

Rentabilidad Esfera I Value vs. MSCI World GR en Euros

<u>Periodo</u>	<u>Esfera I Value</u>	<u>MSCI World GR en Euros</u>
2018*	-24,0%	-1,5%
2019	17,3%	30,8%
1T 2020	-45,4%	-19,1%
2020 YTD	-45,4%	-19,1%
Rentabilidad acumulada	-51,3%	4,2%
Rentabilidad anualizada	-29,3%	2,0%

(*) Inicio del fondo: 5 de Marzo de 2018

Cerramos un trimestre muy duro tanto en lo profesional como en lo personal. Pero lo que nunca haremos es poner excusas o maquillar unos resultados que no han sido nada buenos. Lo único que podemos decir es que vamos a seguir trabajando día a día para que nuestro dinero (ya que los gestores también somos inversores en el fondo) logre rentabilidades positivas y que seguiremos sin cobrar mientras no lo merezcamos (como establece nuestra estructura de comisiones con una marca de agua del 6% anualizado que en la actualidad está sobre 103 puntos). A continuación detallamos todo lo acontecido en el periodo.

Intervención de Esfera Capital

El 20 de Marzo la CNMV ha intervenido Esfera Capital por problemas en su agencia de valores. Aclarar que estos problemas no nos afectan ya que no tienen ningún impacto en el patrimonio o situación financiera ni de fondos ni de compartimentos de inversión.

Andbank ha alcanzado un acuerdo (pendiente de aprobación) para comprar el 100% de Esfera Capital y se hará cargo de los fondos. Durante este proceso, recomendamos a todos aquellos que quieran suscribir o reembolsar posiciones utilizar otra de las comercializadoras disponibles.

Comentario del periodo

Este trimestre se ha generado la tormenta perfecta para nuestra cartera. Por un lado Rusia y Arabia Saudí han entrado en una guerra de precios que ha llevado el petróleo al entorno de los 25 dólares por barril. Y esto ha sucedido a la vez que el mundo se paralizaba por una pandemia global, el COVID 19.

Nuestras posiciones han sufrido gravemente en los mercados, pero el valor de nuestros negocios no debería verse afectado significativamente. Teekay tiene contratos a largo plazo garantizados para transportar Gas Natural con contrapartidas de máxima calidad y su filial de Tankers se va a ver muy beneficiada por el contango del petróleo. Burford seguirá financiando litigios y generando rentabilidades extraordinarias. IPCO y RockRose tienen balances sólidos para aguantar un momento bajo de ciclo e incluso podrían salir beneficiadas aprovechando el pánico para hacer alguna adquisición oportunista como ya han hecho en el pasado.

Actividad del periodo

Durante el primer trimestre, Esfera I Value ha obtenido una rentabilidad (después de comisiones y gastos) del -45,4%.

Durante el mismo periodo, el índice de referencia (MSCI World con dividendos brutos en euros) ha obtenido una rentabilidad del -19,1%.

A cierre de Marzo, aproximadamente la mitad de la población mundial está en cuarentena para frenar el COVID 19, pero esta mitad de la población supone un 92% del PIB global (según datos de Goldman Sachs). Creemos que la situación se puede alargar y la vuelta a la normalidad una vez finalicen las cuarentenas no será inmediata.

Debido a esta situación, hemos decidido salir de empresas que van a estar más afectadas por el parón económico como por ejemplo algunas del sector del automóvil (hemos vendido Lear y Vertu Motors) y el banco noruego Norwegian Finans (por ser el banco de la aerolínea noruega Norwegian Air que está teniendo graves problemas de liquidez lo que puede afectar debido a que la mayor parte de los clientes los captaba a través de la aerolínea).

Previo a estos acontecimientos –en Enero– habíamos cerrado nuestra posición en Optiva. Una empresa que nos gustaba mucho, pero que ha decidido acelerar el plan estratégico de forma agresiva y, en lugar de autofinanciarlo con los rendimientos del negocio, ampliar capital (aunque podría ser en forma de deuda) por 100 millones de dólares. Lo que nos hace salir de la posición ya que aumenta el riesgo financiero y de ejecución de la compañía más allá del nivel en el que nosotros estamos cómodos. Salimos con una pérdida que ronda el 10%.

En Enero también salimos de Gym Group por quedarse con poco potencial en un momento en el que otras posiciones del fondo estaban sufriendo caídas significativas como International Seaways y Teekay Corp.

Respecto a las compras, hemos comprado posiciones en compañías de máxima calidad que gracias a las caídas ya ofrecían margen de seguridad como Alphabet, Berkshire Hathaway e Inditex.

Aprovechando el desplome del petróleo hemos aumentado nuestra exposición al sector aumentando los pesos en algunas petroleras que ya teníamos en cartera como Petrotal y hemos incorporado Vaalco. Siempre buscamos petroleras con balances sólidos y bajos costes de producción para que puedan superar cualquier crisis, incluso una como la actual.

También vemos una clara oportunidad en el sector de los tankers ya que mucha gente va a arbitrar el contango de la curva de futuros, comprando petróleo spot, almacenándolo y vendiendo el futuro. Una de las opciones para este almacenamiento son los barcos y esto va a beneficiar al sector manteniendo los fletes elevados. Así que hemos aumentado peso en las compañías que ya teníamos como Teekay Corp (que se beneficiará por su filial Teekay Tankers) e International Seaways. Además hemos incorporado a nuestra cartera Euronav.

Otra entrada en el periodo ha sido Softbank al comunicar ventas de activos por valor de 41.000 millones de dólares para cancelar deuda y recomprar acciones. Es una empresa que cotiza con un descuento significativo respecto al valor de sus participadas, algunas de máxima calidad como Alibaba.

En Enero empezamos a construir una posición en Adriatic Metals, uno de los mejores proyectos mineros de Europa. Posición que aumentamos a finales de trimestre con las caídas.

Por último y de manera excepcional, hemos abierto una pequeña cobertura de nuestra cartera mediante la compra de puts del S&P 500.

Mantenemos la cobertura de nuestra exposición al dólar americano.

A cierre de trimestre, tenemos exposición a 23 compañías y mantenemos una posición de liquidez del 6%.

Para más información puede consultar www.esferavalue.com o contactar con el equipo de gestión: Javier Caballero y Santiago Moreno a través de www.esferavalue.com/contacto.

Resumen de las principales posiciones

IPCO: Compañía dedicada a la extracción de petróleo y gas. Es un spin-off de Lundin Petroleum con una directiva de primer nivel (los principales directivos de IPCO provienen de Lundin Petroleum, compañía que ha multiplicado por 100 en 18 años). Tenemos alineación de intereses ya que la familia Lundin tiene el 30% de las acciones. La directiva está centrada en la creación de valor, como ejemplo sus últimas adquisiciones en Canadá aprovechando de forma oportuna el difícil entorno de mercado para aumentar considerablemente su producción y reservas. Destacar que la empresa está recomprando el 7% de las acciones y en 2019 ha repagado más de 70 millones de dólares de deuda. Estimamos un beneficio a tres años de 160 – 170 millones de dólares (asumiendo un precio normalizado del Brent de 60 dólares) y una deuda neta de 300 millones, aplicando un múltiplo de 14 veces nos da una valoración de 130 SEK por acción. Está a 14.

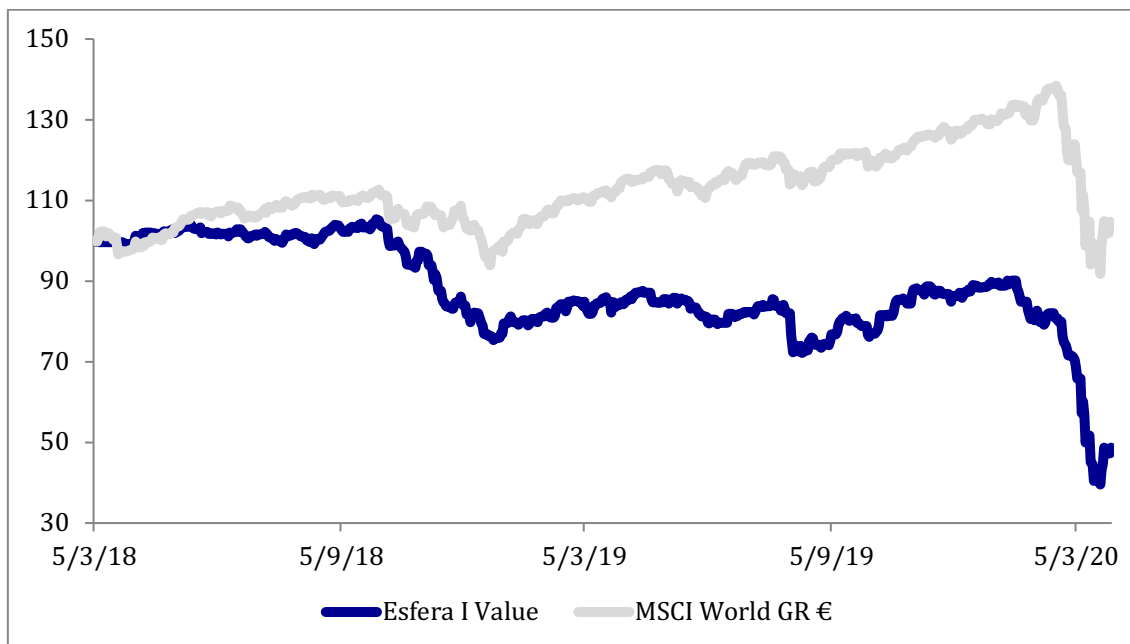
RockRose Energy: Compañía británica dedicada a la extracción de petróleo y gas en el Mar Del Norte. Empezó adquiriendo a bajo coste participaciones minoritarias en pozos que estaban cercanos a su agotamiento a cambio de asumir los compromisos de desmantelamiento. La compañía ha logrado con éxito alargar la vida útil de muchos de los pozos adquiridos. Su fundador, Andrew Austin, posee el 30% de las acciones con lo que tenemos alineación de intereses. Austin ha demostrado una brillante asignación de capital, tanto en las adquisiciones como en la política de retribución al accionista (repartió un dividendo especial y recompró de acciones, cada una superior al 20% de la capitalización). Estimamos un beneficio a tres años sobre los 75 millones de dólares (asumiendo un precio normalizado del Brent de 60 dólares) y una deuda neta de 400 millones (incluyendo desmantelamientos), aplicando un múltiplo de 14 veces nos da una valoración de 40 GBP por acción. Está a 6.

Burford Capital: La empresa líder en financiación de litigios. Burford cubre los gastos del litigio a cambio de un porcentaje de la indemnización. Fundada en 2009 por Bogart (CEO) y Molot (CIO) los cuales tienen un 4% de la compañía (unos 100 millones de euros) cada uno con lo que tenemos alineación de intereses. Burford tiene claras ventajas competitivas gracias a su tamaño (que le permite diversificar la cartera de litigios), su reputación y su experiencia. En el mes de Agosto, Burford cayó un 60% tras el informe bajista de un vendedor en corto. La compañía respondió a cada una de las acusaciones y tomó medidas contundentes: reemplazó a su CFO (que la CFO fuera la mujer del CEO era una de las principales críticas), saldrá a cotizar en 2020 en un mercado principal (otra de las críticas era que cotizase en un mercado secundario) y los directivos compraron acciones en el mercado. Estimamos un beneficio a tres años sobre los 450 millones de dólares y una deuda neta de 800 millones, aplicando un múltiplo de 18 veces nos da una valoración de 27 GBP por acción. Está a 3,5.

International Seaways: Compañía de transporte marítimo de petróleo y derivados. Posee 40 embarcaciones diversificadas en los diferentes segmentos. En 2018, nos llamó la atención el entorno deprimido del sector, muy cíclico y en ese momento castigado por el exceso de oferta de años anteriores junto con la incertidumbre por las nuevas regulaciones de emisión de azufre. La situación va cambiando desde el cuarto trimestre de 2019 con las sanciones a Cosco y, pese a la debilidad estacional de inicios de año, ha continuado la recuperación debido a la fuerte caída del precio del petróleo que ha disparado los precios del transporte a máximos históricos debido a la escasez de barcos disponibles para el almacenamiento. Como referencia, los barcos VLCC han pasado de menos de 20.000 dólares/día a más de 200.000 dólares/día. Nos gusta la asignación de capital del equipo directivo: ha renovado la flota en la parte baja del ciclo, ha reducido la deuda neta (posicionando a la compañía como una de las menos apalancadas del sector) y ha aprobado una recompra de acciones. Estimamos un beneficio a tres años sobre los 150 millones de

dólares y una deuda neta de 500 millones, aplicando un múltiplo de 14 veces nos da una valoración de 59 dólares por acción. Está a 19.

Teekay Corp: Empresa de transporte marítimo de petróleo y gas. La tesis se basa en su filial Teekay Partners, especializada en el transporte de gas natural licuado, en la que también hemos invertido. En 2015 Teekay Partners recortó el dividendo para financiar 19 nuevos barcos lo que, unido a la mala situación del sector, hizo que la acción cayera un 50% en el día. Pasó de más de \$40 a \$10 en un año (la matriz Teekay Corp. de \$60 a \$6). El castigo del mercado fue por recortar el dividendo, pero detrás de este recorte hay una asignación razonable de capital: usar los beneficios para financiar el crecimiento en lugar de emitir más deuda. En la actualidad los barcos ya están pagados y bajo contratos a largo plazo (\$11.000 millones con una duración media de 13 años) con contrapartidas de máxima calidad (Shell, Total, Gas Natural, etc.). Estos contratos a largo plazo, la calidad de los activos y que no haya necesidades adicionales de capital, hace que la deuda de \$5.000 millones sea asumible. En 2019, Teekay Partners comunicó que se centrará en bajar los niveles de deuda y subió el dividendo un 32%. Teekay Corp. anunció su intención de monetizar a medio plazo tanto sus IDRs en Teekay Partners como sus FPSOs (acaba de cerrar un acuerdo con BP de 10 años para Foinaven que dará ingresos de 67 millones de dólares). Otro factor positivo está siendo la fuerte revalorización de su otra filial, Teekay Tankers, gracias a la refinanciación de la deuda y la mejora de los fletes. Valoramos por suma de partes: 1) la participación en Teekay Partners tiene un valor a 3 años de 700 millones de dólares, 2) la participación en Teekay Tankers vale unos 350 millones, 3) los FPSOs valen unos 100 millones, 4) el IDR de Teekay Partners lo valoramos en 350 millones, 5) la deuda neta rondará los 400 millones y habrá unos 115 millones de acciones en circulación. Por lo que la valoración nos da unos 10 dólares por acción, está a 3.

Evolución desde inicio Esfera I Value vs. MSCI World GR €

Principales posiciones

Compañía	Porcentaje
Burford Capital	12,4%
Teekay Corp.	11,2%
RocRose Energy	8,7%
IPCO	8,2%
International Seaways	4,7%
Petrotal	4,3%
Adriatic Metals	4,3%
Porsche	4,2%
Teekay LNG	4,2%
MMA Capital	3,3%

Distribución por divisa

Divisa	Porcentaje
GBP	38%
USD	30%
SEK	8%
EUR	8%
CAD	5%
HKD	4%
EUR Liquidez	6%

Distribución por activo

Activo	Porcentaje
Acciones	94%
Derivados	0%
Liquidez	6%

Distribución por sectores

Sector	Porcentaje
Petróleo y gas	26%
Transporte marítimo	23%
Financiero	19%
Automóviles	7%
Minería	7%
Tecnología	6%
Conglomerado	3%
Inmobiliario	2%
Consumo	1%
Liquidez	6%

Información

Denominación: Esfera I Value
 ISIN: ES0110407063
 Gestores: Javier Caballero y Santiago Moreno
 Gestora: Esfera Capital Gestión SGIIC, S.A.U.
 Depositario: Santander Securities Services, S.A.
 Supervisor: CNMV
 Número registro CNMV: 5206

Comisiones

Comisión de gestión: 0,4%
 Comisión del depositario: 0,1%
 Comisión éxito: 12% sobre lo que exceda el 6%
 Comisión de suscripción: No hay
 Comisión de reembolso: No hay
 Inversión mínima inicial: No hay
 Inversión mínima adicional: No hay

Aviso legal

La información resumida de las características de la IIC mostrada en este documento es meramente informativa y puede estar sujeta a modificaciones, por lo que la información válida es exclusivamente la recogida en el Folleto y demás documentación de naturaleza normativa, disponibles en el sitio web www.cnmv.es.

El presente documento no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente documento, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

En las informaciones y opiniones facilitadas se ha empleado información de fuentes de terceros y han de ser consideradas por el usuario a modo indicativo, sin que pueda estimarse como elemento determinante para la toma de decisiones. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

No se asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.