

Estimado Inversor,

Nos dirigimos a usted para informarle de la evolución de la SICAV en el último trimestre del año. Adicionalmente, al igual que en la última carta trimestral nos gustaría aprovechar esta comunicación para hacer un ejercicio de transparencia en el que explicarles, a ustedes nuestros co-inversores, nuevos ejemplos de los negocios que hay detrás de nuestra cartera y que de los que de una forma indirecta son propietarios.

Como ya sabrá a estas alturas, este último trimestre ha sido especialmente negativo para los principales índices bursátiles globales, las cuales han registrado fuertes caídas. En el último trimestre del año nuestro índice de referencia, el MSCI Europe Total Return ha caído un 11,3% cerrando el año con una pérdida del 10,6%, mientras tanto en el mismo periodo el valor liquidativo de CIMA Global Value SICAV ha caído un 10% hasta situarse en 11,43€ por acción, lo cual implica una caída anual del 15,5%.

Analizando los datos desde el inicio, la cartera acumula una rentabilidad neta del 12,2% acumulada o lo que es lo mismo **una rentabilidad anualizada del 3,3% en comparación con -0,8%** del MSCI Europe Total Return en el mismo periodo.

El año 2018 ha sido un año marcado por la incertidumbre que ciertos factores político-económicos, como las tensiones comerciales entre EEUU y China, la retirada de estímulos monetarios de la FED y el BCE o la negociación del Brexit, parecen haber provocado entre los inversores. Si unimos a la ecuación unos índices bursátiles (principalmente en EEUU) en máximos históricos, el alto nivel de deuda en el sistema y el doloroso recuerdo que dejó la crisis financiera de 2008 en muchos inversores, no es de extrañar el resultado: miedo a caídas y menor inversión en renta variable.

Esta incertidumbre se ha traducido en fuertes reembolsos en la industria. Sólo en el mes de diciembre, según Inverco, hubo reembolsos de 2.324 millones de euros, lo que según los datos publicados, se trataría del peor mes desde hace más de 6 años. De hecho, analizando los datos del sector se puede observar que prácticamente sólo han crecido en patrimonio los fondos de monetarios y de renta fija a corto plazo, lo cual demuestra la cautela existente.

No podemos predecir lo que sucederá en los mercados y es evidente que los factores anteriormente comentados, en caso de cumplirse los peores pronósticos, podrían provocar caídas en el crecimiento global y un empeoramiento de las condiciones económicas que en última instancia afectará a las compañías.

La inversión en fondos monetarios o de renta fija a corto plazo, al igual que la acumulación de efectivo es una opción conservadora a corto plazo, en tanto en cuanto no sufrimos las variaciones de precio de nuestros activos en el mercado (volatilidad) que se producen cuando estás invertido en renta variable, sin embargo, pensar que está exento de riesgo es un error.

No es en absoluto descartable que una mayor inflación sea la solución a largo plazo que adopten las principales economías occidentales para reducir el fuerte apalancamiento en términos reales. La inexistente responsabilidad política necesaria (o la existencia de un sistema de incentivos cortoplacista inherente a la democracia) impide que otras soluciones más ortodoxas sean adoptadas, puesto que nadie está dispuesto a asumir el coste necesario. En un escenario inflacionista parece más razonable estar invertido, pues los activos reales en gran medida conservan su valor real a largo plazo, mientras que la renta fija o los activos monetarios no.

Adicionalmente, y a pesar de las dudas existentes respecto a la evolución de ciertas economías occidentales o incluso de la economía china, es importante recalcar que existen otras zonas del mundo menos comentadas con fuerte potencial de crecimiento y que en los próximos años tenderán a impactar de forma más relevante en el crecimiento global. Para el año 2019 está previsto que economías como

India, Indonesia, Filipinas, Vietnam o Bangladesh (con una población acumulada de 2.000 millones de habitantes) crezcan a niveles entre el 5,5% y el 7,5%.

Por último, y aunque es cierto que el S&P 500 cayó en 2018 “sólo” un 6,2% (un 14,4% desde máximos anuales) y puede parecer que apenas se han ajustado los precios de los activos financieros, sin embargo, las compañías que hemos adquirido en los últimos meses a medida que el mercado empezaba a dar buenas oportunidades (como Derichebourg, Aperam, Semapa, Numis, Sina Corporation, Industrias Peñoles, etc.) han caído una media 48% desde máximos de 2018 y un 61% desde máximos de los últimos 5 años.

Por lo tanto en nuestra humilde opinión no está tan claro que todas las incertidumbres sean negativas, ni que los activos monetarios o el efectivo (mantenido en el tiempo) sean la mejor opción para mantener el poder adquisitivo en el entorno inflacionista que consideramos más probable y menos aún que estemos comprando en máximos históricos. **Lo que tenemos claro es que hoy es mejor momento para invertir de lo que era hace un año.**



Aun así nos gustaría recalcar que estamos muy bien posicionados para aprovechar y generar valor en prácticamente cualquier escenario debido a que:

- Ponemos un foco especial en la solvencia financiera de las compañías en cartera, con un sesgo especial a incluir compañías que estén adoptando la misma prudencia en sus inversiones y que a ser posible dispongan de posiciones de caja neta o mínimo endeudamiento. De hecho el 42% de las compañías en cartera tienen caja neta o no tienen deuda.
- A cierre de mes disponemos de un 15% del patrimonio total en liquidez, lo que nos da una gran flexibilidad para tomar seguir realizando inversiones a medida que la volatilidad nos ofrece grandes oportunidades.
- Seguimos contando con una exposición al oro de aproximadamente un 12% del total de la cartera a través de compañías mineras y de una compañía de royalties.

La exposición a renta variable a cierre del mes es del 85% y el 15% restante es liquidez. De la **cartera actual** el 42% 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 8,7x 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 70%**, por lo que esperamos poder recoger los frutos de la paciencia en el futuro.

**Sina Corporation:**

Una de las principales inversiones del último trimestre ha sido **Sina Corporation**, Sina Corporation es una compañía china cotizada en EEUU cuyo principal activo es una participación del 46% en Weibo. Weibo es una de las principales redes sociales de China (conocida como el Twitter chino) con más de 450 millones de usuarios activos mensuales y 195 millones de usuarios activos diarios. Adicionalmente, Sina Corporation cuenta con otros activos entre los que destacan el portal online del mismo nombre, así como inversiones en fintech y una fuerte posición de caja a nivel de Holding.

Weibo fue creado en el año 2009 y desde su inicio ha sido muy utilizada por líderes de opinión y personalidades que influyen en la opinión pública china (celebrities) para generar contenido. Este contenido, de interés y monetizable, ha generado un fuerte crecimiento de los usuarios y de los ingresos publicitarios de la plataforma.

Al igual que en el caso de otras plataformas como Instagram, pensamos que existe una barrera de entrada “efecto red” ya que las oportunidades comerciales existentes (por el número de usuarios) incentiva la creación de nuevo contenido que a su vez fortalece la red de usuarios y que en definitiva es difícil de replicar.

Comprando Weibo a través de Sina (con un considerable descuento) podemos invertir en un activo único con fuertes barreras de entrada, un fuerte crecimiento (más del 40% en 2018), una importante posición de caja neta y a un múltiplo de 9 veces beneficios de 2018, lo cual les puedo asegurar no es fácil de encontrar.

¿Por qué podemos adquirir un negocio con barreras de entrada, fuerte crecimiento y sin deuda a un múltiplo menor a 10 veces beneficios después de una caída del 50%?

Para ello debemos entender las razones por las que la cotización de la compañía ha caído un 50%:

- Incertidumbre sobre el impacto en la economía china (con cierto riesgo de ralentización) de una guerra comercial con EEUU y el impacto que una crisis en la economía China pudiera tener en la publicidad (normalmente indicador anticipado).
- Endurecimiento de la regulación a las compañías de internet por parte del gobierno Chino.
- Competencia por parte de competidores como Wechat.
- Dependencia en ingresos de grandes clientes como Alibaba.

Sin embargo, en nuestra opinión la mayor parte de las incertidumbres comentadas son coyunturales y no estructurales y pierden relevancia si ampliamos el plazo de la inversión y la analizamos como una inversión a largo plazo. Son las incertidumbres más estructurales como su posición competitiva o la calidad del gobierno corporativo, las que podrían preocuparnos a largo plazo y sobre las que realizaremos un seguimiento más detallado al igual que en todas la inversiones de la cartera.

**Osisko Gold Royalties:**

Como ya he comentado previamente disponemos de una inversión del 12% relacionada con la minería de oro, en la que al igual que en otros sectores cíclicos buscamos compañías muy eficientes (en la parte baja de la curva de costes del sector), con una posición financiera muy sólida y en la que el equipo directivo disponga de unos incentivos lo más alineados posible con los accionistas.

Una de nuestras posiciones significativas es **Osisko Gold Royalties**. Osisko es una compañía de royalties, cuya actividad se centra en descubrir y explorar proyectos mineros en sus fases iniciales para posteriormente venderlo a compañías productoras, normalmente a cambio de una contraprestación inicial y un derecho de cobro sobre el proyecto.

Osisko dispone de 137 activos de los que 19 están en producción (y generan ingresos) y 12 están en desarrollo. Por su modelo de negocio, la compañía de royalties son las compañías del sector minero mejor preparadas para afrontar un ciclo negativo (en caso de ser de mayor duración), lo cual garantiza la supervivencia de la inversión de cara a aprovechar un potencial ciclo alcista del metal.

La compañía se encuentra en un momento de fuerte crecimiento y con la entrada en producción de los proyectos de Eagle, Amulsar y Horne en los próximos años espera duplicar la producción de onzas de oro equivalentes.

Osisko tiene adicionalmente un modelo de negocio de acelerador de compañías mineras en desarrollo, a las cuales financia a cambio de tomar una posición en el capital de las mismas (adicionalmente a los royalties) y entre las que destacan Osisko Mining, Barkerville Gold, Victoria o Falco Resources y que tienen un valor de mercado combinado de más de 350 millones de dólares, el 20% de su capitalización de mercado.

Las principales razones por la que tenemos Osisko en cartera son:

- La combinación de un activo más seguro, como es el royalty, junto con proyectos muy eficientes desde el punto de vista de costes (como Canadian Malartic) es la combinación más segura desde el punto de vista operativo que existe en la industria (low cost producer).
- El 75% de los proyectos (% de NPV) está situado en Canadá, distrito minero de primer nivel en cuanto a seguridad jurídica.
- La posición financiera de la compañía es muy sólida, con una pequeña posición de deuda financiera que no representa riesgos de dilución (menor a 1,5x FCF de la compañía en 2019).
- Con un equipo directivo con un notable track record de descubrimiento de proyectos mineros exitosos y de generación de valor.
- Cotizando a 10x el FCF esperado para el año 2020 con los precios actuales del metal.

### Principales movimientos

**En cuanto a las principales inversiones realizadas en los últimos meses** cabe destacar la nueva inversión en Sina Corporation, así como el aumento de la participación en compañías ya en cartera entre las que destacan Derichebourg, Aperam, Teekay LNG Partners, DHT Holdings, Numis o Semapa.

**En cuanto a las ventas de la cartera** cabría destacar la reducción de las inversiones en Talgo, NOS o Euronav como consecuencia de su mejor comportamiento relativo y de disponer de un menor margen de seguridad y potencial de revalorización respecto al 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