

Estimado Inversor,

Nos dirigimos a usted para informarle de la evolución de la SICAV en el segundo 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, un ejemplo concreto de una nueva inversión reciente.

En el primer semestre del año nuestro índice de referencia, el MSCI Europe Total Return ha crecido un 16,2%, mientras tanto en el mismo periodo el valor liquidativo de CIMA Global Value SICAV ha crecido un 10,2%, hasta situarse en 12,59€ por acción.

Desde el inicio, la cartera acumula una rentabilidad neta del 26,6% o lo que es lo mismo **una rentabilidad anualizada del 5,5% en comparación con 3,1%** del MSCI Europe Total Return en el mismo periodo.

El primer semestre del año ha estado marcado por la incertidumbre provocada por las tensiones comerciales entre las dos mayores economías del planeta y sus posibles efectos en el crecimiento mundial. Actualmente en Europa se ha podido observar una clara divergencia en la evolución bursátil entre los sectores más cíclicos y aquellos considerados más defensivos.

Este efecto ha provocado fuertes caídas en las compañías más cíclicas, en algunos casos del 40% o 50% y especialmente en los casos en los que tienen una fuerte relación con la economía china. Cuando todo el mundo cree que una acción es muy arriesgada, el desinterés generalizado por comprarla generalmente reduce el precio de la misma hasta un punto en que deja de ser arriesgada. Hemos aprovechado las fuertes caídas para invertir en compañías cíclicas que han sufrido mucho en los últimos meses, pero que pensamos que tienen posiciones competitivas muy sólidas y en las que los peores escenarios ya están prácticamente recogidos en los precios.

La exposición a renta variable a cierre del trimestre es del 81% y el 18% restante es liquidez. De la **cartera actual** el 45% de las compañías en cartera no tienen deuda y el 65% 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 seguir recogiendo los frutos de la paciencia en el futuro.

Nueva inversión destacada: Semapa

Semapa es una compañía holding portuguesa con intereses en el sector papelerero, cementero y medioambiental. Su principal activo es el 69,4% de la multinacional papelera The Navigator Company, cotizada en la Bolsa de Lisboa. Es un ejemplo de compañía cíclica que en los últimos meses ha caído un 50% pasando de 24€ a 11,8€ por acción.

Se trata de una compañía que ya teníamos en cartera desde el año 2015 y que paulatinamente habíamos reducido la posición, a medida que disminuía el potencial después de revalorizarse un 100% entre 2015 y 2018. Como consecuencia de las fuertes caídas recientes hemos aprovechado para volver a invertir.

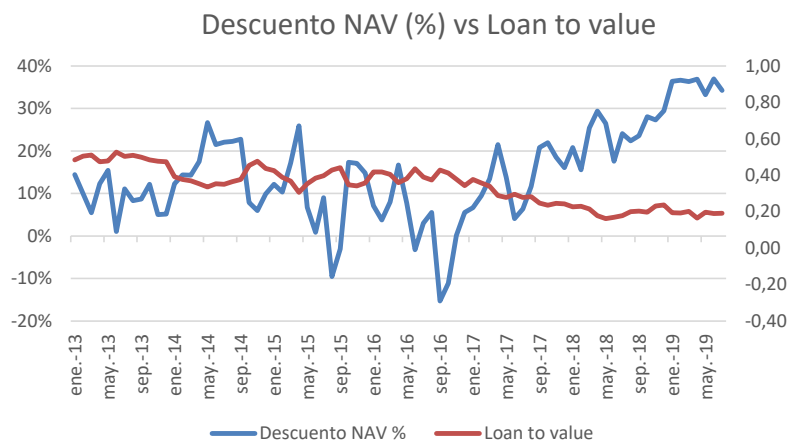
Navigator es el mayor productor de papel UWF de Europa y dispone de un proceso de producción integrado que va desde las actividades forestales hasta la producción y comercialización de papel, pasando por la producción de pulpa. El sector en el que opera la compañía es un sector maduro que actualmente está experimentando un declive estructural en su consumo. Sin embargo, en los últimos años, la reconversión de plantas de papel hacia segmentos de mayor crecimiento ha provocado que la caída en la demanda sea más que compensada por la caída en la oferta.

Es la compañía líder del mercado en términos de eficiencia en costes como consecuencia de su escala (cuenta con las 2 mayores plantas de Europa y la máquina de papel más grande del mundo), lo que se refleja en unos mayores márgenes operativos que el resto de compañías de sector. En los últimos años la compañía ha invertido en el sector de papel tisú (sector en el que esperan crecimiento en el largo plazo), aprovechando su excedente de capacidad de fabricación de pulpa, potenciando así alternativas de crecimiento y diversificación de su actividad sin perder sus ventajas competitivas.

Navigator ha sido una máquina de generación de caja los últimos años, de la cual ha devuelto 1.460 millones de euros en dividendos a sus accionistas en los últimos 6 años, o lo que es lo mismo, el 64% de su actual capitalización de mercado. Como consecuencia de ello, Semapa ha cobrado en los últimos 6 años más de 1.000 millones de euros de dividendos de Navigator; para que se hagan una idea, más de lo que vale en bolsa a día de hoy.

Semapa cotiza con un descuento de más del 35% respecto al valor de sus activos netos (a valor actual de cotización de Navigator). Parte de este descuento podría justificarse debido a que es una apuesta apalancada, debido a los 370 millones de deuda que tiene el holding a día de hoy, pero en nuestra opinión, el hecho de que Semapa tenga control efectivo sobre los flujos de caja generados por Navigator, unido a que la deuda neta representa menos de 3 veces el dividendo anual que Semapa obtiene de Navigator, limita mucho el riesgo y ofrece una gran rentabilidad potencial.

De hecho, analizando la evolución del valor de sus activos neto de la deuda del holding (NAV), en los últimos años se puede observar una clara divergencia entre el riesgo real y el potencial de revalorización. Si bien el descuento (y potencial de revalorización) se encuentra en máximos históricos, el peso de la deuda en relación con el valor de los activos, o *loan to value* de la compañía, ha caído drásticamente reduciendo de forma muy significativa el riesgo. Dicho de otro modo, la compañía tiene mucho menos riesgo (menor apalancamiento relativo) que en los últimos años y, sin embargo, cotiza más barata que nunca.



Esto se ha producido debido a que Navigator es una máquina de generar caja que reparte a sus accionistas. En los últimos años la evolución en bolsa de ambas compañías ha sido prácticamente la misma, con la diferencia de que Navigator ha pagado 1.000 millones de euros en dividendos a Semapa, con los que ésta, a su vez, ha aprovechado para reducir deuda (y pagar 245 millones en dividendos a los accionistas).

Consideramos que esta situación no tiene ningún sentido desde el punto de vista económico y que tarde o temprano el mercado será consciente de la situación. De no ser así es posible que en 3 años Semapa, ya sin deuda financiera, nos pague a los accionistas el dividendo integro obtenido de Navigator, lo cual situaría la rentabilidad por dividendo en niveles del 14% de forma sostenible y sin deuda (sin tener en cuenta la potencial generación de caja del negocio cementero).

¿Por qué esta tan barata? Para ello debemos entender las razones por las que la cotización de la compañía ha caído un 50%:

- Negocio considerado muy cíclico (incluida habitualmente en el grupo de compañías de producción de pasta, más cíclicas y afectadas por la reducción de stocks en China), sin embargo, la volatilidad del precio del papel es mucho menor que la de la pasta.
- Contabilidad consolidada que dificulta la identificación de los diferentes activos del holding y que ópticamente parece tener excesivo apalancamiento.
- Reciente fallecimiento del principal accionista y salida del CEO de Navigator, lo cual genera dudas de la política que llevará a cabo la compañía.
- Cifras globales del negocio de cemento contaminadas por la complicada situación del negocio brasileño (Supremo), pero cuya deuda no tiene recurso a la matriz.
- Compañía poco seguida y con poca liquidez para grandes inversores institucionales.

Teniendo en cuenta todo lo comentado previamente, consideramos que la compañía tiene **un potencial del 100% sobre su precio actual** y por ello hemos aumentado considerablemente nuestra exposición hasta un 3% de la cartera.

Principales movimientos

En cuanto a las principales inversiones realizadas en los últimos meses cabe destacar la nueva inversión en Maisons du Monde, Liberbank, Ercros, Meliá y Banca Sistema, compañías con fuerte potencial de revalorización y que han sufrido significativamente en los últimos meses por diferentes motivos, así como el aumento de la participación en Semapa o Ence.

En cuanto a las ventas de la cartera cabría destacar la reducción de las inversiones en DeA Capital, Alacer Gold, Corporación Financiera Alba y DHT Holdings, 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