

Estimado Inversor,

Nos dirigimos a usted por primera vez en una carta trimestral para informarle de la evolución de la SICAV en los últimos meses. Adicionalmente nos gustaría aprovechar esta comunicación para hacer un ejercicio de transparencia en el que explicarles, a ustedes nuestros co-inversores, algunos ejemplos de los negocios que hay detrás de nuestra cartera y que de los que de una forma indirecta son propietarios.

Estos últimos meses se han caracterizado por las caídas en los principales índices europeos y globales, y más concretamente octubre ha sido un mes especialmente negativo. El MSCI Europe Total Return ha caído un 4,7% en el mes, mientras que en el mismo periodo el valor liquidativo de CIMA Global Value SICAV ha caído un 3,7% hasta situarse en 12,24€ por acción.

El comportamiento relativo de la cartera desde el inicio sigue siendo satisfactorio, **con una rentabilidad anualizada desde el inicio del 5,7% en comparación con 1,3% del MSCI Europe Total Return.**

La exposición a renta variable a cierre del mes es del 86% y el 14% restante es liquidez. De la **cartera actual** el 40% de las compañías en cartera no tienen deuda y el 60% de las compañías son compañías familiares, lo cual unido al PER medio normalizado de 9x veces al que cotizan actualmente, nos hace ser muy optimistas sobre su evolución en el largo plazo. Según nuestras estimaciones **la cartera tiene un potencial superior al 65%**, por lo que esperamos poder recoger los frutos de la paciencia en el futuro.

Principales posiciones

En CIMA Capital somos conscientes de que la transparencia es fundamental para los co-inversores y más si cabe cuando el entorno de mercado es negativo y nos pone a prueba constantemente. Por ello nos gustaría aprovechar esta carta trimestral para bajar al detalle y comentar algunas de las principales inversiones de la cartera de forma que nuestros co-inversores sean partícipes de nuestro optimismo sobre las oportunidades que vemos en el mercado.

Una de las principales posiciones de la cartera es **Nicolás Correa**, fabricante de máquina herramienta y más concretamente soluciones de fresado personalizadas. Nicolás Correa es una compañía que ha pasado por una situación muy complicada a lo largo de la última década como consecuencia de la adquisición de Anayak a finales del ciclo expansivo anterior. La compañía llegó a tener una deuda financiera de más de 25 millones de euros con un EBITDA negativo y ha pasado por un proceso de reestructuración muy complicado y doloroso (que deja valiosas lecciones para el futuro).

Actualmente, después de la simplificación de la estructura productiva en su fábrica de Burgos, se encuentra en un momento muy positivo con una cartera de pedidos récord, productos muy innovadores con gran demanda (como el cabezal UDX recientemente premiado) y una situación financiera saludable (con la posibilidad de que acabe con caja neta o muy poca deuda en 2018).

A los precios actuales la compañía capitaliza 38 millones de euros y espera cerrar el año con un beneficio neto consolidado de entre 5 y 6 millones de euros (PER 7 aproximadamente) y según nuestros cálculos podría cerrar el año con una caja neta de más de 3 millones (en caso de cierre de la operación de Itziar ya pactada). La compañía tiene unas perspectivas muy positivas para 2019 y prueba de su optimismo es que el equipo gestor (cuatro consejeros) de la compañía ha adquirido acciones de la compañía por un total del 2,1% de capital de la compañía a precios muy superiores a los actuales. Nada mejor que comerse la comida cuando se la come el cocinero.

La compañía se ha revalorizado con fuerza en los últimos años debido al exitoso proceso de reestructuración, si bien es importante aclarar que la compañía tiene el mismo Enterprise Value (Capitalización + Deuda) que hace 4 años (cuando cotizaba a 1€ por acción) debido a la amortización de

25M€ de deuda, con la diferencia de que actualmente tienen un beneficio de 5M€ mientras que entonces tenía fuertes pérdidas.

Si bien es cierto que un sector cíclico y siempre hay que ser precavido, hay que entender que la compañía se encuentra en una situación totalmente diferente a 2008 para afrontar cualquier ralentización o ciclo negativo con:

- Caja neta en lugar de una deuda neta muy significativa.
- Una estructura productiva simplificada con menores costes fijos.
- Nuevos productos con fuerte potencial (por ejemplo, el cabezal UDX).
- Dispone de unas bases imponibles negativas de más de 18 millones de euros a cierre de 2018 que le ahorrarán muchos impuestos futuros (no caducan).

Otra posición significativa es **Safestyle**, compañía inglesa dedicada a la fabricación e instalación de ventanas para el mercado de reparación y mantenimiento. La compañía sufrió una tormenta perfecta en 2018 cuando a un entorno de mercado ya complicado se sumó la entrada de un nuevo competidor proveniente de la empresa (un antiguo fundador) que utilizando información interna de la compañía comenzó a contratar empleados y a atacar comercialmente a la compañía. La compañía llegó a caer un 80%, en lo que prácticamente implicaba que el mercado esperaba su quiebra o recapitalización.

Actualmente, después de un proceso judicial cerrado con un acuerdo con el antiguo competidor, la compañía se encuentra en un entorno mucho más favorable, con espacio para recuperar y aumentar su volumen de negocio, con capacidad industrial en exceso para no tener que realizar inversiones relevantes en los próximos años, con una situación financiera saneada y con una valiosa lección aprendida.

A fecha de esta comunicación, la compañía capitaliza 67 millones de libras con una ventas de aproximadamente 120 millones (150 si recupera la venta perdidas por el antiguo competidor) y un FCF normalizado según nuestras estimaciones (a 2-3 años vista) de 9 millones, o lo que es lo mismo 7x veces beneficios.

DeA Capital es otra de nuestras principales posiciones en cartera. DeA capital es una compañía dedicada a la gestión de activos inmobiliarios y de Private Equity (o inversión en empresas privadas) en Italia y que tiene una estructura contable muy compleja que, a simple vista, la hace poco atractiva y que cotice con múltiplos muy elevados. Ópticamente, sin profundizar en el análisis, tiene un precio en mercado de 382 millones de euros y unos beneficios de aproximadamente 12 millones (por lo que cotiza a un múltiplo PER de 30, muy elevado), pero de esta forma no se reflejan una serie de activos ocultos muy significativos:

- La compañía es propietaria del 17,3% de su propio capital, por lo que el valor real al que cotiza son 316 millones.
- DeA dispone de una caja neta real (sí, sí, en la cuenta corriente) de 161M€ o lo que es lo mismo nos pertenecen a cada accionista 0,63€ de caja por acción o lo que es lo mismo el 50% del precio de la acción a día de hoy.
- Adicionalmente tiene inversiones en sus propios fondos por valor de 202 millones de euros, o lo que es lo mismo, 0,80€ por acción.
- Y obtenemos adicionalmente el negocio, dos gestoras de fondos con activos bajo gestión totales de 11.000 millones de euros y que generan unos beneficios anuales para los accionistas de unos 11 millones.

Resumamos, suponga que se compra un piso en su ciudad por 200.000€. Digamos que revisando los cajones del dormitorio encuentra 100.000€ en efectivo, limpiando la buhardilla encuentra acciones de empresas por valor de 130.000€ y además puede alquilar el piso por una renta anual de 7.000€, ¿Le parecería una buena inversión? Apuesto a que sí.

Un posible riesgo de estas situaciones reside en que los gestores de la empresa hagan alguna estupidez con tanta caja disponible. Por esa razón nos parece importante resaltar que la compañía está controlada por la familia De Agostini quien tiene el 65% del capital y que tiene si cabe más interés que nosotros en que la compañía sea rentable en el futuro. De hecho en los últimos años ha devuelto 0,12€ por acción y años y ha recomprado acciones propias hasta el 17%.

Principales movimientos

En cuanto a las principales inversiones realizadas en los últimos meses cabe destacar el aumento de la participación en compañías ya en cartera entre las que destacan Derichebourg, DeA Capital, Nicolás Correa, Renault, Elegant Hotels, Teekay Corp, Teekay LNG o Safestyle.

En cuanto a las ventas de la cartera cabría destacar la salida de la cartera de Greencore Group, Lingotes Especiales y NBI Bearings, así como la disminución de las participaciones en DHT Holdings, NOS, C&C Group o Alantra Partners al disponer de un menor potencial de revalorización relativo al del resto 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



Jose Ruiz de Alda