

## BEKA INTERNATIONAL SELECT EQUITIES, FI

Estimado inversor,

El año 2020 será recordado por muchas razones y en lo que atañe a nuestra industria (gestores de capital), supondrá en muchos casos una referencia para distinguir estilos. Las diferencias en los resultados de los distintos estilos de gestión no han podido estar más polarizadas. Nosotros nos centramos en la búsqueda de empresas de calidad, aquellas que hasta en los peores momentos salen reforzadas (como este año). Gracias a ello, cerramos el 2020 con una rentabilidad neta del 18,29%, destacando además que nuestra exposición al dólar americano (a consecuencia de nuestras posiciones en empresas americanas) nos ha restado casi un 9%. Muchos profesionales se centran en seguir distinguiendo entre gestores value y gestores growth y como cada inicio de año, podemos ver numerosos artículos de opinión debatiendo sobre qué estilo puede hacerlo mejor en 2021. La última carta publicada Howard Marks (Oaktree Capital) no ha podido venir en mejor momento y recomiendo su lectura a todos los profesionales y a los no profesionales. Me van a permitir que utilice parte de su argumentario en esta carta, pero soy de los que piensa que es mejor referenciar lo perfecto, que tratar de mejorar lo que no se puede expresar mejor.

Al igual que Howard Marks, somos de los que piensan que el mundo de la inversión evoluciona diariamente, pero no porque los cálculos del valor objetivo o el margen de seguridad sean diferentes (que también) pero, sobre todo, porque las empresas en las que invertimos evolucionan y el gestor que no se adapta a ellas obtendrá, probablemente, retornos por debajo de la media. La categorización entre value y growth ha dejado de ser útil para, desde mi humilde punto de vista, necesitar distinguir entre empresas cíclicas y el resto. Soy de los que piensa que la inversión en empresas cíclicas debería ser realizada por aquellas personas con un profundo conocimiento macroeconómico, puesto que son empresas en las que timing juega un papel fundamental y no generan (salvo contadas excepciones) valor a largo plazo. Con el fin de ser más gráfico podríamos utilizar el ejemplo de una naranja. Desde Beka, no invertimos en empresas en las que las que tenemos certeza de que el zumo que exprimimos tiene un límite (precio objetivo) sino en aquellas en las que, dándonos el mejor zumo, éste no se acaba y no necesitamos buscar otra naranja que seguir exprimiendo (precio objetivo al alza constantemente).

Con esta premisa, no quiero decir que las empresas cíclicas no tengan su lugar en determinadas carteras o que éstas no vayan a tener periodos en los que sus retornos sean superiores a la media. Lo que sí tengo claro es que las métricas que

se utilizan para determinar si el mercado está caro o barato respecto al pasado han quedado en muchos casos desfasadas, de la misma manera que nuestra manera de vivir no tiene nada que ver con la de hace 50 años. No podemos pensar que porque el S&P 500 esté a PER superior a la media de los últimos 50 años ya es caro, principalmente, porque su composición sectorial y la situación de los tipos de interés es muy diferente. ¿Comprarían ustedes al mismo precio Ford y Amazon? Hemos pasado de un mundo dominado por los activos fijos a un mundo dominado por los activos intangibles. No podemos ignorar o rechazar esta realidad, y por lo tanto no podemos renunciar a invertir en empresas que cuentan con una gran proporción de activos intangibles como es el caso de, por ejemplo, Open Lending (top 10 de nuestra cartera). Son empresas que generan mejores márgenes, mayores retornos sobre el capital empleado y con mayor capacidad de crecimiento que las empresas con mayores activos fijos. Es cierto que esto implica que las barreras de entradas son más difíciles de mantener en tiempo y por ello, la tarea de gestión es infinitivamente más complicada que hace 50 años. Los gestores nos tenemos que acostumbrar a que el análisis de la disrupción y su efecto en las empresas es parte de nuestro trabajo en lugar de rechazarla.

En lo referente a nuestra cartera, hemos dedicado una parte importante de nuestro tiempo durante este último trimestre a entender las salidas a bolsa a través de SPACs. Hemos llegado a la conclusión de que es un modelo que presenta muchas ventajas tanto para inversores como para determinadas empresas y que, por ello, su volumen será considerable en el futuro. Para nosotros y dado que muchos fondos y gestores no buscan ideas en este sector, supone una oportunidad para generar retornos con limitado riesgo. En la cartera tenemos dos de estas compañías, Northern Star Acquisition Corp y Altimar Acquisition Corp. Las compañías resultantes, Bark y Blue Owl respectivamente, ofrecen un potencial retorno muy atractivo en función del riesgo asumido. Creo que es un buen ejemplo de nuestro modelo de gestión. Mientras otros dedican tiempo a criticar o a vaticinar la burbuja de IPOs o SPACs, nosotros preferimos estudiar en profundidad su funcionamiento, olvidarnos del ruido mediático y encontrar rentabilidad donde otros optan por no mirar (en nuestro caso Palantir y Open Lending).

Para finalizar, todo el equipo y yo mismo, les agradecemos la confianza depositada en nosotros. Si bien los resultados de 2020 han sido excelentes, somos los primeros que no nos conformamos y seguiremos buscando las mejores empresas para obtener retornos satisfactorios para todos los partícipes.

Un saludo,



Javier Martín, CFA  
Director de inversiones

## Comentario Segundo Semestre 2020 Beka International Select Equities FI

El fondo cierra el semestre con una rentabilidad acumulada del **15,71%**. Durante este periodo, el fondo ha mantenido una cartera de unos 50 valores de renta variable a nivel global, cerrando el semestre con 51 valores en cartera, principalmente de mercados desarrollados como **Europa y Estados Unidos**. La estructura de la cartera se caracteriza por la selección de compañías de **alta calidad, líderes en sus respectivos sectores**, capaces de capitalizar sus beneficios de manera **recurrente** y que cotizan a una **valoración razonable** desde un punto de vista fundamental.

Dentro de este grupo de compañías, que conforman la estructura central del fondo, encontramos compañías de gran capitalización que se ven favorecidas por algunas de las principales tendencias socioeconómicas de medio y largo plazo que hemos identificado. Tras una primera parte del año extremadamente volátil, a raíz del impacto de la pandemia del COVID-19 a nivel global, este semestre hemos podido observar una cierta normalización en los niveles de volatilidad en los mercados. No obstante, se mantienen varias de las temáticas y catalizadores que venimos observando desde principios de años, donde los mercados siguen discriminando entre aquellos sectores mejor preparados en este nuevo entorno, y aquellos sectores que se ven más perjudicados. Además, dentro de cada sector, hemos podido observar como aquellas compañías que contaban con modelos de negocio más robustos, estructuras financieras menos estresadas y mayor desarrollo digital han reforzado su posición competitiva y, por término general, obtenido mejores resultados. Por nuestra parte, seguimos invirtiendo en compañías y sectores que se benefician del proceso de la digitalización de la economía como **Visa, Mastercard, PayPal o Tencent**. También mantenemos nuestras posiciones en compañías que cuentan con modelos de negocio claramente orientados hacia el crecimiento de sus ventas en el canal digital como **Amazon, Nike, Estee Lauder o Facebook**.

Durante el semestre, hemos reforzado nuestra exposición hacia compañías que se han podido ver más afectadas a consecuencia de la pandemia, pero en las que creemos que el mercado no refleja adecuadamente el verdadero valor de sus negocios en un entorno normalizado, el cual pensamos que podemos alcanzar en los próximos meses gracias a las vacunas. Destacamos en este sentido compañías que consideramos que poseen modelos de negocio y estructuras bien preparadas para capturar la recuperación en esta nueva fase de reapertura económica. Dentro de este grupo de compañías podemos destacar posiciones como **Air Lease, Fortress Transportation & Infrastructure Investors, Diageo, Trainline o Verallia**.

Al cierre del periodo, las principales posiciones en la cartera del fondo son: el proveedor sistemas de pagos electrónicos **PayPal** con un peso del **2,88%** sobre el patrimonio del fondo, la plataforma global de subastas de vehículos **IAA** con un peso del **2,68%** y la compañía líder proveedora de servicios de información e índices **MSCI** con un **2,59%**. El resto de las posiciones en cartera se distribuyen con pesos que oscilan entre el 2,5% y el 1%. Por sectores, el fondo cierra el periodo invertido principalmente en los sectores de: Industriales, con un 23,62%, Tecnologías de la información con un peso del 20,08%, y un 19,26% en Consumo discrecional.

### **Comentario de Mercado**

Ponemos punto y final a este año 2020 marcado por la **pandemia mundial del Covid-19 provocada por el coronavirus SARS-CoV-2**, habiendo sido su evolución el principal elemento que ha movido los mercados en el ejercicio dados sus enormes efectos en las economías de todo el mundo. Los primeros trimestres del año se caracterizaron por la necesidad de entender y encontrar una manera de combatir el virus y por los **confinamientos vividos en todas partes del mundo**, que produjeron una **reducción drástica de la producción y de la demanda**. Esto conllevó, durante los últimos días de febrero y el mes de marzo, las mayores y más rápidas caídas de los mercados bursátiles de la historia económica reciente.

Ante esta situación provocada por un elemento externo, como fue la irrupción del virus, la actuación de los distintos bancos centrales fue inmediata. Podemos destacar como la **Reserva Federal Americana** redujo el rango de tipos de interés desde el (1,5% a 1,75%) al (0% a 0,25%) o como el **Banco Central Europeo** ha mantenido hasta final de año los tipos en el 0%. Junto a estas medidas relativas a tipos de interés, los principales bancos centrales desarrollaron también **mecanismos de compras de activos**, la Reserva Federal con el **Quantitative easing**, y el Banco Central Europeo desarrolló por su parte el **PEPP** (Programa de compras de activos de emergencia pandémica).

Además de estas ayudas monetarias, los diferentes gobiernos también han desarrollado diferentes medidas en **materia fiscal**, como son los paquetes de estímulo fiscal lanzados por el gobierno de Estados o el **fondo de recuperación** creado por la Unión Europea.

Desde los mínimos del mes de marzo la renta variable a nivel global entró en una fase de recuperación y crecimiento hasta el cierre del ejercicio. Por tanto, hemos podido observar comportamientos positivos en los principales índices mundiales relativos al segundo semestre del ejercicio, en Estados Unidos el **S&P 500** creció en el segundo semestre un +22,16%, cerrando el año en positivo con un +18,40%, el **Dow Jones** subió en el semestre un +19,83%, acumulando en el año un +9,72%. Siendo las tecnológicas las grandes vencedoras este año, el **Nasdaq Composite** se revalorizó en el semestre un +28,67%, acumulando un +45,06% en el año.

En cuanto al continente europeo los principales índices tuvieron también un comportamiento favorable durante el segundo semestre, pero para algunos no fue suficiente para cerrar el año en verde. El **Stoxx Europe 600** se revalorizó en el semestre un +11,78%, cerrando el año en un -1,44%. El **DAX30** subió un +11,44% en el semestre, cerrando el año un +2,49%. El **CAC40** creció un +13,40% durante estos seis meses, en el año acumuló una caída del -4,96%. El **FTSE 100** creció un +7,98% en la segunda parte del año, pero cerró el año en un -11,45%, en un año marcado también para Reino Unido por el Brexit. En cuanto al selectivo español **IBEX35** recuperó un +14,30% en el semestre, aunque cerró el año con un -12,71%.

Asia por su parte ha liderado la recuperación a nivel global, encabezada por China, **única economía que ha logrado crecer durante el año 2020**, su índice **Shanghai Shenzhen CSI 300** se revalorizó un +26,45% en el semestre, por lo que ha cerrado el año en un +29,89%. Mientras tanto, el índice **Nikkei** japonés cerró la última parte del año en un +24,12%, cerrando el año en un +20,54% y el **Taiwan SE** se revalorizó un +30,05% semestral acumulando un +27,03% a cierre anual.

En Latinoamérica el **IBovespa Brasil** creció en el semestre un +25,21% consiguiendo cerrar el año plano en un +2,92% y en el caso de México, su índice **IPC-México** subió un +18,33% en el semestre, cerrando el año con un +3,17%.

### **Índice de referencia**

A final del semestre analizado, **el fondo** obtiene una rentabilidad **+15,71%**, mientras que su **índice** comparable, que se compone en 60% del MSCI Europe Net Total Return en euros y 40% MSCI USA Net Total Return en euros obtuvo un **+12,20%**.

### **Evolución del Patrimonio y partícipes**

A cierre de periodo, el número de participaciones es de 41.071,40, mientras que el número de partícipes es de 152. El patrimonio del fondo es de 5.283.127,54€

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

Durante este semestre la rentabilidad mínima diaria ofrecida fue de un -2,79%, mientras que la rentabilidad máxima diaria fue de +2,96%.

El **TER, ratio de gastos totales** soportado por el fondo en el periodo, ha sido del 0,61% en el último trimestre, de un 1,19% en el segundo semestre, lo que supone un 2,29% anual.