



Madrid, 4 de agosto de 2023.

Durante el mes de julio, **VALENTUM FI ha subido 2,24% y VALENTUM MAGNO FI 2,42% (Eurostoxx 1,74%, IBEX 1,20%, MSCI Europe NR 1,99%, S&P500 en EUR 2,10%, Russell 2000 en EUR 4,99%).**

Julio es un mes intenso con la mayoría de las compañías de la cartera publicando sus resultados del segundo trimestre. Podemos afirmar que los resultados están yendo, en general, mejor de lo esperado. Nuestras empresas están cumpliendo, confirmando guías para final de año y también subiendo dichas expectativas.

### La Cartera

**La exposición neta de VALENTUM FI a renta variable a cierre del mes es del 91,15% y la de VALENTUM MAGNO FI del 93,05%.** Este mes hemos continuado aumentando el peso en algunas ideas que nos gustan y nos han dado oportunidad como **SCS, Anima, Montana, Alten** y algunas otras. Hemos reducido en aquellas en las que vemos que el potencial es menor o su valoración puede ser afectada por factores externos a la compañía, como por ejemplo en **Bankinter**.

### Los Detalles

**Tobii Dynavox** es una empresa de **tecnología médica de nicho**, desarrollan dispositivos diseñados para dar voz a personas con impedimento del habla. Esta condición puede darse debido a una enfermedad de nacimiento, siendo una de las consecuencias el no poder comunicarse oralmente, o puede ocurrir debido a una enfermedad desarrollada con el tiempo o un cambio en la condición física debido, por ejemplo, a un accidente de tráfico. Hablamos de personas con parálisis cerebral, esclerosis múltiple, autismo, y muchas otras duras condiciones de salud. Como hemos dicho, Tobii Dynavox da voz a estas personas, este tipo de tecnología médica de apoyo se encuentra en la parcela de **Comunicación Aumentativa y Alternativa**. Sus dispositivos cuentan con lo que se denomina **tecnología de seguimiento ocular**, es un software desarrollado internamente que consigue seguir el movimiento del ojo mientras este va señalando las letras del teclado de una pantalla (tipo iPad), de esa manera los usuarios pueden ir "tecleando" con los ojos, y el dispositivo habla por ellos, con una voz sintética. También cuentan con una biblioteca de símbolos propia, para facilitar la comunicación a los usuarios.

El dispositivo hardware también es producido por Tobii Dynavox. Son aparatos certificados médicamente (por la FDA y por la EMA), por lo que son productos que cubren los seguros privados y la seguridad social (en Estados Unidos, *Medicaid*). Esto es un punto clave de la historia de Dynavox, y es que un 78% de sus ventas se realizan en Estados Unidos, ya que es el mercado que mayor cobertura aporta para este tipo de condiciones. **Actualmente hay 50 millones de personas que no pueden comunicarse de manera efectiva e independiente**, 2 millones de personas son diagnosticadas al año con una condición que requiere la necesidad de una



tecnología de apoyo para el habla, solo el 2% de esos diagnosticados llegan a tener disponible un dispositivo de asistencia como el de Tobii Dynavox.

Tobii Dynvox es el líder en este mercado, siendo dos veces más grande que el segundo competidor. Pero, el problema de este mercado no es la competencia, sino el conocimiento de la solución. La compañía ha centrado sus esfuerzos de ventas en proporcionar esta educación a los terapeutas, para que puedan prescribir sus dispositivos. Durante el covid, sufrieron numerosos problemas: 1) La venta presencial es imprescindible para enseñar el funcionamiento del dispositivo, tanto al médico capaz de prescribirlo como al usuario final 2) Sufrieron falta de componentes para construir su hardware, por lo que hubo muchos pedidos atrasados 3) El margen se vio gravemente afectado debido a la subida de los costes logísticos y de los precios de dichos componentes escasos.

En los últimos trimestres la compañía ha conseguido crecer por encima de su objetivo a largo plazo. **En el primer y segundo trimestre han crecido de manera orgánica un 15% y un 20% respectivamente**, su objetivo es crecer por encima del 10%. Además, han realizado pequeñas adquisiciones: han comprado distribuidores que han sido *partners* desde el inicio y proveedores de productos complementarios al suyo. Por otra parte, el margen, que durante el covid se vio damnificado por todas las subidas de costes mencionadas en el anterior párrafo, va recuperando adecuadamente (el objetivo es un margen EBIT por encima del 15%, y este trimestre, excluyendo costes por la última operación de M&A, se ha situado en 9,2%).

Entramos en Tobii Dynavox a principios de 2022, poco después de que se materializase su *spin off* de la matriz Tobii. Tobii (unión de Tobii Pro y Tobii Tech) utiliza la misma tecnología de seguimiento ocular, pero para otro tipo de aplicaciones; son los líderes mundiales en lo que se denomina "*attention computing*", utilizada como aplicativo de seguridad en automoción, entrenamiento aeroespacial, realidad virtual etc. La principal razón del *spin off* fue que los usos y objetivos de ambas partes de la compañía cada vez distaban más de sí, además Tobii Dynavox era rentable mientras que Tobii todavía no lo es. Tras conocer a uno de los fundadores en una reunión presencial en Madrid vimos que nuestra oportunidad sería entrar en Tobii Dynavox: **una compañía de nicho rentable, de alto crecimiento, y con un propósito cuanto menos inspirador.**

Aprovechamos las caídas tras el *spin off* y compramos a un precio medio de 24,30 SEK, tras los buenos resultados de los últimos dos trimestres, la acción ha subido, siendo el último precio de cierre 32,50 SEK. La valoración actual es un poco más exigente a lo que estamos acostumbrados, pero pensamos que el crecimiento y el sector lo merecen, de acuerdo a nuestras estimaciones cotiza a los siguientes múltiplos: **EV/EBITDA 2024 11,07x, FCF yield EV 2024 3,4%, P/E 2024 22,71x**. El peso actual en la cartera es de un 2,6%, no siendo más debido a la valoración exigente.

Como con la mayoría de nuestras posiciones, nuestra relación tanto con el CEO como con la CFO es estrecha, creemos que han realizado un gran trabajo recuperando todo lo perdido durante el covid, y acelerando el crecimiento con la inversión en su equipo de ventas. **Hablamos con ellos**



trimestralmente y hemos visto como todos sus objetivos e ideas comunicadas en nuestras reuniones se han ido cumpliendo trimestre a trimestre.

En cuanto a la cartera de Valentum Magno, FI este mes nos gustaría explicar una de las posiciones en Estados Unidos: **TriNet**.

TriNet es una **PEO** (Professional Employer Organization) que cuenta con dos líneas de negocio: *insurance services*, parte tradicional que pesa un 51% de las ventas, y *professional services*, plataforma de recursos humanos que se encarga del proceso de nóminas, fiscalidad de los empleados, entre muchos otros servicios. Sus clientes son pequeñas y medianas compañías que externalizan estos servicios para: 1) conseguir mejores precios para los seguros de salud de los empleados, aspecto cada vez más importante para poder retener al personal con buenas condiciones y 2) para gestionar las nóminas y sobre todo las diferencias fiscales entre estados que suponen un tratamiento distinto y que, con el teletrabajo se han ampliado.

En el entorno actual de incertidumbre macroeconómica y moderación de la contratación (sobre todo en empresas tecnológicas) TriNet está mostrando una gran fortaleza, sufriendo el menor número de empleados bajo su cargo, con mayor volumen de servicios a sus clientes actuales. El año pasado compraron Zenefits, una empresa de software de gestión de RRHH. Con Zenefits van a poder alargar el ciclo de vida de sus clientes, pudiendo dar servicio a empresas más pequeñas en primera instancia y mantener a aquellas que crecen rápidamente con el software integrado de las dos plataformas.

Nos gusta esta compañía por la calidad y resiliencia de su negocio. El equipo directivo de TriNet lleva décadas en la compañía, siempre mejorando la gestión y adquiriendo nuevas capacidades y clientes. Además, tienen un agresivo programa de recompra de acciones: con la publicación de resultados del segundo trimestre, han anunciado que **han aumentado la autorización desde \$400M a \$1,4bn**, queriendo comprar \$1bn antes de que termine 2023.

TriNet cotiza a los siguientes múltiplos: **EV/EBITDA 2024 10,04x**, **FCF yield EV 2024 7%**, **P/E 2024 17,23x**. Tiene un peso de 2,2% en la cartera de Valentum Magno, FI.

Para más información puede contactar con nosotros en el 91 250 02 46 y en el 646 754 218.

**VALENTUM, FI**  
**VALENTUM MAGNO, FI**

[www.valentum.es](http://www.valentum.es)

@ValentumAM



VALENTUM, FI y VALENTUM  
MAGNO, FI son fondos de

**VALENTUM**  
ASSET MANAGEMENT

<b>20,88</b> Valor Liquidativo	<b>119,78 Mill.</b> Patrimonio	<b>2,24%</b> Rent. Mes	<b>8,0%</b> Rent. Año	<b>108,77%</b> Rent. Inicio
-----------------------------------	-----------------------------------	---------------------------	--------------------------	--------------------------------

**EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL ÍNDICE DE REFERENCIA**

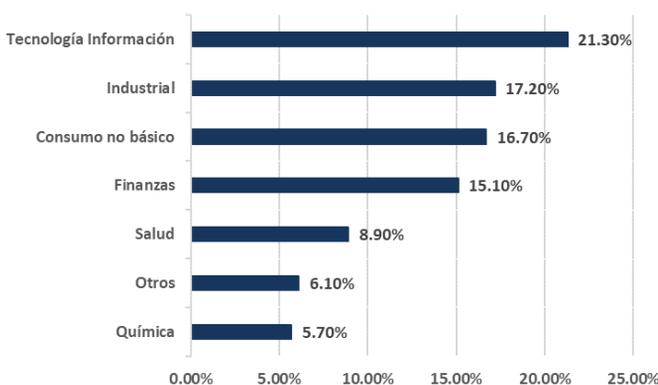


**RENTABILIDAD MENSUAL vs ÍNDICES PRINCIPALES**

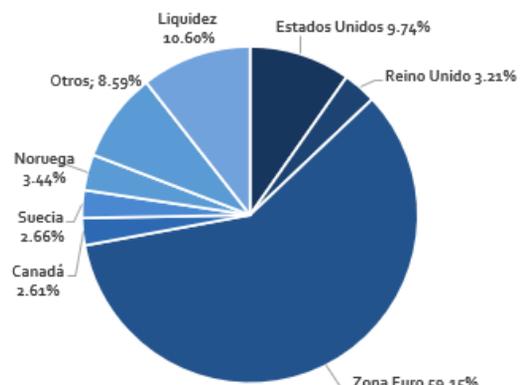
Evolución	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2014			0.2%	-1.9%	2.3%	0.4%	-2.5%	1.9%	0.4%	-1.7%	3.3%	1.7%	3.7%
2015	4.1%	11.2%	2.6%	1.2%	1.1%	-2.2%	2.6%	-6.1%	-1.9%	9.1%	3.5%	-2.3%	23.8%
2016	-7.5%	-2.2%	6.7%	-0.1%	3.1%	-4.9%	7.6%	1.9%	-1.3%	-1.3%	1.3%	3.1%	5.5%
2017	1.9%	4.8%	4.4%	4.3%	2.2%	-1.1%	2.2%	-1.1%	2.9%	-0.4%	-0.7%	3.9%	25.9%
2018	3.8%	2.5%	-2.8%	3.0%	2.8%	-0.0%	-1.4%	3.1%	-1.0%	-9.0%	-3.8%	-5.5%	-8.8%
2019	6.5%	3.8%	-0.2%	3.2%	-3.5%	1.3%	1.1%	-7.7%	0.7%	1.5%	6.0%	2.7%	15.7%
2020	0.1%	-5.8%	-20.8%	12.1%	3.6%	5.8%	1.8%	3.8%	0.2%	-1.9%	14.4%	7.5%	17.1%
2021	2.9%	5.7%	5.2%	4.4%	1.8%	1.4%	2.2%	2.1%	-3.8%	2.3%	-1.7%	2.4%	27.6%
2022	-3.9%	-4.6%	-1.0%	-3.9%	-1.6%	-12.7%	6.3%	-4.5%	-9.7%	4.2%	3.1%	-2.8%	-28.2%
2023	7.6%	0.4%	-3.6%	1.5%	-0.8%	0.7%	2.2%	-	-	-	-	-	8.0%

Evolución en EUR	VALENTUM	MSCI Europe	Euro STOXX 50	IBEX 35	S&P 500	DJ Industrial Average	Russell 2000
Desde Inicio (28/02/2014)	109.1%	77.7%	81.2%	28.3%	250.1%	238.3%	132.2%
2023	8.0%	13.3%	20.5%	20.2%	16.5%	5.1%	10.8%
CAGR desde inicio	8.1%	6.3%	6.5%	2.7%	14.2%	13.8%	9.3%
Volatilidad	13.9%	14.9%	18.8%	18.2%	17.9%	15.6%	23.5%

**DISTRIBUCIÓN POR SECTORES**



**DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA**



**DATOS DEL FONDO**

**DENOMINACIÓN**

Valentum FI

**SOCIEDAD GESTORA**

Valentum Asset Management, SGIC, SA

**GESTORES**

Luis de Blas / Jesús Domínguez

**DEPOSITARIO**

Caceis Bank Spain SAU

**AUDITOR**

Deloitte, S.L

**ESTRUCTURA LEGAL**

UCITS IV

**NÚMERO DE REGISTRO CNMV**

4710

**POLÍTICA DE INVERSIÓN**

Renta Variable Global

**ISIN**

ES0182769002

**DIVISA**

Euro

**DIVIDENDOS**

Acumulación

**COMISIÓN GESTIÓN**

1,35%

**COMISIÓN RESULTADOS**

9,00%

**COMISIÓN DEPOSITARIA**

0,04%

**COMISIÓN SUSCRIPCIÓN/REEMBOLSO**

No existe

**INVERSIÓN MÍNIMA**

No existe

**CÓDIGO BLOOMBERG**

VALNTUM SM EQUITY

12,71 Valor Liquidativo	6,59 Mill. Patrimonio	2,42% Rent. Mes	17,49% Rent. Año	27,06% Rent. Inicio
----------------------------	--------------------------	--------------------	---------------------	------------------------

### EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL ÍNDICE DE REFERENCIA

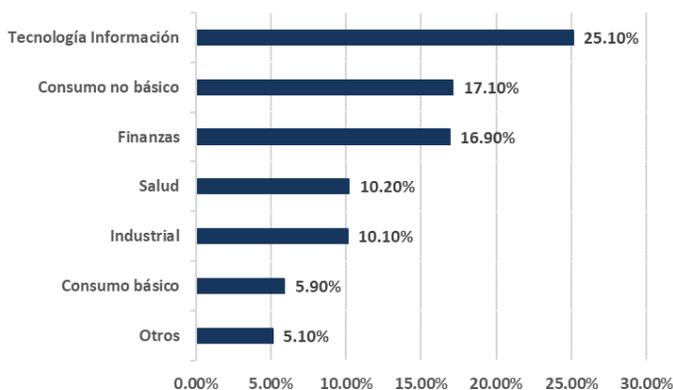


### RENTABILIDAD MENSUAL vs ÍNDICES PRINCIPALES

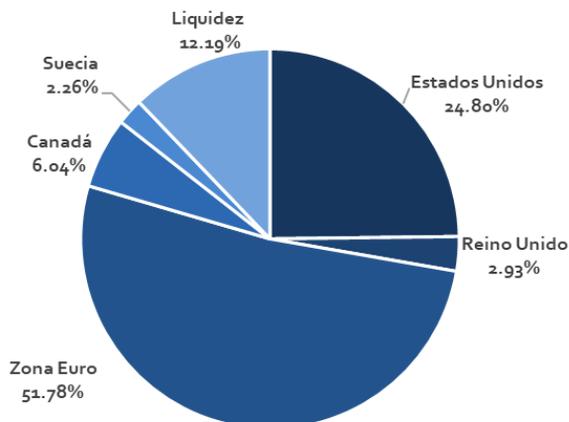
Evolución	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2020	-	-	-	-	-	0.2%	-0.4%	1.2%	-0.7%	-3.5%	9.4%	1.9%	7.7%
2021	0.4%	3.2%	6.1%	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	1.0%	-2.1%	3.0%	-3.8%	4.5%	19.3%
2022	-3.2%	-3.4%	-0.8%	-3.0%	0.5%	-9.2%	8.4%	-5.3%	-6.1%	4.9%	5.4%	-4.0%	-15.9%
2023	9.9%	2.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	2.3%	2.4%	-	-	-	-	-	17.5%

Evolución	VALENTUM MAGNO	MSCI World Index	Euro STOXX 50	IBEX 35	S&P 500	DJ Industrial Average	Russell 2000
Desde Inicio (05/06/2020)	27.1%	45.6%	42.4%	34.7%	52.6%	43.3%	40.3%
2023	17.5%	15.1%	20.5%	20.2%	16.5%	5.1%	10.8%
Volatilidad	14.4%	14.8%	18.8%	18.2%	17.9%	15.6%	23.5%

### DISTRIBUCIÓN POR SECTORES



### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA



### DATOS DEL FONDO

#### DENOMINACIÓN

Valentum Magno FI

#### SOCIEDAD GESTORA

Valentum Asset Management, SGIC, SA

#### GESTORES

Luis de Blas / Jesús Domínguez

#### DEPOSITARIO

Caceis Bank Spain SAU

#### AUDITOR

Deloitte, S.L

#### ESTRUCTURA LEGAL

UCITS IV

#### NÚMERO DE REGISTRO CNMV

5458

#### POLÍTICA DE INVERSIÓN

Renta Variable Global

#### ISIN

ES0182719007

#### DIVISA

Euro

#### DIVIDENDOS

Acumulación

#### COMISIÓN GESTIÓN

1,00%

#### COMISIÓN RESULTADOS

9,00% (A partir del 3%)

#### COMISIÓN DEPOSITARIA

0,06%

#### COMISIÓN SUSCRIPCIÓN/REEMBOLSO

No existe

#### INVERSIÓN MÍNIMA

No existe

#### CÓDIGO BLOOMBERG

VMMAGNO SM EQUITY



**Aviso legal:**

La información contenida en este documento refleja las opiniones de la gestora del Fondo, VALENTUM ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A. y en particular de los gestores de VALENTUM, FI a la fecha de publicación. Pese a que la información utilizada en el análisis de valores se considera fiable, no se puede garantizar la exactitud de esta y las valoraciones y proyecciones estimadas podrían no cumplirse. Este documento es de carácter informativo y no debería considerarse asesoramiento financiero o recomendación de compra o venta de ningún valor o instrumento. Las posiciones mostradas son a fecha de publicación del presente documento y son susceptibles de cambios sin previo aviso. Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. El precio de las inversiones podría variar y el inversor podría no recuperar la cantidad inicialmente invertida. El inversor debe ser consciente de que el instrumento financiero y los valores a que se refiere el presente documento pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. Con anterioridad a realizar la inversión, el inversor debe conocer los riesgos del producto y la información contenida en el último informe semestral y el folleto completo y simplificado (DFI) disponibles en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), y [www.valentum.es](http://www.valentum.es). El presente documento no detalla la totalidad de las posiciones de la cartera de VALENTUM, FI y tiene como finalidad informar de las cuestiones más relevantes de la cartera, especialmente en relación con los eventos del último mes.

El presente documento no es una campaña publicitaria de suscripción o adquisición de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva ni constituye actividad publicitaria o promocional. El destinatario conoce la normativa aplicable en materia de inversión colectiva y ha mostrado interés expreso en recibir dicha información. Si no desea recibir comunicaciones electrónicas referentes al fondo VALENTUM, FI, o de VALENTUM ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A. envíe un correo a [valentum@valentum.es](mailto:valentum@valentum.es). El contenido de este correo electrónico y sus anexos son estrictamente confidenciales. En caso de no ser usted el destinatario y haber recibido este mensaje por error, agradeceríamos que lo comunique inmediatamente al remitente, sin difundir, almacenar o copiar su contenido.