



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

II Semestre 2020



Estimados inversores

Comenzamos esta carta deseándoles lo mejor para el año que comienza, que hayan pasado unas felices fiestas de Navidad y que se encuentren perfectamente ustedes y sus seres queridos. Si nos permiten un poco de humor, les diremos que estamos convencidos que el 2021 será mejor que el 2020, al menos en lo que a salud se refiere.

El año 2020 ha sido difícil para gestionar activos, por las **incertidumbres que la pandemia del Covid 19 ha generado**. Una vez acabado el año, pensamos que nuestras carteras de renta fija y mixtas han tenido un buen desempeño. Aunque su rentabilidad ha sido ligeramente inferior a sus índices de referencia, si miramos con perspectiva su evolución de los últimos años y desde su lanzamiento estamos muy satisfechos con sus resultados. En cambio, la rentabilidad de nuestra cartera de renta variable ha estado por debajo de su índice de referencia en el 2020 y también en los últimos tres años, aunque desde lanzamiento (hace 16 años) supera a sus índices de referencia, como se puede ver en la tabla a continuación. Seguidamente explicaremos detalladamente qué nos ha pasado y qué cabe esperar de nuestros vehículos en el futuro:

	2020	Inicio
 BH Bonds	2,0%	23,9% <small>inicio 12/15</small>
Índice de Referencia (1)	2,8%	14,6%
 BH Flexible	(0,7%)	112,9% <small>inicio 06/10</small>
Índice de Referencia (2)	3,7%	60,9%
BH Equity	(0,5%)	232,7% <small>inicio 08/04</small>
Índice de Referencia (3)	6,3%	171,4%

Índices de Referencia (**)

(1) Barclays Euro Aggregate Corporate Bond

(2) 25% MSCI Pan Euro con dividendos hasta 31/03/19. Desde 01/04/19 MSCI World Total Return Net. 75% Barclays Euro Aggregate Corporate Bond

(3) MSCI World PanEuro Net hasta abril 2019 y desde entonces MSCI World Net

¿Qué ha pasado con nuestras carteras de Renta Fija y Mixtas y qué cabe esperar a partir de ahora?

En abril del 2020 nos dirigíamos a ustedes con una carta específica donde tratábamos como veíamos los mercados de renta fija, y que podíamos esperar de ellos hasta final de año. Pues siendo nosotros optimistas en aquel momento el mercado lo fue aún más y terminamos con revalorizaciones mayores a las que preveíamos. Terminando 2020 nuestro fondo B&H Bonds con una rentabilidad de +2,0%.

Nos encontramos en un **contexto que comienza a ser muy familiar, que es de los tipos negativos**, no sólo los de intervención del Banco Central Europeo, sino también el de los bonos de gobierno, y casi todos aquellos bonos corporativos con calidad crediticia de grado de inversión. En el contexto actual de inflación cero o negativa, podría verse como algo natural, pero no lo es en absoluto, porque muchos de estos países apenas pueden financiar su deuda en entornos de tipos tan bajos, mientras tienen sus finanzas en una situación muy delicada por el gran sobreendeudamiento y padecer déficits públicos estructurales que no hacen más que alimentar este círculo vicioso de incrementos de deuda. Y aun así, vemos un incremento en el valor de esta deuda de forma constante. Por supuesto, los índices de bonos cuentan con estos gobiernos entre sus activos. Nosotros huimos de ellos desde hace años y conforme van subiendo en precio, nuestro apetito hacia ellos continúa disminuyendo. Aquí si podemos afirmar que **existe una inflación galopante en este tipo de activo**, y más aún que el BCE y la Fed, están llevando a niveles absurdos la cotización de la deuda de los estados, e incluso la de las empresas más relevantes de estos países. Sin duda, afirmamos estamos ante una burbuja.

Por tanto, donde estamos centrados y continuaremos estándolo, es allí donde encontremos valor, que, en el caso de renta fija, es en aquellas empresas que, por su tamaño, o por diferentes factores parecen menos atractivas, pero que continuarán existiendo los próximos años, es decir que no quebrarán. Por ello nuestro esfuerzo en el análisis de crédito continuara siendo máximo. **Así podemos afirmar que en todo 2020 no sufrimos ningún "default" en ninguno de nuestros más de 80 emisores** a los que hemos prestado dinero.

Permanecemos con las carteras más diversificadas que nunca, aumentando la liquidez de las mismas tanto por el tipo de emisiones en las que invertimos como por el aumento de "cash" en los fondos. En las carteras flexibles hemos

umentado la exposición a bolsa hasta algo más del 50%, y también la liquidez donde estamos en el área del 10%.

En estas carteras hemos procurado cumplir con el mandato que tenemos de ser preservadores de capital en los horizontes temporales de 2 años en el caso del fondo de renta fija, y de 3 años en el caso del flexible.

¿Qué ha pasado con nuestras carteras de Renta Variable y qué cabe esperar a partir de ahora?

Durante los últimos tres años, nuestra cartera de renta variable no ha conseguido superar a su índice de referencia, por dos razones en nuestra opinión.

En primer lugar, creemos que se ha producido un **cambio radical en los fundamentales de la economía** propiciado por la revolución tecnológica alrededor de Internet. Este cambio venía gestándose desde finales de los años 90, cuando el uso de Internet comenzó a popularizarse. Pero es en los últimos 5 años cuando estos cambios se han acelerado y ha resultado manifiesto que los fundamentales de muchos sectores han cambiado, como por ejemplo todo lo relacionado con la publicidad y la comunicación, el comercio minorista, la electrificación y automatización del automóvil, la descarga y actualización de los sistemas de software directamente desde la nube, la importancia del tratamiento de datos, el desarrollo de banca por internet para pagos, créditos, ahorro, inversión...etc.

Hace 15 años comenzamos nuestra andadura en el mundo de la inversión con una SICAV de renta variable europea y durante los primeros 12 años hemos tenido éxito invirtiendo en sectores tradicionales aferrándonos al concepto de reversión a la media. ¿Qué quiere decir esto? Que la economía es cíclica pero los fundamentales de los sectores permanecen básicamente inalterados. Es decir, hay momentos mejores y peores en todos los sectores y por lo tanto hay que comprar cuando las cosas están mal, que es cuando los precios de los activos están deprimidos porque, aunque pasen un mal momento, mejorarán en el futuro y entonces podremos vender a precios superiores.

Este principio sigue siendo válido conceptualmente, pero en la práctica se ha visto muy limitado porque la tecnología ha cambiado los fundamentales de muchas empresas haciendo que los cambios no sean cíclicos o coyunturales sino estructurales. Es decir, muchos negocios van a desaparecer e invertir en ellos esperando que en el futuro mejoren las cosas es una trampa, más concretamente una “trampa de valor”, cómo se conoce en el argot financiero.

En segundo lugar y relacionado con lo anterior **hemos decidido cambiar nuestro universo de inversión que antes era europeo y hemos pasado a uno global**. Los cambios que se están produciendo han venido fundamentalmente desde la economía americana. En consecuencia, llegamos a la conclusión de que no podíamos seguir centrándonos en el mercado europeo si queríamos dar a nuestros inversores buenas rentabilidades a largo plazo. Es en este país donde se encuentran las empresas líderes del mundo en el nuevo escenario tecnológico de banca y medios de pago (Visa, Mastercard, Paypal...), publicidad digital (Google, Facebook...), comercio electrónico (Amazon, Ebay...), sistemas de software en la nube (Microsoft, Google, Amazon...), distribución de ocio y alojamiento (Expedia, Booking...)...etc.

Nos ha llevado varios años identificar los cambios que hemos mencionado anteriormente y tener un conocimiento suficiente del universo de inversión americano para poder invertir correctamente en él.

Europa es un mercado principalmente compuesto de empresas tradicionales de carácter cíclico como banca, autos...etc, mientras que EEUU es un mercado donde la tecnología tiene un gran peso y el efecto “red” que genera Internet hace que el tiempo juegue a favor de las empresas tecnológicas de modo que éstas tienen una posición cada vez más fuerte según pasa el tiempo. Por ejemplo, es muy difícil desbanca a Google en la búsqueda por Internet porque los algoritmos y la inteligencia artificial relacionada con los motores de búsqueda es mejor cuántas más búsquedas realiza, lo cual tiene un efecto de refuerzo en el buscador de mayor tamaño.

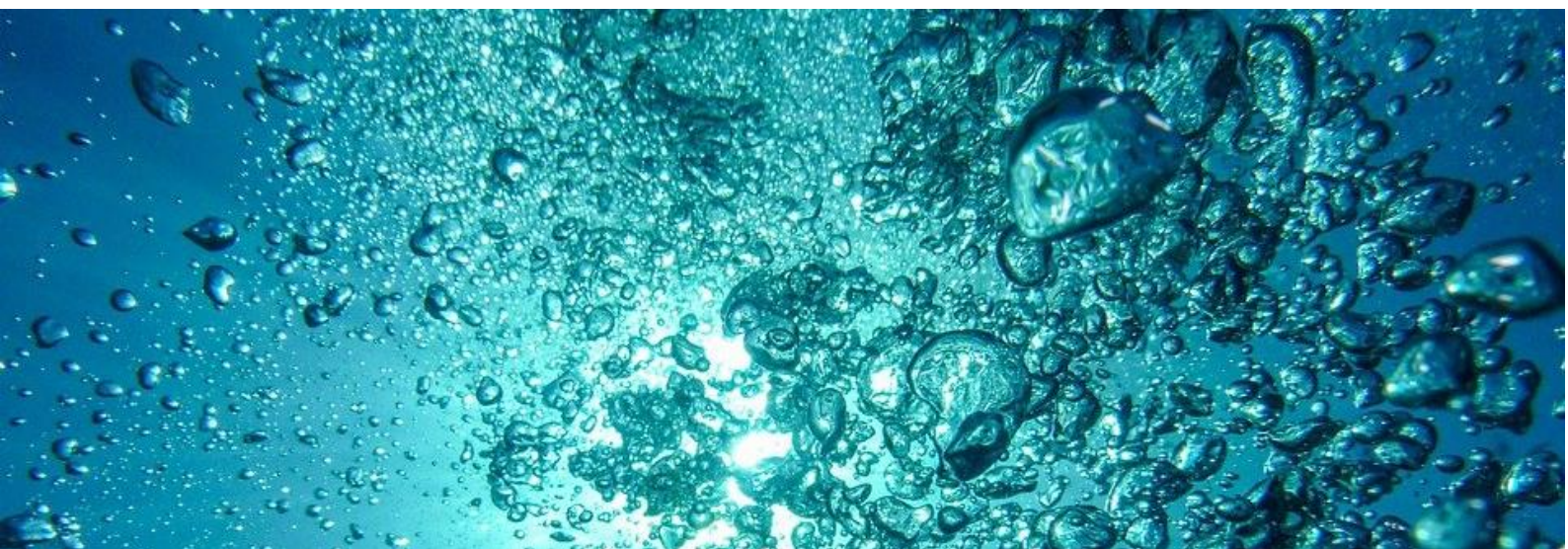
Las empresas tecnológicas son por definición lo que los anglosajones denominan como “compounders”. Un “compounder” es una empresa de alto crecimiento y alta rentabilidad sobre el capital invertido. La rentabilidad de estas inversiones es enorme y poco intuitiva porque la rentabilidad anual que van consiguiendo no se suma, sino que se multiplica consiguiendo un efecto enorme a largo plazo. La estrategia correcta de inversión con una empresa de estas características es comprar y mantener, como nuestro nombre indica

("Buy&Hold"). El valor de un "compounder" literalmente se multiplica según pasa el tiempo y ese es de hecho el significado de este término en inglés.

Durante muchos años hemos rotado nuestra cartera a medida que comprábamos barato y cuando las empresas llegaban a su precio objetivo las vendíamos. Sin embargo, cuando hemos comenzado a invertir en el mercado americano y en el sector de la tecnología hemos podido construir una cartera de "compounders" y en consecuencia les anticipamos que la rotación de nuestra cartera va a disminuir sustancialmente en el año que comenzamos.

Les agradecemos sinceramente su confianza en nosotros, a pesar de que los resultados del año pasado son mejorables, pero sinceramente creemos que, a partir de ahora, los resultados volverán a ser tan buenos o posiblemente mejores.

¿Estamos en una "burbuja"?



Algunos objetarán que estamos invirtiendo en tecnología cuando se está produciendo una burbuja en sus valoraciones.

En nuestra opinión, el mercado actual no se encuentra en una situación semejante al Nasdaq en el año 2000. Ni los multiplicadores son los mismos (PER de más de 100 veces en el año 2000 frente a unas 30 veces actualmente según las estimaciones recogidas por Bloomberg), ni la economía es la misma. En el año 2000 Internet era una tecnología que todavía estaba inmadura. Tampoco sabíamos entonces que tendencias y qué empresas en concreto resultarían ganadoras. Sin embargo, hoy día Internet define y estructura

absolutamente todos los sectores de la economía, como hemos comentado antes.

Dicho esto, hay algunos casos concretos de empresas en energías renovables y en empresas de tecnología muy jóvenes y con posiciones de mercado inmaduras donde pensamos que su valoración no refleja correctamente sus fundamentales y donde efectivamente se pueden estar produciendo burbujas. A modo de ejemplo y sin ánimo de ser exhaustivos vamos a mencionar cuatro casos de sobrevaloración, según nuestra opinión:



NIKOLA CORP. salió a cotizar a bolsa mediante una fusión con Vector IQ, un vehículo cotizado sin otros activos que dinero en efectivo para realizar una adquisición y permitir así la salida a bolsa de un negocio real (lo que se denomina en inglés SPAC). Vector IQ compró Nikola, una empresa que pretendía fabricar camiones y vehículos de gran tonelaje que usarían motores eléctricos en base a una nueva tecnología de hidrógeno.

La empresa no ha fabricado ningún vehículo, ni siquiera un prototipo, aunque espera poder fabricarlos en el 2022 o 2023 y, por supuesto, no tiene ventas. Pues bien, esta empresa ha llegado a capitalizar 30.000 millones de dólares. Mientras tanto, empresas muy solventes y experimentadas en el sector como Toyota, Honda o General Motors han necesitado muchos años en desarrollar un vehículo de estas características y solo ahora se encuentran en disposición de empezar a vender las primeras unidades comerciales.

En verano del 2020, un inversor sacó un informe ilustrando estos problemas y señalando otros como que no contaba con una tecnología propia, que había utilizado publicidad engañosa...etc. Posteriormente, General Motors que tenía la intención de hacer una joint venture con Nikola para la fabricación de vehículos, se retiró del acuerdo, dejando a la empresa sola con su proyecto. Hoy día, Nikola sigue capitalizando 5.800 millones de dólares a pesar de todas las dudas que existen y de que cuenta tan solo con una caja de 1.000 millones que es claramente insuficiente para llevar a cabo su proyecto, aún suponiendo que este tuviera éxito.



AIRBNB es la famosa plataforma de intermediación de propiedades de particulares para fines turísticos. Su modelo de negocio no difiere sustancialmente del de otros como Expedia o Booking que llevan muchos años trabajando en el sector. Airbnb está centrada en el área de residencias alternativas propiedad de particulares, frente a Expedia o Booking que tienen un mayor peso en su facturación de hoteles tradicionales. No obstante, tanto Booking como Expedia han hecho un gran esfuerzo por posicionarse también en este segmento del mercado de alto crecimiento y están aumentando significativamente la intermediación en el alquiler de propiedades de particulares, aunque no proporcionan este desglose como porcentaje de su facturación. Es muy frecuente que un particular anuncie su casa en las tres plataformas: Airbnb, Booking y Expedia. No hay ninguna razón para no hacerlo así puesto que esto aumenta las posibilidades de que se alquile su vivienda durante más tiempo y en mejores condiciones.

En el año 2019 la empresa facturó 4.800 millones de dólares y tuvo pérdidas operativas de 500 millones de dólares. En los primeros nueve meses del 2020

la facturación cayó un 32% respecto al año pasado. En el caso de Booking la facturación del 2019 alcanzó los 15.000 millones de dólares y el beneficio operativo fue de 5.345 millones y en los primeros 9 meses del año su facturación cayó un 53%. En nuestra opinión es lógico que la facturación de Booking haya caído más que la de Airbnb en la crisis sanitaria, puesto que los turistas han optado por esquivar hoteles e ir a casas particulares y allí es donde Airbnb tiene mayor peso. Ahora bien, en la medida en que la pandemia quede bajo control la facturación de Booking debería recuperar con más fuerza que la de Airbnb.

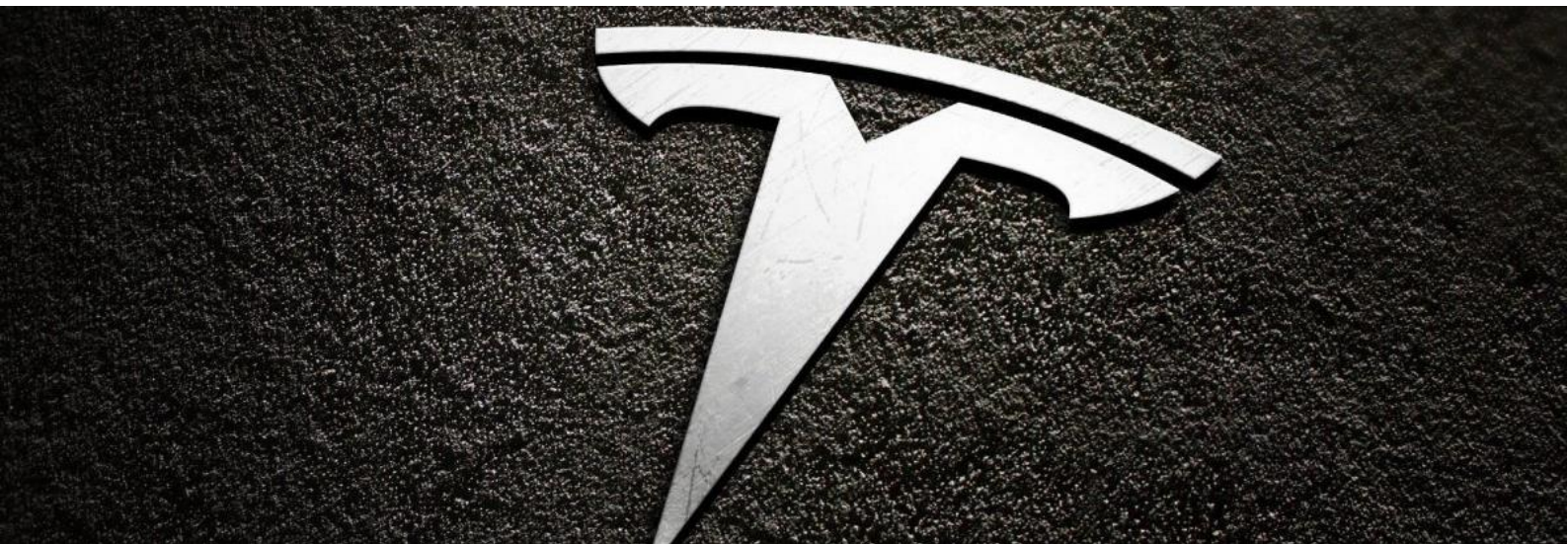
Airbnb salió a cotizar al mercado en diciembre y su valoración multiplicó por dos el primer día. Actualmente capitaliza 88.000 millones de dólares, exactamente igual que la de Booking, a pesar de la diferencia de facturación y rentabilidad. Si comparamos a Airbnb con Expedia, su capitalización es cinco veces mayor, a pesar de que la facturación de Expedia es casi el triple que la de Airbnb y Expedia es una empresa rentable.



SOLTEC es una empresa española que fabrica seguidores solares para plantas fotovoltaicas. En la cadena de valor de una planta de producción eléctrica solar, el seguidor es posiblemente el elemento de menor valor añadido. Así pues, la fabricación de seguidores solares es un negocio industrial de producción de bienes de equipo, intensivo en capital, de márgenes muy ajustados y competencia abundante y fragmentada. De hecho, a septiembre del 2020, justo antes de su salida a bolsa, la escasa rentabilidad del negocio en los últimos años y las pérdidas del 2020 habían consumido totalmente los fondos propios de Soltec. En su salida a bolsa Soltec llevó a cabo una ampliación de capital que fue necesaria para poder seguir operando.

Hace un par de años, Soltec decidió diversificar hacia otro negocio de mayor valor añadido y mucho más rentable, aunque bastante arriesgado, que es la promoción de parques solares en España, Italia y Brasil. De modo parecido a la promoción inmobiliaria, este negocio está muy fragmentado y posiblemente saturado, aunque una cartera de permisos para la construcción de parques solares tiene un gran valor si dichos permisos están maduros a día de hoy. Es muy difícil valorar la cartera de parques en desarrollo por falta de información, aunque en el escenario de que todos los parques de Soltec lleguen a éxito, aplicando los precios actuales por la venta de licencias, dicha cartera podría valer 100 ó 200 millones de euros. En nuestra opinión es muy optimista suponer que el negocio de desarrollo de parques solares va a tener continuidad en el futuro dada la absoluta avalancha de parques en tramitación en prácticamente todos los países del mundo que son suficientes para atender la necesidad de generación eléctrica renovable de los próximos 10 años.

Desde su salida a bolsa Soltec ha duplicado el precio de su acción y actualmente capitaliza 1.300 millones de euros. El negocio de seguidores no ha tenido nunca beneficios de cierta relevancia a pesar de llevar operando más de 10 años en un sector que, a día de hoy, no puede considerarse en absoluto emergente. Si lo valoramos por el negocio de desarrollo de parques solares pensamos que una valoración de 200 millones sería muy optimista.



TESLA es una empresa por todos conocida, que genera grandes odios y amores. Es indudable que su fundador Elon Musk ha conseguido sorprender al mundo haciendo de la nada una empresa viable, rentable y de alto crecimiento en un sector tan difícil y saturado como el del automóvil. Es más, en cierto modo ha creado un ejército de fans, de manera similar al caso de Apple, que se rinden

ante el producto y posiblemente le permitirá obtener márgenes a largo plazo similares al de productos de lujo como Porsche o Ferrari. Es también indudable que la tenacidad y la estrategia visionaria de Tesla le ha permitido adelantar varios años a sus competidores en tecnología de baterías eléctricas.

Las acciones de Tesla suben todos los días, así que, aunque hoy su capitalización roza los 800.000 millones de dólares cuando ustedes lean este artículo posiblemente habrán superado el billón. El valor actual de Tesla supera el de TODOS los fabricantes de coches del mundo juntos, incluidas las marcas de lujo. Alguno objetará: "Es que Tesla no es solo un fabricante de coches, es también un fabricante de baterías eléctricas". Su capitalización actual supera a TODOS los fabricantes de coches más los principales fabricantes de bienes de equipos eléctricos como generadores, baterías (Panasonic, Siemens Energy... etc). Piensen además que la fabricación de baterías eléctricas como cualquier otro bien de equipo industrial es algo que tarde o temprano acabará convirtiéndose en una commodity, con lo que esto significa para la rentabilidad del negocio a largo plazo.

Otro admirador objetará: "Además de fabricar coches y baterías eléctricas, también va a fabricar en poco tiempo coches autónomos". Bueno, entonces a lo mejor podríamos justificar la valoración de Tesla suponiendo que se va a hacer con todos los beneficios que se generan en el mundo por la fabricación de automóviles y de baterías eléctricas y además será el próximo vencedor en la carrera a la fabricación de coches autónomos ganando no solo a General Motors, Volkswagen, Fiat-Peugeot... sino también a Apple, Google y a todos los cientos de "start-up" americanos que están invirtiendo ingentes cantidades de dinero en conseguirlo...

...demasiado suponer....

Constitución de una FCP luxemburguesa



Durante el año 2020 hemos trasladado gran parte de nuestros vehículos de inversión a Luxemburgo. Este es un proyecto en el que llevamos trabajando tres años y que por fin hemos completado con éxito. En consecuencia, ahora mismo gestionamos un fondo FCP luxemburgués con tres sub-fondos, uno para cada una de nuestras estrategias: B&H Luxembourg Equity (renta variable), BH Luxembourg Flexible (mixto) y BH Luxembourg Bonds (renta fija). Igualmente mantenemos nuestros fondos españoles: BH Acciones FI, BH Flexible FI y BH Renta Fija FI pero ya no gestionamos ninguna SICAV española.

Como saben, Luxemburgo es un país fundador de la Unión Europea y una referencia absoluta en la industria de la inversión europea. Frente a la confusa información que aparece en muchos medios de comunicación, invertir en un fondo luxemburgués tiene las mismas ventajas y obligaciones fiscales que hacerlo en un fondo español, como es lógico al tratarse de un país de la Unión Europea que está sujeto a las mismas directrices regulatorias que emanan de Europa.

El fondo FCP que gestiona Buy&Hold Capital SGIC mediante un pasaporte europeo salvaguarda nuestra independencia a la hora de gestionar, así como el poder de selección (o de cambio en el futuro si fuera necesario) de los mejores depositarios, administradores y auditores, que consideremos convenientes. En este caso hemos elegido a la que entendemos es una de las

mejores casas del mundo en estos servicios como es Credit Suisse para la depositaria y administración, y Ernst & Young como auditores.

Como siempre queremos agradecerles de todo corazón su confianza en nosotros y esperamos que este año les traiga sorpresas positivas en su cartera de inversión en Buy&Hold.

Julián Pascual
Presidente



Rafael Valera
Consejero Delegado



Antonio Aspas
Consejero



Socios de Buy & Hold SGIIIC, S.A.



B

H

**Your Investment,
Our Investment.**