

14 de octubre de 2020

Estimado partícipe,

Es para nosotros un orgullo poder remitirle esta carta superado ya el primer año de vida del proyecto del que usted forma parte, Esfera III Adarve Altea FI. Un año es muy poco tiempo, y en un horizonte inversor apenas es la primera página de una historia en la que se escribirán muchas páginas más y que esperamos poder seguir escribiendo juntos.

A día de hoy, el proyecto goza de muy buena salud, habiendo superado los cuatro millones de euros en activos bajo gestión, con más de 500 partícipes. El proceso de integración con Andbank ha continuado adelante satisfactoriamente, permitiendo lograr ahorros de costes que a buen seguro revertirán en la rentabilidad, estabilidad y fortaleza del vehículo de inversión.

En cada carta intentamos abordar una cuestión que pensamos puede ayudar a comprender mejor el proceso que llevamos a cabo, y en esta ocasión será el turno de una reflexión interesante sobre si Adarve Altea es un vehículo puramente cuantitativo, cualitativo, o una combinación de ambos factores.

En 1994, el neurólogo Antonio Damasio publicó “El error de Descartes: la emoción, la razón y el cerebro humano”, obra que trata el dualismo sobre el cuerpo y la mente.

«el cuerpo... proporciona un contenido que es parte y envoltorio de las actividades de la mente normal», «la mente está encarnada, en el pleno sentido del término, no meramente cerebralizada»

Damasio basa por tanto su obra en que el cuerpo en sí mismo forma parte del proceso de toma de decisiones, no pudiendo desvincularse por tanto de la mente, formando una unidad indivisible en el que una parte afecta a la otra y viceversa.

La selección de compañías puede abordarse de infinitas maneras, pero se basa en esencia en la toma de decisiones. Los seres humanos nos sentimos cómodos con la adopción de etiquetas y de esta forma somos capaces de derivar a diferentes cajones lo que ven nuestros ojos, como forma de ordenar los puntos y dar un sentido a la información obtenida. Volviendo al mundo inversor, si uno se focaliza más en factores más intangibles o difícilmente cuantificables, se podría decir que usa un análisis más cualitativo, mientras que si uno se basa en factores numéricos o medibles se posicionaría más en el espectro cuantitativo.

En el primer caso se hace un mayor hincapié en el modelo de negocio, la posición competitiva y un largo número de factores que nos ayudan a construir una imagen que no es sino una proyección de la simulación mental que hacemos de un escenario que

Esfera III Adarve Altea

nos parece veraz. En teoría, aunque ciertamente hay polémica en este punto, cuanto más información y de mayor calidad, poseemos, más aumentamos las probabilidades de que nuestra construcción mental se acerque a la realidad. En palabras de Damasio.

“Somos capaces de predecir el futuro, pero lo hacemos mejor o peor en función de la cantidad de información de la que disponemos. Evidentemente, si alguien tiene datos muy buenos, realizará una mejor predicción del futuro que si simplemente intenta adivinarlo.”

Al final, todo análisis cualitativo incluye filtros, conscientes o inconscientes, que nos ayudan a buscar un tipo de empresa que nos parece atractivo. De este modo, muchos inversores cualitativos sentirán una gran admiración por los vehículos Premium, pero huirán instintivamente de un modelo de negocio muy intensivo en capital, que requiere altas y continuas inversiones, con grandes plantillas y márgenes brutos relativamente bajos, mientras que otros se sentirán especialmente atraídos en los momentos del ciclo que piensen el mercado infravalora la capacidad de seguir creando valor de dichas compañías.

Ambos se podrán calificar como inversores cualitativos, pues analizarán y proyectarán similares escenarios, pero unos se sentirán más atraídos por compañías que necesiten muchos menos recursos para generar niveles similares de beneficios, o preferirán compañías que tengan facturaciones recurrentes como las compañías de software como servicio (SaaS), o un mayor poder de escalabilidad del negocio en el que una vez hecha la inversión inicial, punto en que el coste de vender ese producto es prácticamente irrisorio y se produce por tanto una explosión incremental en los márgenes del mismo.

Como podemos ver, nuestro cerebro busca de nuevo una tipología de compañías concretas en un mar de opciones disponibles y afina la selección poniendo el foco en los detalles que la experiencia y el conocimiento interiorizado nos han revelado en el pasado que son factores de éxito.

Muchos grandes inversores cualitativos, como el mismo Charlie Munger, recurren a checklists o listas de comprobación, en múltiples decisiones vitales para poder generar una metodología que les ayude a bucear en todo el mar de información disponible e ir cubriendo las diferentes caras del prisma con el fin de generar una imagen lo más nítida posible del futuro de la compañía.

“How can smart people so often be wrong? They don't do what I'm telling you to do: use a checklist to be sure you get all the main models and use them together in a multimodular way”.

Charlie Munger

En Adarve hacemos algo bastante similar a lo anteriormente descrito pero de un modo diferente. Los modelos buscan compañías que tienen una serie de características que nuestro conocimiento y experiencia nos indican que influyen para convertirse en inversiones exitosas, y las combinamos de forma que generen un modelo de toma de decisiones, repetible en el tiempo.

Al final, como vemos, la disyuntiva entre ambos análisis y si uno toma la suficiente distancia como para evitar verse presa de los sesgos y de las ideas preconcebidas, se revela estéril.

Como hemos comentado anteriormente, nuestro trabajo cualitativo sigue en marcha de forma constante y sin interrupciones. Trabajamos para mejorar nuestros modelos, la ejecución y la comunicación con ustedes con la ilusión y el compromiso de todo el equipo.

Cuando alguien felicita a Amazon por un buen trimestre, le doy las gracias. Pero lo que estoy pensando para mí mismo es que esos resultados trimestrales fueron en realidad casi completamente horneados hace unos 3 años. Hoy estoy trabajando en un trimestre que sucederá en 2020. No el próximo trimestre. El próximo trimestre en la práctica ya está hecho y probablemente estará hecho el próximo par de años.

— Jeff Bezos, 2017

Humildemente, nuestra actitud se ve reflejada perfectamente en la cita de Jeff Bezos, el fundador de Amazon. Seguimos mirando a un horizonte de décadas apuntando a nuestra estrella polar y ejecutando de forma sistemática para afrontar los retos del día a día.

Sobre la Entropía y lo cualitativo

“El aumento del desorden o entropía es lo que distingue al pasado del futuro, lo que le da dirección al tiempo.”

– **Stephen Hawking, Una Breve Historia del Tiempo**

A muchos de ustedes no les costará nada identificarse con la historia que les vamos a relatar. Un buen día, mientras la familia le espera para salir de casa, ve que se ha acabado una bebida en la nevera. Baja al sótano, que es donde almacena algunos artículos no perecederos a salvo de los impulsos cotidianos, para tomar algunos suministros con que reponer las reservas frigorizadas. En un momento dado, ya que está ahí, ve algún otro objeto más, y ya que ha bajado dice “anda mira, si esto también hacía falta”. Se agacha a recogerlo y al levantarse, sin darse cuenta, se pega un cabezazo con la estantería, se cae un pack de 6 cervezas “La Espumosa”, que por supuesto estallan cual piñata y lán un mar de cerveza, cristal y cartón mojado. Al aullido de dolor, que provoca un corte que va a requerir una visita al hospital para su oportuna sutura, se suma el qué ha pasado que llega desde arriba, y lo que iba a ser un momentito se convierte en una pesadilla de trabajo, viajes y nervios. Varias horas perdidas, sin contar con el coste de oportunidad incurrido por tener que cancelar esa actividad familiar que le esperaba. Más allá de la mayor o menor idoneidad del asunto familiar y de que el contratiempo se pueda entender como una ventaja, el sentido de la historia que les traemos sirve para ilustrar el concepto de entropía o, en lenguaje más sencillo, desorden. Algunos de ustedes, versados en la Termodinámica, conocen perfectamente que el Universo está en un “desorden” continuo e inexorable, desorden nos llevará a la conocida muerte térmica del Universo, en el que todo será ruido blanco en forma de la energía de menor calidad que se conoce, el calor.

La mayor parte de la actividad humana constituye no más que un fútil pero bienintencionado intento por reducir el desorden. Cual Sísifo en la ladera, nos afanamos por llevar a la cima la mole que, obstinada y fatídica, vuelve a rodar una y otra vez hasta lo más profundo del valle. Esta actividad no es ajena al resto de la Naturaleza; los seres vivos creamos todo tipo de organizaciones, desde las más biológicas hasta las sociológicas o empresariales. Todo para dominar el desorden e intentar extraer beneficios por medio de la eficiencia. Las empresas, las colmenas, los Estados, los hormigueros, las cooperativas, las asociaciones culturales, las comunidades de vecinos o esa expectativa conyugal de que uno sepa que “el sacacorchos está en el cajón de los utensilios”, no son sino formas de intentar ahorrar y rentabilizar esfuerzos para conseguir beneficios económicos, que no necesariamente financieros. También a nivel micro luchamos constantemente por reducir la entropía y dominar el caos: listas de cosas por hacer, calendarios de proyectos con las tareas

Esfera III Adarve Altea

meticulosamente definidas y asignadas, señales de tráfico, pronósticos meteorológicos y tantos otros son expresiones de esta quimera que es domar a la Termodinámica y optimizar ciertas actividades.

Estamos seguros de que algunos de ustedes ya estarán enhebrando a dónde queremos ir a parar dentro del contexto de esta comunicación. Los planteamientos de inversión son otra forma de dominar la entropía, de gestionar el desorden. Cuando uno analiza algo, está aplicando modelos, técnicas y procesos para intentar extraer información del interior del ruido. El analista cualitativo afronta el análisis empresarial, elabora una historia, comprende el modelo de negocio de una empresa. Los más experimentados y sagaces de estos, intentan ver, tal y como sin saber muy bien por qué hacía el gran Gennaro Gattuso¹ (perdóneme Wayne Gretzky), dónde irá el esférico dentro de unos pocos segundos y no se fijarán en donde está ahora. Este instinto, que a veces llamamos también arte, se basa en una mezcla de conocimiento y experiencia, reconociendo anteriores situaciones similares en la situación actual: la historia no se repite, pero rima. En ocasiones es evidente que, sin entrar en contradicción con el peso aplastante de los parámetros del “teorema fundamental de la valoración” conocido como el Modelo de Descuento de Flujos de Caja, la forma de conseguir los mencionados flujos es nueva. El desarrollo tecnológico y organizativo de la Sociedad, aún estando a la vista de todos y explicado por un sinfín de historiadores y periodistas económicos a posteriori enarbolando elegantes narrativas, se muestra esquivo para los visionarios y son muy pocos de estos los que logran adivinar dónde estará el balón. Y en todo caso, ¿es el desarrollo un comportamiento emergente, que resulta de forma determinista en que alguien acierte, simplemente porque la Sociedad está madura? ¿Es simplemente aleatorio, como cuando Pasteur hizo sus descubrimientos? Uno piensa que hay rasgos de genialidad, pero ojo porque sólo conocemos a los genios que además acertaron, ¿cuántos desconocidos se quedaron por el camino?. El ingenio del ser humano en su ingenuidad sigue en cada uno de nosotros, inasequible al desaliento y es esto lo que mueve a la Evolución.

¿Es este tipo de analista cualitativo el único? Sí y no. Otros analistas, quizá más del detalle que del conjunto, trabajan intentando documentar de una forma sistemática ciertas propiedades que caracterizan el mundo, empresarial en este caso. Al igual que un sismólogo, un meteorólogo o un microeconomista pueden establecer ciertos comportamientos dentro de una serie de parámetros y un dominio de aplicación, estos

¹: Gennaro Gattuso, mítico exfutbolista del AC Milan y la selección italiana, en la actualidad entrenador del Napoli y experto en tareas de recuperación de la posesión del esférico y de contención defensiva. La idea original proviene de Wayne Gretzky, mítico jugador de hockey sobre hielo canadiense “patina hacia donde va la pastilla, no hacia donde ha estado”

analistas pueden construir ciertos modelos que, basados también en su experiencia y su conocimiento, caracterizan ciertas cualidades que tienen las empresas y que parecen exhibir un cierto orden, una cierta persistencia y una cierta predictibilidad. Por persistencia entendemos el que una cierta característica se conserva en el tiempo. Por predictibilidad entendemos que la presencia de una cierta cualidad “predice” unos resultados objetivo determinados. Si reflexionan verán que si tenemos un factor que no persiste en el tiempo, de nada nos servirá que prediga un resultado determinado, pues cuando vayamos a mirar dónde está la pelota, nos la habrán cambiado por un pepino que dispone de otras características cinético-dinámicas distintas y por supuesto nos encontraremos en un lugar distinto a donde acabará el mencionado vegetal del género de las cucurbitáceas. Por la parte del “no” de la pregunta inicial, les diríamos que no es el planteamiento lo que determina si el analista es cualitativo o no, sino su interés por sintetizar y construir el conocimiento para obtener unos objetivos determinados. Es un planteamiento un tanto miope el condenar una u otra aproximación simplemente por no ser la que a uno le encaja más, pues ni son disjuntas, ni se puede decir que no hayan deparado grandes éxitos a las comunidades de sus practicantes.

Volviendo al mundo de los modelos, otra faceta muy importante de la labor de análisis cualitativo que se hace para poder construirlos consiste en buscar una cierta coherencia o complementariedad “que aporte”, entre las distintas variables que el modelo selecciona. No aporta nada por ejemplo el medir la velocidad en nudos si ya la estamos midiendo en km/h. O, al igual que un chef experimenta e intenta combinar diversos factores (estoy seguro de que esto no es ajeno a todos los que, en nuestra adolescencia, hemos buscado el bocadillo definitivo, con combinaciones que despertaban la incredulidad de nuestros progenitores), el analista cualitativo establece unas hipótesis para cada modelo que le llevan a seleccionar parámetros que funcionan bien entre sí y se ajustan a la idea del tipo de negocios que busca. No es de extrañar por ejemplo, que ciertos modelos, sin hacer ningún tipo de filtro, no extraigan casi nunca empresas de determinados sectores o industrias. El encontrar los “ingredientes” adecuados para que el conjunto no estropee el caldo, tiene también una gran parte de “conocimiento interiorizado” al que no nos atrevemos a llamar arte.

No pretendemos afirmar que los modelos sean máquinas perfectas ni nada parecido. Son ciertos sesgos imperfectos que, en un mundo probabilístico, siempre incurrirán en errores bien de omisión o de comisión. Uno siempre recuerda al gran Kurt Gödel, contemporáneo y contertulio del coloso Albert Einstein, para que le baje los humos con su Teorema de Incompletitud que, estirando la analogía y con el perdón de los expertos, nos habla de las limitaciones de un sistema “internamente” y de cómo esas

limitaciones sólo son franqueables desde el exterior (victoria pírrica en una huida a ninguna parte que no seguiré desarrollando en esta ocasión)

El ejercicio de buscar estos modelos se revela pues, aunque pueda parecer sorprendente si uno no se ha querido parar a pensar lo suficiente, como un ejercicio eminentemente cualitativo, y esta es la parte tan importante y en la que intentamos aportar una buena parte del valor.

La segunda parte de las que identificamos como nuestras tres columnas fundamentales en el asesoramiento de Esfera III Adarve Altea, consiste en la ejecución sistemática y disciplinada de las estrategias, apartando las emociones desde la confianza en que una buena parte del trabajo está hecha ya con anterioridad.

Llegamos ya a la tercera y última parte, y no por ello la menos importante. A expensas de la florida prosa que los más estoicos han recorrido para llegar aquí, esperamos que todas estas analogías y adjetivos innecesarios les sirvan como forma de encontrar el hilo que les lleve a reflexionar y comprender mejor nuestro planteamiento inversor y como intentamos aportar valor para ustedes y para nosotros mismos como co-inversores. Creemos que comunicarnos con ustedes de forma transparente, abierta y cordial, y velar por nuestros intereses conjuntos, conforman el último gran pilar sobre el que levantamos nuestro humilde edificio. Para ello escribimos estas cartas e intentamos facilitar los diversos modos de interactuar que tenemos con Vds.: redes sociales, la web de Adarve, el canal en el foro de +D, el podcast y esperamos que en un futuro no demasiado lejano la comunicación directa con ustedes, una vez las circunstancias sanitarias lo permitan.

Respecto a la Comunicación.

Recuerden que pueden interactuar con nosotros de manera directa en +D, aquí:

<https://foro.masdividendos.com/t/esfera-iii-adarve-altea/>

Sobre este Trimestre que cerramos.

Algunos datos que les pueden interesar son:

Valor Liquidativo a 09/10/2020: **94,27**

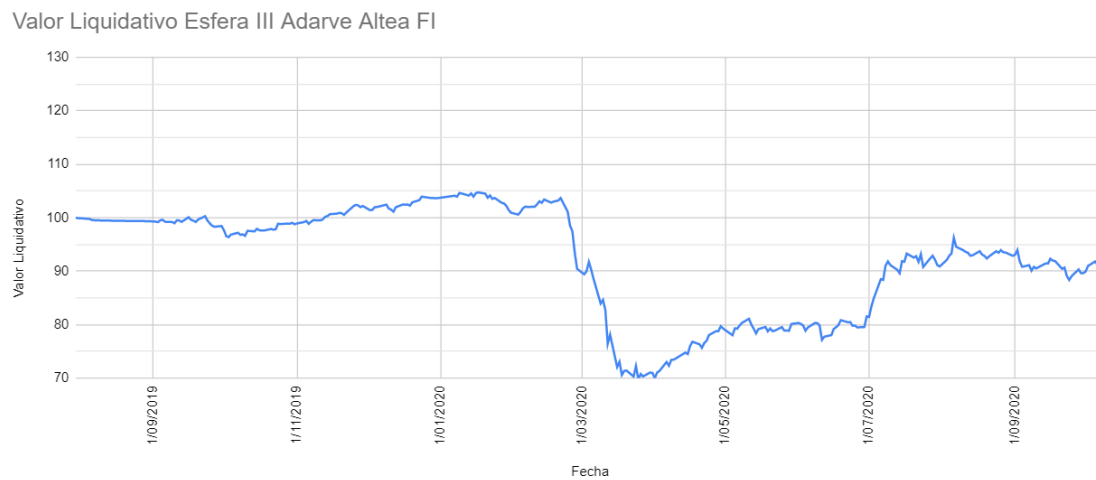
Rentabilidad en el año (YTD): **-9,07 %**

Rentabilidad en los últimos 3 meses: **+3,54 %**


Rentabilidad en el último año: **-2,60 %**

Rentabilidad desde el comienzo: **-5,73 %**

Evolución del Valor Liquidativo desde el principio hasta 09/10/2020:



CARTERA ACTUAL

NOMBRE	ACTIVIDAD
	<p>Empresa estadounidense de productos para el cuidado personal y suplementos dietéticos</p>
<p>WEDBUSH ETFMG VIDEO GAME TECH ETF</p>	<p>El Índice ETF hace un seguimiento del rendimiento de las acciones ordinarias de las empresas de todo el mundo que participan activamente en una actividad comercial que apoya o utiliza la industria de los videojuegos.</p>
<p>INVESCO EXCHANGE TRADED FD TR DWA ENERGY MOMENTUM ETF</p>	<p>El ETF se basa en el Dorsey Wright ® Energy Technical Leaders Index . Normalmente invertirá al menos el 90% de sus activos totales en los valores que componen el Índice.</p>
<p>GLOBAL X FDS MSCI NIGERIA ETF (POST SPLT)</p>	<p>El ETF trata de proporcionar resultados de inversión que corresponden generalmente al rendimiento del MSCI All Nigeria Select 25/50 Index.</p>
<p>GLOBAL X FDS GLOBAL X COPPER MINERS ETF</p>	<p>El ETF busca proporcionar resultados de inversión que se corresponden generalmente con el rendimiento de precio del</p>

	<p>Índice de Retorno Total de Solactive Global Copper Miners.</p>
<p>DBX ETF TRUST XTRACKERS HARVT CHINA A SHS SMAL CAP ETF</p>	<p>ETF de compañías small caps (pequeña capitalización) chinas.</p>
 <p>HDI HARDWOODS DISTRIBUTION INC.</p>	<p>Distribuidor de clase mundial de productos de construcción arquitectónica que opera bajo múltiples marcas en América del Norte.</p>
 <p>金地商置 Gemdale Properties & Investment</p>	<p>Invierte, desarrolla y administra propiedades. Gestiona parques empresariales, invierte en proyectos de educación y comunicaciones de información, y proporciona servicios tecnológicos.</p>
 <p>SGC SUPERIOR GROUP OF COMPANIES</p>	<p>La Compañía fabrica y vende una amplia gama de uniformes, identificación corporativa, indumentaria profesional y accesorios. Sirve a los campos hospitalarios y sanitarios, hoteles, comida rápida y otros restaurantes, seguridad pública, industria, transporte y mercados comerciales en todo el mundo.</p>
 <p>Infosys</p>	<p>Empresa de consultoría y servicios digitales que se dedica a la provisión de soluciones comerciales.</p>

	<p>Corporación multinacional india de servicios de tecnología de la información, consultoría y procesos comerciales. Tiene su sede en Bangalore, Karnataka, India.</p>
	<p>Empresa de inversión en Turquía. Ofrece corretaje de valores, asesoría de inversiones, administración de carteras y finanzas corporativas.</p>
	<p>Compañía minorista estadounidense con sede en Columbus, Ohio, con más de 1,400 tiendas en 47 estados.</p>
	<p>Dedicada a la distribución de productos de software, productos de sistemas de tecnología de la información, consumibles de informática y dispositivos de comunicación de más de 50 marcas reconocidas mundialmente. Principal distribuidor de ITC en Tailandia.</p>
	<p>Estudio de animación japonés propiedad de la empresa Toei Company, Limited. Ha creado varias series de televisión y películas y ha adaptado mangas como series animadas, muy populares en todo el mundo.</p>
	<p>Minorista con sede en Manchester, Inglaterra. Ofrece una gama de productos,</p>

	<p>predominantemente ropa, calzado y artículos para el hogar.</p>
	<p>Vitec es el líder del mercado de software de mercado vertical en la región nórdica</p>
	<p>Empresa comercial especializada en productos de petróleo y gas. La Compañía también opera estaciones de servicio y distribuye bebidas alcohólicas, alimentos y material de construcción como cemento y concreto.</p>
	<p>Operador de sistemas de transmisión con sede en Roma, Italia.</p>
	<p>Líder regional en la venta al por menor y distribución de calzado de alto rendimiento y estilo de vida, con más de 500 tiendas.</p>
	<p>Conglomerado multinacional estadounidense de medios de comunicación con sede en Nueva York.</p>
	<p>La Compañía ofrece transferencias de riesgo de crédito, servicios y producción de préstamos, gestión de inversiones y otros servicios financieros relacionados</p>
	<p>Empresa italiana de artículos de lujo, con sede en Florencia, Italia</p>

Ratios más representativos, representados en cuartiles.

Margen Bruto		
63 % <small>mb percentil 25%</small>	40 % <small>mb percentil 50%</small>	24 % <small>mb percentil 75%</small>
ROIC		
24 % <small>roic percentil 25%</small>	17 % <small>roic percentil 50%</small>	11 % <small>roic percentil 75%</small>
Deuda / EBITDA		
0,2 <small>d/e percentil 25%</small>	2,0 <small>d/e percentil 50%</small>	3,3 <small>d/e percentil 75%</small>
Crecimiento de BPA 5Y (CAGR)		
16,7 % <small>cb percentil 25%</small>	7,6 % <small>cb percentil 50%</small>	1,1 % <small>cb percentil 75%</small>
EV / EBITDA		
3,5 <small>ev/eb percentil 25%</small>	6,8 <small>ev/eb percentil 50%</small>	11,9 <small>ev/eb percentil 75%</small>

Como saben, no somos muy partidarios de hablar de medias, porque por ejemplo, si estuviéramos midiendo la riqueza de una población, Bill Gates desvirtuaría la media.

Para ello les proporcionamos los cuartiles, es decir los percentiles 25%, 50% y 75%.

La lectura sería la siguiente:

En ratios crecientes, en los que tener mayor valor es mejor (títulos en azul):

El 25% de las empresas que tiene Adarve en cartera tiene un margen bruto superior al 63%.

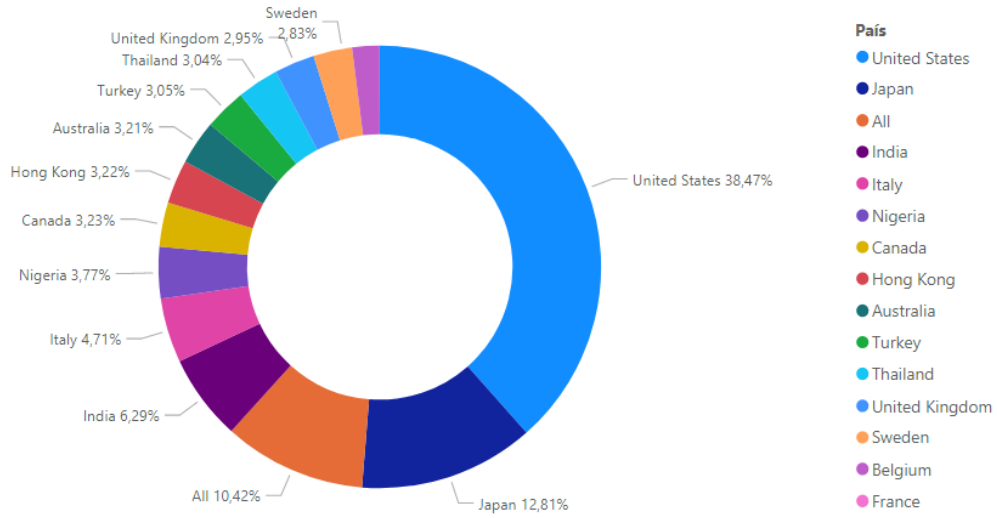
El 75% de las empresas tienen como mínimo un margen bruto del 24%, o lo que es lo mismo, menos del 25% de las empresas tienen un margen bruto inferior al 24%.

En ratios decrecientes, en los que tener menor valor es mejor (títulos en rojo):

El 75% de las empresas de Adarve tienen una deuda menor que 3,3 veces su EBITDA, y el 25% de ellas tienen una deuda menor que 0,2 veces su EBITDA.

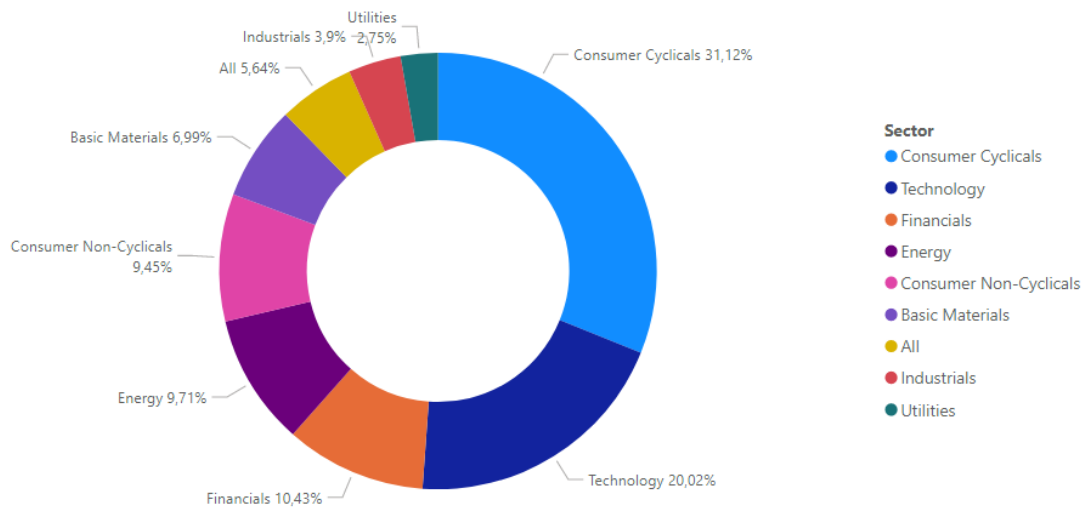
Distribución por país

Distribución por País



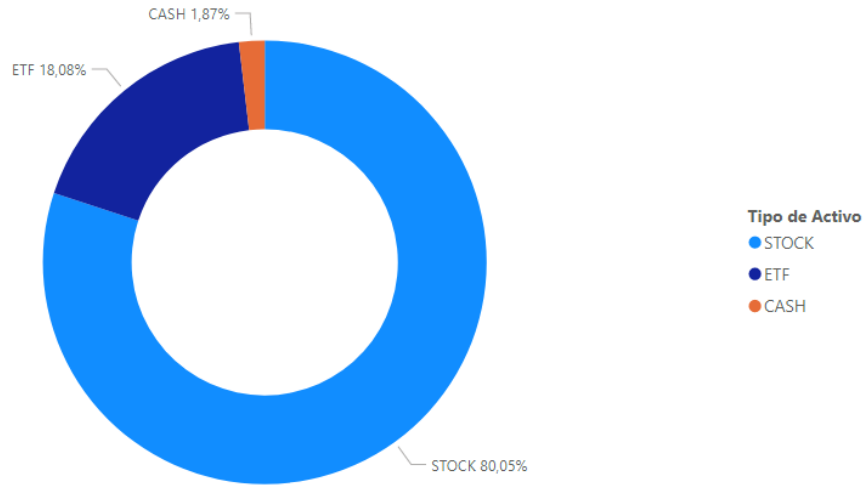
Distribución por sector

Distribución por Sector



Distribución por tipo de activo

Distribución por Tipo de Activo



Distribución por divisa

Distribución por Divisa

