

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%
2T 2020	17,9%	16,8%
2020 YTD	-35,6%	-5,5%
Rentabilidad acumulada	-42,6%	21,7%
Rentabilidad anualizada	-21,2%	8,8%

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

Foco en la calidad y cartera permanente

En Esfera I Value, estamos cada vez más centrados en la calidad. Hemos aprovechado las caídas producidas desde principios de Marzo para incorporar a la cartera empresas como Alphabet, JP Morgan, Samsung, Softbank, American Express, Berkshire Hathaway e Inditex.

Inditex es la primera empresa española que incorporamos al fondo. Es una empresa admirable por la fortaleza de su balance, la calidad de su negocio y de su directiva. De hecho nos parece tan sólida que la consideramos cartera permanente junto a Alphabet y Berkshire. Empresas que, por mucho que suban, no saldrán de la cartera (obviamente, sí variarán los pesos).

Aunque no hay muchas empresas en el mundo que cumplan estos criterios de extrema calidad de negocio, de balance y de directiva para ser cartera permanente, hay más y entrarán en el futuro pero queremos ser muy estrictos con los precios de entrada ya que gran parte de la rentabilidad se hace al comprar.

Será un cambio progresivo, el grueso de la cartera se ha mantenido más o menos estable desde que empezamos hace más de dos años. Somos dueños de negocios, no compramos papelitos que suben y bajan de precio.

Comentario del periodo

No nos gusta la impresión masiva de dinero que estamos viendo, sobretodo por parte de Estados Unidos. Están depreciando sus divisas de forma nunca vista. Trump va a hacer lo que sea para recuperar el nivel del S&P500 y utilizarlo en las elecciones de Noviembre sin importar el coste que estas medidas puedan tener en el medio o largo plazo. Es el problema cuando los incentivos no son los adecuados: Trump quiere que la bolsa esté lo más alta posible a corto plazo para su reelección, pero el incentivo debería ser hacer lo correcto para que el país esté lo mejor posible a largo plazo. El problema es que los efectos de estas medidas no los sufrirá él ya que cuando lleguen habrá otro Presidente.

Nuestra opinión es que, debido a todas estas inyecciones de capital, veremos una inflación alta (quizá muy alta).

Una protección contra la inflación puede ser el oro, pero aún mejor es ser dueños de activos que la gente quiera o necesite en el futuro, nosotros lo somos mediante nuestras acciones. Si hay inflación subirá el precio del petróleo (tenemos IPCO, RockRose, etc.), subirá el precio de los metales como el cobre, zinc o níquel (tenemos 2 de las mejores mineras: Lunding Mining y Adriatic Metals), subirá el precio de los coches (tenemos Porsche), de la ropa (tenemos Inditex), de los inmuebles (tenemos Keck Seng), etc.

La recuperación no va a ser sencilla, no creemos que vaya a ser una recuperación en V. Por eso tenemos, de forma excepcional, una pequeña cobertura de nuestra cartera. A cierre de trimestre representa alrededor de un 1% del patrimonio del fondo y nos cubre hasta Marzo de 2021.

Es momento de ser cauteloso, pero es importante no caer en el error de ser demasiado catastrofista. Siempre hay incertidumbre en el horizonte y aunque ahora sea especialmente alta, el mundo ha superado decenas de pánicos en los últimos 100 años, 2

guerras mundiales, bombas atómicas, ataques terroristas, recesiones, etc. y el PIB per cápita –la calidad de vida– no ha hecho más que mejorar a pesar de los sobresaltos.

Actividad del periodo

Durante el segundo trimestre, Esfera I Value ha obtenido una rentabilidad (después de comisiones y gastos) del +17,9%, un -35,6% en lo que llevamos de 2020.

Durante el mismo periodo, el índice de referencia (MSCI World con dividendos brutos en euros) ha obtenido una rentabilidad del +16,8% y -5,5%, respectivamente.

En el periodo hemos comprado JP Morgan, Samsung y American Express y hemos salido de Petrotal, una empresa con caja neta y creciendo por encima de las expectativas, pero que no nos gustó el tratamiento tan agresivo que estaba haciendo de la caja recibida por anticipado. Petrotal tiene un acuerdo con Petroperu por el que recibe el dinero por anticipado una vez el petróleo se envía a través del oleoducto, pero esto es un anticipo y el precio de venta final no se sabe hasta que Petroperu venda el petróleo (hay un swap por el que se ajusta la diferencia). El dinero que recibe Petrotal es suyo a todos los efectos, pero debería tratarse de una forma mucho más prudente a como lo hacía la empresa ya que el precio de venta no se sabrá hasta, en algunos casos, 12 meses más tarde (el petróleo puede tardar 8 meses en llegar al puerto de Bayovar y una vez allí se almacena hasta su venta, que puede tardar otros 4 meses). Si cuando entra el petróleo en el oleoducto el barril está a 60 y cuando Petroperu cierra la venta meses después está a 30, Petrotal deberá pagar la diferencia, por lo que tener dinero suficiente en la caja para estos casos es totalmente indispensable y la empresa no lo estaba haciendo, lo que la puso financieramente contra las cuerdas. La empresa se puso a buscar financiación para cubrir el importe, pero a nosotros no nos vale una empresa que actúa así.

Mantenemos la cobertura de nuestra exposición al dólar americano y la ya comentada pequeña cobertura de mercado.

A cierre de trimestre, tenemos exposición a 25 compañías y mantenemos una posición de liquidez del 7%.

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. En este trimestre, destacar que la empresa consiguió ajustar a la baja su producción y capex así como mantener controlados sus costes operativos para preservar la fortaleza del negocio ante el difícil entorno del mercado petrolero. Finalizó la recompra de acciones casi al completo y cerró una nueva adquisición en Canadá en este caso de menor tamaño (57 millones de dólares). Obviamente, debido a la situación extrema del petróleo, la valoración se nos reduce. Estimamos un beneficio a tres años de 130-140 millones de dólares (asumiendo un precio normalizado del Brent de 60 dólares) y una deuda neta de 400 millones, aplicando un múltiplo de 14 veces nos da una valoración de 80-90 SEK por acción. Está a 17.

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 compró de acciones, cada una superior al 20% de la capitalización). En este caso, la valoración no se ve impactada significativamente gracias a que la compañía tiene coberturas

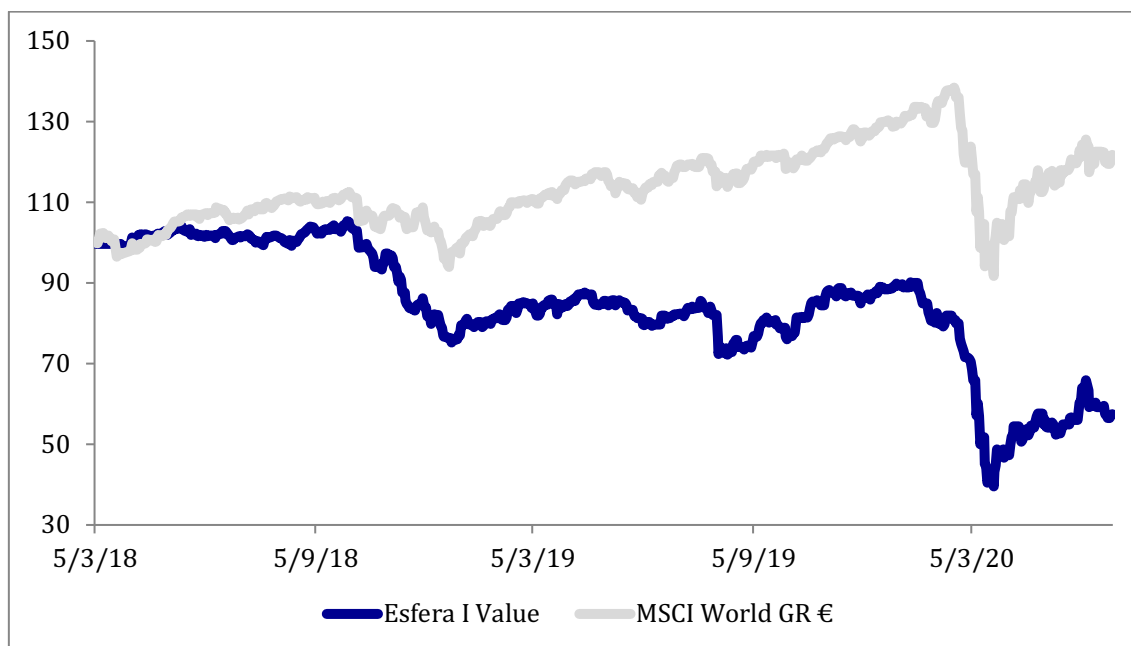
sobre parte de la producción para 2020. Estimamos un beneficio a tres años de 75 millones de dólares (asumiendo un precio normalizado del Brent de 60 dólares) y una deuda neta de 450 millones (incluyendo desmantelamientos), aplicando un múltiplo de 14 veces nos da una valoración de 36 GBP por acción. Está a 11.

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 Agosto de 2019, 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 4,5.

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 seguir pagando dividendo y emitir más deuda. En la actualidad los barcos ya están pagados y bajo contratos a largo plazo (11.000 millones de dólares 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 el primer semestre, resaltar que Teekay Partners siguió centrada en bajar los niveles de deuda, subió de nuevo el dividendo un 32% y canjeó el IDR en favor de Teekay Corp. por 10,75 millones de nuevas acciones. Teekay Corp. también cerró un acuerdo con BP para el FPSO Foinaven que dará ingresos de 67 millones de dólares y acordó desmantelar el FPSO Banff. Valoramos por suma de partes: 1) la participación en Teekay Partners tiene un valor a 3 años de 850 millones de dólares, 2) la participación en Teekay Tankers vale unos 300 millones, 3) el FPSO Hummingbird Spirit unos 50 millones, 4) el GP de Teekay Partners lo valoramos en 50 millones, 5) la deuda neta rondará los 300 millones. Por lo que la valoración nos da unos 9 dólares por acción, cotiza a 2,4.

Porsche SE: Principal accionista del Grupo Volkswagen con el 53,3% de sus acciones ordinarias (el 31,4% del capital). El Grupo Volkswagen es uno de los principales fabricantes de automóviles del mundo con 12 marcas líderes de sus respectivos segmentos: Volkswagen, Audi, SEAT, Skoda, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Commercial Vehicles, Scania y MAN. Además, Porsche SE tiene una posición saludable de efectivo junto con otras inversiones estratégicas en empresas tecnológicas de la cadena de valor automotriz. El factor más importante en la valoración de Porsche es el valor estimado de su participación en el grupo Volkswagen. Nuestra opinión es que Volkswagen, a pesar de los fuertes cambios en el sector, es un conglomerado bien diversificado y está haciendo fuertes inversiones para no quedarse atrás en la transición al coche eléctrico. Por suma de partes estimamos una valoración de 40.000 millones de euros, unos 130 euros por acción, cotiza a 51.

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

Principales posiciones

Compañía	Porcentaje
IPCO	10,6%
Teekay Corp.	10,4%
RockRose Energy	9,6%
Burford Capital	9,4%
Porsche	5,0%
MMA Capital	4,7%
Teekay LNG	4,3%
Cambria Autos	4,0%
International Seaways	3,9%
Pax Global	3,5%

Distribución por divisa

Divisa	Porcentaje
USD	34%
GBP	28%
SEK	11%
EUR	11%
HKD	5%
CAD	5%
EUR Liquidez	7%

Distribución por activo

Activo	Porcentaje
Acciones	92%
Derivados	1%
Liquidez	7%

Distribución por sectores

Sector	Porcentaje
Petróleo y gas	23%
Transporte marítimo	21%
Financiero	19%
Tecnología	9%
Automóviles	9%
Minería	5%
Conglomerado	4%
Inmobiliario	2%
Cobertura	1%
Consumo	1%
Liquidez	7%

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.