

Carta trimestral a nuestros inversores

santaluciaam.es |    

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Segundo trimestre 2020

Índice de contenidos

1. Carta al partícipe

2. Estrategia y visión de mercados

3. Fondos Mixtos y Retorno Absoluto

A. Posicionamiento Estratégico

B. Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto

- Santalucía Selección Prudente
- Santalucía Selección Equilibrado
- Santalucía Selección Decidido
- Santalucía Fonvalor Euro
- Santalucía Retorno Absoluto

4. Renta Variable

A. Gama de fondos de renta variable

- Santalucía Espabolsa
- Santalucía Ibérico Acciones
- Santalucía Eurobolsa
- Santalucía Europa Acciones
- Santalucía Renta Variable Internacional
- Santalucía Renta Variable Emergentes

B. Análisis de nuestras carteras

- Estrategia Ibérica
- Estrategia Europea

C. Comentario de empresas

5. Renta fija

A. Posicionamiento Estratégico

B. Gama de fondos de renta fija

- Santalucía Renta Fija 0-2
- Santalucía Renta Fija
- Santalucía Renta Fija Dinámica
- Santalucía Renta Fija Emergentes
- Santalucía Renta Fija High Yield

C. Comentario de principales posiciones



1.

Carta al partícipe





1.

Sea el dueño de su futuro

En primer lugar, en nombre de todo el equipo de Santalucía Asset Management, deseo que su entorno y usted se encuentren bien en lo personal y sobrellevando los efectos de esta pandemia de la mejor forma posible.

Nos estamos familiarizando forzosamente con conceptos como “cisne negro” o “nueva normalidad”. Son conceptos que, en muchos casos, no llegamos a comprender en toda su dimensión pero en los que subyace la idea de que nuestros planes a corto, medio y largo plazo se han convertido en papel mojado debido a la ocurrencia de un suceso impredecible (cisne negro) que nos obliga a aceptar el hecho de que el futuro, ese futuro que habíamos planificado a nuestro gusto y construido con esfuerzo, no va a suceder y tendremos que conformarnos con otro distinto (nueva normalidad).

Lo cierto es que no existe un consenso **en torno a la idea de si podemos considerar al COVID19 un verdadero cisne negro desde un punto de vista social y sanitario** puesto que desde hace ya varios años existen voces, minoritarias hasta el pasado mes de marzo, que han defendido la necesidad de estar preparados ante una potencial pandemia.

Pero, **aparquemos lo social y sanitario, y reflexionemos sobre los efectos de esta pandemia en nuestros ahorros** (pánico inversor, aumento de la volatilidad, fuertes caídas en las cotizaciones...). **¿En cuántas ocasiones hemos vivido situaciones parecidas en las últimas dos décadas?** Le recuerdo algunos ejemplos: Burbuja Puntocom (2000), Quiebra Lehman Brothers (2008), Brexit (2016), Guerra Comercial China-EEUU (2018)...: todos se iniciaron por distintos motivos pero causaron un efecto similar en los mercados financieros.

Esto nos lleva a preguntarnos, **¿podemos seguir llamando “cisnes negros” a fenómenos que, a pesar de tener distintas causas, provocan efectos similares en los mercados y han demostrado ser recurrentes en el tiempo?**

La respuesta claramente es no: **usted no debe ignorar el hecho de que volveremos a vivir otro mal llamado “cisne negro financiero”.** No es posible saber si su origen

será político, sanitario... pero sí sabemos cómo afectará a sus ahorros (alta volatilidad, caídas en precio, pánico inversor...).

Ante esta certeza, **pregúntese como ahorrador: ¿qué puedo hacer para proteger mi ahorro ante los efectos de la próxima gran crisis?** Algunos consejos:

- ▶ Si no lo ha hecho ya, **planifique su ahorro.** Pregúntese qué objetivos quiere alcanzar y qué plazo de tiempo tiene para alcanzarlos.
- ▶ **No evite el riesgo. El riesgo es un compañero de viaje necesario puesto que mayor riesgo implica normalmente mayores rentabilidades.** Asuma mayor riesgo en las inversiones destinadas a los objetivos a medio/largo plazo e invierta el ahorro destinado a los objetivos a corto plazo en activos más conservadores.
- ▶ **No se deje llevar por el pánico.** Si su ahorro está bien organizado, usted tendrá asociadas sus inversiones más arriesgadas a objetivos a medio/largo plazo (3 años o más). Estas tienen, por tanto, un margen de tiempo razonable para recuperarse y ofrecer retornos atractivos.
- ▶ **Confíe en su equipo gestor.** Nuestro equipo de profesionales mantiene en todo momento un contacto estrecho con las empresas en las que invertimos para asegurar que siguen siendo negocios bien gestionados y presentan potenciales atractivos.

¿Necesita ayuda profesional para cumplir sus objetivos? Acuda al Grupo Santalucía. Estaremos encantados de ayudarle a planificar sus metas. ¿Quiere conocer en todo momento cuál es la visión de nuestros gestores? ¿Qué les preocupa? ¿Dónde ven oportunidades? Acceda a nuestro blog (www.santaluciaam.es) para estar siempre actualizado y recibir útiles consejos.

Recuerde, si tiene claros sus objetivos futuros y las inversiones asociadas a los mismos son las correctas, podrá seguir pensando en el futuro tal y como lo había imaginado.

No se resigne a una nueva realidad. Sea el dueño de su futuro.


Gonzalo Meseguer

Director General
Santalucía Asset Management



2.

Estrategia y visión de mercados

The background of the slide is a dark blue grid with a faint, semi-transparent financial chart. The chart features a candlestick pattern in the center, with several green and red bars. A thick green line trends upwards from the bottom left towards the right. A blue line with small steps follows a similar upward path. The overall aesthetic is professional and data-driven.



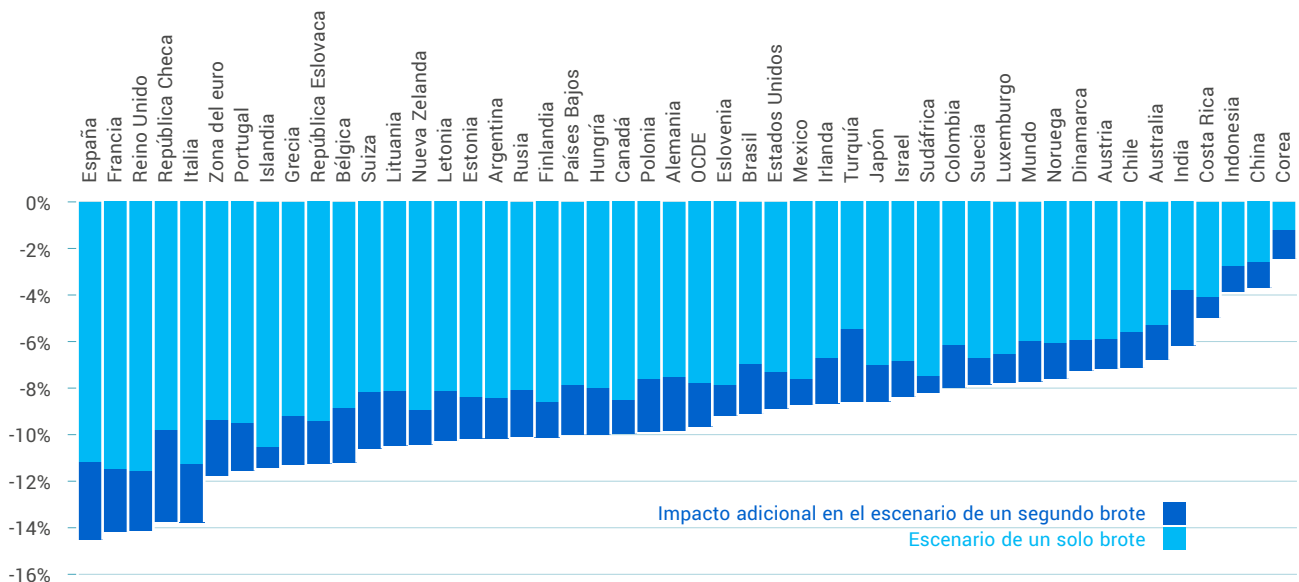
2.

Estrategia y visión de mercados

Durante el segundo trimestre de 2020 el mundo ha ido levantando gradualmente el confinamiento impuesto como consecuencia de la pandemia global del COVID 19.

Sin embargo, **es inevitable que la economía global vaya a sufrir en 2020 la mayor recesión de la era moderna, de manera intensa y sincronizada**, como demuestra el siguiente gráfico de la OCDE:

Cambios pronosticados de PIB para 2020



Fuente: Real GDP forecast (indicator) © OECD Terms & Conditions

Las previsiones de recesión para 2020 han empeorado

Durante el segundo trimestre, todos los organismos internacionales -FMI, Banco Mundial, OCDE- han ido revisando a la baja sus previsiones de recesión iniciales de un 3% a un 5% para la economía global en 2020.

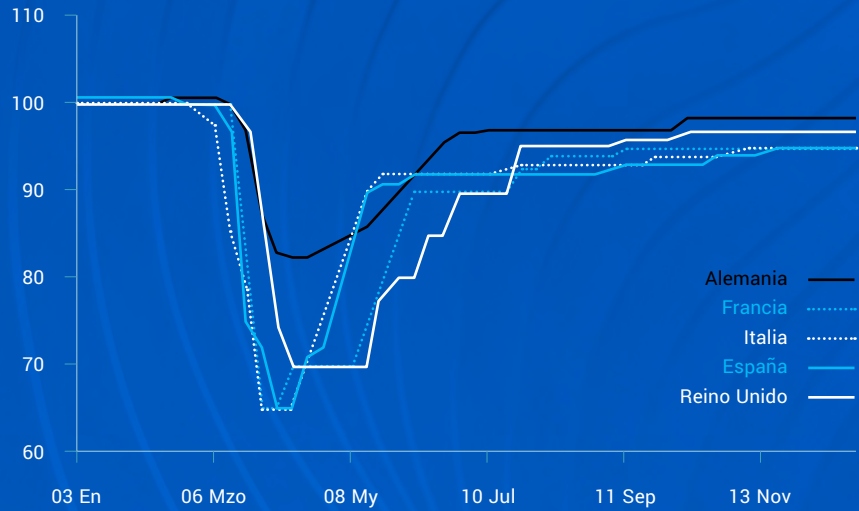
Todavía es incierto el patrón de recuperación para 2021 y años posteriores, ya que subyacen aún numerosas incertidumbres como posibles rebrotes, impacto en los sectores especialmente afectados (aerolíneas, turismo, hoteles, consumo cíclico, etc.) y en el resto de sectores productivos, desempleo y demanda interna, Brexit, guerra comercial...



El crecimiento de la Zona Euro se espera que sea un 4,5% menor que las previsiones pre-crisis, con una forma de "silbido" (swoosh-shaped) para el PIB.

Niveles de PIB asumidos semanalmente; índice de pre-virus partiendo de 100.

Lo que parece claro es que el crecimiento económico en 2021 será inferior a las previsiones pre-crisis.

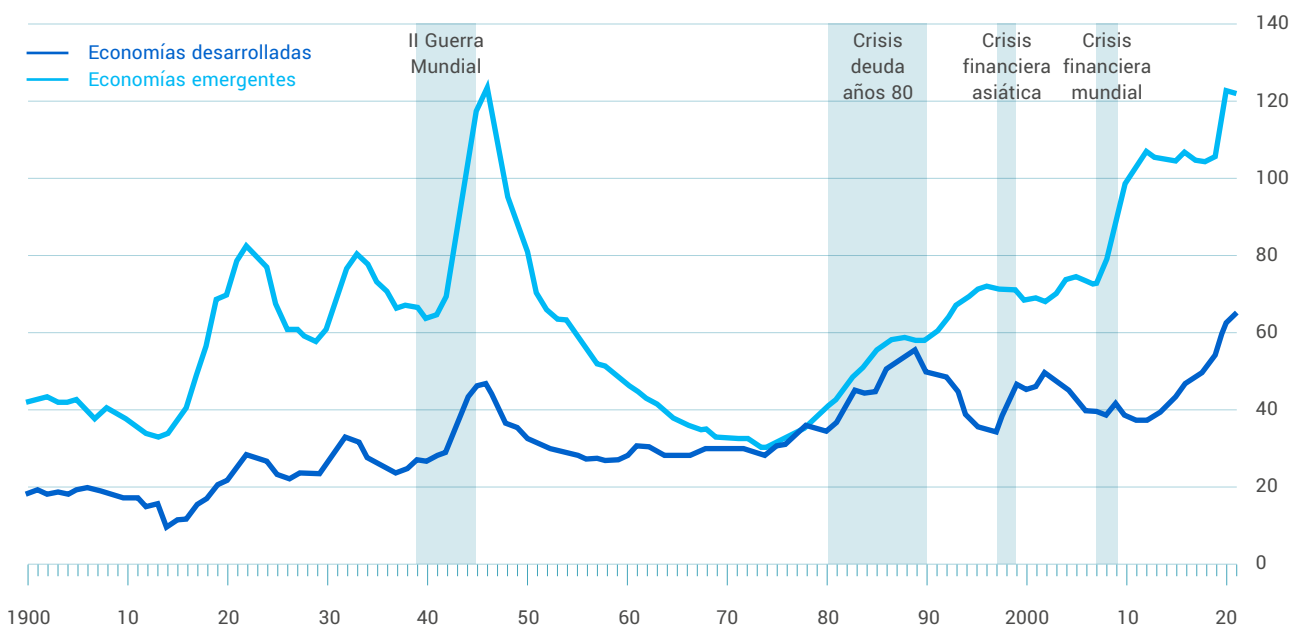


Alemania —
Francia - - -
Italia - - - -
España —
Reino Unido —

Fuente: JP Morgan

Como consecuencia de la recesión y del fuerte incremento del gasto público, no solo sanitario, sino social, **las principales economías desarrolladas registrarán significativos incrementos de su Deuda Pública hasta el 120% del PIB.**

Los niveles de Deuda Pública alcanzan niveles máximos desde la Segunda Guerra Mundial
Ratio medio de deuda sobre PIB



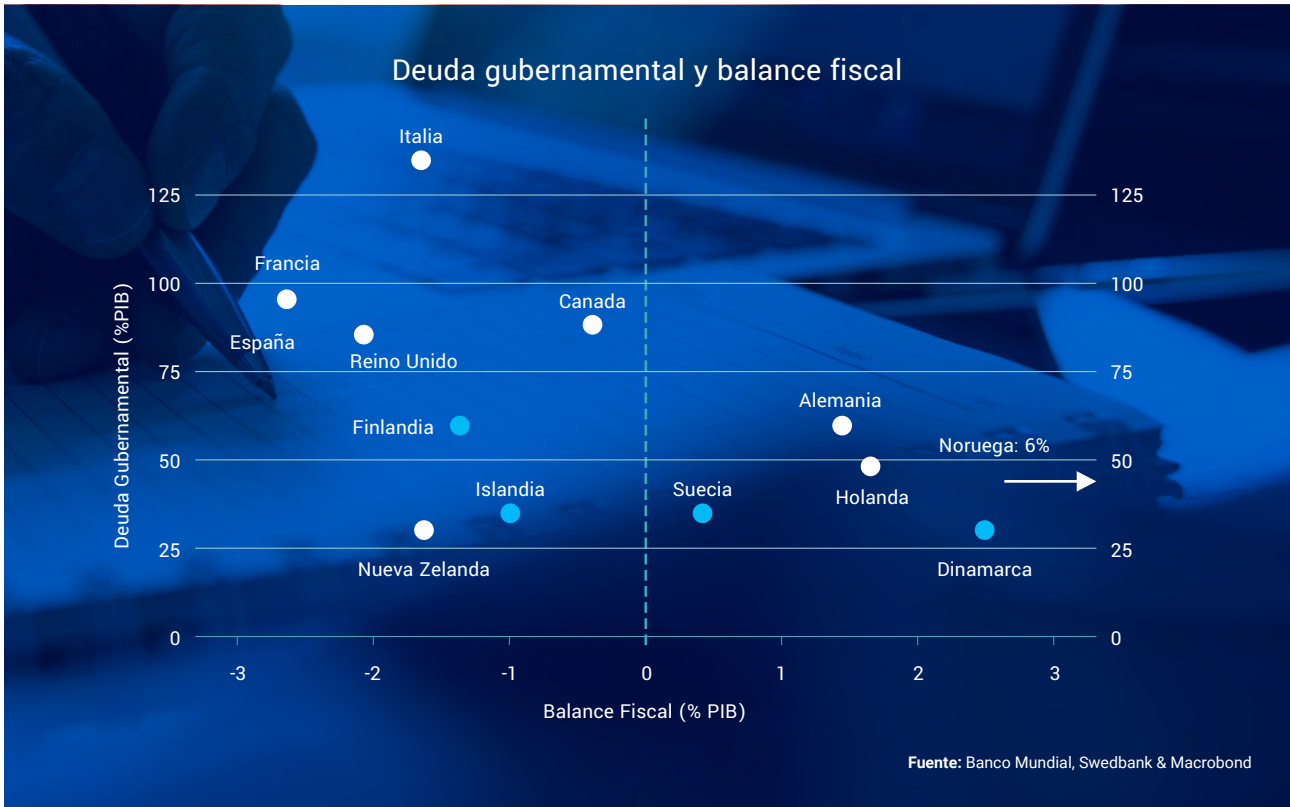
Ratio de deuda sobre PIB basado en agrupación de países G-20 economías desarrolladas y economías emergentes

Fuente: base de datos IMF



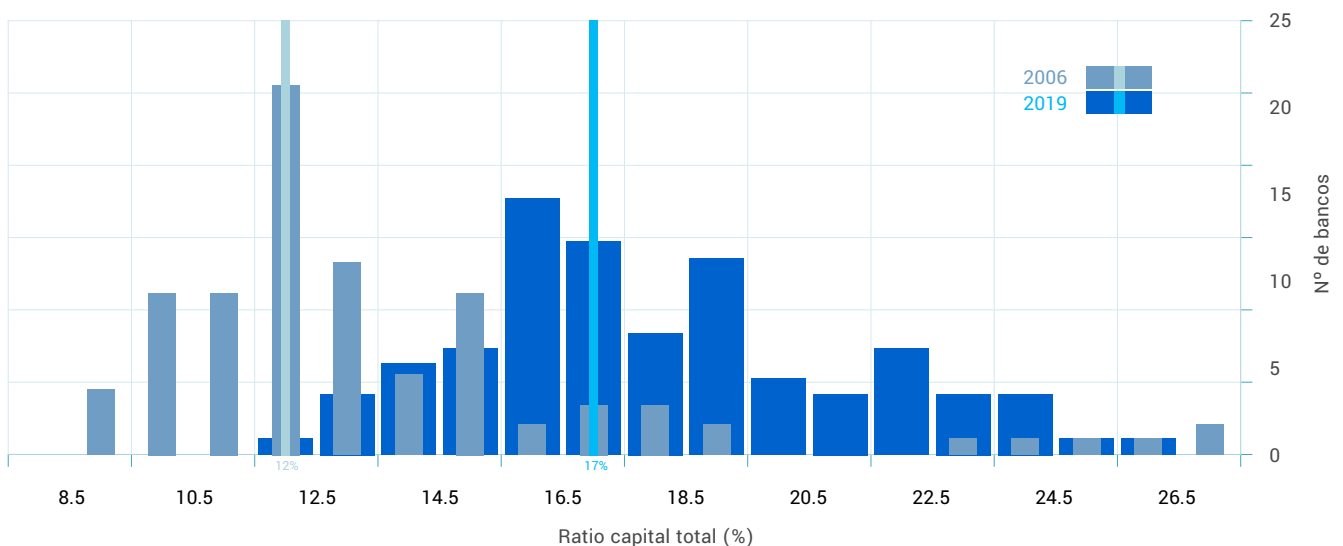
Sin embargo, no todos los países son igual de vulnerables

Los gobiernos de los países nórdicos, Alemania y Holanda van a sufrir una recesión menos severa que Italia, Francia y España, teniendo además una robusta posición fiscal y mayor capacidad para soportar sus economías.



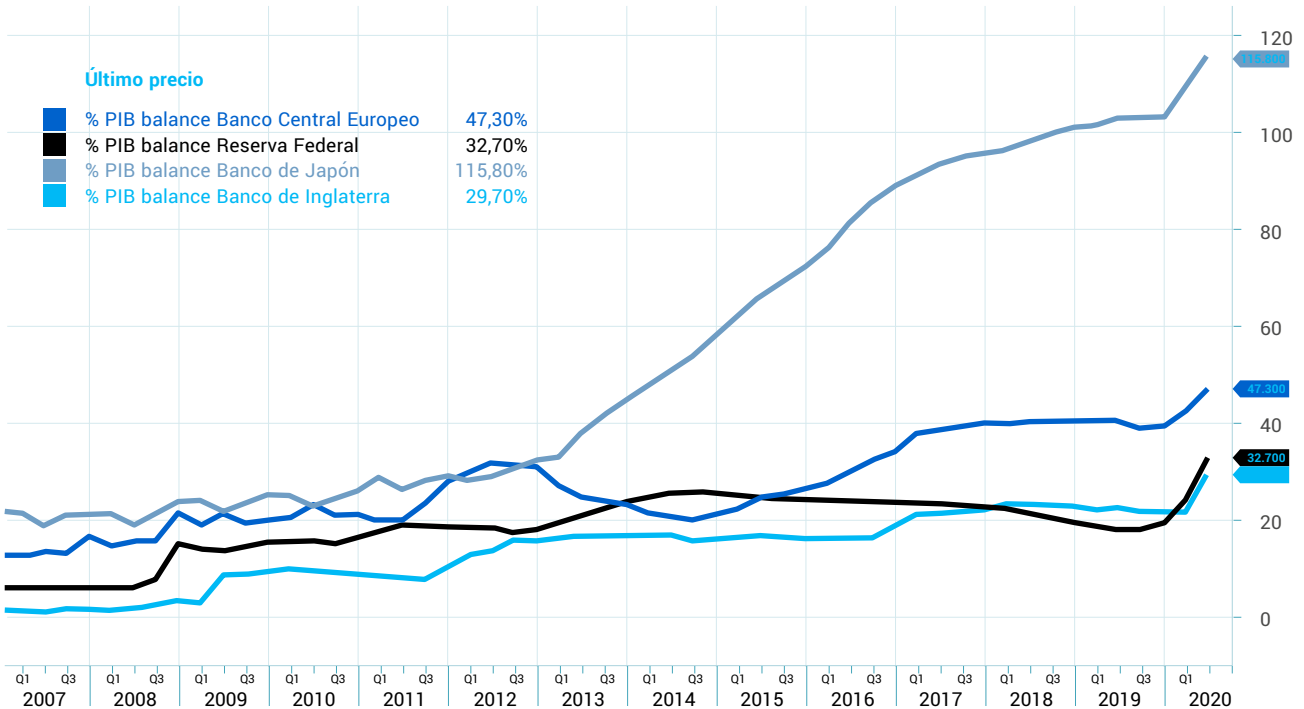
La actual crisis tiene un origen sanitario y ha tenido un severo impacto económico, pero no es una crisis financiera. **Los bancos están mejor preparados para afrontar esta recesión que los Gobiernos**, ya que han incrementado sustancialmente su calidad y cantidad de capital durante los últimos 10 años.

Capitalización de los principales bancos internacionales





Como consecuencia de esta recesión, **los principales bancos centrales han reaccionado con significativas inyecciones de liquidez y compras de activos sin precedentes**. El tamaño del balance del Banco de Japón supera el 115% y el del Banco Central Europeo el 47% del PIB.



Las fuertes correcciones de los mercados financieros durante el primer trimestre han dado paso a recuperaciones en las cotizaciones durante el segundo trimestre impulsadas por las medidas paliativas de Bancos Centrales y Gobiernos con fuertes planes de expansión fiscal.

La Unión Europea anunció un plan de recuperación que, supondría una mutualización de la deuda pública de los 27 países miembros a través de un presupuesto común europeo.

Hay que recordar las diferencias entre el ciclo macroeconómico, todavía negativo para 2020, y las expectativas descontadas en los mercados financieros, que no siempre van sincronizadas y tienen actualmente un elevado componente de incertidumbre.

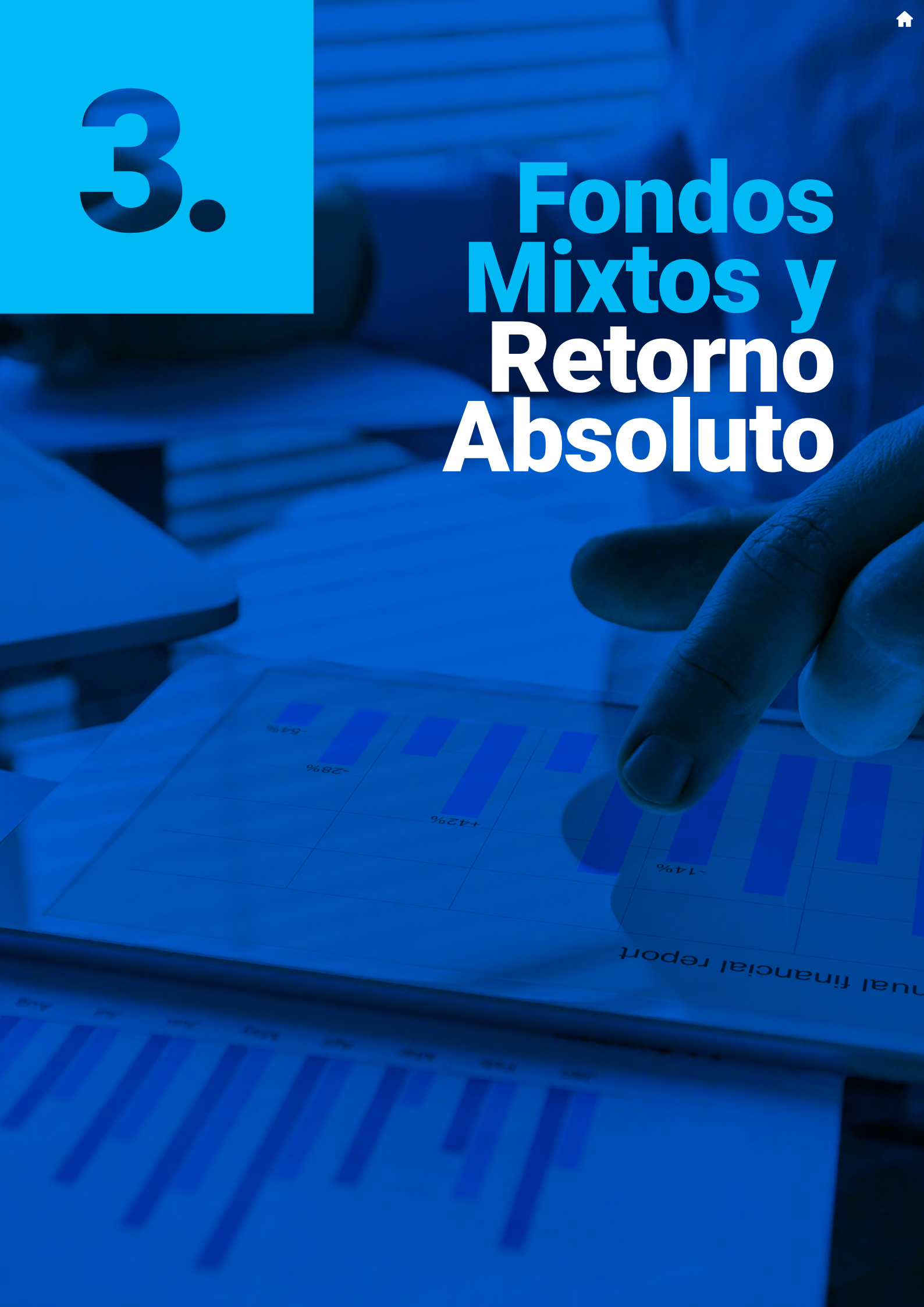
Las bolsas intentarán adivinar la intensidad de la recuperación de los años próximos con un elevada incertidumbre respecto al impacto estructural que esta pandemia deje en la economía global.

Por último, la ausencia de presiones inflacionistas y las fuertes inyecciones de liquidez de los Bancos Centrales anticipan tipos de interés bajos por mucho tiempo, con las primas de riesgo de la deuda corporativa muy vinculadas a la evolución de las bolsas y del sentimiento de mercado.



3.

Fondos Mixtos y Retorno Absoluto



Annual financial report





A.

Posicionamiento Estratégico

Posicionamiento Estratégico Fondos Mixtos

	+++	++	=		+	++	+++
Renta Variable				x			
Renta Fija				x			
Alternativos			x				
Cash					x		
Renta Variable							
España			x				
Europa					x		
EEUU					x		
Emergentes			x				
Renta Fija gobiernos							
Europa core	x						
Europa periferia							x
Renta Fija crédito							
Investment grade					x		
High yield			x				

En **Renta Variable**: niveles de exposición cercanos al nivel neutral de inversión (punto medio de exposición sobre el total de la capacidad), esto es, al 60% de la capacidad máxima de inversión, con peso total en RV:

- ▶ Del 18% en los fondos de RF Mixta 0-30%
- ▶ Del 42% en los fondos de RV Mixta 30-50%
- ▶ Del 57% en los fondos de RV Mixta 30-75%

La cartera está equilibrada y diversificada por áreas geográficas, sin llegar a perder su histórica mayor correlación con Europa.

En **Renta Fija**: sesgo de cartera hacia crédito (IG > HY) bonos financieros (IG) y gobiernos periféricos (España e Italia). La duración de tipos es relativamente baja (<3 años)

**B.**

Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto

Santalucía Selección Prudente

Descripción

Fondo mixto de perfil conservador, con una exposición máxima en renta variable del 30%.

Comentario de gestión

En la actualidad el peso de la renta variable es del 18%, esto es, el 60% de la capacidad máxima permitida. El resto se distribuye entre renta fija (55%), retorno absoluto (14%) y liquidez, con una cartera equilibrada por áreas geográficas y construida desde una perspectiva global.

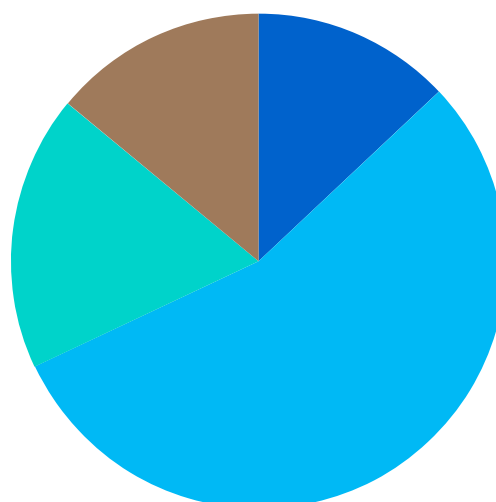
A lo largo del trimestre se ha reducido peso en renta variable a medida que el apetito inversor por el riesgo ha ido en aumento, gracias a las expectativas de mejora tras las crisis sanitaria, que ha provocado una fuerte recuperación en los mercados. Es por ello que el peso en renta variable pasa desde el 20,5% de exposición a cierre del trimestre anterior hasta el 18% actual. También se ha reducido la exposición en renta fija desde el 61% hasta el 55%. Además, se ha incrementado el peso en liquidez y se ha aumentado la diversificación incrementando el peso en retorno absoluto desde el 10% hasta el 14%.

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años
8,65%	-1,23%	-0,24%	-2,54%

Distribución de activos

	% Peso
Liquidez	13,41%
Renta Fija	54,58%
Renta Variable	17,79%
Retorno Absoluto	14,22%
Total	100,00%





Santalucía Selección Equilibrado

Descripción

Fondo mixto de perfil moderado, con una exposición máxima en renta variable del 50%.

Comentario de gestión

En la actualidad el peso de la renta variable es del 40%, esto es, el 60% de la capacidad máxima permitida. El resto se distribuye entre renta fija (35%), retorno absoluto (7%) y liquidez, con una cartera equilibrada por áreas geográficas y construida desde una perspectiva global.

A lo largo del trimestre se ha reducido peso en renta variable a medida que el apetito inversor por el riesgo ha ido en aumento, gracias a las expectativas de mejora tras la crisis sanitaria, que ha provocado una fuerte recuperación en los mercados. Es por ello que el peso en renta variable pasa desde el 44% de exposición a cierre del trimestre anterior hasta el 40% actual. También se ha reducido la exposición en renta fija desde el 38% hasta el 35%. Además, se ha incrementado el peso en liquidez.

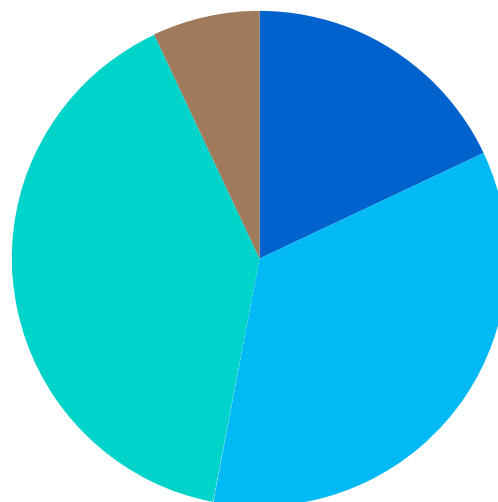
14

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años
10,74%	-2,43%	0,06%	0,16%

Distribución de activos

	% Peso
Liquidez	18,10%
Renta Fija	35,43%
Renta Variable	39,73%
Retorno Absoluto	6,74%
Total	100,00%





Santalucía Selección Decidido

Descripción

Fondo mixto de perfil moderado, con una exposición máxima en renta variable del 75%.

Comentario de gestión

En la actualidad el peso de la renta variable es del 57%, esto es, el 60% de la capacidad máxima permitida. El resto se distribuye entre renta fija (24%), retorno absoluto (4%) y liquidez, con una cartera equilibrada por áreas geográficas y construida desde una perspectiva global.

A lo largo del trimestre se ha reducido peso en renta variable a medida que el apetito inversor por el riesgo ha ido en aumento, gracias a las expectativas de mejora tras la crisis sanitaria, que ha provocado una fuerte recuperación en los mercados. Es por ello que el peso en renta variable pasa desde el 61,5% de exposición a cierre del trimestre anterior hasta el 57% actual. Además, se ha incrementado el peso en liquidez.

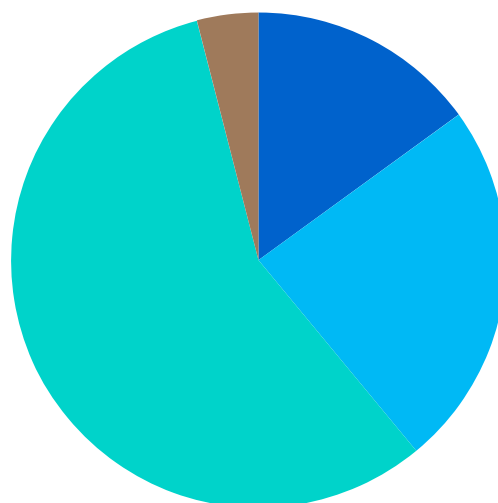
15

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años
13,73%	-3,95%	-1,07%	0,50%

Distribución de activos

	% Peso
Liquidez	15,47%
Renta Fija	23,91%
Renta Variable	56,83%
Retorno Absoluto	3,80%
Total	100,00%





Santalucía Fonvalor Euro

Descripción

Fondo mixto multiactivo, que puede invertir hasta un máximo del 75% en renta variable.

Comentario de gestión

La cartera del fondo está equiponderada, manteniendo un equilibrio entre activos de RF y de RV. En renta variable (en torno al 50%) la cartera está distribuida al 80% en Europa (a través de una cartera de entre 40 y 45 valores) y al 20% en EEUU (a través de instrumentos índices). En renta fija (en torno al 50%) la exposición neta ha aumentado frente al trimestre anterior aprovechando las oportunidades generadas por la crisis sanitaria y con un sesgo de cartera oportunista, hacia deuda subordinada con rendimientos mucho más elevados a los actuales tipos negativos de mercado.

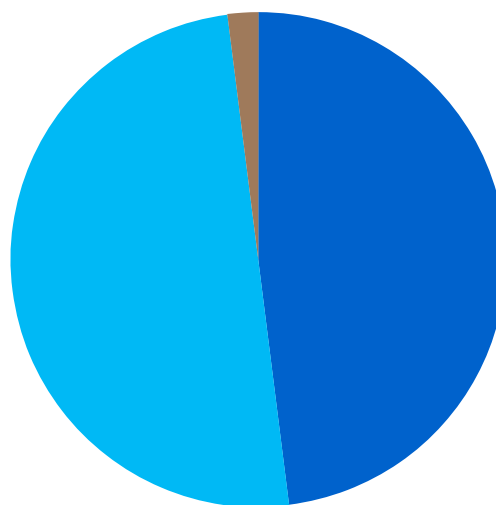
16

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años	Rentabilidad 5 años
11,36%	-16,58%	-14,42%	-19,66%	-10,85%

Distribución de activos

	% Peso
Renta Fija	47,52%
Renta Variable	50,23%
Retorno Absoluto	0,00%
Liquidez	2,25%
Total	100,00%





Santalucía Retorno Absoluto

Descripción

Fondo de retorno absoluto que destaca por su objetivo de obtención de rentabilidad positiva (no garantizada) en cualquier entorno de mercado y con un riesgo controlado. Igualmente destaca por su escasa correlación con los activos tradicionales de renta fija y renta variable.

Comentario de gestión

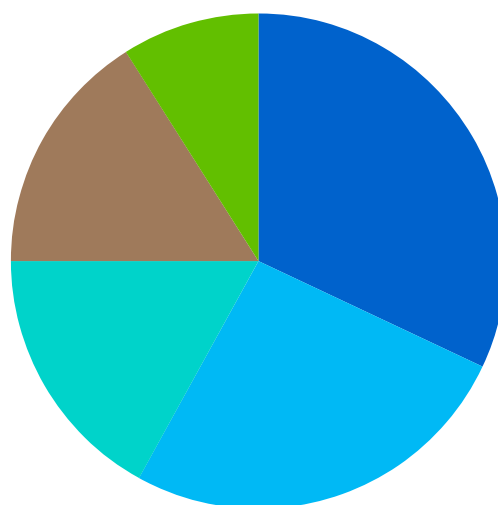
Los pesos de las estrategias, en general, no han cambiado sustancialmente a lo largo del trimestre, pero la cartera se ha ajustado con el objetivo de obtener más diversificación en un mayor número de subyacentes. En renta fija, se ha rotado hacia estrategias direccionales, aprovechando las caídas a consecuencia de la crisis sanitaria y teniendo en cuenta el atractivo de esta clase de activo con el apoyo explícito de los Bancos Centrales. En renta variable, seguimos manteniendo la misma estrategia no direccional y con sesgo neutral de mercado, esto es, con una beta cercana a cero. En estrategias mixtas y global macro estamos infraponderados frente a los índices para evitar tener una excesiva correlación con los mercados. En multiestrategia mantenemos fondos diversificados tratando de minimizar el riesgo de mercado.

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años
2,17%	-4,89%	-4,05%	-5,93%

Distribución de activos

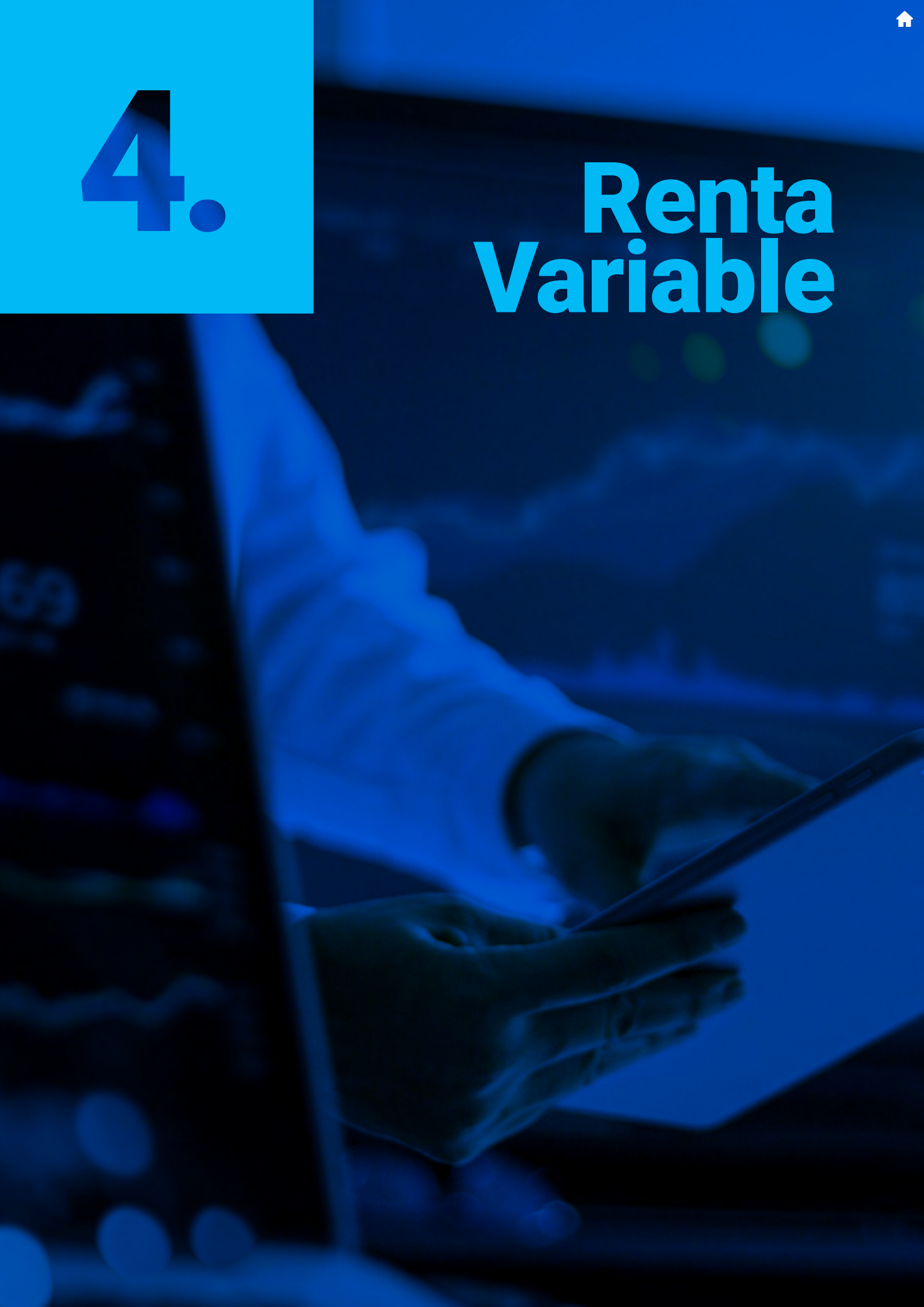
	% Peso
Renta Fija	32,30%
Renta Variable	26,13%
Multiestrategia	16,68%
Global Macro	15,63%
Liquidez	9,26%
Total	100,00%





4.

Renta Variable



**A.**

Gama de Fondos de Renta Variable

Santalucía Espabolsa

Descripción

El Santalucía Espabolsa es un fondo de gestión activa, “long only”, con un horizonte temporal en las inversiones superior a tres años. La cartera tiene cierto sesgo hacia compañías de media y baja capitalización principalmente españolas. El número de compañías incluidas ronda las cincuenta posiciones. La tasa de rotación del fondo es muy baja. El fondo invierte en compañías con crecimiento, visibilidad, rentabilidad sostenida y generadoras de caja.

Comentario de gestión

En el trimestre la revalorización del fondo ha sido de un 7,21%, ligeramente inferior a la de su índice de referencia, que ha sido del 7,77%. Las compañías que mejor comportamiento han mostrado han sido Fluidra, Befesa y Sonae, contribuyendo más de un 1% de rentabilidad cada una. Los mayores detractores a la rentabilidad de la cartera han sido Prosegur Cash, Indra y Unicaja. Se han realizado múltiples operaciones durante el periodo, incrementando el potencial de revalorización de la cartera.

Rentabilidades acumuladas

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Espabolsa	-29,49%	-25,60%	-26,13%	-14,30%
Benchmark IBEX Net return	-23,12%	-19,03%	-23,97%	-21,07%

Principales posiciones Santalucía Espabolsa

	% Patrimonio
Talgo	7,1%
Logista	5,2%
Befesa	5,1%
Merlin Properties	4,8%
Fluidra	4,8%

Santalucía Ibérico Acciones

Descripción

El Santalucía Ibérico Acciones es un fondo de gestión activa “long only” con un horizonte temporal entre tres y cinco años. La cartera está compuesta por cerca de cuarenta posiciones con un sesgo hacia compañías de media y baja capitalización principalmente en la península Ibérica. Tiene una tasa muy baja de rotación. El fondo invierte en compañías con tasas de crecimiento superiores a la media del sector donde operan, visibilidad del negocio, rentabilidad sostenida en el tiempo y alta generación de caja.

Comentario de gestión

Durante el segundo trimestre del año 2020 el fondo se ha revalorizado un 7,00%, rentabilizando un 1,20% menos que su índice de referencia (85% IBEX35NR / 15% PSI20NR), el cual ha subido un 8,20%. Las compañías en cartera que han aportado más a la rentabilidad del fondo han sido Fluidra, Elecnor y Befesa; mientras que Alantra Partners, Unicaja y Prosegur Cash han sido aquellas que más han lastrado el rendimiento de la cartera durante el periodo.

Finalmente, se han realizado diversas operaciones durante el periodo con el fin de dotar de un mayor potencial de revalorización a la cartera.

Rentabilidades acumuladas

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Ibérico Acciones	-26,93%	-23,33%	-21,12%	-5,49%
Benchmark IBEX NR 85% / PSI20NR 15%	-21,76%	-18,06%	-21,47%	-19,23%

Principales posiciones Santalucía Ibérico Acciones

	% Patrimonio
Talgo	6,2%
Merlin Properties	5,0%
Befesa	5,0%
Logista	4,5%
Cash	4,5%



Santalucía Eurobolsa

Descripción

El Santalucía Eurobolsa es un fondo de gestión activa, “long only”, con un horizonte temporal en las inversiones superior a tres años. La cartera tiene cierto sesgo hacia compañías de media y baja capitalización situadas en la zona Euro. El número de compañías incluidas en el fondo ronda las cincuenta posiciones. La tasa de rotación del fondo es muy baja. El fondo invierte en compañías con crecimiento, visibilidad, rentabilidad sostenida y generadoras de caja.

Comentario de gestión

En el trimestre la revalorización del fondo un 13,04%, se ha quedado por debajo de la recuperación del índice de referencia que ha sido del 17,37%. Han destacado en este periodo dos compañías de distribución de productos químicos que contribuyen con un 3%, la holandesa IMCD y la alemana Brenntag. En sentido contrario, las petroleras integradas ENI, Royal Dutch y Total, han lastrado la rentabilidad del fondo.

En este periodo, hemos realizado operaciones, todas ellas encaminadas a mejorar la potencial revalorización de la cartera.

Rentabilidades acumuladas

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Eurobolsa	-23,25%	-18,39%	-15,26%	1,47%
Benchmark Eurostoxx 50 net return	-12,37%	-5,05%	1,09%	7,31%

Principales posiciones Santalucía Eurobolsa

	% Patrimonio
IMCD	4,6%
Elis	4,3%
Amundi	3,9%
Danieli & Co	3,9%
Befesa	3,8%



Santalucía Europa Acciones

Descripción

El Santalucía Europa Acciones es un fondo de gestión activa, "long only", con un horizonte temporal en las inversiones superior a tres años. La cartera tiene cierto sesgo hacia compañías europeas de media y baja capitalización. El número de compañías incluidas en el fondo ronda las cuarenta. La tasa de rotación del fondo es muy baja. El fondo invierte en compañías con crecimiento, visibilidad, rentabilidad sostenida y generadoras de caja.

Comentario de gestión

En el trimestre la revalorización del fondo es un 11,92%, frente al 12,59% del Stoxx 600 y el 13,91% del Stoxx 600 Net Return.

Las acciones que más han aportado a este resultado han sido Freeport McMoran, IMCD, Brenntag y Befesa. En sentido contrario, las que más han restado han sido Prosegur Cash, Royal Dutch Shell, ENI y Carrefour.

En este periodo, hemos realizado numerosas operaciones, todas ellas encaminadas a mejorar la potencial revalorización de la cartera.

Rentabilidades acumuladas

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Europa Acciones	-28,07%	-22,46%	-28,45%	
Benchmark				
Stoxx 600 net return	-12,12%	-4,30%	2,74%	8,12%

Principales posiciones Santalucía Europa Acciones

	% Patrimonio
Danieli	5,8%
Freeport-Mcmoran	5,8%
Boskalis	5,4%
Intesa Sanpolo	5,4%
Intercontinental Hotels	4,7%



Santalucía Renta Variable Internacional

Descripción

Fondo de renta variable global cuya filosofía de gestión está basada en la asignación de pesos por países, sectores, factores y estilos de gestión, en función del entorno de mercados. El fondo toma como referencia el índice MSCI World con divisa cubierta en euros.

Comentario de gestión

Por áreas geográficas, en la actualidad la cartera del fondo presenta una ligera sobreponderación hacia EEUU a través de apuestas sobre estrategias de gestión activa, lo que implica ligeras infraponderaciones en el resto de áreas (Europa, Japón, UK...). Por estilos de gestión, el sesgo de la cartera está ahora más equilibrado entre estilo crecimiento y estilo valor frente al trimestre anterior, dada la fuerte divergencia que estamos observando en el comportamiento de los diferentes estilos.

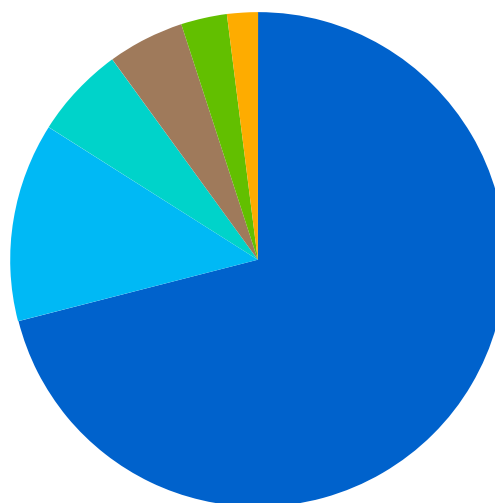
23

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años	Rentabilidad 5 años
18,79%	-6,78%	-0,10%	9,36%	15,02%
11,43%	-5,44%	1,52%	15,07%	30,61%

Distribución de activos

	% Peso
USA + Global	71,41%
Europa	13,32%
Japón	5,51%
Emergentes	4,72%
Liquidez	2,77%
UK	2,27%
Total	100,00%





Santalucía Renta Variable Emergentes

Descripción

Fondo de renta variable emergentes cuya filosofía de gestión está basada en la asignación de pesos por países, sectores, factores y estilos de gestión, en función del entorno de mercados. El fondo toma como referencia el índice MSCI Emerging Net Total Return en dólares.

Comentario de gestión

En la actualidad, la estructura actual de cartera del fondo es muy similar a la de su índice de referencia, lo que supone tener un peso relativamente elevado en países como China y Taiwán (en torno al 50%). Estos países han sido los que más rápido se han recuperado y por tanto los que presentan expectativas de crecimiento más altas. Por sectores, destaca el mayor peso de Tecnología y, por estilos de gestión, destaca el mayor peso relativo del estilo crecimiento, todo ello en línea con el índice de referencia

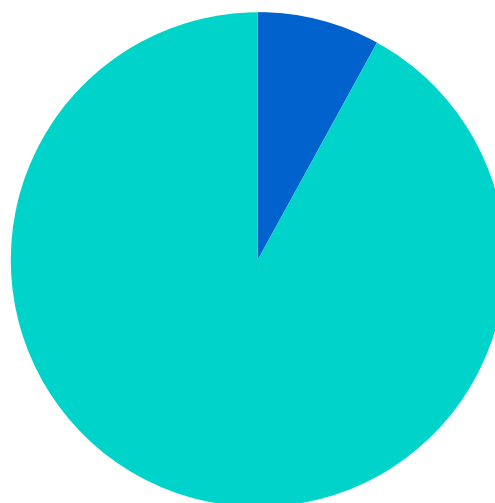
24

Principales datos de rentabilidad

Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020
11,49%	-6,37%
11,82%	-3,80%

Distribución de activos

	% Peso
Liquidez	7,51%
Renta Fija	0,00%
Renta Variable	92,49%
Retorno Absoluto	
Total	100,00%



B.

Análisis de nuestras carteras

Estrategia Ibérica

Santalucía Espabolsa



INCREMENTOS

- ▶ Amadeus
- ▶ Catalana Occidente
- ▶ Coca Cola European Partners
- ▶ Gestamp
- ▶ Merlin Properties
- ▶ Tubacex
- ▶ Caixabank



DISMINUCIONES

- ▶ Sonae
- ▶ Vidrala
- ▶ Viscofan
- ▶ NOS



SALIDAS

- ▶ Atresmedia
- ▶ Corticeira Amorim

Santalucía Ibérico Acciones



INCREMENTOS

- ▶ Amadeus
- ▶ Atento
- ▶ Catalana Occidente
- ▶ Coca Cola European Partners
- ▶ Gestamp
- ▶ Merlin Properties
- ▶ Tubacex



DISMINUCIONES

- ▶ Sonae
- ▶ NOS
- ▶ Cellnex
- ▶ Vidrala
- ▶ Viscofan



SALIDAS

- ▶ Árima
- ▶ Atresmedia



Estrategia Europea

Santalucía Eurobolsa



INCORPORACIONES

- ▶ Heidelberg Cement



INCREMENTOS

- ▶ AB InBev
- ▶ Amadeus
- ▶ Carrefour
- ▶ Coca Cola European Partners
- ▶ Eni
- ▶ Merlin Properties
- ▶ Royal Dutch Shell
- ▶ Tenaris
- ▶ Total
- ▶ Verallia
- ▶ Volkswagen
- ▶ Worldline



DISMINUCIONES

- ▶ Esprinet
- ▶ IMCD
- ▶ Teleperformance
- ▶ Sanofi



SALIDAS

- ▶ NOS
- ▶ Telecom Italia

Santalucía Europa Acciones



INCREMENTOS

- ▶ Amadeus
- ▶ Atento
- ▶ Carrefour
- ▶ Coca Cola European Partners
- ▶ Eni
- ▶ Merlin Properties
- ▶ Royal Dutch Shell
- ▶ Tenaris
- ▶ Total
- ▶ Verallia
- ▶ Volkswagen



DISMINUCIONES

- ▶ Esprinet
- ▶ IMCD



SALIDAS

- ▶ NOS
- ▶ Telecom Italia
- ▶ Transocean
- ▶ Mærsk Drilling
- ▶ Pacific Drilling



C.

Comentario de empresas



Santalucía Eurobolsa

Hemos incrementado ligeramente nuestra posición en AB InBev, la cervecera número uno del mundo por volumen, con una gran diversidad de marcas. La elaboración de cerveza representa aproximadamente el 92% de sus ventas y el negocio no cervecero (refrescos) el 8% restante. La mayor concentración geográfica de ingresos proviene de América Latina con un 40% y América del Norte con un 28%, el resto se distribuye entre EMEA y APAC.

La cervecera se ha visto especialmente perjudicada durante la caída de los mercados por la disminución de la demanda "on-trade" (consumo en bares y restaurantes) dadas las medidas de confinamiento y el alto apalancamiento que presenta en su balance. En este periodo, la compañía:

1. ha recortado a la mitad el dividendo, reduciendo en alrededor de un 1bn EUR el desembolso de caja
2. ha emitido bonos y acudido a sus líneas de crédito abiertas para asegurar la liquidez a corto plazo

Por el lado de consumo, a pesar de los desafíos que han surgido con la desaceleración del crecimiento de volumen de cerveza y los avances de la competencia -principalmente en cerveza artesanal-, en los últimos años AB InBev se ha beneficiado del cambio de conducta del consumidor hacia "off-trade" (el volumen total de consumición en bares y restaurantes ha decaído 11.867.182 hl o un 36% desde 2007) dados los nuevos hábitos de consumir en los hogares y dado que es una tendencia en la que las marcas tradicionales parten con ventaja con respecto a las artesanales.

AB InBev ha sido capaz de incrementar sus márgenes EBITDA y situarlos en el 40% a pesar de la caída de volúmenes, mostrando eficiencia en cuanto a reducción de costes. Finalmente, pensamos que, a pesar de los niveles de apalancamiento que presenta la compañía, su posicionamiento global, su escala y su eficiencia operacional le permitirán seguir creciendo en ciertos sectores. Así mismo, la compañía es capaz de generar alrededor de 9.000-10.000 millones de flujo de caja en condiciones normales. Actualmente tiene una capitalización de mercado de 80.000 millones o 8x flujo normalizado. **Pensamos que, dado el liderazgo de la compañía y su eficiencia operativa, debe experimentar un re-rating a medida que vaya desapalancando su balance; llegando a doblar el valor de cotización actual.**



AMADEUS



Santalucía Espabolsa

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

Amadeus lidera un oligopolio a nivel global con una cuota de mercado del 45%. Sus otros competidores son Sabre con un 35% de cuota y Travelport con un 20%. Los ingresos de Amadeus están vinculados a las transacciones, ingresando un importe fijo por transacción y por lo tanto no dependiendo del precio que cobren las aerolíneas a sus clientes. La compañía disfruta de unas ventajas competitivas que le permiten mantener unos retornos de capital elevados: el efecto red y la dificultad del cliente para cambiar de proveedor.

La naturaleza de su base de costes le permitirá proteger sus márgenes mejor que otras compañías vinculadas al turismo y los viajes. Se ha aumentado la posición con una capitalización inferior a los 20.000 millones de euros y un flujo de caja que tenderá a los 1.500 millones de euros. **Amadeus ofrece un potencial de revalorización elevado, de al menos el 60% en los próximos 3 años.**



Santalucía Ibérico Acciones

ÁRIMA

Hemos vendido la participación en esta inmobiliaria centrada en el segmento de oficinas y logístico en Madrid. Seguimos con mucha confianza en el equipo gestor, además de seguir con una visión positiva en el segmento de oficinas a largo plazo. **La razón de la venta responde exclusivamente al interés por financiar compras en empresas de su mismo sector** que han sufrido más durante estos últimos meses. Las compras que hemos realizado creemos que tienen mayor potencial de revalorización.

ATENTO



Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Europa Acciones

Aumentamos posición en esta compañía del sector BPO. En estos años la cara de la industria ha sido Teleperformance y la cruz Atento. Mientras Teleperformance ha crecido y mejorado márgenes, Atento apenas ha crecido y ha visto sus márgenes erosionarse. Atento es la mayor compañía de CRM BPO en América del Sur, tiene una cuota de mercado cercana al 30% en Brasil, Chile y Perú y en torno al 20% en Argentina y México. Tiene una potente base de clientes que mantiene durante años y que van desde los tradicionales a los nacidos digitales. En 2019 estableció un plan de crecimiento, mejora de márgenes y mejor asignación de capital a tres años, con un nuevo CEO y un nuevo CFO. En el 2020 se produjo el relevo de accionistas liderados por HPS. **La cotización de la compañía no recoge su potencial de revalorización: cotiza a múltiplos de compañía "distress"**. Confiamos que en los próximos 18 meses la ejecución operativa del plan se traslade a su cotización en bolsa.



OUT

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa

ATRESMEDIA



En este trimestre hemos liquidado la posición en Atresmedia. El negocio audiovisual tradicional está fuertemente correlacionado con la actividad económica y concretamente con el consumo. El impacto de la crisis va a ser severo en un sector -televisión en abierto- en claro declive. La caída de ingresos en el primer trimestre fue ligeramente superior al 11%, siendo contrarrestada por una reducción en costes de parecida magnitud. Ahora bien, el segundo trimestre será peor, a tenor de los avances proporcionados por las consultoras en cuanto a gasto en publicidad en TV. **La pandemia puede acelerar una tendencia estructural: la disminución del consumo de TV en abierto, que implica menos ingresos por publicidad, pero con unos costes que quizás no puedan reducirse en la misma proporción, mermando en consecuencia la capacidad de generar caja.**

El equipo gestor de A3M ha hecho un gran trabajo buscando nuevas fuentes de ingresos en los últimos años, y han conseguido una buena generación de caja, sin embargo, hemos decidido utilizar la posición en esta compañía para financiar la compra de otras inversiones.



CaixaBank



UP

Santalucía Espabolsa

Se ha incrementado el peso en CaixaBank. La economía española está viviendo un fuerte y rápido deterioro. Esperamos, por lo tanto, un importante incremento de las provisiones. Sin embargo, y con la paulatina vuelta a la actividad que estamos viendo, consideramos que CaixaBank está perfectamente preparada para generar beneficio incluso en esta situación. Esperamos que el crecimiento de la cartera de préstamos a empresas proteja el margen de interés. Entre las otras palancas de las cuales dispone la entidad para proteger el resultado está la menor siniestralidad que cabe esperar por la parte del negocio asegurador y unos costes inferiores a los de 2019. **Hemos incrementado posición alrededor de 6x beneficios y 0,4x valor en libros en un banco que esperamos vuelva rápidamente a ofrecer un ROTE del 8-9%.**



Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

Hemos aumentado peso en el “retailer” francés. Carrefour muestra varias debilidades que deben ser corregidas por el equipo gestor que se incorporó hace tres años: exceso de inventario; exceso de bienes inmuebles; alta exposición a hipermercados; y finalmente falta de estrategia de comercio electrónico. A principios de 2019, se anunció un nuevo plan -Carrefour 2022- que aborda todas las debilidades que hemos mencionado anteriormente. Los principales rasgos del plan son: mejorar el capital circulante, formar nuevas alianzas de compra; reducir el número de empleados (específicamente en Francia), reducción de superficie disponible en hipermercados, mientras se expanden las tiendas de conveniencia; asignación de capital eficiente, reduciendo el montante de años anteriores y definir una ruta clara para aumentar las ventas on- line. Consideramos que el “turn-around” de la compañía llevará a generar €1.500 millones de FCF sin apalancar en dos años, lo que implica una valoración muy baja de la compañía por parte del mercado. **Actualmente la compañía vale en bolsa €11.400 millones (14€ por acción). Nosotros estimamos que el valor de Carrefour se acerca a 20€ por acción.**



Santalucía Ibérico Acciones



Cellnex sigue ejecutando su plan de negocio a la perfección (tanto el orgánico como el inorgánico). Seguimos positivos con Cellnex a medio-largo plazo, sin embargo, la valoración sobrevalora el perímetro actual de la compañía, es más, empieza a descontar futura ejecución del pipeline de M&A. **Para seguir generando valor, Cellnex necesita unos mercados de capitales abiertos para poder seguir ampliando capital y seguir emitiendo bonos convertibles a precios de conversión muy superiores a los precios de cotización actual.** Hemos reducido algo la posición durante este trimestre.



Santalucía Espabolsa

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

Coca-Cola European Partners es la embotelladora de “The Coca-Cola Company” para Europa Occidental y el mayor embotellador independiente de Coca-Cola en el mundo a nivel de ingresos. Durante los últimos años, la compañía ha sido capaz de aumentar sus ingresos a niveles cercanos al 5% a la vez que afloraba sinergias por la fusión de su negocio en distintos países. Se ha aumentado posición a cerca de 10x su beneficio normalizado. Dado el crecimiento, recurrencia, retorno sobre el capital empleado y capacidad de flujo de caja del negocio, debería cotizar más cerca de las 20x beneficio. De hecho, en el pasado se redujo posición en la compañía a ese múltiplo. **Estimamos un beneficio recurrente cercano a los 1.300 millones de euros y por lo tanto un retorno superior al 60%.** Aprovechamos el momento para volver a incrementar la posición.



Santalucía Espabolsa

AMORIM

Corticeira Amorim es el mayor productor mundial de corcho. La compañía dispone de una clara barrera de entrada a la producción, que es el acceso al alcornoque. Existen 2,2 millones de hectáreas para el cultivo de alcornoque en el mundo, de las cuales el 38% están localizadas en Portugal. Se producen 200 millones de toneladas de corcho todos los años, el 50% en Portugal. Un alcornoque necesita 25 años hasta que el corcho se puede extraer del árbol, pero suele ser una calidad bastante mediocre, por lo que se necesitan mínimo otros 9 años hasta poder extraer un corcho de una calidad lo suficientemente buena como para cerrar las botellas Premium. Corticeira es líder de mercado en un producto que está principalmente expuesto al vino y que crece ordenadamente a nivel mundial.

Durante el periodo se ha reducido la exposición a Corticeira. **Nuestra tesis de inversión en la compañía se basaba en una paulatina mejora de márgenes según se remplazaban cosechas más caras de corcho por unas más rentables.** Según se ha ido cumpliendo la previsión se ha aprovechado para reducir la inversión en Corticeira Amorim y reinvertir en compañías donde se detecta un mayor potencial de revalorización.



DOWN

Santalucía Europa Acciones

Santalucía Eurobolsa

Durante el segundo trimestre hemos reducido algo nuestra posición en Esprinet (revendedor y gestor de capital de trabajo de productos de IT) con el objetivo de financiar compras con mayor potencial de revalorización.

La posición de liderazgo en la Península Ibérica e Italia, la robustez del balance, el magnífico equipo gestor, unido a un mejor entorno competitivo en la industria, han hecho que Esprinet operativamente no se haya visto demasiado afectada por el COVID-19.

Seguimos pensando que Esprinet debería poder hacer 30 millones de euros de beneficio neto con cierta recurrencia. El potencial de revalorización es de alrededor del 50%.



UP

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa



En este trimestre hemos seguido aumentando posición en este proveedor de componentes para coches, concretamente de aleaciones de hierro en frío y en caliente para el esqueleto del coche. La tesis de inversión en esta compañía se centra en que ofrece un producto que hace que el coche pese menos y ofrece una mayor resistencia en caso de golpes. Al pesar menos, consume menos combustible fósil contaminando menos. En el caso de un coche eléctrico, reducir peso es básico ya que la batería eléctrica es muy pesada, y cuanto menos pese el coche más autonomía tendrá. La estrategia de la compañía desde que nació, pero especialmente en la última década, ha sido la de crecer, acompañar a fabricantes de vehículos por el mundo, abriendo nuevas plantas. Esta inversión en nuevas plantas implica un determinado crecimiento en ventas, y una rentabilidad sobre ese capital empleado por encima del 10%, generando valor para el accionista. Ahora bien, la fuerte caída en la producción de vehículos por el COVID 19, en el año 2020, supone un parón en su estrategia de crecimiento, y cambiar el chip de la compañía para centrarse en la generación de caja. En la actualidad, el mercado está considerando que Gestamp presentará una tasa de crecimiento anual compuesta ligeramente negativa, usando una tasa de descuento de doble dígito. **En Santalucía Asset Management estimamos que la tasa de crecimiento será positiva, y que la cotización de la compañía debería estar como mínimo un euro por encima en los próximos 24 meses.**




Catalana Occidente

Grupo asegurador



Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa

El Grupo Catalana Occidente es una de las mayores aseguradoras de España, especializada en el seguro de crédito a través de Atradius y Crédito y Caución. La compañía realizó en 2019 un volumen de negocio de 4.500 millones de euros y un resultado neto de 425 millones.

El seguro de crédito se encuentra en el peor momento. Dado el impacto del COVID-19 en la economía mundial, **esperamos que el ratio combinado pueda superar el 100% en este negocio**. Sin embargo, a los precios a los que se ha aumentado posición, el mercado no otorgaba ningún valor al que es un negocio extremadamente rentable a través del ciclo económico.

33



Santalucía Eurobolsa

HEIDELBERGCEMENT

Iniciamos posición en esta compañía alemana de materiales de construcción presente en los cinco continentes y en cuatro líneas de negocio: cemento, agregados, concreto y asfalto. Las dos primeras representan el 90% del resultado bruto de explotación antes de depreciación, intereses e impuestos (EBITDA). Geográficamente su resultado está muy equilibrado a lo largo del globo, destacando su presencia en Norte América, de donde proviene el 32% de su ebitda, en el norte de Europa donde obtiene el 19% y en el sur del mismo continente genera otro 19%. En esta industria, lo más importante para ser rentable es la localización: ¿en el país en el que operas hay disciplina entre los jugadores o no? ¿Están alejadas las plantas del mar y sin competencia interior o están expuestas a importaciones marítimas o fluviales de materiales de construcción?

La tesis de inversión en esta compañía vendría respaldada por su valoración actual, países en los que opera, segmentos en los que destaca y posible programa fiscal en numerosos países para estimular la economía. La compañía está cotizando por debajo de 0,5 veces valor en libros y descontando la ausencia de crecimiento en el futuro. Destaca su presencia en EEUU, país en el que la industria cementera es muy disciplinada. El segmento de agregados, que mayoritariamente adquirió hace más de una década, es la joya de la corona. Por último, en las últimas semanas se han anunciado varios paquetes de estímulos en diversas regiones del mundo, que deberían materializarse en el 2021. **Creemos que el precio de la acción debería recuperar más de un 40% en los próximos trimestres.**



Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

IMCD es una compañía fundada en 1995, es un distribuidor de productos químicos especializados. La compañía distribuye más de 37.000 productos de casi 2.000 proveedores a cerca de 40.000 clientes en más de 50 países. IMCD tiene unas ventas de más de 2.500 millones de euros y cuenta con alrededor de 3.000 empleados.

La excelente red de venta, junto con el conocimiento en la creación de productos a medida del cliente hacen que, en los últimos 25 años, IMCD haya aumentado el beneficio operativo entre el 5-10% de forma orgánica. Debido a la recurrencia de este negocio, las dinámicas de crecimiento y la diversificación geográfica, haría falta una caída muy considerable de la demanda global para que IMCD no mantuviese ese crecimiento de su beneficio operativo. Cabe destacar que las adquisiciones selectivas han añadido entre un 5-7% anualmente a su beneficio operativo en los últimos 20 años.

Nuestra estimación es que la compañía mantenga la senda de crecimiento orgánico e inorgánico y que a partir de 2022 esté generando más de 200 millones de euros de flujo de caja libre de manera recurrente, por lo que pensamos que mantiene un alto potencial de revalorización.

Hemos reducido nuestra posición en la compañía ya que, dadas sus perspectivas de crecimiento y su resiliencia en tiempos difíciles, la cotización se ha revalorizado en lo que va de año en comparación con la caída generalizada del mercado, incrementando su peso en los fondos. Por ello **hemos aprovechado para reducir como método de financiación sobre otros valores que han presentado oportunidades atractivas. No solo seguimos invertidos en la compañía sino que se mantiene como una de las primeras posiciones de los fondos europeos.**



Santalucía Espabolsa

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones



Es la segunda inmobiliaria patrimonialista española. El core de su cartera son oficinas (45% de sus ingresos) en Madrid, Barcelona y Lisboa. Además, en su cartera encontramos centros comerciales (21%), logístico (16% rentas) y arrendamientos a largo plazo. Sin revaluación en el periodo, el NAV por acción se sitúa en 15,72€. Hemos aumentado exposición a esta inmobiliaria por debajo de 7,5€. Al precio que hemos comprado, el mercado está descontando caídas en rentas y de ocupación del 5% en oficinas y del 10% en centros comerciales. Otra razón por la que Merlín podría cotizar con un descuento tan fuerte respecto a su NAV es su estructura de capital, que consideramos correcta. Tiene un LTV del 40% cuando sus "covenants" se rompen por encima del 60% y con un ICR por debajo de 2,5. Además, la compañía no tiene vencimientos en dos años. A cierre del primer trimestre, la ocupación en oficinas se encontraba en el 91,4%, en el 94,2% en centros comerciales y en el 96,4% en logístico. Estimamos que la política de bonificación de rentas a inquilinos de centros comerciales afectará a los resultados de este año. **Estimamos que el FFO por acción estará en torno a 0,53€-0,55€ por acción.** La bonificación a los inquilinos de centros comerciales y de ciertos espacios comerciales de algunos edificios de oficinas será de 65-70 millones. Hay un plan de recorte de costes de alrededor de 20 millones de euros. El FFO estimado pre-COVID era 0,65€ por acción, post-COVID el FFO esperado se sitúa entre los 0,53€-0,55€ por acción. Seguimos pensando que, con una visión de medio-largo plazo, Merlin Properties está infravalorada.

35



DOWN

Santalucía Ibérico Acciones



OUT

Santalucía Eurobolsa

Hemos liquidado nuestra posición en la compañía de telecomunicaciones portuguesa NOS este trimestre. Esta compañía lo ha venido haciendo muy bien en los últimos años ganando eficiencia a través de las ventas por el canal online, el aumento de tarifas por mayor contenido, la venta de infraestructura y el uso compartido de redes, llegando a aumentar sus márgenes EBITDA hasta alrededor del 40%. Sin embargo, NOS opera en un mercado maduro donde se ha empezado a incrementar la competencia a través de la expansión de Nowo (reciente entrada de MásMóvil mediante compra de participación) y operadores virtuales; así como la entrada de marcas de bajo coste que inducen a una guerra de precios en el sector.

Seguimos pensando que NOS es una estupenda compañía con una alta cuota de mercado en Portugal, generación recurrente de caja con la cuál reparte un dividendo atractivo y más recientemente la mejora en el *corporate governance* con la posible salida de Isabel Dos Santos del consejo directivo. **No obstante, vemos mayor potencial de revalorización en otros valores europeos.** Seguimos invertidos en el Santalucia Ibérico Acciones.



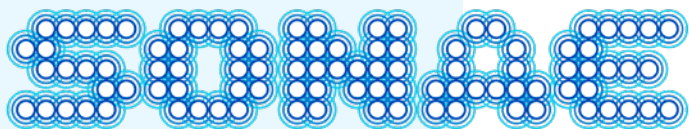
Santalucía Eurobolsa



Sanofi es una compañía farmacéutica global con sede en París. Fue formada en 2004 cuando Sanofi-Synthelabo adquirió Aventis. La compañía opera tres divisiones: *Pharmaceuticals*, *Consumer Health and Vaccines*.

A pesar de contar con un portfolio de medicamentos con altas expectativas de crecimiento (diabetes, enfermedades raras asociadas a la hemofilia y la oncología y diferentes tipos de vacunas), la compañía ha mantenido un crecimiento intermitente sin mejorar la rentabilidad de sus operaciones. Adicionalmente, en los últimos años Sanofi ha llevado a cabo operaciones de M&A que no se han materializado en beneficios para la compañía y por las que ha tenido que reconocer pérdidas por deterioro por un total de 3,5bn EUR en 2019. Dicho esto, pensamos que Sanofi es una buena compañía que sigue presentando buenas perspectivas de crecimiento con márgenes EBITDA alrededor del 30%. **Capitalizando 117.000 millones y con una generación normalizada de flujo de caja entre 7.000-8.000 millones pensamos que la compañía está bien valorada por el mercado.**

Al pertenecer al sector *pharma*, ha estado menos afectada por los movimientos de mercado que valores de otras industrias. Adicionalmente, la información de los medios sobre el posible desarrollo de una vacuna contra el COVID-19 para 2021 la ha llevado a revalorizarse en lo que va de año. **Hemos reducido nuestra posición en la farmacéutica francesa, principalmente, como método de financiación para incrementar nuestra exposición a valores con mayor potencial de revalorización.** Seguimos invertidos en la compañía.



Santalucía Espabolsa

Santalucía Ibérico Acciones

Sonae es un holding portugués que gestiona un portfolio diversificado de negocios en áreas de retail (Sonae MC, Sonae Fashion, Worten e ISRG), servicios financieros (Sonae FS), tecnología (Sonae IM), desarrollo de centros comerciales (Sonae Sierra), *asset management* y telecomunicaciones (NOS). A su vez, es el mayor empleador privado en Portugal con más de 45.000 empleados.

Con el paso de los años, el holding ha demostrado su *know-how* sobre el desarrollo y administración de centros comerciales a través de Sonae Sierra, generando valor y creciendo de manera rentable manteniendo una participación en los proyectos que desarrolla. Asimismo, la compañía ha sido capaz de crecer de manera rentable tanto en la división retail de moda, a través de marcas propias y acuerdos con terceros (Iberian Sports Retail Group), como en la división de telecomunicaciones (NOS) incrementado la cuota de mercado e implementando medidas de eficiencia como la venta por canal online y los acuerdos de uso de redes con terceros.

Por otro lado, esperamos una mejora en cuanto a la rentabilidad del grupo a partir de la integración de tiendas de proximidad y marcas orientadas a salud y bienestar en el área de retail (SONAE MC) y la reestructuración de divisiones con problemas (Worten).

La compañía presenta un balance sólido y genera caja de manera recurrente, devolviendo capital a sus inversores vía dividendos con incrementos del 5% anual.

Actualmente capitaliza 1.195M EUR (0,63€/acción) con una generación de flujo libre de caja estimada de +180-200 millones de euros a partir de 2022 (FCF yield \approx 15-17%). Adicionalmente, la valoración por suma de partes de sus respectivas divisiones nos da un precio objetivo por encima de 1,40€ por acción.

Hemos reducido la exposición sobre el holding portugués con el fin de financiar nuevas oportunidades de inversión. Seguimos invertidos en la compañía.



OUT

Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

En este trimestre salimos de la compañía de telecomunicaciones italiana. El aumento de competencia en móvil por parte de Vodafone, Wind e Iliad va ganando tracción. En telefonía fija tenemos la incertidumbre sobre Openfiber y una mayor competencia por parte del operador francés y de Sky. Este incremento de competencia siembra dudas sobre la capacidad del equipo gestor de estabilizar el negocio en Italia. La compañía está vendiendo activos para reducir el nivel de endeudamiento, aunque puede ser que lo esté haciendo para hacer frente a una menor capacidad de generar ingresos y para el pago de espectro. **La compañía no parece que esté cara, pero preferimos usarla como fuente de financiación para inversiones con mayor potencial de revalorización.**

Teleperformance

each interaction matters



Santalucía Eurobolsa

Reducimos exposición a esta compañía que lleva creciendo orgánicamente en ventas más de un 7% los últimos 7 años, mejorando 500 puntos básicos el margen ebitda en ese periodo, con un RoCe cercano al 30%. Teleperformance ha mutado de una empresa de call centers a una empresa en la que la solución de servicios tecnológicos a sus clientes es la razón de su existencia. **La industria de call centers, que hasta hace poco parecía una industria en declive, ha salido reforzada de la pandemia.** No sólo ha demostrado su importancia en clientes tradicionales como los retailers sino que las empresas nacidas en el siglo XXI como Facebook, Netflix, etc. también requieren sus servicios. Seguimos invertidos en esta compañía, y la reducción responde a financiar nuevas inversiones.

**Santalucía Europa Acciones****Santalucía Eurobolsa**

Durante el segundo trimestre hemos seguido aumentando nuestra posición en esta compañía para las estrategias europeas. Tenaris es el fabricante líder de soluciones tubulares (OCTG de carbono) y servicios relacionados para la industria energética mundial y algunas otras aplicaciones industriales. Su proceso de fabricación integra fabricación de acero, laminado y conformado de tuberías y tratamiento térmico en 16 países.

Las estimaciones de demanda de petróleo dado el impacto que ha tenido el COVID-19 han causado que los precios del crudo se mantengan en niveles bajos a pesar de las medidas de recorte aplicadas por la OPEP y los EEUU. Nuestra visión a medio plazo se sigue manteniendo en que un precio del barril de petróleo a \$30-\$40 no es sostenible dado que a estos precios las principales compañías del sector no alcanzan los retornos exigidos para llevar a cabo nuevas inversiones para así mantener los niveles de producción (oferta).

Nuestra tesis inicial de márgenes EBITDA para la compañía es de entre el 23-25%, inicialmente previsto para finales de 2020/principios de 2021. Sin embargo, bajo el contexto actual, estas estimaciones sufrirán al menos 12 meses de retraso. A pesar de esto, la escala de Tenaris, la robustez de su balance, la flexibilidad de su capacidad productiva, y sus capacidades productivas locales (cercanía al cliente) harán que salga reforzada. Durante estos últimos años, Tenaris ha aprovechado para construir su planta estrella en Bay City (USA), comprar un competidor en USA (IPSCO), crear una JV en Arabia Saudí y otra en Siberia con Severstal.

Finalmente, aunque el año 2020 será un año complicado tanto para Tenaris como para todas las compañías del sector, la compañía seguirá con una posición de caja neta positiva, además de generar \$600 millones ex capital de trabajo y al menos \$1,0-1,2bn con la ayuda de la menor inversión en capital de trabajo. Intuimos que muchos de sus competidores no sobrevivirán a las circunstancias actuales, ni podrán realizar la inversión en capital de trabajo necesaria cuando la industria se recupere. Dado esto, estimamos que Tenaris puede generar al menos \$1,3-1,4 bn de flujo de caja de manera recurrente, una vez se normalice la industria. **Eso le llevaría a una valoración objetiva de al menos 14€ por acción cuando actualmente cotiza a alrededor de los 6€ por acción.** Esperaremos pacientemente a que el mercado de petróleo se racionalice y que nuestra tesis se materialice.



TUBACEX GROUP



Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa

Durante este trimestre hemos aumentado nuestra posición en Tubacex, productor de OCTG Premium. Tubacex se ha visto afectado en cierta manera por la crisis del COVID. La entrada de pedidos se ha reducido entre un 30-35% mensualmente, han tenido que cerrar ciertas plantas industriales durante algunas semanas, se ha retrasado la firma de ciertos contratos plurianuales y la caída del precio del petróleo y gas ha afectado negativamente a los clientes de Tubacex.

Nuestra confianza en el equipo gestor es alta. Han gestionado la crisis de manera muy ágil durante estos meses. Cada vez empiezan a tener más visibilidad en la generación de caja este año.

Creemos que el mercado no tiene en cuenta el sólido posicionamiento en términos de producto de Tubacex. Estimamos que el mercado no cree que Tubacex vaya a poder generar 40 millones de caja anualmente en el medio plazo. Estimamos que cuando el mercado vaya teniendo visibilidad sobre los 40 millones de flujo de caja anuales, **la cotización estará más cerca de los 3-4 euros por acción, que de los 1,20-1,50 euros donde se han realizado los aumentos de posición.**

40



Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones



Es el mayor productor de envases de vidrio en Europa además de tener una fuerte posición en Latinoamérica, concretamente en Chile, Argentina y Brasil.

Durante esta crisis sanitaria y económica, hemos visto la robustez y sostenibilidad de un modelo de negocio como el de Verallia. Estimamos que, durante 2020, las ventas caerán un máximo del 10%.

Seguimos muy positivos con la industria del vidrio y con Verallia. Mantenemos nuestra tesis de obtener márgenes EBITDA de al menos el 25% en 2022 (plan inicial de la salida a bolsa). Esto se traduciría en una generación de caja anual de alrededor de 300 millones.

Los aumentos de posición se han hecho a una valoración de 9-10x Free Cash Flow. Creemos que la valoración mínima debería de ser 15x FCF. **Nuestro potencial a 3 años vista es de entre el 65-70%.**



DOWN

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa

Vidrala es uno de los principales fabricantes de vidrio de Europa, con una cuota de mercado superior al 15%. Su crecimiento orgánico se ha visto complementado en los últimos años por las compras de Encirc y Santos Barosa. La compañía dispone de una capacidad superior a 2,5 millones de toneladas y vende más de 8.000 millones de botellas y frascos de cristal al año. Opera en un sector consolidado y maduro, que se ve beneficiado por la naturaleza reciclable del vidrio y donde la disciplina en torno a la capacidad instalada que presentan los distintos jugadores es clave para mantener un buen retorno.

La cotización de la compañía ha mostrado un buen comportamiento durante las caídas generalizadas de mercado, por lo que se ha aprovechado para reducir posición y alocar el beneficio en aquellos valores que ofrecen un mayor potencial.



DOWN

Santalucía Ibérico Acciones

Santalucía Espabolsa



Viscofan es el líder en el mercado mundial de envolturas para productos cárnicos. Ofrece crecimiento, visibilidad y unos retornos sobre el capital empleado muy superiores a su coste de capital. Dada su gran experiencia y profesionalización en las envolturas artificiales, se ha podido aprovechar de los problemas que han sufrido los productores de envolturas naturales con la peste porcina, sirviendo de producto sustitutivo. Adicionalmente, se ha visto un incremento en el consumo de salchichas durante la pandemia. **El mercado ha reconocido la calidad de Viscofan recogiendo ganancias durante lo que va de año.** Debido a este gran comportamiento, y al menor potencial de revalorización, se ha reducido la posición en el valor para dar entrada a otras compañías en las carteras.



Santalucía Eurobolsa

Santalucía Europa Acciones

Hemos seguido aumentando nuestra posición en el líder europeo de automoción ya que a estos niveles consideramos que el potencial de revalorización es significativo. Como mencionamos en nuestro informe trimestral anterior (1T20), el sector de la automoción se encuentra en un periodo de transformación en el cual los competidores deben realizar considerables inversiones para cumplir con la regulación de emisiones exigida. Estas inversiones vienen acompañadas de retornos más bajos de lo habitual y afectan a la rentabilidad de las compañías ya que la producción de los nuevos vehículos eléctricos e híbridos requiere de mayor tecnología y por tanto, mayor coste. No obstante, VW, una vez dejados atrás los periodos más críticos asociados al *dieselgate* -cuando tuvo que provisionar y desembolsar grandes cantidades de caja para indemnizar a los clientes afectados- ha vuelto a la generación de caja incluso bajo un contexto de caídas importantes en la demanda de vehículos; pasando de los casi 97 millones de vehículos producidos por la industria en 2017 a niveles esperados por debajo de los 69 millones para 2020 (-18%).

Nuestra tesis en VW se basa en la estrategia que está ejecutando de cara a la movilidad eléctrica y autónoma. Dada la escala de la compañía, VW es el competidor de la industria que más invierte en innovación y nuevas tecnologías; como ejemplo, podemos destacar los 200 millones invertidos en *Quantum Scape* (baterías de estado sólido), 1.000 millones en *Gotion High-Tech*, 450 millones en el fabricante sueco de baterías *Northvolt AB* y la inversión junto a Ford Motors en *Argo AI*, compañía especializada en la conducción autónoma. Todas estas inversiones, junto con aquellas realizadas en el pasado, le han permitido al grupo VW no solo tomar la delantera y lanzar, ya en 2020, la primera edición de vehículos completamente eléctricos marca VW (a los que se suman los ya producidos bajo la marca Audi y Porsche) sino mantener unos márgenes por encima de la media del sector.

Finalmente, seguimos pensando que VW será capaz de generar 17bn EUR de beneficio en 4-5 años, y **estimando un múltiplo de salida conservador de 10x, nos llevaría a una valoración de 170.000 millones o 340€ por acción.**



Santalucía Eurobolsa

Worldline

Worldline es uno de los mayores procesadores de pagos electrónicos de Europa. A principios de este año 2020 anunció su acuerdo para fusionarse con Ingenico. Capitaliza 10.000 millones de euros con unas ventas de 2.500 millones de euros y beneficio neto de 400 millones de euros.

Con las compras de Worldline se ha incrementado la posición en una compañía que nos ofrece crecimientos superiores al 6%, márgenes del 25% y unos retornos sobre el capital empleado del 20%. **El potencial de revalorización es del 40%.**



VISIÓN DE PETRÓLEO

Debido al COVID 19, en el año 2020 la demanda de petróleo se verá afectada negativamente. En marzo de 2020, la demanda de petróleo cayó en 30 millones de barriles hasta los 70 millones como consecuencia del confinamiento a escala mundial y del parón económico. A finales de junio, la demanda se situaba en alrededor de 85-87 millones de barriles, y estimamos que en 18 meses deberíamos volver a consumir 100 millones de barriles al día.

Como consecuencia de la drástica reducción en el consumo, **el precio del petróleo cayó desde alrededor de \$65-\$70 en enero hasta \$20 en marzo**. Esto ha producido una ola de recortes de capex y de producción a nivel mundial. La industria petrolera está sufriendo mucho como conjunto.

Seguimos pensando que el precio de incentivo para que la oferta y la demanda estén equilibrados a largo plazo es de un mínimo de \$60 por barril.

SECTOR PLATAFORMAS PETROLÍFERAS

El sector de plataformas petrolíferas ha venido sufriendo mucho desde finales de 2014. A partir de 2018, debido a un equilibrio entre capacidad y demanda, el sector empezó a mejorar sustancialmente. El año 2020 tendría que haber sido el año donde la recuperación en utilización y alquileres diarios se consolidase.

El COVID 19 ha cambiado todo. Las petroleras integradas como medida de defensa de sus balances han reducido drásticamente sus gastos en plataformas petrolíferas. Esto va a provocar que el año 2020 y por lo menos la mitad del año 2021 sean años difíciles para la industria.

Debido a que la industria se estaba recuperando y que los contratos actuales son muy cortos, creemos que la industria va a sufrir mucho.



Santalucía Europa Acciones

Hemos decidido vender toda la posición en Transocean. Aunque creemos que el valor intrínseco de esta empresa es múltiples veces su valor de cotización, creemos que con este nuevo escenario va a sufrir mucho en los próximos 18 meses.

Transocean tiene la mejor cartera de pedidos de la industria y sigue generando caja, pero es posible que, si el sector no se recupera, la actual estructura de capital no sea sostenible.



Santalucía Europa Acciones



MAERSK DRILLING

Hemos decidido vender toda la posición en Maersk Drilling. Aunque creemos que el valor intrínseco de esta empresa es mayor a su valor de cotización, **la presión que va a sufrir esta empresa durante los próximos 18 meses, hace que sea prudente vender toda la posición.**

Pacific Drilling



Santalucía Europa Acciones

Hemos decidido vender toda la posición en Pacific Drilling. En términos de balance (Deuda Neta/ Plataforma Petrolífera), Pacific Drilling quizás tenga el mejor balance de toda la industria. El punto menos fuerte era que durante 2020, se contaba con llenar la cartera de pedidos y con eso se cumpliría nuestro escenario de generación de caja muy potente en los próximos años. Por desgracia, el nuevo escenario retrasa el proceso de recuperación de esta industria. **El no generar caja en los próximos 18 meses, hace probable que la actual estructura de capital no sea sostenible.**



PETROLERAS INTEGRADAS

Las petroleras en las que hemos aumentado peso son empresas que van a hacer posible la transición energética hacia un mundo con muchas menos emisiones.

Las tres empresas están invirtiendo con decisión en la transición energética, y a medida que vayan pasando los años, más porcentaje de su capital empleado estará situado en áreas que harán posible dicha transición.

Este hecho mencionado, es posible que produzca que los múltiplos de valoración de las tres empresas mencionadas se expandan sustancialmente.



Santalucía Europa Acciones

Santalucía Eurobolsa



Hemos aumentado peso en Eni, petrolera integrada. Asumiendo un barril a \$60, ENI es capaz de generar entre 5.500-6.000 millones de euros de flujo de caja.

Este aumento de peso lo hemos realizado con la compañía cotizando a un FCF Yield del 17,4%, a un valor en libros de 0,68x y a una rentabilidad por dividendo del 10%. Esto da un poco de luz sobre la infravaloración actual.

Creemos que cuando el mercado tenga algo de visibilidad, y el precio del petróleo vuelva a \$60, el mercado valorará ENI a un mínimo de 10x flujo de caja libre. Esto representaría un valor de 15 euros por acción (66,7% potencial de revalorización). Asumiendo que tarda 3 años en alcanzar ese precio por acción sumando el dividendo anual, el potencial de revalorización a 3 años es del 96,7%.

Creemos que el riesgo de la inversión es bajo ya que la deuda neta es baja. Además, en un año como el 2020 donde el estrés sobre la industria es alto, ENI va a generar entre 2.500 y 3.000 millones de euros de flujo libre de caja.



Santalucía Europa Acciones

Santalucía Eurobolsa

Hemos aumentado peso en Total, petrolera integrada francesa. Estamos asumiendo un precio del petróleo de \$60 a largo plazo. Vemos que Total producirá \$15,000 millones de flujo libre de caja. Esto dejaría la valoración de Total a 6,9x FCF.

Viendo la calidad de los activos de Total asumimos una valoración de 10-11x flujo de caja. Eso nos da una valoración de entre 53 y 57€ por acción (45,3%- 56,2% de revalorización).

Además, debemos tener en cuenta que el dividendo anual se encuentra en torno al 8%.

46



Santalucía Europa Acciones

Santalucía Eurobolsa



Hemos aumentado peso en Royal Dutch Shell (petrolera integrada). Estamos asumiendo un precio del petróleo de \$60 a largo plazo. Esto haría que RDS produjese entre 26.000-31.000\$ millones de flujo libre de caja.

Las valoraciones que nos salen asumiendo un mínimo de 10x flujo de caja son de entre 29,45 y 35,11 euros por acción (91-128% potencial de revalorización), además de entre un 4 y un 10% de rentabilidad por dividendo anualmente.

5.

Renta Fija





A.

Posicionamiento estratégico en los fondos de Renta Fija

Nuestra visión y posicionamiento de los fondos de Renta Fija a cierre de trimestre es:

- ▶ **Cautos en duración:** los tipos de interés libres de riesgo continúan en terreno negativo, y pensamos que no ofrecen valor en el medio y largo plazo. Mantenemos una infrponderación en duración con objeto de mitigar el riesgo de tipo de interés ante potenciales repuntes que pudieran generar pérdidas en las carteras. La exposición de los fondos a los tramos largos y superlargos de las curvas de tipos es muy reducida.
- ▶ **Sobreponderación de crédito frente a soberanos:** a pesar del incremento de volatilidad por el impacto del COVID-19, seguimos viendo más valor en la deuda corporativa que en la gubernamental, de manera selectiva, por el valor relativo que ofrecen sus diferenciales.
- ▶ **Cortos en deuda pública francesa:** hemos abierto una posición corta en deuda pública francesa, aprovechando los mínimos de diferencial con respecto a Alemania. No vemos posibilidad de que se alcance un mayor estrechamiento.
- ▶ **Sobreponderación de periferia frente a core:** las rentabilidades de los países periféricos, aunque expuestas a mayor volatilidad, ofrecen mayor valor relativo que la de los países centrales europeos. Mantenemos la sobreponderación en España e Italia frente a Alemania, si bien hemos reducido el peso en deuda pública italiana, ya que vemos riesgo de bajada de rating a medio plazo, como consecuencia de la mayor vulnerabilidad de sus cuentas públicas tras el COVID-19.
- ▶ **Infrponderación en Reino Unido:** todavía quedan muchas incertidumbres respecto a la firma de tratados comerciales entre Reino Unido y la UE tras el Brexit, por lo que continuamos con una reducida exposición a UK e Irlanda.
- ▶ **Sobreponderación del sector financiero frente al no financiero:** a pesar del impacto del COVID-19 en los resultados de las entidades bancarias y el esperado deterioro en la calidad de sus activos, en los últimos 10 años la regulación bancaria ha conseguido balances más robustos, líquidos y equilibrados, reduciendo la probabilidad de default de los emisores. Los bonos bancarios ofrecen una mayor gama de productos, permitiendo diversificar por país y grado de subordinación de los instrumentos en función de cada emisor: senior preferred, senior non preferred, Tier 2 o AT1. Hemos incrementado exposición a bancos nórdicos, como daneses y suecos, cuyas economías y gobiernos afrontan con mayor fortaleza la actual recesión global provocada por el COVID-19.
- ▶ **Green Bonds:** somos positivos en bonos “verdes” y, en general, en todos los emitidos bajo criterios ESG/ASG, es decir, de emisores y emisiones con conciencia medioambiental, social y de gobernanza. La demanda para este tipo de inversiones sostenibles seguirá creciendo por encima de la oferta de bonos disponibles, por lo que pensamos que su comportamiento será mejor que la del resto de emisiones.
- ▶ **Liquidez:** como medida de precaución, mantenemos niveles de liquidez holgados en los fondos, lo que nos permitirá aprovechar oportunidades de reinversión a mayores tipos de interés en el futuro próximo.

**B.**

Gama de Fondos de Renta Fija

Santalucía Renta Fija 0-2

Descripción

Santalucía Renta Fija 0-2 es un fondo de inversión de renta fija a corto plazo en euros, con un rango de duración entre 0 y 2 años. Con un enfoque bottom-up y top-down, el objetivo es optimizar la rentabilidad de la renta fija a corto plazo con una baja volatilidad.

Comentario de gestión

La valoración del fondo se ha recuperado significativamente en el segundo trimestre, alcanzando una rentabilidad de +1,85% tras una caída importante en el trimestre anterior, provocada por la irrupción de la pandemia de COVID-19, que supuso importantes ampliaciones en los diferenciales de crédito e iliquidez en el mercado secundario, lo que penalizó las valoraciones de los activos en cartera. La recuperación gradual de la actividad económica a nivel mundial, junto con las contundentes medidas de estímulo adoptadas por los bancos centrales, han permitido cierta normalización en los mercados, y con ello una relajación general de las primas de riesgo. No obstante, la volatilidad ha continuado en niveles superiores a lo normal durante el trimestre.

El fondo ha continuado con duraciones inferiores a un año, en el entorno de 0,9. Durante el trimestre hemos aprovechado los amplios diferenciales de crédito para añadir posiciones en bonos corporativos y financieros de alta calidad crediticia. Así hemos mejorado la calidad media de la cartera, lo cual nos daría una protección adicional en el caso de que se produjeran futuras crisis como la vivida este año. Seguimos manteniendo un saldo prudente en liquidez. Continuamos infraponderados en bonos alemanes y sobreponderados en bonos periféricos, especialmente españoles. Seguimos sobreponderados en crédito respecto a soberanos, ya que vemos poco valor en la deuda pública a corto plazo. Mantenemos diversificación en el sector financiero, donde hemos mantenido las posiciones en bancos españoles. Seguimos aprovechando oportunidades de inversión en plazos cortos en diferentes clases de activos como pagarés, titulaciones, bonos con cupón flotante o emisiones a medida, que permitan estar invertido al fondo a rentabilidades positivas. Hemos realizado compras de emisiones en el mercado primario, en emisores de alta calidad crediticia, como Siemens, E.on o Sabadell *Senior Preferred*.

La TIR ofrecida por la cartera es muy atractiva, en el 1,00%, con un rating medio de BBB, lo que ofrece un interesante valor relativo con respecto a los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo, medido por el plazo a 2 años del Gobierno alemán, que se sitúan en el entorno del -0,70% a cierre de trimestre, después de acercarse al -1% a comienzos de marzo.

Tabla de rentabilidades

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Renta Fija 0-2	-0,22%	0,09%	0,33%	0,95%
Benchmark	-0,42%	-0,56%	-0,29%	0,88%

Principales posiciones por emisor

Emisor	% Patrimonio
Deutsche Bank AG	8,31%
Deuda Pública Portugal	5,82%
Deuda Pública Italiana	4,94%
Natwest Markets PLC	4,66%
Ubi Banca	4,02%
Cassa Depositi e Prestiti	3,99%
BBVA Senior Finance SA	3,45%
Wells Fargo & Company	3,45%
Petróleos Mexicanos	2,91%
Santander Consumer Finance, S.A.	2,85%



Santalucía Renta Fija

Descripción

Santalucía Renta Fija es un fondo de renta fija a medio y largo plazo en euros, con un rango de duración entre 0 y 8 años. Con un enfoque bottom-up y top-down, el objetivo es optimizar la rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo con una cartera diversificada y una volatilidad moderada.

Comentario de gestión

La valoración del fondo se ha recuperado significativamente en el segundo trimestre, alcanzando una rentabilidad de +3,35% tras una caída importante en el trimestre anterior, provocada por la irrupción de la pandemia de COVID-19, que supuso importantes ampliaciones en los diferenciales de crédito. La recuperación gradual de la actividad económica a nivel mundial, junto con las contundentes medidas de estímulo adoptadas por los bancos centrales, han permitido cierta normalización en los mercados, y con ello una relajación general de las primas de riesgo. No obstante, la volatilidad ha continuado en niveles superiores a lo normal durante el periodo.

Durante el trimestre se ha abierto una posición corta en futuros de deuda francesa a 10 años, aprovechando los mínimos de diferencial respecto al bono alemán, y donde no vemos más recorrido en las circunstancias actuales. Hemos reducido exposición a la deuda pública italiana, ya que, a pesar de los estímulos del BCE, vemos cierto riesgo de bajada de rating en el medio plazo. Mantenemos la sobreponderación del crédito respecto a la deuda pública, donde vemos menor recorrido. Seguimos manteniendo exposición a periferia, especialmente a España, tanto en deuda soberana y autonómica, como corporativa y financiera. Continuamos con una reducida exposición a países más expuestos al Brexit, como Reino Unido e Irlanda, y en sectores más expuestos a una desaceleración global como consecuencia del COVID-19, como autos, industriales o retailers. Sectorialmente, seguimos favoreciendo el sector financiero, tanto en senior como en subordinado, donde vemos oportunidades de mejora crediticia, así como la periferia europea (España y Italia). Hemos tomado posiciones, vía compra de emisiones en el mercado primario, en emisores de alta calidad crediticia, como Engie, Siemens, E.on, KBC, Nordea o Sabadell *Senior Preferred*.

Las carteras mantienen un reducido riesgo de tipos de interés, con una duración en el entorno del 2,60, ligeramente por encima del trimestre anterior. La TIR ofrecida por las carteras se sitúa en el entorno del 1,15% lo que ofrece un atractivo valor relativo con respecto a los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, medido por el plazo a 10 años del Gobierno alemán, que se sitúan en el entorno del -0,48% a cierre de trimestre.

Tabla de rentabilidades

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Renta Fija	-2,23%	-1,17%	-0,51%	5,70%
Benchmark	-1,38%	-0,98%	1,40%	5,19%

Principales posiciones por emisor

Emisor	% Patrimonio
Deuda Pública Italiana	6,29%
Deuda Estado España	4,65%
ADIF Alta Velocidad	4,30%
SL Renta Fija 0-2 FI	3,45%
Ubi Banca	3,29%
Comunidad Autónoma de Madrid	3,27%
Criteria Caixa SA	2,46%
Unicredit Spa	2,43%
IE2 Holdco Sau	2,05%
Deutsche Bank AG	1,99%



Santalucía Renta Fija Dinámica

Descripción

Santalucía Renta Fija Dinámica es un fondo de renta fija flexible a medio y largo plazo en euros, con un rango de duración entre -2 y 8 años. Con un enfoque bottom-up y top-down, el objetivo es optimizar la rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo con una cartera diversificada y una gestión activa, con una mayor tolerancia a la volatilidad.

Comentario de gestión

La valoración del fondo se ha recuperado significativamente en el segundo trimestre, alcanzando una rentabilidad de +4,10% tras una caída importante en el trimestre anterior, provocada por la irrupción de la pandemia de COVID-19, que supuso importantes ampliaciones en los diferenciales de crédito. La recuperación gradual de la actividad económica a nivel mundial, junto con las contundentes medidas de estímulo adoptadas por los bancos centrales, han permitido cierta normalización en los mercados, y con ello una relajación general de las primas de riesgo. No obstante, la volatilidad ha continuado en niveles superiores a lo normal durante el trimestre.

Durante el trimestre se ha abierto una posición corta en futuros de deuda francesa a 10 años, aprovechando los mínimos de diferencial respecto al bono alemán, y donde no vemos más recorrido en las circunstancias actuales. Hemos reducido exposición a la deuda pública italiana, ya que, a pesar de los estímulos del BCE, vemos cierto riesgo de bajada de rating en el medio plazo. Mantenemos la sobreponderación del crédito respecto a la deuda pública, donde vemos menor recorrido. Seguimos manteniendo exposición a periferia, especialmente a España, tanto en deuda soberana y autonómica, como corporativa y financiera. Continuamos con una reducida exposición a países más expuestos al Brexit, como Reino Unido e Irlanda, y en sectores más expuestos a una desaceleración global como consecuencia del Covid-19, como autos, industriales o *retailers*. Sectorialmente, seguimos favoreciendo el sector financiero, tanto en senior como en subordinado, donde vemos oportunidades de mejora crediticia, así como la periferia europea (España y Italia). Hemos tomado posiciones, vía compra de emisiones en el mercado primario, en emisores de alta calidad crediticia, como Engie, Siemens, E.on, KBC o Sabadell *Senior Preferred*.

Las carteras mantienen un reducido riesgo de tipos de interés, con una duración en el entorno del 2,60, ligeramente por encima del trimestre anterior. La TIR ofrecida por las carteras se sitúa en el entorno del 1,75% lo que ofrece un atractivo valor relativo con respecto a los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, medido por el plazo a 10 años del Gobierno alemán, que se sitúan en el entorno del -0,48% a cierre de trimestre.

Tabla de rentabilidades

	YTD	1 año	3 años	5 años
Santalucía Renta Fija Dinámica *	-3,25%	-0,99%	0,11%	2,76%

* Este fondo no tiene definido ningún benchmark

Principales posiciones por emisor

Emisor	% Patrimonio
Deuda Pública Italiana	10,39%
Unicredit Spa	6,34%
Deuda Estado España	3,84%
Deutsche Bank AG	3,64%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	3,58%
ABN Amro Bank NV	2,90%
Societe Generale SA	2,64%
Assicurazioni Generali Spa	2,63%
Intesa Sanpaolo Spa	2,62%
Caixa Geral de Depositos	2,61%



Santalucía Renta Fija Emergentes

Descripción

Fondo de renta fija de países emergentes cuya filosofía de gestión está basada en la asignación de pesos por países, sectores, factores y estilos de gestión, en función del entorno de mercados. El Fondo toma como referencia el índice JP Morgan Emerging Markets Global Diversified con divisa cubierta en euros.

Comentario de gestión

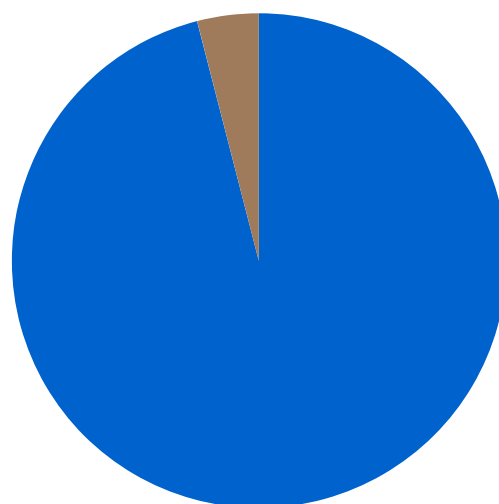
La estructura actual de cartera del fondo es muy similar a la de su índice de referencia, lo que supone tener un peso relativamente elevado en zonas como Asia (en torno al 50%). Estos países han sido los que más rápido se han recuperado y por tanto los que presentan expectativas de crecimiento más altas e importantes mejoras en sus niveles de endeudamiento. Por activos, destaca un 85% de exposición a estrategias agregadas (con un mayor peso en bonos de Gobiernos) y un 15% en estrategias basadas en bonos corporativos, todo ello en línea con el índice de referencia.

Principales datos de rentabilidad

	Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020
	15,49%	-6,80%
	18,02%	-9,91%

Distribución de activos

	% Peso
Renta Fija	96,13%
Renta Variable	0,00%
Retorno Absoluto	0,00%
Liquidez	3,87%
Total	100,00%



Santalucía Renta Fija High Yield

Descripción

Fondo de renta fija global que invierte en bonos de alta rentabilidad y baja calidad crediticia. El fondo toma como referencia el índice Bloomberg Barclays Global High Yield con divisa cubierta en euros.

Comentario de gestión

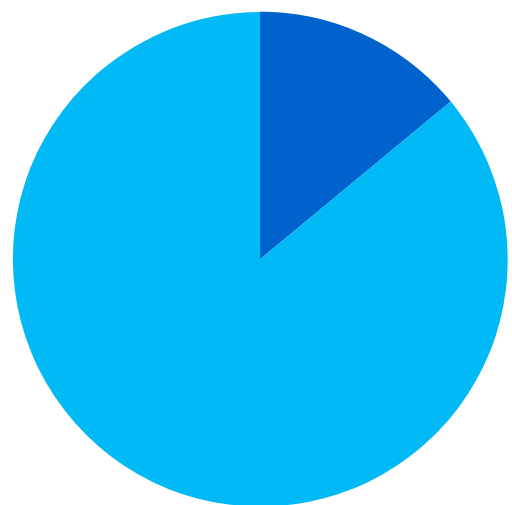
La estructura actual de cartera del fondo es muy similar a la de su índice de referencia, lo que supone tener un peso algo más elevado en EEUU (en torno al 60%) a través de apuestas sobre estrategias de gestión activa, lo que implica ligeras infraponderaciones en el resto de áreas, más concretamente Europa (40%). Por activos, destacan posiciones en torno al 20% en otros activos de renta fija con una mejor combinación de rentabilidad- riesgo y con asimetría positiva hacia los activos de riesgo (bonos convertibles y bonos financieros contingentes).

Principales datos de rentabilidad

	Rentabilidad 2T 2020	Rentabilidad año 2020
	9,20%	-6,86%
	11,43%	-5,44%

Distribución de activos

	% Peso
Liquidez	13,95%
Renta Fija	86,05%
Renta Variable	0,00%
Retorno Absoluto	0,00%
Total	100,00%





C.

Comentario principales posiciones

Deutsche Bank



Actualmente en proceso de saneamiento y despa-lancamiento, que persigue mejorar la calidad de su balance, reduciendo aquellas actividades de mayor riesgo como banca de inversión y *trading*. Sus bonos ofrecen un atractivo valor relativo con respecto al resto de bonos bancarios.

DEUDA PÚBLICA PORTUGUESA

Vemos valor relativo en bonos flotantes emitidos por el estado portugués, que ofrecen un diferencial atractivo sobre los bonos tradicionales con cupón fijo a corto plazo.

DEUDA PÚBLICA ITALIANA

Seguimos viendo valor en los tramos cortos de deuda pública italiana, que ofrece un ratio rentabilidad / riesgo atractivo respecto al de otros países de la eurozona. Las medidas de estímulo adoptadas por el BCE sirven de soporte para la deuda italiana, a pesar del riesgo de “*downgrades*” por parte de las agencias de rating.

NatWest Markets

Royal Bank of Scotland Group, al que pertenece Natwest Markets, es uno de los bancos ingleses con niveles de capitalización más elevados con un 21,4% de capital total, del que un 16% es capital de máxima calidad (CET1). Además, el pasivo de su balance ya cumple con los requisitos del regulador y cuenta con adecuados colchones de liquidez. Natwest Markets representa la única exposición a banca inglesa en nuestras carteras de renta fija.

BANCA ITALIANA

La banca italiana será una de las principales beneficiadas por el gradual proceso de mutualización de deuda pública por parte de la Unión Europea y homogeneización de criterios que está llevando a cabo el supervisor bancario único europeo. Durante los últimos años han reducido sus niveles de morosidad y han incrementado sus niveles de solvencia y liquidez. Los esquemas de titulaciones con garantía pública están ayudando a descargar de sus balances préstamos morosos, liberando capital y liquidez. Por último, el proceso de consolidación, con la oferta de adquisición de Intesa por UBI Banca, permitirá al sistema financiero italiano ganar en sinergias y eficiencia operativa.



Nos parece atractivo el rendimiento diferencial que ofrece Criteria con respecto al resto de instituciones financieras españolas comparables.



Entidad pública española de titularidad estatal, ofrece un diferencial atractivo sobre la deuda pública española.

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.