

Estimado Inversor,

Nos dirigimos a usted para informarle de la evolución de la SICAV en el primer 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, dos ejemplos concretos, uno de una nueva inversión reciente, y otro de una de las principales desinversiones del trimestre.

Este primer trimestre del año ha sido muy positivo en términos de rentabilidad en los principales índices bursátiles globales, recuperando en parte lo perdido en el último trimestre del año pasado. En el primer trimestre del año nuestro índice de referencia, el MSCI Europe Total Return ha crecido un 12,8%, mientras tanto en el mismo periodo el valor liquidativo de CIMA Global Value SICAV ha crecido un 12,7%, hasta situarse en 12,89€ por acción.

Analizando los datos desde el inicio, la cartera acumula una rentabilidad neta del 26,6% acumulada o lo que es lo mismo **una rentabilidad anualizada del 6,5% en comparación con 2,5%** del MSCI Europe Total Return en el mismo periodo.

El inicio del año 2019 ha estado marcado por una rápida recuperación de las caídas vividas a finales del año 2018. Como suele ser costumbre en momentos de correcciones importantes en los mercados, las caídas han ido acompañadas de reembolsos generalizados por parte de los clientes en el global de fondos de renta variable, que al desinvertir en esos momentos, no sólo materializan la pérdida, si no que pierden la oportunidad de invertir a precios más atractivos.

La fuerte y rápida recuperación de los precios de los activos experimentada en el primer trimestre es un magnífico ejemplo de lo que llevamos años tratando de explicar a nuestros co-inversores y por ello hemos querido aprovechar esta comunicación trimestral para resaltarlo. De nada sirve que nosotros aprovechemos la volatilidad para realizar aún mejores inversiones, si nuestros co-inversores no están alineados y se salen en el peor momento.

Este no ha sido el caso de CIMA Capital, dónde como cliente probablemente ya conocerá nuestra insistencia en explicar la importancia de invertir, o por lo menos mantener la inversión, en los momentos de fuertes correcciones. Esto explica que en el último trimestre del año, lejos de sufrir reembolsos netos por parte de nuestros co-inversores, hemos disfrutado de suscripciones netas.

Este comportamiento *contrarian* (respecto de un inversor medio) por parte de nuestros inversores, junto con nuestro buen desempeño en la búsqueda de inversiones, serán los dos aspectos clave que determinen el éxito (en forma de grandes retornos) en el futuro para nuestros co-inversores.

La exposición a renta variable a cierre del trimestre es del 78% y el 22% restante es liquidez. De la **cartera actual** el 44% de las compañías en cartera no tienen deuda y el 58% 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 60%**, por lo que esperamos poder seguir recogiendo los frutos de la paciencia en el futuro.

Baidu:

Baidu es una compañía china que incorporamos a cartera en el primer trimestre. Su negocio lo podemos dividir en tres áreas: el core business (el buscador Baidu) con todo su ecosistema de servicios, el servicio de streaming de video IQIYI (una mezcla entre Netflix y Youtube) y por último participaciones en otras empresas como CTRIP (conocida como el Booking chino).

Baidu Core, es el buscador más usado en China, con una cuota de mercado del 66% muy por encima de otros competidores como Shenma, Sogou y Haosou con el 15%, el 10% y el 3% respectivamente y también por encima de Google, que cuenta con un 3% de cuota de mercado. La compañía también es líder en búsquedas móviles con una cuota similar y más que doblando a su más cercano competidor, Shenma. Su modelo de negocio es muy similar a Google, siendo una plataforma publicitaria para sus anunciantes, y por lo tanto es un negocio cíclico (aunque la migración de otros medios a internet haya hecho que no lo parezca) y fuertemente regulado en el mercado chino (censura).

Baidu con los años ha ido aumentando sus ventajas competitivas respecto a sus competidores, desarrollando un ecosistema de servicios en China. Este negocio tiene ventajas efecto red y de costes de cambio (cada vez es más difícil salirse de la plataforma de Baidu en China). El negocio core de Baidu ha crecido en ingresos y en beneficio operativo a una tasa anual del 98% y del 126% respectivamente desde 2005, y en el último ejercicio creció un 16% y un 21% respectivamente.

IQIYI, del que Baidu posee el 58,5%, es un negocio de streaming de video. En este segmento pensamos que las ventajas competitivas son algo menores, y que hay una fuerte competencia con otros dos grandes del sector: Tencent Video y Youku Tudou. IQIYI tiene unos 510 millones de usuarios activos mensuales, de los cuales 67 millones son usuarios de pago, que pagan de media unos 3\$ al mes por el servicio, lo cual es una fracción con respecto a lo que se paga en occidente por servicios similares, lo cual debería ir convergiendo a medida que la renta per cápita china converja con la occidental.

Adicionalmente, Baidu tiene una participación del 19% en CTRIP, una OTA (online travel agency conocida como el Booking chino y de la cual Booking es accionista).

En el momento de nuestra adquisición, el negocio principal (Baidu Core) estaba cotizando a un múltiplo implícito de 12 veces el flujo de caja libre, teniendo en cuenta el valor de mercado de sus participaciones y la caja neta del grupo. Estos múltiplos son muy atractivos desde un punto de vista de las fuertes ventajas competitivas y la capacidad de crecimiento a largo plazo del negocio.

En el momento de comprar Baidu había caído un 42% desde Julio de 2018 como consecuencia principalmente de dos razones:

- En agosto del 2018, salió a la luz el proyecto que tenía Google para volver a entrar en China, aceptando las reglas de juego (censura). Dicho proyecto se llamaba Dragonfly, pero finalmente en diciembre de 2018, se supo que Google desistía y cancelaba el proyecto.
- La guerra comercial entre China y USA, y la expectativa de que el crecimiento de la economía china se ralentice.

Respecto a ambos riesgos, los cuales monitorizaremos constantemente, pensamos que por un lado la posición competitiva de Baidu es lo suficientemente sólida y que en caso de que Google accediera al mercado chino no le sería fácil competir con una compañía con un ecosistema tan establecido como el de Baidu.

Respecto de la evolución económica de China, si bien es posible que a medio plazo se de una ralentización (por otro lado lógica a medida que crece) será en todo caso una problema coyuntural y no estructural, puesto que los pilares sobre los que se estructura el desarrollo económico chino siguen siendo sólidos a largo plazo.

Alacer Gold:

Alacer Gold es un ejemplo de inversión muy ilustrativo para recalcar la importancia de la paciencia en nuestra profesión. Se trata de una compañía que hemos tenido en cartera desde 2015 cuando compramos las primeras acciones.

Alacer es una compañía minera cotizada en Canadá y cuyo principal activo es el 80% de Çoplër Mine, un proyecto minero de oro situado en Turquía. La compañía ha vivido en los últimos años un proceso de transición como consecuencia de la caída de producción tradicional de la mina (óxidos) y la necesidad de realizar una fuerte inversión en una planta para recuperar el oro asociado a minerales de sulfuro (de los cuales tenía reservas para 20 años), con una inversión aproximada de 700M\$.

La compañía había acumulado una posición de caja elevada en los años anteriores para no apalancarse en exceso durante el proceso de inversión y fue quemando esa caja y endeudándose ligeramente hasta finalizar el proyecto de inversión, el cual ejecutó con importantes ahorros respecto de su presupuesto, algo poco común en la industria.

Este proceso de caída de la producción y por tanto de la generación de caja, unido a la fuerte inversión empeoró la “foto” financiera de la compañía de forma significativa. El mercado, haciendo gala de su habitual cortoplacismo, penaliza este tipo de situaciones aunque sean temporales e impliquen mayores retornos en el futuro, y este caso no fue una excepción.

La ejecución del proceso de inversión se ha realizado en línea con el plan inicial de la compañía (a excepción de los ahorros de costes mencionados), y coincidiendo con nuestro análisis retrospectivo, que indicaba que el equipo directivo era fiable con respecto de sus estimaciones técnicas sobre producción, costes, etc.

En CIMA hemos aprovechado durante estos años todos los momentos en el que el mercado nos ha ofrecido la posibilidad de comprarla con un descuento aún mayor (llegó a cotizar un 35% por debajo de nuestros precio iniciales de compra) y hemos tenido la paciencia necesaria hasta que la planta de procesado de concentrados de sulfuro ha comenzado a generar fuertes flujos de caja (por la finalización de las inversiones y el inicio de la producción).

Actualmente la compañía se encuentra en una situación muy diferente (sin que nada extraordinario haya sucedido) con el proyecto de inversión en funcionamiento, y estimando una generación de caja libre de prácticamente 200 millones de dólares para el año 2019 (lo que implicaba un múltiplo a nuestros precios de entrada de 4 veces beneficios 2019). Esto ha provocado que la acción haya subido un 100% desde diciembre a marzo, lo cual hemos aprovechado para reducir de forma muy significativa la posición.

Principales movimientos

En cuanto a las principales inversiones realizadas en los últimos meses cabe destacar la nueva inversión en Baidu, GVC Holdings, Ence y Talgo, estas tres últimas compañías que ya habíamos tenido en cartera en el pasado y que como consecuencia de las fuertes caídas recientes en sus cotizaciones hemos vuelto a incorporar en cartera.

En cuanto a las ventas de la cartera cabría destacar la reducción de las inversiones en Alacer Gold, C&C Group, Mutares, Outokumpu y Euskaltel como consecuencia 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