

# ONLY

## COMPOUNDERS

Comentario Trimestre 2 - 2023

### EL FONDO

Only Compounders es un fondo de inversión compuesto por una colección de compañías de alta calidad diseñadas para ganar, que reinvierten su capital para fortalecer sus ventajas competitivas y continuar creciendo de manera rentable y sostenida, incrementando así sus beneficios en el tiempo. Por todo ello, nos consideramos propietarios de negocios que cada día valen más.

### DATOS FUNDAMENTALES

Nombre	Gestión Boutique IV Only Compounders, FI
Código ISIN	ES0168799064
Activos bajo gestión	1,1 M
Comisiones	1,2% + 7,0% éxito
Depositaria	0,08%
Gestora	Andbank Wealth Management, SGIIC
Depositario	Banco Inversis, S.A. - Grupo Banca March
Auditor	Deloitte, S.L.
Asesor	Sapphire Capital, EAF

### RENTABILIDAD

Período	1T	2T	3T	4T	Anual
2023	+11,9%	+6,9%			+19,6%
2022	-0,1%	-10,6%	-2,2%	-2,9%	-15,2%

### NUESTRA COLECCIÓN DE NEGOCIOS

1/	AMAZON.COM INC.	8.0 %
2/	CONSTELLATION SOFTWARE INC.	7.7 %
3/	MICROSOFT CORP.	7.7 %
4/	VEEVA SYSTEMS INC.	6.7 %
5/	TOPICUS.COM INC.	4.8 %
6/	NEMETSCHEK SE	4.5 %
7/	ALPHABET INC.	4.5 %
8/	ALLFUNDS GROUP PLC	3.8 %
9/	DANAHER CORP.	3.4 %
10/	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	3.3 %
11/	SAP SE	3.0 %
12/	META PLATFORMS INC.	2.9 %
13/	VISA INC.	2.9 %
14/	AMADEUS IT GROUP SA	2.8 %
15/	EDWARD LIFESCIENCES CORP.	2.7 %
16/	ADOBE INC.	2.6 %
17/	SALESFORCE INC.	2.6 %
18/	ANSYS INC.	2.5 %
19/	S&P GLOBAL INC.	2.4 %
20/	MASTERCARD INC.	2.3 %
21/	ROPER TECHNOLOGIES INC.	2.2 %
22/	SARTORIUS STEDIM BIOTECH	2.2 %
23/	IMCD NV	2.2 %
24/	HEXAGON AB	2.2 %
25/	AUTODESK INC.	2.2 %
26/	ADMICOM OYJ	1.8 %
27/	LUMINE GROUP INC.	1.8 %

# ONLY

## COMPOUNDERS

### Comentario Trimestre 2 - 2023

#### COMENTARIO TRIMESTRAL

**Only Compounders** cierra el segundo trimestre de 2023 con una rentabilidad del +19,6% en el año. Durante el mismo período supera a uno de los principales fondos indexados mundiales invertibles en euros, como es el Amundi MSCI World AE-C (+12,2% en el año).

Otro dato reseñable es que de los 1.142.412 euros de patrimonio que gestiona el fondo a cierre del segundo trimestre, 91.543 euros son ya plusvalías. En otras palabras, la rentabilidad media de nuestros participes se aproxima al +8,7% desde el inicio, hace poco más de un año.

Esto nos parece muy positivo. No sólo por ver crecer el patrimonio de nuestros participes, que es nuestro principal objetivo, sino también por el hecho de que esta rentabilidad positiva es fruto de las aportaciones realizadas en los momentos de incertidumbre ocurridos durante un año tan complicado como fue el 2022.

Dichas aportaciones reflejan que nuestros participes tienen la psicología adecuada para enfrentarse a los mercados, comprando cuando otros venden, que es el mejor momento para hacerlo. También que han confiado en nuestra filosofía de invertir en empresas líderes, solventes y resilientes al ciclo para encarar esa coyuntura. Empresas que cada día generan más valor, incluso en los momentos de crisis.

Para nosotros sería una tragedia que el fondo generase una rentabilidad elevada, pero muchos de los inversores no pudiesen disfrutarla por no soportar su volatilidad, vendiendo cuando se producen caídas, que es normalmente el peor momento para hacerlo.

Por ello, **Only Compounders** ha sido pensado desde el inicio para generar confianza en los malos momentos, contando con empresas sólidas y capaces de enfrentarse a la adversidad. Creemos que así podemos generar una rentabilidad lo suficientemente elevada para cumplir los objetivos patrimoniales de nuestros participes, pero principalmente que esta termine convirtiéndose en una realidad a largo plazo. Y es que, si no somos capaces de mantener una inversión a lo largo del ciclo, o si esta se derrumba cuando las cosas van mal, la rentabilidad nunca llegará a hacerse efectiva, aunque en un principio nos parezca que sí.

#### KEYWORDS STUDIOS

Durante este trimestre, hemos vendido por primera vez desde el inicio del fondo una de nuestras posiciones: **Keywords Studios**. Se trata de un hecho reseñable, ya que somos uno de los fondos con menor rotación de cartera de nuestro país, por lo que la confianza en nuestras empresas es muy alta.

¿Por qué hemos vendido?

Keywords Studios es el líder mundial en la subcontratación de procesos para la industria de los videojuegos, una compañía de la que hemos publicado una tesis de inversión en nuestro canal de YouTube, y en la que argumentábamos que sus ventajas competitivas residían en la escala, siendo tres veces más grande que su principal competidor. Por tanto, nadie posee sus capacidades ni su alcance global para satisfacer a sus clientes.

Sin embargo, la irrupción de la Inteligencia Artificial puede provocar una disrupción en su negocio. En nuestro comentario del primer trimestre de 2023 ya decíamos que “marcará la transformación de muchos sectores para los años venideros”, y el de los videojuegos no es una excepción.

Por ejemplo, procesos sencillos y de bajo valor añadido como son el doblaje, el testeo o la subtitulación, que antes eran intensivos en capital humano y llevaban horas de trabajo, ahora pueden ser parcialmente ejecutados por software de forma casi inmediata, lo que dificulta mantener una ventaja competitiva basada en la escala. Estos procesos suponen casi la mitad del negocio de Keywords.

Además, muchos de sus clientes son monstruos como Alphabet, Microsoft o Tencent, quienes están realizando inversiones millonarias en inteligencia artificial. Por lo que es posible que no vean la necesidad de subcontratar numerosos procesos, o incluso que con el paso del tiempo acaben prescindiendo de ellos.

No sabemos lo que pasará, si la compañía lo hará bien o mal, pero sí apreciamos un potencial deterioro de su ventaja competitiva, una línea roja en nuestra forma de entender la inversión. Anteponemos la calidad al resto de atributos, así que por prudencia hemos decidido vender nuestra posición, aunque seguiremos de cerca la evolución de su negocio.

# ONLY

## COMPOUNDERS

### Comentario Trimestre 2 - 2023

#### SARTORIUS STEDIM BIOTECH

Nuestra selección de negocios ha dado muestras de resiliencia y calidad, ya no sólo con palabras, sino con números. De las 27 empresas que tenemos en cartera, sólo 3 no han logrado crecer en 2023 con respecto al mismo periodo de 2022, siendo una de ellas recientemente incorporada.

Se trata de las 3 compañías que operan en el sector de ciencias de la vida: **Danaher (9)**, **Thermo Fisher Scientific (10)** y nuestra última incorporación **Sartorius Stedim Biotech (22)**, de la que hablaremos a continuación.

¿Por qué estas empresas no han crecido, pero creemos que sí lo harán en el futuro?

Actualmente, el sector se encuentra en una fase de transición tras dejar atrás la pandemia, normalizándose los ingresos extraordinarios asociados al covid-19, así como el nivel de inventarios que sus clientes mantenían en ciertos productos. No obstante, excovid las dos primeras compañías han crecido orgánicamente un 6% a divisa constante en el primer trimestre de 2023, y la tercera creemos que lo hará muy pronto.

Los problemas están localizados en la industria de los bioprocesos, dentro de la cual figuran las vacunas de mRNA que todos conocemos por la pandemia. Su demanda, afortunadamente, se ha reducido. No obstante, esta industria abarca mucho más, e incluye también a toda una nueva generación de medicamentos biológicos que están revolucionando los tratamientos de enfermedades tan graves como el cáncer. Hablamos, por ejemplo, de anticuerpos monoclonales o de terapias celulares y génicas. Su eficacia y la inversión que están acaparando prácticamente garantizan crecimientos de doble dígito durante años.

Este nicho cuenta con todas las características que exigimos en Only Compounders: crecimiento estructural, resiliencia al ciclo y buenos retornos, empresas y directivas. Si bien hasta la fecha sólo habíamos incorporado Danaher y Thermo Fisher, precisamente por su mayor diversificación y menor dependencia de los ingresos covid.

Tras la venta de Keywords Studios, aprovechamos las dudas temporales en el segmento para incorporar Sartorius Stedim Biotech. Invertir en grandes negocios cuando atraviesan problemas transitorios es el mejor camino para obtener buenos retornos a largo plazo. Creemos que este es uno de esos casos, ya que las caídas se deben al fin del covid-19, pero la tendencia estructural sigue intacta.

Sartorius Stedim Biotech es una compañía francesa que nace en 2007 tras la fusión de la división biotecnológica de Sartorius AG (la matriz alemana, propiedad de la familia Sartorius) y de Stedim Biosystems. Con el paso de los años, se ha convertido en líder en el aprovisionamiento de la industria de los bioprocesos, siendo la mayor cotizada del mundo especialista en este nicho.

A diferencia de Danaher y Thermo Fisher, quienes están más diversificadas, Sartorius depende, para lo bueno y para lo malo, de los bioprocesos. Por ello, durante la pandemia llegó a multiplicar por 3 su cotización. Y tras la vuelta a la normalidad, por el mismo motivo, la cotización volvió prácticamente al punto de partida inicial. Hemos construido nuestra posición a precios no vistos desde abril de 2020 (224 euros), siendo la facturación y los beneficios estimados para 2023 el doble que los presentados en 2019.

Una duda razonable que puede surgir es hasta qué punto esta facturación es sostenible una vez terminada la pandemia. Pues bien, estas expectativas de 2023 ya son incluyendo un deterioro significativo post-covid, puesto que la facturación cae desde los 3.493 millones de euros en 2022 hasta los 2.942 millones esperados para 2023 (un -16%). Una caída extraordinaria teniendo en cuenta que estamos ante un sector no cíclico y que las ventas de la empresa siempre han crecido a excepción de 2008 (un -2%).

Además, tres cuartas partes del volumen de su negocio son fruto de ventas recurrentes de productos críticos y regulados, ya que la empresa está especializada en los aprovisionamientos de un solo uso. Si tenemos en cuenta que, exceptuando el covid, el resto del sector goza de buena salud con un fuerte crecimiento de carácter estructural, creemos que estamos ante el momento adecuado para incorporar una nueva empresa "only" a la cartera.



# ONLY COMPOUNDERS

Comentario Trimestre 2 - 2023

## CONCLUSIONES

El comportamiento de nuestras empresas sigue siendo positivo, algo que se ha visto reflejado en la rentabilidad que ha obtenido el fondo en el primer semestre de 2023.

En algunos casos, el comportamiento ha sorprendido a los analistas. En otros, al contrario. Sin embargo y con la excepción de Keywords, en todos los casos consideramos que nuestras empresas mantienen intacto su potencial a largo plazo. A nuestro entender, esta es la forma correcta de invertir para incrementar nuestro patrimonio con el paso del tiempo.

No obstante, Only Compounders no es solo una colección de buenas compañías. Es un fondo de inversión de gestión activa que constantemente monitoriza la situación competitiva de sus empresas y toma decisiones en base a ello.

Un ejemplo lo mostramos en esta carta, vendiendo Keywords Studios por un potencial riesgo en su modelo de negocio (a pesar de que en sus últimos resultados publicados, correspondientes al 2022, crece al 34%), y comprando Sartorius Stedim Biotech, que actualmente cae en ventas, pero que en nuestra opinión goza de una excelente salud para el largo plazo.

En el futuro, aunque esperamos seguir siendo uno de los fondos con menor rotación de empresas de nuestro país, continuaremos tomando decisiones con un solo objetivo: ser propietarios de negocios que cada día valen más, y contribuir con ello a que nuestros partícipes sigan incrementando su patrimonio.

*Only Compounders*