

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%
3T 2020	9,3%	3,5%
4T 2020	18,8%	9,3%
2020 YTD	-16,4%	6,9%
Rentabilidad acumulada	-25,5%	37,7%
Rentabilidad anualizada	-9,9%	12,0%

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

Actividad del periodo

Durante el cuarto trimestre, Esfera I Value ha obtenido una rentabilidad (después de comisiones y gastos) del +18,8%, un -16,4% en el año 2020.

Durante el mismo periodo, el índice de referencia (MSCI World con dividendos brutos en euros) ha obtenido una rentabilidad del +9,3% y +6,9%, respectivamente.

Durante el trimestre han entrado en cartera Airbnb, Facebook, Kistos y Microstrategy.

Airbnb tiene el mayor foso defensivo de la industria de viajes.

Como dice el Profesor de NYU Stern, Scott Galloway, las empresas de VTC como Uber o Cabify necesitan oferta local (conductores) y demanda local (pasajeros). En cambio, una cadena hotelera global necesita oferta global (estar presente en todos los destinos relevantes) y demanda global (ya que los huéspedes vienen desde todas las partes del mundo). Airbnb cuenta con más de 7 millones de listings y está presente en más de 100.000 ciudades de más de

200 países. Como referencia, los hoteles Marriott, Intercontinental y Hilton combinados tienen 3,3 millones de habitaciones.

El poder de la plataforma es muy elevado: el 50% de los nuevos listings reciben una reserva en menos de 4 días (el 75% en menos de 16 días).

La respuesta de la empresa a la crisis provocada por el COVID puso de manifiesto 3 cosas:

- 1) Es un ejemplo de negocio antifrágil ya que no sólo sobrevive a las crisis, sino que le benefician. Como prueba el hecho de que, después de la caída en reservas de marzo y abril, desde mayo está teniendo más reservas que en el mismo periodo de 2019. Esto es debido a que se ha visto un incremento de reservas en zonas rurales, pueblos y casas relativamente aisladas y la duración de estas reservas es más larga, ya que la gente al tener que trabajar desde casa ha decidido trabajar desde *cualquier* casa.
- 2) La directiva es de las que nos gustan. Además de tener un 40% de las acciones (con lo que alinea sus intereses con los nuestros), es una directiva que lidera con el ejemplo: tuvieron que despedir empleados por las elevadas pérdidas que estaban sufriendo y ellos fueron los primeros en renunciar a su salario durante el resto de 2020.
- 3) Durante la pandemia, recibieron cancelaciones por importe de más de 1.000 millones de dólares. Dinero que los huéspedes querían recuperar ya que no podían viajar y que los anfitriones, en muchos casos, necesitaban para pagar sus hipotecas. En ese momento la compañía estaba sufriendo grandes pérdidas y lo fácil hubiese sido hacer cualquier cosa menos lo que hicieron: devolver el importe íntegro (los 1.000 millones) a los huéspedes y enviar lo máximo que pudieron a los anfitriones (250 millones). Recaltar que 1.000 millones en reservas se convierten en 2.000 en caso de tener que devolver el dinero a ambas partes.

El precio es elevado por lo que nuestra posición es –de momento– pequeña, pero es difícil que nos vaya mal con unos socios así.

La segunda entrada ha sido Facebook, poco que decir de una de las mejores empresas que hemos visto. Creciendo en ventas a más del 20-30% anual, con unos márgenes muy amplios y caja neta ya que apenas necesita capital. Está recomprando acciones y recientemente ha empezado a probar WhatsApp como medio de pago en India (lo que inicia el camino a la monetización de sus más de 2.000 millones de usuarios). Muy difícil que no siga ganando terreno. En este caso el precio –de nuevo– es el factor que hace que la posición no tenga un mayor peso en el fondo.

La tercera entrada ha sido Kistos, el nuevo proyecto de Andrew Austin (su anterior proyecto fue RockRose Energy en el que también fuimos accionistas). Andrew ha comentado que ya no están interesados en el petróleo y que se van a centrar más en el gas y en toda la cadena de valor para la transición energética. La compañía espera anunciar su primera adquisición a principios de 2021. Andrew tiene el 34% de la compañía y si él se juega su dinero, nosotros le acompañamos.

La última entrada en el periodo ha sido Microstrategy. Una compañía que va a generar unos 60-80 millones de dólares anuales con su negocio de Business Intelligence, pero sobretodo nos gusta por su CEO y fundador, Michael Saylor, y porque ha invertido la caja y unos bonos convertibles (que pagan un interés fijo de sólo el 0,75%) en bitcoin. Nos preocupa la situación actual con los bancos centrales imprimiendo dinero de forma masiva (la masa monetaria en Estados Unidos, M2, ha aumentado un 25% en 2020). Irremediablemente (y la historia lo ha demostrado en numerosas ocasiones) la impresión monetaria es muy difícil de revertir y siempre acaba mal, devaluando significativamente o incluso destruyendo la divisa. Adicionalmente, nos preocupa la situación en los bonos, con más de 18 billones de dólares en bonos a tipos negativos. Esta situación no tiene sentido por lo que vamos a salir de todas las posiciones que pudieran sufrir si hay

problemas en los bonos a largo plazo y queremos tener exposición al único activo realmente escaso que existe, el bitcoin.

Una vez creados los 21 millones de bitcoins, no se podrán crear más. Esto es muy importante ya que no existe ningún otro activo con esta propiedad (ni siquiera el oro, ya que se puede minar más y si el precio fuera suficientemente elevado se minaría en zonas que no son económicamente viables en la actualidad con lo que la oferta seguiría aumentando). La condición de un límite de unidades máximas es necesaria, pero no suficiente. Para que sea suficiente debe ir acompañada de otras propiedades –que también posee el bitcoin– como la descentralización y la inmutabilidad. Si un activo está centralizado, alguien tiene el poder de cambiar las normas y eso siempre acaba llevando a imprimir más unidades.

Durante el trimestre han salido de la cartera Adriatic Metals (posición en la que hemos doblado nuestro dinero) y Keck Seng (Un error de inversión en el que hemos aprendido que –por muy infravalorados que estén unos activos– si la directiva no está centrada en crear valor para el accionista, tendremos problemas).

Mantenemos la cobertura de nuestra exposición al dólar americano y la pequeña cobertura de mercado (comentada en cartas anteriores).

A cierre de trimestre, tenemos exposición a 26 compañías y mantenemos una posición de liquidez del 14%.

Cartera permanente

Como ya dijimos en cartas anteriores, hay unas pocas empresas en el mundo que por la calidad de su negocio, de su balance y de su directiva, las consideramos cartera permanente. Empresas que, por mucho que suban, no saldrán de la cartera (obviamente, sí variarán los pesos).

A cierre de periodo forman parte de nuestra cartera permanente: Facebook, Berkshire Hathaway, Inditex y Alphabet.

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.

Nuestro compromiso

No podemos prometer resultados, lo que sí podemos prometer es que:

- 1) Elegiremos nuestras inversiones en base a su valor, no a su popularidad.
- 2) Intentaremos minimizar el riesgo de pérdida permanente (no temporal por la caída de la cotización) al invertir con margen de seguridad en un grupo diversificado de negocios, sectores y divisas.
- 3) Que sólo cobraremos si aportamos valor. Si no generamos un 6% anualizado, no cobramos.
- 4) Que nuestro patrimonio personal y familiar está invertido en el fondo en una gran proporción y esa proporción sólo irá a más. No podemos prometer resultados, pero sí podemos prometer que compartiremos el mismo barco.

(Este compromiso está inspirado en las palabras que Warren Buffett escribió a sus partícipes en 1963).

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

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 de 2019, la cotización 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), los directivos compraron acciones en el mercado y desde octubre de 2020 cotiza en Estados Unidos (otra de las críticas era que cotizase en un mercado secundario). Burford ha demostrado que es capaz de generar fuertes beneficios independientemente de un caso extraordinario como fue Petersen. 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 27-30 GBP por acción. Cotiza a 7 GBP.

IPCO: Compañía dedicada a la extracción de petróleo y gas. Es un spin-off de Lundin Energy (en la que también hemos invertido) con una directiva de primer nivel (los principales directivos de IPCO provienen de Lundin Energy, 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 ha conseguido 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.

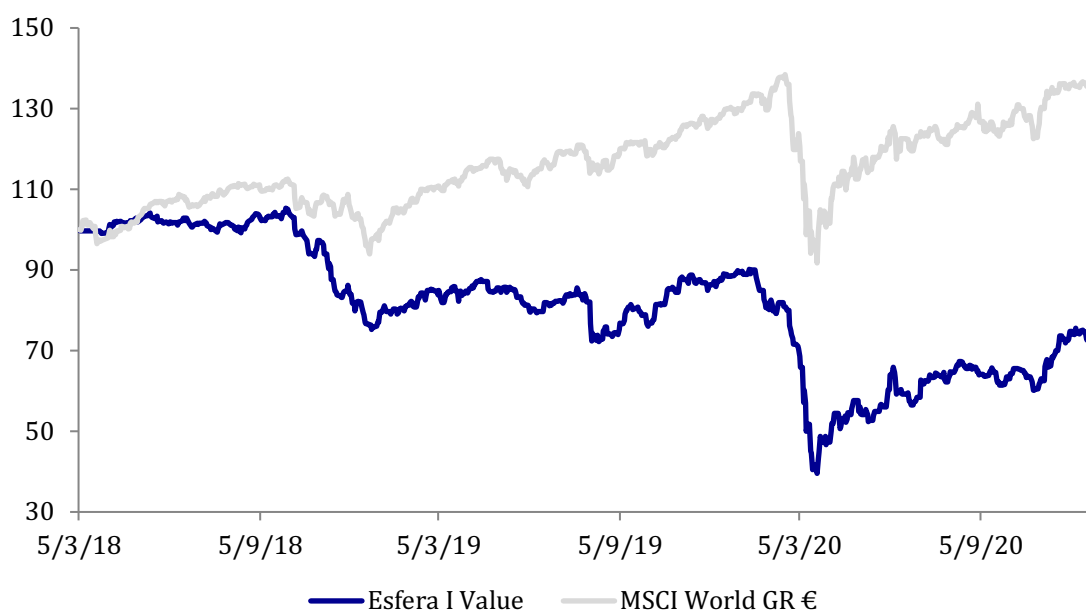
Estimamos un beneficio a tres años de 120 millones de dólares (asumiendo un precio normalizado del Brent de 60 dólares) y una deuda neta de 400 millones, lo que nos da una valoración de 80-90 SEK por acción. Cotiza a 18 SEK.

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 cercana a \$5.000 millones sea asumible. Valoramos por suma de partes: 1) la participación en Teekay Partners tiene un valor a 3 años de 800 millones de dólares, 2) la participación en Teekay Tankers vale unos 300 millones, 3) el FPSO Hummingbird Spirit en 20 millones, 4) el GP de Teekay Partners lo valoramos en 50 millones, 5) la deuda neta ronda los 300 millones. Por lo que la valoración nos da una valoración de unos 8,5 dólares por acción. Cotiza a 2,2 dólares.

Microstrategy: Una compañía que va a generar unos 60-80 millones de dólares anuales con su negocio de Business Intelligence, pero sobretodo nos gusta por su CEO y fundador, Michael Saylor, y porque ha invertido la caja y unos bonos convertibles (que pagan un interés fijo de sólo el 0,75%) en bitcoin. Nos preocupa la situación actual con los bancos centrales imprimiendo dinero de forma masiva (la masa monetaria en Estados Unidos, M2, ha aumentado un 25% en 2020).

Irremediablemente (y la historia lo ha demostrado en numerosas ocasiones) la impresión monetaria es muy difícil de revertir y siempre acaba mal, devaluando significativamente o incluso destruyendo la divisa. Queremos tener exposición al único activo realmente escaso que existe, el bitcoin.

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. 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 está recomprando acciones. A 3 años estimamos beneficios de 140 millones de dólares, deuda neta de 400 millones y una valoración en el rango de 55-60 dólares por acción. Cotiza a 16,5 dólares.

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

Principales posiciones

Compañía	Porcentaje
Burford Capital	9,9%
IPCO	9,6%
Teekay Corp.	7,2%
Microstrategy	5,8%
International Seaways	4,8%
Porsche	4,4%
Cambria Autos	3,7%
MMA Capital	3,6%
Pax Global	3,5%
Teekay LNG Partners	3,5%

Distribución por divisa

Divisa	Porcentaje
USD	41%
GBP	16%
SEK	13%
EUR	10%
HKD	4%
CAD	3%
EUR Liquidez	14%

Distribución por sectores

Sector	Porcentaje
Financiero	21%
Transporte marítimo	19%
Petróleo y gas	19%
Tecnología	17%
Automóviles	8%
Consumo	1%
Minería	1%
Liquidez	14%

Distribución por activo

Activo	Porcentaje
Acciones	86,5%
Derivados	0,03%
Liquidez	13,5%

Información

Denominación: Esfera I Value
 ISIN: ES0110407063
 Gestores: Javier Caballero y Santiago Moreno
 Gestora: Esfera Capital Gestión SGIIC, S.A.
 Depositario: CACEIS Bank Spain, 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.