

CARTA TRIMESTRAL A NUESTROS INVERSORES

SEGUNDO
TRIMESTRE
2019

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Estimados partícipes,

El año bursátil sigue con paso firme. El mercado presenta subidas cercanas al 10 % en el caso español, y en torno al 17 % en el caso europeo. Los fondos siguen ofreciendo rentabilidades positivas, aunque por debajo de los índices de referencia.

En este trimestre cabe destacar cómo hemos ido reduciendo inversiones que por valoración se han ido ajustando a nuestros precios objetivo. También hemos entrado en una compañía italiana cíclica que ha experimentado una fuerte revalorización desde nuestra entrada.

Recientemente cayó en nuestras manos un libro, "Doing What Matters: How to Get Results That Make a Difference - The Revolutionary Old-School Approach". Desgrana el éxito de un CEO que fue capaz de enfrentarse y triunfar frente al desafío de liderar tres grandes compañías en apuros: Gillette, Nabisco y Kraft Foods.

El libro no es exactamente sobre inversión, pero las ideas escritas en él son las mismas que las que comprende un proceso de inversión: centrarse en lo importante, usar el análisis de la vieja escuela -el análisis fundamental-, entender lo esencial de un negocio, actuar con presteza, tener un equipo intelectualmente íntegro y apasionado y pensar en el largo plazo. Estas ideas son los pilares de la filosofía de inversión de santalucía Asset Management y estamos convencidos de que, junto con trabajo, perseverancia y humildad, son las que llevan a obtener unos buenos resultados.

Mikel Navarro Mendizábal
Responsable de Renta Variable
Santalucía Asset Management

Índice

01	Rentabilidad de nuestra gama santalucía Renta Variable	
	Santalucía Ibérico Acciones	5
	Santalucía Espabolsa	6
	Santalucía Eurobolsa	7
	Santalucía Europa Acciones	8
02	Análisis de nuestras carteras	
	Estrategia Ibérica	10
	Estrategia Europea	11
03	Comentario de empresas	
	Airbus Atos Befesa	13
	Brenntag Cap Gemini Coca Cola European Partners	14
	Danieli Eni Euskaltel Freeportmcmoran	15
	Galp IMCD Inditex Inmobiliaria del Sur	16
	MAPFRE Navigator	17
	Pacific Drilling Prysmian	18
	SAP Spectrum	19

01

Rentabilidad de la gama santalucía Renta Variable



santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■



santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■



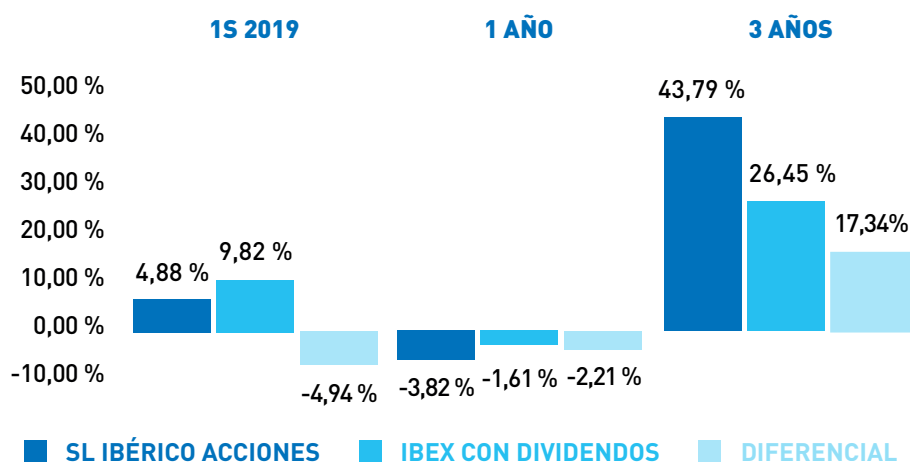
santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Santalucía Ibérico Acciones ★★★★★

En el primer semestre del año el fondo presenta un peor comportamiento que su índice de referencia. Sin embargo, las compañías que componen la cartera del Santalucía Ibérico Acciones cotizan a un precio por múltiplos inferior a las compañías del mercado lo que hace posible que la revalorización esperada a dieciocho meses sea superior al 30 %.

RENTABILIDADES ACUMULADAS SANTALUCÍA IBÉRICO ACCIONES ★★★★★

	1S 2019	1 AÑO	3 AÑOS
SL IBÉRICO ACCIONES	4,88 %	-3,82 %	43,79 %
IBEX CON DIVIDENDOS	9,82 %	-1,61 %	26,45 %
DIFERENCIAL	-4,94 %	-2,21 %	17,34 %



PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	7,57 %
Prosegur Cash	5,74 %
Técnicas Reunidas	5,21 %
Sonae	5,01 %
Telefónica	5,00 %

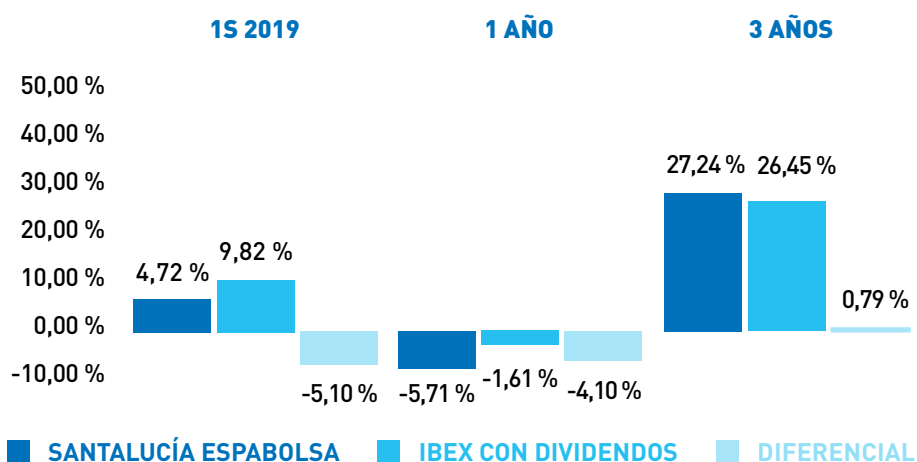
Santalucía Espabolsa ★★★★★

En el primer semestre de 2019, el fondo presenta un peor comportamiento que su índice de referencia. Destaca el hecho de que las principales posiciones del fondo no dependen de la evolución de la macro en los próximos meses. La cartera debería comportarse de manera defensiva en caso de que la economía se ralentizara abruptamente. Santalucía Espabolsa sigue liderando la categoría de mejor fondo de RV nacional a 10 y 15 años.

RENTABILIDADES ACUMULADAS

SANTALUCÍA ESPABOLSA ★★★★★

	1S 2019	1 AÑO	3 AÑOS
ESPABOLSA	4,72 %	-5,71 %	27,24 %
IBEX CON DIVIDENDOS	9,82 %	-1,61 %	26,45 %
DIFERENCIAL	-5,10 %	-4,10 %	0,79 %



PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	7,43 %
Prosegur Cash	5,07 %
Sonae	4,92 %
Técnicas Reunidas	4,73 %
Fluidra	4,18 %

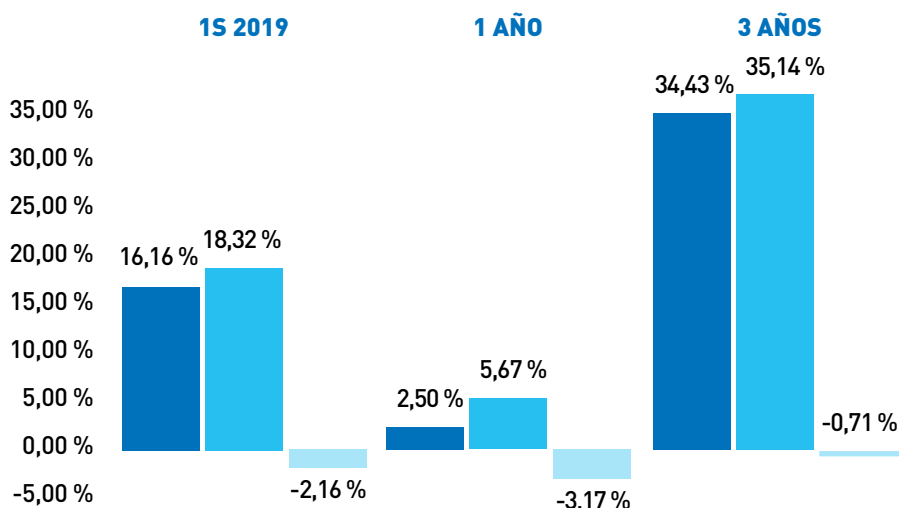
Santalucía Eurobolsa ★★★★★

En este primer semestre el índice de referencia ha aventajado al comportamiento del fondo. A pesar de que varias de las principales posiciones como Airbus e IMCD se han revalorizado más de un 45 % en este periodo, otras posiciones como el fabricante de amortiguadores de gas, Stabilus, han lastrado las ganancias en este periodo. No obstante, Santalucía Eurobolsa sigue siendo el mejor fondo de su categoría a 5 y 10 años según Inverco.

RENTABILIDADES ACUMULADAS

SANTALUCÍA EUROBOLSA ★★★★★

	1S 2019	1 AÑO	3 AÑOS
SL EUROBOLSA	16,16 %	2,50 %	34,43 %
EUROSTOXX 50 CON DIVIDENDOS	18,32 %	5,67 %	35,14 %
DIFERENCIAL	-2,16 %	-3,17 %	-0,71 %



■ SANTALUCÍA EUROBOLSA ■ EUROSTOXX 50 CON DIVIDENDOS ■ DIFERENCIAL

PRINCIPALES POSICIONES %

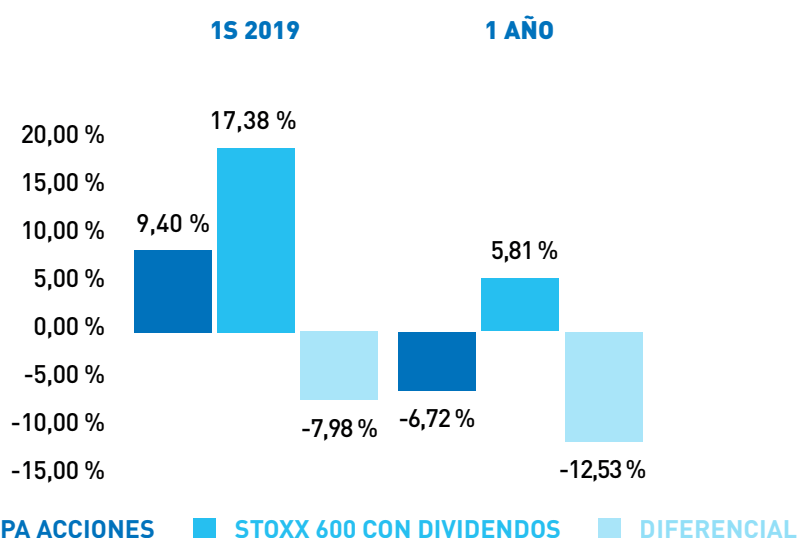
Elis SA	5,89 %
Danieli	5,23 %
IMCD	5,01 %
Airbus	4,22 %
ENI Spa	3,87 %

Santalucía Europa Acciones

Durante el primer semestre de 2019 el Santalucía Europa Acciones ha subido un 8,33 %, frente a un 13,98 % del Stoxx 600 y un 17,16 % del Stoxx 600 NR (con dividendos). Durante estos primeros meses del año, el comportamiento en los diferentes sectores ha sido dispar. Seguimos convencidos del gran potencial de nuestra cartera en el medio largo plazo.

RENTABILIDADES ACUMULADAS SANTALUCÍA EUROPA ACCIONES

	1S 2019	1 AÑO
SL EUROPA ACCIONES	8,33 %	-6,72 %
STOXX 600 CON DIVIDENDOS	16,46 %	5,81 %
DIFERENCIAL	-8,13 %	-12,53 %



PRINCIPALES POSICIONES %

Prosegur Cash	6,59 %
Elis	6,55 %
Danieli & Co	6,47 %
Intesa Sanpaolo	5,87 %
Cerved Group	5,22 %

02

Análisis de nuestras carteras



Estrategia Ibérica

Santalucía Ibérico Acciones

Incrementos (↑)

BEFESA
GALP
TUBACEX
NAVIGATOR

Salidas (→)

EUSKALTEL

Disminuciones (↓)

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS
INDITEX

Santalucía Espabolsa

Incorporaciones (+)

INMOBILIARIA DEL SUR

Incrementos (↑)

NAVIGATOR
BEFESA
GALP

Salidas (→)

MAPFRE

Disminuciones (↓)

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS
INDITEX

Estrategia Europea

Santalucía Europa Acciones

Incorporaciones (+)

PRYSMIAN

Incrementos (↑)

ENI

TENARIS

FREEPORTMCMORAN

BEFESA

BRENNTAG

Disminuciones (↓)

IMCD

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

Salidas (→)

SPECTRUM

Santalucía Eurobolsa

Incorporaciones (+)

PRYSMIAN

PROSEGUR CASH

Incrementos (↑)

DANIELI

BEFESA

Disminuciones (↓)

AIRBUS

ATOS

CAP GEMINI

SAP

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

IMCD

03

Comentario de empresas

AIRBUS

ATOS

BEFESA

BRENTAG

CAP GEMINI

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

DANIELI

ENI

EUSKALTEL

FREEMPORTMCMORAN

GALP

IMCD

INDITEX

INMOBILIARIA DEL SUR

MAPFRE

NAVIGATOR

PROSEGUR CASH

PRYSMIAN

SAP

SPECTRUM

TENARIS

TUBACEX

AIRBUS (↓)

Hemos reducido ligeramente nuestra inversión en esta compañía por valoración y peso de este valor en la cartera. En este primer semestre, el gigante aeronáutico se ha revalorizado un 50 %. La compañía se encuentra en el inicio de un ciclo en el que la generación de caja será muy fuerte, **pudiendo llegar a generar un montante en los próximos cuatro años igual al 20 % de su capitalización bursátil**. En esta dulce situación estuvo su máximo rival al inicio de esta década. Las razones detrás de este positivo momento serán: un aumento de volúmenes, una reducción de los costes unitarios consecuencia de su curva de aprendizaje, reducción de los problemas pasados que drenaban la generación de caja (A400 y A380).

AIRBUS

Revalorización

50 %

ATOS (↓)

Reducimos exposición a esta compañía por valoración, tras un mal año 2018 desde el punto de vista operativo, con un retroceso de las ventas en EEUU que llevó a la compañía a preanunciar unos resultados por debajo de lo que había guiado al mercado.

La compañía está ligeramente más barata que sus comparables, sin embargo está más expuesta a mercados en declive estructural, presenta un menor crecimiento y su segmento americano está en modo reestructuración/absorción tras la compra de Syntel. **Estimamos que esta empresa todavía tiene cierto recorrido desde el punto de vista operativo, pero con riesgos.**

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.

Durante el último trimestre, la cotización ha mostrado un mal comportamiento por dos razones. En primer lugar, Tritton Partners, máximo accionista y colocador de la compañía, ha ido reduciendo su participación hasta salir completamente. En segundo lugar, la caída del precio del zinc -del 15 % durante el trimestre- puede hacer pensar que los beneficios de la compañía se vean reducidos a futuro. Sin embargo, Befesa tiene cubierto el 70 % de su producción de zinc para los próximos 3 años a precios muy por encima de los actuales. Según nuestros cálculos, el precio del zinc tendría que caer un 20 % adicional para que se cumpliera el escenario tan negativo que está poniendo en precio el valor.

La buena noticia del trimestre es que Befesa ha firmado un acuerdo para construir una segunda planta de reciclado de polvo de acería en China, por otras 110.000 toneladas y que entrará en funcionamiento en 2021.

Por todo esto **hemos aprovechado la ocasión brindada por el mercado para incrementar la exposición** a una compañía con fuertes barreras de entrada, retornos sobre el capital elevados y una buena capacidad de generación de caja. Esperamos una revalorización mínima del 25 %.

BEFESA

Cuota de mercado

40-50 %

Estimación

revalorización

25 %

BRENNTAG (↑)

Brenntag es líder mundial en la distribución de productos químicos. 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 caída en márgenes que ha empezado a corregir en el inicio de este año.

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 30 % por encima de su valor actual.

Hemos aumentado nuestra posición en esta compañía aprovechando la caída sufrida el día 26 de junio al emitirse un reporte sobre la posible distribución de químicos para analgésicos (también utilizados para armamento químico de bajo impacto) en 2014 a una farmacéutica siria presuntamente relacionada con el régimen de Al Assad. Sin embargo, Brenntag confirmó que opera estrictamente bajo las normativas vigentes en cada región y que la distribución fue realizada, en toda regla, bajo la legislación suiza.

BRENNTAG

Clientes	180.000
Productos	+10.000

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 a 13x EV/FCF, múltiplo que refleja una buena valoración de este negocio.**

CAP GEMINI

Cotización	13x EV/FCF
------------	------------

COCA-COLA EUROPEAN PARTNERS (↓)

Se ha reducido la exposición a la embotelladora de Coca-Cola según se ha ido materializando nuestra tesis de inversión y se ha reducido el potencial de revalorización de esta magnífica compañía que ha representado una parte importante de las carteras durante los últimos dos años.

En el momento de la compra, el mercado no otorgaba el valor suficiente al potencial que tenía la integración de las diferentes embotelladoras europeas y se preocupaba por la introducción del impuesto sobre el azúcar. **Ha pasado de cotizar a 11x beneficios normalizados a los más de 17,5x actuales**, algo más razonable para una compañía de calidad.

COCA COLA EUROPEAN PARTNERS

Cotización	17,5x beneficios
------------	------------------

DANIELI (↑)

Durante el segundo trimestre hemos incrementado el peso en Danieli. Debido a la poca liquidez y a que es percibido por el mercado como un negocio cíclico, el EV es de apenas 150 m euros, debido a que su caja neta es de alrededor de 850 millones de euros.

La infrainversión realizada por la industria acerera en los últimos años, unida a las altas utilidades de la capacidad productiva están haciendo que Danieli esté recibiendo multitud de pedidos. Esto da visibilidad alta a que mejorará sus márgenes en los próximos años. Durante este año Danieli generará 90 millones de euros de flujo de caja libre. Creemos que si los márgenes mejoran algo el flujo de caja libre se incrementará hasta los 130-140 millones de euros. **Nuestra visión es que el potencial de revalorización de Danieli es muy elevado.** Otra conclusión a la que llegamos es que Danieli no ha perdido dinero en los últimos 40 años y que en los últimos 10 años el beneficio neto se ha situado entre los 100-120 millones de euros de media. Creemos que nuestro margen de seguridad es verdaderamente robusto.

DANIELI

Caja neta	850 M €
Beneficio neto	100-120 M €

ENI (↑)

Durante el segundo trimestre hemos aumentado ligeramente nuestra posición en ENI. El aumento de posición se ha realizado a un flujo de caja al equity del 10 % actual y del 12-13 % a medio plazo. Seguimos con la firme idea de que el petróleo debe estabilizarse alrededor de 65-70 \$. ENI nos parece una de las ideas más atractivas para jugar una normalización del precio del petróleo que ya está ocurriendo, debido a su **atractiva valoración, balance robusto y activos de gran calidad.**

ENI

Flujo de caja	10 %
---------------	------

EUSKALTEL (→)

Se ha cerrado la posición en Euskaltel ya que no vemos más recorrido en la valoración. La compañía es una operadora de telecomunicaciones con presencia en regiones de la cornisa cantábrica a través de tres marcas muy reconocidas. Desde el punto de vista operativo, está muy bien gestionada presentando los márgenes más altos de la industria. Sin embargo, en la actualidad su plan es expandirse a regiones adyacentes, incrementándose la competencia en esos territorios.

Euskaltel compite actualmente en el sector medio con grandes compañías como Vodafone u Orange, lo que conlleva una presión superior de precios en un mercado donde no cuenta con los activos y la escala que sí tienen sus competidores. Actualmente no dispone de un elemento diferenciador y dada su presencia regional no pensamos que pueda ofrecer el retorno que esperamos en una inversión.

FREEPORTMCMORAN (↑)

Hemos aumentado nuestro peso en Freeport. Las tensiones entre EE.UU. y China han perjudicado en un 10 % al precio del cobre. Sin embargo, el mercado físico está en una tensión en la que la demanda está apretando con fuerza a la oferta y cualquier imprevisto puede hacer que el mercado entre en déficit. Con un precio de 3 \$ la libra de cobre, el aumento de peso se habría realizado a un 16 % de FCF yield. **Creemos que Freeport vale el doble del valor al que cotiza actualmente.**

FREEPORTMCMORAN

FCF yield	16 %
-----------	------

GALP (↑)

Galp es una petrolera portuguesa integrada. Sus principales activos productivos se encuentran en Brasil, Mozambique y Angola. La producción petrolera de la compañía lleva años creciendo a buen ritmo.

Durante el primer trimestre del año el precio del crudo rebotó con fuerza mientras que la cotización de Galp se quedaba atrás. Durante este último trimestre **se ha seguido revisando la inversión del fondo en la compañía y nuestras tesis sobre el precio del crudo.**

Galp generará un beneficio por acción de 1,5 € en el año 2021, por lo que, incluyendo el dividendo que pagará durante el periodo, esperamos una TIR del 15 %.

GALP

Beneficio/acción	1,5 €
------------------	-------

IMCD (↓)

Hemos reducido ligeramente el peso en IMCD después del magnífico comportamiento que lleva en este 2019. Seguimos muy confiados en la **calidad y robustez del modelo de negocio** además de las grandes oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico.

Sin embargo, debido al menor margen de seguridad, hemos decidido reducir ligeramente el peso en el fondo.

INDITEX (↓)

Se ha reducido ligeramente la exposición a Inditex tras el buen comportamiento durante el año. **La compañía sigue mostrando unos retornos sobre el capital y unos márgenes muy superiores a los de la competencia.** Encontramos mayores potenciales de revalorización en otras compañías.

INMOBILIARIA DEL SUR (+)

Se ha incorporado Inmobiliaria del Sur a la cartera del Santalucía Espabolsa. La inmobiliaria tiene dos segmentos: el patrimonial (que proporciona ingresos recurrentes que dan estabilidad a la empresa) y el de promoción de viviendas en el sur de España y en Madrid.

La compañía debería ser **capaz de generar unos 20 millones de euros de beneficios anuales durante los próximos ocho años.** El 40 % de estos beneficios vendrán del segmento patrimonial, que cubre por sí solo el pago de intereses, lo cual da tranquilidad si se produjese una ralentización del ciclo económico.

La última tasación de los activos de Inmobiliaria del Sur indica un valor neto de 18,86 € por acción. Consideramos que el descuento del 40 % es más que exagerado, más aún si tenemos en cuenta a su excelente equipo gestor, que supo capear la anterior crisis inmobiliaria y que seguirá añadiendo valor para los accionistas.

INMOBILIARIA DEL SUR

Valor neto activos	18,86 €/acción
--------------------	----------------

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 bancaseguros con Bankia y Bankinter.

Se ha vendido toda la participación en Mapfre. La rentabilidad de su negocio asegurador ha ido reduciéndose por su presencia internacional, que no solo ha cambiado el perfil de riesgo de la compañía sino que también ha diluido los beneficios. Adicionalmente, debido a los bajos tipos de interés sostenidos en el tiempo, es difícil que los ingresos financieros suplementen el resultado técnico hasta cubrir el coste de capital. Por lo tanto, **cotiza a un múltiplo cercano al precio justo que esperábamos recibir.**

MAPFRE

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

NAVIGATOR (↑)

Navigator es una empresa industrial productora de papel y tisú. Es propietaria de 120.000 hectáreas de Eucaliptus Globulus, permitiéndole disfrutar de una integración vertical que ha sabido explotar para convertirse en la compañía líder de producción de papel en la península ibérica. Tiene una cuota de mercado del 20 % en Europa, que llega al 50 % en los segmentos más premium del papel.

Navigator disfruta de una ventaja competitiva que tiene su raíz en la integración vertical, la eficiencia de sus máquinas de producción de papel y en su escala, que le permite ser un productor de bajo coste y vender el exceso de pulpa de celulosa a otros productores.

La compañía tiene cuatro plantas en Portugal. En Cacia, Navigator produce 350.000 toneladas de pulpa de celulosa. En la localidad de Figueira da Foz la compañía tiene una fábrica integrada, donde produce 570.000 toneladas de pulpa de celulosa y 790.000 de papel. En Vila Velha de Ródão produce 60.000 toneladas de tisú. Finalmente, en el complejo industrial de Setúbal, Navigator tiene una segunda planta integrada, con una producción de 550.000 toneladas de pulpa y la producción de papel más eficiente del mundo, con capacidad de producción de 775.000 toneladas con una sola máquina.

Hemos visitado las fábricas de Figueira da Foz y Cacia donde pudimos constatar que Navigator **tiene una ventaja clara en el proceso productivo frente al resto de competidores.**

Durante el trimestre ha caído el precio de la pulpa de celulosa, lo cual ha dañado las cotizaciones de todos los productores de pulpa. El mercado ha castigado de la misma manera e injustamente a Navigator. **Estimamos que, con márgenes EBITDA del 25 %, logrará un flujo de caja superior a los 200 millones de euros.** A los precios a los que se ha aumentado posición se logrará una revalorización superior al 30 %.

NAVIGATOR

Estimación revalorización **30 %**

PROSEGUR CASH (+)

Hemos incorporado esta compañía, que ya está presente en otros fondos de la casa, al Santalucía Eurobolsa. La compañía se dedica al transporte y gestión del efectivo. El sector donde opera es maduro, está concentrado, y crece en países en desarrollo. Es un sector en el que la escala y la densidad de las rutas permiten diluir los altos costes fijos. **Prosegur Cash lidera este sector tanto en términos de rentabilidad como de cuota de mercado** en aquellos países en los que está presente. La compañía se ha visto excesivamente penalizada por su presencia en Argentina.

Actualmente, su valoración en bolsa des cuenta que la compañía no será capaz de recuperar sus márgenes en los próximos años. **En santalucía AM pensamos que Prosegur Cash seguirá creciendo en los próximos años** gracias a su presencia en emergentes, actuando como consolidador y por la introducción de nuevos productos y servicios. Los márgenes se recuperarán, trasladando los aumentos de inflación que han penalizado los mismos. Y lo más importante: la generación de caja seguirá siendo abundante, aumentando el valor de la compañía.

PRYSMIAN (+)

En este trimestre **hemos iniciado posición en esta compañía italiana**. Prysmian es la compañía líder en el diseño, fabricación e instalación de cables eléctricos y de telecomunicaciones.

La empresa cuenta con tres segmentos: proyectos de energía, productos de energía y telecomunicaciones. Proyectos de energía hace alusión al subsegmento de cable submarino. Éste tiene unos márgenes superiores a la media de la compañía, pero en la actualidad la cartera de pedidos se encuentra en mínimos introduciendo gran incertidumbre en el “performance” operativo de la compañía. El segundo segmento –productos de energía- es el más cíclico, con márgenes bajos, y muy dependiente de la tasa de crecimiento del PIB y del crecimiento tanto de la obra residencial como comercial. En este segmento las barreras de entrada son bajas, lo que explica la fuerte competencia que hay.

El último segmento -telecomunicaciones- viene determinado por el ciclo de capex de las operadoras de telecomunicaciones. Este segmento tiene un margen ligeramente mejor a la media de la compañía. Existe competencia, y no se descarta un incremento de ésta en el futuro proveniente de competidores chinos. Prysmian se ha visto penalizada en bolsa por problemas en un contrato, Western Link, que le ha supuesto un desembolso de más de 130 millones de euros. Además, el pasado año adquirió el cuarto competidor, General Cable, introduciendo cierto riesgo de ejecución operativa. **Conocidos los riesgos cíclicos y competitivos en esta industria, entramos en la compañía con un FCF yield sin apalancar del 9 %.**

PRYSMIAN

FCF yield

9 %

SAP (↓)

Seguimos bajando peso en esta compañía. El motivo es la valoración. En abril la empresa actualizó sus objetivos: lo más destacado es el propósito de mejorar 500 puntos básicos el margen operativo. Para lograrlo planean ser más eficientes en la gestión de su portfolio de productos, mejorando eficiencias desde el punto de vista operativo. Sabedores de las ventajas competitivas de esta compañía, y de su actual ciclo de productos, pensamos que es prudente **ir disminuyendo nuestra exposición dados los múltiplos** a los que cotiza.

SPECTRUM (→)

Durante el segundo trimestre de 2019 recibimos una oferta de compra por parte de TGS, el mayor competidor de Spectrum. Creemos que el precio es ajustado; sin embargo, el apoyo del 34 % del capital de Spectrum a llevar a cabo la fusión, nos hacía presagiar que no iba a haber incrementos de precio en la oferta original. **Nuestra decisión ha sido recoger las alzas de más de un 70 % durante el año 2019.** El margen de seguridad era claramente menor que cuando compramos esta posición.

TENARIS (↑)

Hemos aumentado ligeramente el peso en el líder mundial en producción de OCTG (Oil Country Tubular Goods). Debido a su escala, solidez de balance y flexibilidad en sus capacidades productivas, pensamos que va a seguir mejorando márgenes operativos en los próximos años debido a la infrainversión que lleva ocurriendo en los últimos 4-5 años. Esperamos obtener rentabilidades de alrededor del 50 % en los próximos 3 años.

TUBACEX (↑)

Tubacex es el segundo productor de soluciones tubulares inoxidables de alto valor añadido a nivel mundial. Está verticalmente integrado en sus operaciones (acería propia para la fabricación de acero, extrusión en caliente y laminación en frío de los tubos) y cuenta con una estructura comercial única.

Debido a la debilidad del precio del petróleo en estos últimos años, el mercado ha dado la posibilidad de seguir aumentando nuestro peso en Tubacex, una compañía con un buen equipo gestor que invierte constantemente en la innovación del producto y el proceso productivo, desarrollando así una cartera de producto de calidad y diferencial. Adicionalmente, esperamos que el ciclo de inversión en Oil&Gas en los próximos años aporte un nivel considerable de proyectos rentables para la compañía, los cuales veremos reflejados en el **rendimiento del valor, esperando alcanzar alrededor de un 50 % en los próximos 3 años.**

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

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 LUCÍA ASSET MANAGEMENT, SGIIC, SAU.**