

Estimado Inversor,

En el mes de diciembre las principales bolsas europeas han cerrado con ligeras caídas, si bien el MSCI Europe Total Return (que incluye los dividendos) subió un 1,12% en el mes situando la rentabilidad anual en el 11,65%. En el mismo periodo el valor liquidativo de MCIM Capital Opportunities SICAV, se ha revalorizado un 3,04% hasta situarse en 13,54€ por acción o lo que es lo mismo, **una rentabilidad en el año del 14,1%, con una volatilidad a un año del 5,65%**.

El comportamiento relativo de la cartera desde el inicio (desde que pasó a ser un vehículo 100% equity en junio 2015) sigue siendo muy satisfactorio, **con una rentabilidad anualizada desde el inicio del 12,1% frente al 3,5% del MSCI Europe Total Return** (con dividendos incluidos).

Cuando MCIM Capital Opportunities SICAV inició su andadura como vehículo de renta variable en 2015 decidimos utilizar el IBEX 35 como índice comparable debido a la alta ponderación de la bolsa española en la cartera (superior al 60%). Sin embargo, en la actualidad y como consecuencia de la progresiva apertura hacia nuevos mercados y oportunidades en Europa, la cartera está compuesta y especializada principalmente en compañías europeas. Por esta razón consideramos que tiene sentido cambiar el índice de referencia al MSCI Europe Total Return. Este índice representa aproximadamente el 85% de la capitalización del mercado de los 16 países europeos que lo componen, invierte en más de 500 compañías del continente e incluye los dividendos.

2017 se ha caracterizado por ser un año muy positivo en términos de rentabilidad en los principales índices mundiales. En este entorno, a principios de año en cartas anteriores explicábamos la situación *“en caso de continuar la tendencia alcista reciente debería seguir evolucionando razonablemente bien (aunque en menor nivel que los índices como consecuencia de nuestra menor exposición). En caso de que el escenario se torne más negativo pensamos que nuestra cartera estará mejor preparada para soportar las caídas y aprovechar las posibles oportunidades que se presenten.”*

Prácticamente un año después, nuestra visión de la situación no ha variado sustancialmente, a excepción de que gracias a la selección de valores nuestra rentabilidad fue superior a la de los principales índices durante el año 2017 con volatilidades inferiores a las del mercado.

La baja volatilidad de la cartera, concretamente un 5,65% a un año, se ha debido principalmente a los siguientes factores:

- Nuestra posición en **caja disponible para aprovechar aumentos en la volatilidad de los mercados** (en mínimos de una década).
- Selección de **compañías con posiciones financieras muy sólidas**, con caja neta o baja deuda financiera.
- Posición en **compañías en sectores tradicionalmente contra-cíclicos**.

“Lo más seguro y más rentable es comprar algo cuando a nadie le gusta.” – Howard Marks

A pesar de que en términos generales los mercados de renta variable cotizan a precios exigentes, lo que unido a la retirada de las políticas monetarias no convencionales nos hace ser especialmente cautelosos, en MCIM Capital seguimos encontrando interesantes oportunidades de inversión, **principalmente en los lugares donde el consenso es más negativo**.

Durante el último mes hemos aprovechado las fuertes revalorizaciones en algunas compañías para reducir ciertas posiciones y hemos aprovechado para incrementar la exposición a compañías en los que el margen de seguridad se ha incrementado. La cartera actual tiene un ROCE medio del 27%, el 45% de las compañías en cartera tienen caja neta y la cartera cotiza a 10,1 veces beneficios normalizados y según nuestras estimaciones la cartera **tiene un potencial superior al 40%** y esperamos poder recoger los frutos de la paciencia en el futuro.

En cuanto a nuestras principales inversiones del mes, cabe destacar la incorporación a la cartera de Elegant Hotels y Teekay Tankers así como el incremento de la participación en Safestyle, IWG y Talgo.

Elegant Hotels Group PLC, es la cadena hotelera más grande de Barbados en el segmento de lujo con una cuota del 25,1%. Cuenta con 7 hoteles de 4-5 estrellas y 1 restaurante en la costa oeste de Barbados. Conocimos la compañía por la noticia del intento de adquisición por parte de Meliá en el mes de diciembre y nos sorprendió la prima del 40% que ofreció sobre su cotización. La compañía ha tenido un comportamiento negativo desde su salida debido principalmente a que más del 70% de los clientes provienen de UK y como consecuencia del bréxit la libra ha caído un 15% y la compañía ha registrado menores ingresos (como combinación de menor ocupación y menor ADR por habitación). La compañía cotiza con descuento en lo que a múltiplos sobre EBITDA se refiere, y adicionalmente ha realizado la mayor parte del capex necesario para los próximos años (unos de los aspectos por los que Meliá se interesó) y una tasa impositiva del 15% que provocan que la tasa de conversión de EBITDA en caja sea muy elevada y que cotice con mayor descuento en términos de cash flow libre. La compañía tiene un potencial cercano al 60%.

En cuanto a las principales desinversiones de la cartera cabría destacar la reducción de las posiciones en Numis, Sonae, Alantra y Teekay LNG Partners. En todos los casos la reducción se debe a subidas de las cotizaciones de las compañías que han reducido su potencial objetivo y por lo tanto su peso en 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