

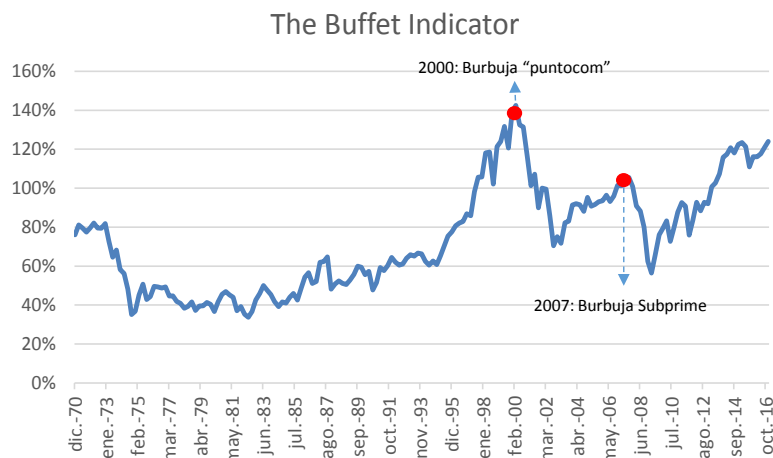
Estimado Inversor,

El mes de febrero ha cerrado con revalorizaciones en los principales índices europeos. En España, el IBEX 35 se ha revalorizado un 2,6% y en Portugal, nuestro segundo mercado por exposición, el PSI 20 se ha revalorizado un 3,86%. En el mismo periodo el valor liquidativo de MCIM Capital Opportunities SICAV se ha revalorizado un 1,8% hasta situarse en 12,32€ por acción.

En cartas anteriores comentamos que desde nuestro punto de vista la combinación de ciertos riesgos de carácter macroeconómico y monetarios unidos a los exigentes múltiplos a los que cotizan ciertas bolsas internacionales (especialmente en EEUU) nos hacía ser particularmente conservadores y que por ello disponemos de una fuerte posición de caja y exposición al oro.

A modo de ejemplo no gustaría compartir el conocido como “indicador de buffet” que mide la capitalización de mercado de las firmas cotizadas respecto del Producto Nacional Bruto (PNB) de EEUU. La capitalización se mide a través del índice Wilshire 5000, que es un índice ponderado por capitalización bursátil que incluye todas las acciones negociadas de forma activa. Por otro lado el PNB es el valor total de mercado de los bienes y servicios producidos por los residentes de un país

Cuanto mayor sea el ratio Wilshire 5000/PNB, mayor indicio de una posible sobrevaloración del mercado y cuanto menor sea, mayor indicio de una posible infravaloración del mercado, todo en términos generales.



Como se puede observar en el gráfico el ratio está por encima del 120% e históricamente sólo es superado por la burbuja puntocom del año 2000. Hay que tener en cuenta que este ratio no es más que un indicador a modo de múltiplo sobre la valoración general del mercado. Sin embargo, Warren Buffet lo describió como “probablemente la mejor medida individual de dónde están las valoraciones en un momento dado”.

“The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient.”– Warren Buffett

En el equipo de MCIM Capital somos conscientes de que disponer de una importante posición de caja y de exposición a activos que suelen adoptar un papel de refugio, como el oro, puede provocar que en caso de que las bolsas suban de forma clara nos quedemos atrás en términos de rentabilidad. Sin embargo, nuestro principal compromiso con nuestros co-inversores consiste en preservar el capital a medio largo plazo y pensamos que esta es la forma más efectiva de hacerlo.

La cartera actual tiene un ROCE medio del 24%, el 44% de las compañías en cartera tienen caja neta y la cartera cotiza a 9,9 veces beneficios normalizados, por lo que tiene un potencial muy razonable y esperamos poder recoger los frutos de la paciencia en el futuro. El nivel de inversión ha aumentado un 1,9% hasta situarse en un 63,6% del patrimonio gestionado

En cuanto a nuestras principales inversiones del mes, cabe destacar la incorporación a la cartera de una pequeña participación en Hispania así como el incremento de la participación en Alantra, NOS y Sonae.

Alantra es una firma española centrada principalmente en dos actividades, la banca de inversión y la gestión de activos. En lo que se refiere al negocio de banca de inversión (M&A, etc.) la firma está creciendo fuertemente tanto de forma orgánica como mediante adquisiciones (como la reciente compra de C.W. Downer & Co). En los últimos años la firma está transformando su modelo de negocio hacia una firma global con oficinas en más de 19 países y en la que el 60% de las transacciones asesoradas en los últimos meses han sido *cross border*. Adicionalmente, la firma tiene cierta cobertura interna al ofrecer servicios de reestructuración de deuda, tradicionalmente contra-cíclicos respecto del asesoramiento en transacciones de M&A.

Dentro de esta división, la firma cuenta con el negocio de Equities, dedicado al research y brokerage de acciones españolas y una participación en N+1 Singer, bróker con actividad similar en UK (muy rentable y con una posición de caja considerable).

La unidad de negocio de gestión de activos cuenta con más de 3.500M€ de activos bajo gestión, y en ella destacan los fondos de capital riesgo (la firma ha sido capaz de levantar el mayor fondo desde que estalló la crisis) y los fondos activistas, con mención especial al fondo EQMC cuyo track record es impresionante (26% anual desde 2010) y que le sitúa como el mejor fondo de su categoría y lo que le ha ayudado a aumentar sus activos bajo gestión hasta los 400M€. La firma también presta servicios de banca privada (50% controlado por los banqueros y con 1.300Me de activos bajo gestión) que en 2016 entró prácticamente en umbral de rentabilidad y un fondo de deuda corporativa.

Adicionalmente, la firma cuenta con una posición de caja neta muy sólida y con co-inversiones en sus propios vehículos de inversión. Entre inversiones y cash la firma contaba aproximadamente con activos financieros netos por valor de 140M€ (o lo que es lo mismo el 40% de su capitalización de mercado).

La firma cumple todos los requisitos que pedimos a una inversión, puesto que nos gusta el modelo de negocio, dispone de una posición financiera muy sólida, el 43% del capital lo poseen los ejecutivos del grupo y el precio es atractivo. Según nuestras estimaciones la firma tiene un potencial de revalorización del 50%.

En cuanto a las principales desinversiones de la cartera cabría destacar la reducción de las participaciones en Miquel y Costas e Ibersol, ambas como consecuencia de su menor margen de seguridad respecto de margen medio de la cartera.

Nos gustaría aprovechar esta carta para agradecerle su confianza en este proyecto en el que tenemos puesto todo nuestro esfuerzo y dedicación con el objetivo de obtener grandes resultados en el futuro.

Luis Morgado y Jose Ruiz de Alda