizado más de un 20 %, Cerved, IMCD y Airbus, esta última concretamente un 40,4 %. Según Inverco, este fondo está en el Top 5 de los mejores fondos "RV Euro Resto" a 1, 3, 5, 10 y 15 años.

## TABLA DE RENTABILIDADES

### SANTALUCÍA EUROBOLSA ★★★★★

	2016	2017	2018	1q 2019
<b>SANTALUCÍA EUROBOLSA</b>	9,29 %	10,85 %	-12,49 %	13,11 %
<b>EUROSTOXX 50 CON DIVIDENDOS</b>	3,72 %	9,15 %	-12,03 %	12,17 %
<b>DIFERENCIAL</b>	<b>5,57 %</b>	<b>1,70 %</b>	<b>-0,46 %</b>	<b>0,94 %</b>



## PRINCIPALES POSICIONES %

<b>IMCD</b>	<b>5,54 %</b>
<b>Elis SA</b>	<b>4,94 %</b>
<b>Airbus</b>	<b>4,35 %</b>
<b>ENI Spa</b>	<b>3,98 %</b>
<b>Carrefour</b>	<b>3,89 %</b>

# 02

## Análisis de nuestras carteras



# Estrategia Ibérica

## Santalucía Ibérico Acciones

### Incorporaciones:

BEFESA

### Incrementos:

GALP

MERLÍN PROPERTIES

SONAE

TÉCNICAS REUNIDAS

### Salidas:

BARÓN DE LEY

BOLSAS Y MERCADOS

### Disminuciones:

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

NOS

## Santalucía Espabolsa

### Incorporaciones:

BEFESA

### Incrementos:

MERLÍN PROPERTIES

SONAE

TÉCNICAS REUNIDAS

### Salidas:

BARÓN DE LEY

BOLSAS Y MERCADOS

### Disminuciones:

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

MAPFRE

NOS

# Estrategia Europea

## Alpha Plus Europa Acciones

### Incorporaciones:

PACIFIC DRILLING  
TÉCNICAS REUNIDAS

### Incrementos:

BEFESA  
BONOS OHL  
ELIS SA  
MERLÍN PROPERTIES  
SPECTRUM ASA

### Disminuciones:

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS  
ENI & ROYAL DUTCH SHELL  
IMCD  
LOOMIS  
TALGO

## Santalucía Eurobolsa

### Incrementos:

BEFESA  
BRENNTAG  
MERLÍN PROPERTIES  
TÉCNICAS REUNIDAS

### Salidas:

ALLIANZ  
BBVA  
BOLSAS Y MERCADOS  
ING GROEP

### Disminuciones:

CAP GEMINI  
COCA COLA EUROPEAN PARTNERS  
NOS  
VIVENDI

# 03

## Comentario de empresas

ALLIANZ

BARÓN DE LEY

BBVA

BEFESA

BOLSAS Y MERCADOS

BONOS OHL

BRENNTAG

CAP GEMINI

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

ELIS SA

ENI & ROYAL DUTCH SHELL

GALP

IMCD

ING GROEP

LOOMIS

MAPFRE

MERLÍN PROPERTIES

NOS

PACIFIC DRILLING

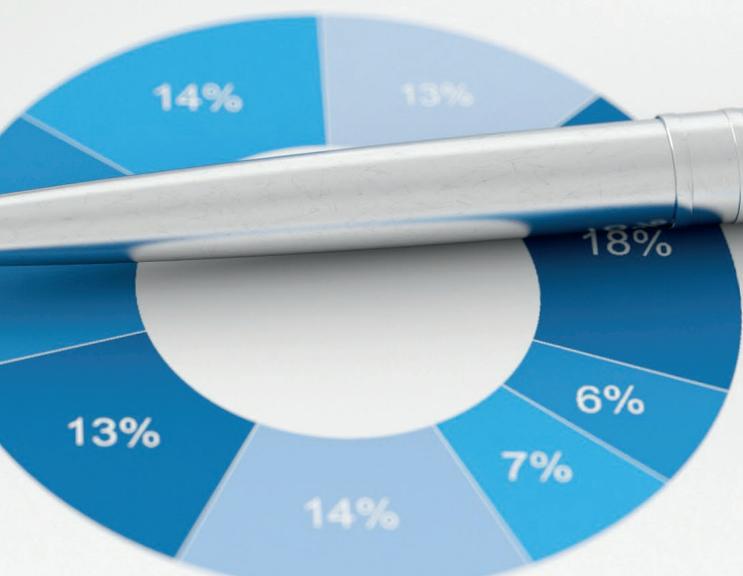
SONAE

SPECTRUM ASA

TALGO

TÉCNICAS REUNIDAS

VIVENDI



A table with five columns: 'No.', 'med', 'Day', 'Dem and', and 'Refer red'. The table contains 10 rows of data. A silver pen is resting across the table.

No.	med	Day	Dem and	Refer red
1	31	7.55	6.94	1.11
2	31	7.55	6.94	1.59
3	31	7.55	6.94	2.61
4	94	34.96	5.7	3
5	84	30.4	8.18	3
6	63	22.42	6.94	2.40
7	37	13.3	4.09	1.0
8	56	20.9	1.24	1.0
9	96	34.58	7.81	3
10	91	33.44	6.94	3

## ALLIANZ

**Liquidamos nuestra posición en el gigante asegurador alemán este trimestre por valoración.** Estimamos que una aseguradora con una rentabilidad sobre equity ligeramente superior a su coste de capital, debe tener un Price to Book (P/B) cercano a 1, ratio sobrepasado en el momento de venta. Además consideramos que la valoración está ajustada cuando una aseguradora cotiza a 11 veces beneficios, con un crecimiento estimado cercano al 5 % y una rentabilidad por dividendo del 4 %. Por ello liquidamos la inversión en esta compañía **para financiar nuevas inversiones.**

## BARÓN DE LEY

D. Eduardo Santos-Ruiz, a través de Mazuelo Holding, S.L., superó durante el último trimestre de 2018 el 50 % de participación en la compañía y por lo tanto lanzó una oferta pública de adquisición sobre Barón de Ley. **Tras analizar en minucioso detalle el precio de OPA y todos los pros y contras decidimos acudir a la misma al precio de 109 € por acción.**

## BBVA

Hemos salido de la posición en BBVA. El banco está cumpliendo sus objetivos de retornos, de margen de interés y de recorte de costes. Su diversificación geográfica, especialmente sus activos en México, nos parecen de gran calidad. Sin embargo, el buen comportamiento mostrado en relación al sector, con una subida del 20 % en el primer trimestre **y los titubeos de la economía turca nos han llevado a cerrar la posición en la compañía.**

### BBVA

#### Subida

Primer trimestre

20 %

## BEFESA

Befesa es el líder de mercado en reciclado de zinc y escorias de aluminio, con cuotas de mercado del 40-50 % en aquellos mercados en los que está presente. La compañía recoge los residuos tóxicos que generan los productores, cobrando una comisión de recogida, y procede a su reciclado mediante su proceso industrial. El producto final de este proceso de reciclado tiene un contenido elevado de zinc o aluminio que la compañía vuelve a vender a los productores.

El año pasado visitamos una planta de reciclado de zinc a las afueras de Bilbao. Durante el resto de 2018 estuvimos madurando la idea de inversión, manteniendo conversaciones con el equipo gestor y estudiando en detalle el sector. Aprovechamos que Triton Partners, el mayor accionista, realizó una colocación acelerada a un precio muy atractivo para comenzar a crear la posición.

**Befesa cumple todos los requisitos que le pedimos a una inversión:** su retorno sobre el capital empleado cerró 2018 por encima del 30 %, la visibilidad es alta ya que sus clientes necesitan sus servicios de reciclado, y el crecimiento se va a producir por las nuevas inversiones, especialmente tras la entrada en China. Esperamos que la compañía sea capaz de generar flujos de caja libres del entorno de los 140 M€ por lo que, **teniendo en consideración los precios de compra, esperamos obtener una rentabilidad superior al 35 %.**

### BEFESA

Cuota de mercado	40-50 %
Retorno de capital	+30 %
Estimación Rentabilidad	+35 %

## BOLSAS Y MERCADOS

BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de nuestro país. Mantiene una cuota de mercado superior al 50 % y unos niveles extremadamente atractivos de rentabilidad sobre su capital empleado.

Sin embargo, **la visibilidad en sus ingresos se ha deteriorado significativamente** en los últimos años y consideramos que **su barrera de entrada se está desvaneciendo, lo cual terminará por empujar sus retornos a la baja**. Además, presenta una infravaloración muy escasa. Hemos liquidado la posición ya que vemos oportunidades con mayor potencial.

## BONOS OHL

Después de unos resultados en los que el nuevo equipo gestor parece que ha comenzado a solucionar los problemas habituales de OHL, hemos aumentado exposición a los bonos de la compañía. Con 347 M€ en caja neta positiva y con activos inmobiliarios por valor de más de 300 M€, nos parece suficiente margen de seguridad para las futuras salidas de caja de OHL. **Estimamos que la compañía generará caja recurrente a partir de 2021.**

Comprar bonos con un descuento del 40 % respecto a par, de una empresa que tiene caja neta positiva nos parece una inversión donde el riesgo-rentabilidad está de nuestro lado.

### BONOS OHL

Caja neta positiva	347 M€
Activos inmobiliarios	+300 M€

## BRENNTAG

Incrementamos exposición a esta compañía. Brenntag es líder mundial en la distribución de productos químicos (con un 5,5 % de cuota de mercado global). Vincula a fabricantes y usuarios de productos químicos y ofrece soluciones de distribución B2B para productos químicos industriales y especializados a nivel mundial. Cuenta con más de 10.000 productos bajo una amplia base de proveedores y da servicio a más de 180.000 clientes.

Actualmente cotiza a múltiplos similares a los de la época de la crisis de 2008 (30 % descuento respecto a comparables). Esto se debe a las dudas sobre el ciclo económico y a una leve caída en márgenes.

Brenntag es una compañía que no ha dejado de crecer en los últimos ocho años, de manera orgánica e inorgánica, de forma rentable, por encima del crecimiento del PIB mundial nominal. Desarrolla sus actividades en un mercado con expectativas de crecimiento del 6,5 % en los próximos años, y donde se espera que siga ganando cuota de mercado. **Estimamos que esta compañía, que presenta un ROCE sostenible por encima de su WACC, crecimiento y visibilidad, debería cotizar un 40 % por encima de su valor actual.**

### BRENNTAG

Clientes	180.000
Infravaloración	30 %

## CAP GEMINI

Reducimos exposición a esta consultora tecnológica francesa. La compañía ha sido capaz de doblar sus beneficios y su margen EBIT en la última década, exhibiendo un alto retorno sobre el capital empleado. **Aunque todavía tiene margen para mejorar su rentabilidad, este cada vez es menor.** Salvo que se produzca una recesión severa, estimamos que este año la compañía será capaz de mantener una tasa de crecimiento vigorosa, cercana al 5 %. La empresa cotiza 13x EV/FCF, múltiplo que refleja una buena valoración de este negocio.

## COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

Coca-Cola European Partners ha sido una de las posiciones más importantes de la cartera durante los últimos dos años. Es la principal embotelladora de Coca-Cola y la tesis de inversión se basa en la consecución de sus objetivos de mejora de márgenes, fruto de las sinergias de la fusión de las embotelladoras de los distintos países en los que está presente.

Cuando montamos la posición en la compañía, esta cotizaba a 11x beneficios normalizados. **Hemos reducido nuestra participación a 15x beneficios normalizados, que nos parece un múltiplo más razonable para una compañía de su calidad.**

### COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

**Reducción de participación**                      **15x beneficios**

## ELIS SA

Hemos aumentado exposición a este valor, convirtiéndose en una de las mayores posiciones del fondo. Esta compañía, número uno en su sector, dedicada al alquiler de textil y lavado industrial, reúne todos los requisitos que exigimos a una inversión: rentabilidad de su capital empleado por encima de su coste de capital, crecimiento y visibilidad.

La compañía presenta un crecimiento orgánico en torno al 3 %. El crecimiento inorgánico añade cerca de tres puntos porcentuales más. Los últimos veinte años ha presentado un margen EBITDA con poca variación, aproximadamente del 30 %. Elis ha aumentado las barreras de entrada en esta industria: su densa red logística y la fuerte inversión en textil y lavanderías realizada, dificultan la entrada de nuevos jugadores.

**Descontando los flujos de caja que Elis puede generar en el futuro cercano, estimamos un potencial de revalorización del 40 %.**

### ELIS SA

<b>Crecimiento orgánico</b>	<b>3 %</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>30 %</b>
<b>Potencial Revalorización</b>	<b>40 %</b>

## ENI & ROYAL DUTCH SHELL

**Hemos reducido mínimamente nuestra exposición a ENI y a Royal Dutch Shell. Asumiendo un precio de \$ 70 del barril de petróleo a largo plazo, además de sus planes estratégicos, la infravaloración actual es algo menor que en el pasado. Estas dos acciones se han comportado excelentemente bien durante los últimos 24 meses.**

## GALP

Galp es una compañía petrolera portuguesa con actividades en exploración, producción, refino, marketing, gas y energía. Sus principales activos productivos están en Brasil, Mozambique y Angola. La producción petrolera de la compañía lleva años creciendo a un buen ritmo dada la calidad de sus activos, especialmente los brasileños. Sus negocios *downstream* están centrados principalmente en la península ibérica.

Durante el último trimestre de 2018, la caída del petróleo estuvo acompañada de un mal comportamiento de la acción, y desde entonces la acción no ha reaccionado al rebote del precio del crudo.

Dadas nuestras estimaciones para el precio sostenible del petróleo en el medio plazo, **consideramos que a los precios de compra, el potencial de revalorización de la compañía es superior al 30 %**. Aprovechamos una ineficiencia puntual del mercado para comenzar a montar posición en una compañía con activos de gran calidad y un balance muy sólido.

### GALP

Revalorización **+30 %**

## IMCD

Hemos reducido ligeramente el peso en IMCD. Seguimos alabando la calidad de su modelo de negocio además de su capacidad de crecer orgánica e inorgánicamente. No hay que olvidar la recurrencia de su modelo de negocio. **Después de una revalorización de un 43 % en los últimos 24 meses, hemos tomado la decisión de reducir algo nuestra exposición a IMCD.**

### IMCD

Revalorización **43 %**

## ING GROEP

Vendemos toda la posición en el banco holandés ING. **La razón de la salida es la incertidumbre generada por las noticias de blanqueo de dinero** alrededor de esta compañía aparecidas en este trimestre. En 2018 pagó un gran montante, cerca de 700 M€, por asuntos relacionados con blanqueo. Además, el Banco Central italiano les ha prohibido aceptar nuevos clientes. Reconociendo que la valoración del banco es atractiva, RoE superior a su CoE, con un P/B inferior a 1, preferimos salir de este valor ya que entendemos que existe riesgo de que la compañía vuelva a ser multada.

## LOOMIS

El modelo de negocio de LOOMIS cumple todos los parámetros que le pedimos a una inversión: crecimiento, visibilidad y sostenibilidad en el ROCE.

La joya de la corona de Loomis es su operación en EEUU. A finales del año pasado, cuando había dudas sobre su operación en Francia, la cotización sufrió y aumentamos peso decididamente. Lo hicimos a una valoración (asumiendo que cumple su plan de negocio a 2021) de 8,4x flujo de caja. **Hemos realizado una pequeña reducción de peso a 11,5x flujo de caja.**

### LOOMIS

Valoración	<b>8,4x flujo de caja</b>
Reducción	<b>11,5x flujo de caja</b>

## MAPFRE

Mapfre es la aseguradora española con mayor presencia internacional (22.800 millones en primas aproximadamente). Es una de las principales aseguradoras en España en términos de participación de mercado, con una cuota del 11,3 %. Mapfre cuenta con casi 3.000 sucursales de venta directa en España, además de los acuerdos de banca-seguros con Bankia y Bankinter.

Hemos reducido nuestra participación ya que la compañía se ha centrado en la expansión con el objetivo de seguir creciendo en volumen sin tomar en cuenta la rentabilidad del negocio. **Asimismo, consideramos que cotiza a unos múltiplos cercanos a su valoración, limitando el potencial de retorno que esperamos en una inversión.**

### MAPFRE

Primas	22.800 M€
Cuota de mercado	11,3 %
Nº sucursales	3.000

## MERLÍN PROPERTIES

Continuamos aumentando posición en Merlín Properties, inmobiliaria ibérica con exposición del 44 % a oficinas, 21 % a centros comerciales, 20 % a oficinas de BBVA y 13 % sector logístico. El equipo gestor tiene una calidad elevada, además de estar muy alineados con los accionistas.

**Iniciamos la posición cuando Merlín cotizaba con un descuento superior al 20 % respecto a su último valor de tasación.** Entendemos que los incrementos de valor de los activos vendrán por un recorrido adicional en el aumento de las rentas y por la entrada de rentas adicionales de nuevos proyectos más que de un *yield* compression.

Esto se traduce en un FFO esperado en 36 meses de 0,85 € por acción frente a los 0,6 € actuales, en un escenario conservador y en una TIR de doble dígito entrando en la compañía en torno a 11 € por acción.

Estamos convencidos de la calidad de los activos. **A 3 años vista, nuestras TIRs estimadas son del 10-11 % anualmente.** Dichas estimaciones son calculadas bajo parámetros muy conservadores.

### MERLÍN PROPERTIES

Estimación FFO (36 meses)	0,85 €/acción
TIR	11 €/acción
Estimación TIRs	10-11 %

## NOS

**Rebajamos exposición a esta compañía por valoración.** NOS es el segundo mayor operador de telecom. Tiene una cuota de mercado del 37 % en banda ancha, del 24 % en móvil y del 42 % en pay-TV. El mercado portugués es estable en precios y estructura de mercado, limitando la competencia. En este entorno, NOS es una compañía bien gestionada, que podría reducir ligeramente su capex, liberando más caja.

## PACIFIC DRILLING

Nuestra visión es que el petróleo debe estar cerca de \$ 70 en el medio-largo plazo. El gasto sísmico y el gasto en rigs para explorar y desarrollar activos offshore no solo tiene que ocurrir sino que, en la siguiente década, la demanda estará claramente por encima de la oferta. Las empresas petroleras deben comenzar a invertir ya si no quieren que sea demasiado tarde.

Hemos comprado una posición en Pacific Drilling recién salida del Chapter 11. Tiene siete rigs modernos de séptima generación fabricados por Samsung Heavy Industries. Debido a la reciente salida del Chapter 11 no está en el radar de muchos inversores. **Hemos podido iniciar la posición en una valoración de \$ 220 M el rig y a 5x flujo de caja normalizado.** Mencionar que la deuda neta por rig es de apenas \$ 90 M, con lo cual la estructura de capital es saludable. Pacific Drilling está perfectamente posicionada para beneficiarse en el medio plazo cuando las empresas petroleras aumenten su gasto en exploración y desarrollo (ya lo están haciendo). **El potencial de revalorización está en el 70 % aproximadamente.**

### PACIFIC DRILLING

Valoración rig	\$ 220 M
P/FCF	5x
Potencial de revalorización	70 %

## SONAE

Sonae es una compañía cuya cotización ha sufrido por la decisión de no listar en bolsa a su filial de supermercados, que incluye activos inmobiliarios.

Desde nuestro punto de vista la decisión ha sido acertada, ya que no existe necesidad de malvender un activo que es atractivo y que tiene encaje dentro de la compañía.

De hecho, la decisión demuestra la disciplina en la alocaión de capital de su equipo gestor.

**Consideramos que la suma de las partes de la compañía supone un potencial de revalorización superior al 50 %** y, en consecuencia, hemos seguido aumentando la posición.

### SONAE

Potencial Revalorización	+50 %
--------------------------	-------

## SPECTRUM ASA

Mantenemos una fuerte convicción en que el precio del petróleo debe estar alrededor de \$ 70 en el medio-largo plazo. Esto se debe a una falta de inversión en exploración y desarrollo de activos de petróleo y gas desde mediados de 2014.

**Hemos incrementado exposición a un mayor gasto sísmico** a través de Spectrum ASA. El aumento de posición se ha realizado **a 8x beneficios normalizados además de contar con caja neta positiva.**

### SPECTRUM ASA

Aumento de posición	8x Beneficios
---------------------	---------------

## TALGO

Nuestra tesis de inversión en Talgo se está desarrollando según lo previsto. La infravaloración actual es menor que en el pasado. **Hemos decidido ajustar el peso en cartera.**

## TÉCNICAS REUNIDAS

Técnicas Reunidas es una compañía dedicada a ingeniería y especializada en los sectores de la refinería y la petroquímica, con una menor presencia en los segmentos del gas natural y el upstream. El principal accionista de la compañía es D. José Lladó, que controla el 32 % del capital.

Tras un difícil 2018 en cuanto a rentabilidad, esperamos que con una demanda del crudo que crece en 1,5 millones de barriles anualmente, la compañía pueda ejecutar ventas por 4.000 M€ con un margen operativo cercano al 4 %. Esperamos que el montante de nuevas órdenes acabe el año 2019 en 6.000 M€.

En el primer trimestre, Técnicas recibió un pedido considerable de ExxonMobil por valor de 1.500 M€. **La mejora de márgenes esperada para finales de año y para el 2020 se traduce en nuestra valoración en un precio objetivo de 32 € y un potencial superior al 40 % desde nuestros precios de compra.**

### TÉCNICAS REUNIDAS

Estimación ventas	4.000 M€
ExxonMobil	1.500 M€

## VIVENDI

**Rebajamos exposición a esta compañía por valoración.** Vivendi es un conglomerado de activos de media y contenidos donde destaca Universal (supone el 75 % de su EV). Además tiene importantes participaciones en Telecom Italia, Telefónica, Mediaset, Spotify, etc. La capitalización bursátil de la compañía está en 34.000 M€ y generará 1.500 M€ de FCF en 2020, superando una valoración razonable. **Por suma de partes, su valoración estaría en torno a 30.000 M€.**

### VIVENDI

FCF (2020)	1.500 M€
Valoración	30.000 M€

# santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

*Sabes ahorrar, sabemos invertir.*

[www.santaluciaam.es](http://www.santaluciaam.es)

— SÍGUENOS EN —



El presente documento ha sido preparado exclusivamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra o venta de valores ni de realización de operación financiera alguna. Este informe tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución, reproducción o publicación sin el permiso previo de **SANTA LUCIA ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.U.**