

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%
2020	-16,4%	6,9%
1T 2021	34,5%	9,4%
2021 YTD	34,5%	9,4%
Rentabilidad acumulada	0,2%	50,6%
Rentabilidad anualizada	0,1%	14,2%

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

Actividad del periodo

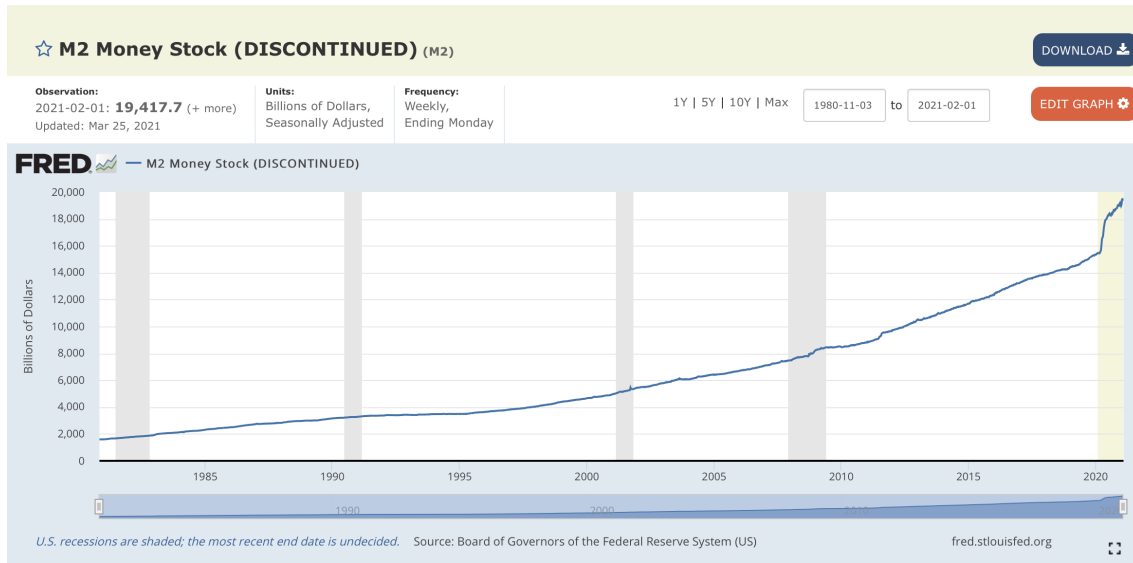
Durante el primer trimestre, Esfera I Value ha obtenido una rentabilidad (después de comisiones y gastos) del +34,5%.

Durante el mismo periodo, el índice de referencia (MSCI World con dividendos brutos en euros) ha obtenido una rentabilidad del +9,4%.

Durante el trimestre han entrado en cartera Galaxy Digital, Marathon Digital Holdings y Alibaba.

Han salido de la cartera Lunding Mining, Samsung, Vaalco, Euronav e Intel. Todas con unas rentabilidades entre el +40% y el +100%.

También han salido de la cartera algunas de nuestras empresas financieras (American Express, JP Morgan y Westaim). Como ya comentamos en la carta anterior, nos preocupa la situación actual con los bancos centrales imprimiendo dinero de forma masiva (la masa monetaria en Estados Unidos, M2, aumentó un 25% en 2020 y en 2021 va por el mismo camino). Destacar que el gobierno de Estados Unidos ha dejado de publicar el indicador M2 a principios de 2021.



En marzo de este año, Estados Unidos ha repartido un nuevo paquete de estímulos de 1,9 trillones de dólares (trillones americanos). Joe Biden ya está preparando otro paquete de 3 trillones para infraestructuras y hay comentarios de que podría estar preparando un tercero.

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 de los bonos, con más de 18 trillones de dólares en bonos a tipos negativos (y muchos más a tipos negativos en términos reales, es decir, descontando la inflación). Esta situación no tiene sentido y por eso hemos salido de todas las posiciones que pudieran sufrir si hay problemas en los bonos.

Mantenemos la cobertura de nuestra exposición al dólar americano (han vencido las opciones put que manteníamos para cubrirnos de posibles caídas de mercado).

A cierre de trimestre, tenemos exposición a 21 compañías y mantenemos una posición de liquidez del 26%.

Nuestra filosofía de inversión

Algunos partícipes nos han preguntado si ha cambiado nuestra filosofía de inversión debido al buen comportamiento del fondo en los últimos trimestres.

La verdad es que no hemos cambiado nuestra filosofía, pero sí la hemos ido evolucionando. Creemos que un gestor que no aprende, que no se adapta y que no evoluciona constantemente, está perdido.

En concreto, han pasado dos cosas:

Por un lado y como dice Warren Buffett: "En la inversión tienes que estar dispuesto a parecer tonto durante largos periodos de tiempo hasta que el mercado te dé la razón" y eso es lo que nos ha pasado. Muchas de nuestras principales posiciones son las mismas desde el inicio, pero parece que de repente el mercado nos ha empezado a dar la razón y ha sido en varias a la vez.

Por otro lado, hemos evolucionado nuestra forma de invertir incorporando negocios extraordinarios a precios razonables. Por ejemplo Facebook, Google, Alibaba, Berkshire, etc. Antes queríamos comprarlos más baratos y nos hemos dado cuenta de que estos negocios extraordinarios, incluso comprados a precios razonables, proporcionarán rentabilidades más que satisfactorias. Obviamente si en algún momento se pusieran a precios más atractivos por algún susto de mercado, actuaremos rápido para aumentar los pesos.

Otra incorporación significativa ha sido Microstrategy por su posición en bitcoin (la incorporamos en octubre de 2020). Pusimos un 3,5% del fondo y la evolución ha sido muy buena.

En resumen, a día de hoy estamos invertidos donde creemos que hay oportunidades:

- **Petróleo:** todo el mundo apuesta por las energías renovables y nosotros somos los primeros en querer que se implanten, pero por desgracia el petróleo no va a desaparecer en los próximos 5 o 10 años y hay oportunidades interesantes en empresas del sector.
- **Negocios de alta calidad a precios razonables:** los ya comentados Facebook, Google, etc. Queremos seguir añadiendo negocios de esta categoría, pero algunos están a precios demasiado altos y estamos esperando a que el mercado nos dé nuestra oportunidad para entrar (las oportunidades siempre llegan, aunque a veces parezca que nunca van a llegar).
- **Bitcoin:** la impresión monetaria que están llevando a cabo los bancos centrales a nivel global es muy peligrosa y sin duda devaluará todas las monedas favoreciendo a aquellos activos realmente escasos como el bitcoin.

Adicionalmente, destacar que la rentabilidad reciente la hemos obtenido con un 10-20% del fondo en efectivo (26% en la actualidad) y una pequeña cobertura de mercado. Elegimos sacrificar varios puntos de rentabilidad a cambio de estar protegidos si vuelven las bajadas por la pandemia y por tener la economía mundial paralizada. A algunos les parecerá un error tener tanta liquidez ya que podría parecer una posición demasiado conservadora, a nosotros nos ayuda a dormir por las noches ya que algunos de nuestros familiares tienen todos sus ahorros invertidos en el fondo (y nosotros gran parte). Preferimos ser conservadores cuando el tono general del mercado es de cierta euforia.

Bitcoin en el trimestre

- BlacRock (7,8 trillones de dólares en activos bajo gestión) anuncia que va a invertir en bitcoin en algunos de sus fondos.
- Gary Gensler (Ex Goldman Sachs y experto en Crypto) es nombrado presidente de la SEC.
- Tesla compra 1.500 millones de dólares en bitcoin y acepta el pago de sus coches en bitcoin.
- Square compra 170 millones de dólares en bitcoin.
- El banco BNY Mellon anuncia que custodiará Criptomonedas.
- MasterCard permitirá el pago con Criptomonedas.
- La senadora pro-Bitcoin Cynthia Lummis es incluida en el Comité Bancario del Senado Americano.
- Deutsche Bank anuncia que ofrecerá custodio de Criptomonedas y servicios para fondos que inviertan en ellas.
- El alcalde de Miami, Francis Suarez, anuncia que los empleados públicos podrán cobrar parte de su salario en bitcoin y que se podrán pagar los impuestos municipales en bitcoin.
- Morgan Stanley anuncia que ofrecerá fondos de bitcoin (incluyendo fondos de Galaxy Digital) a sus clientes de banca privada.
- Visa permitirá pagos en Criptomonedas.
- Coinbase debutará en bolsa el 14 de abril.
- Varios ETFs de bitcoin han sido aprobados en Canadá.

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.

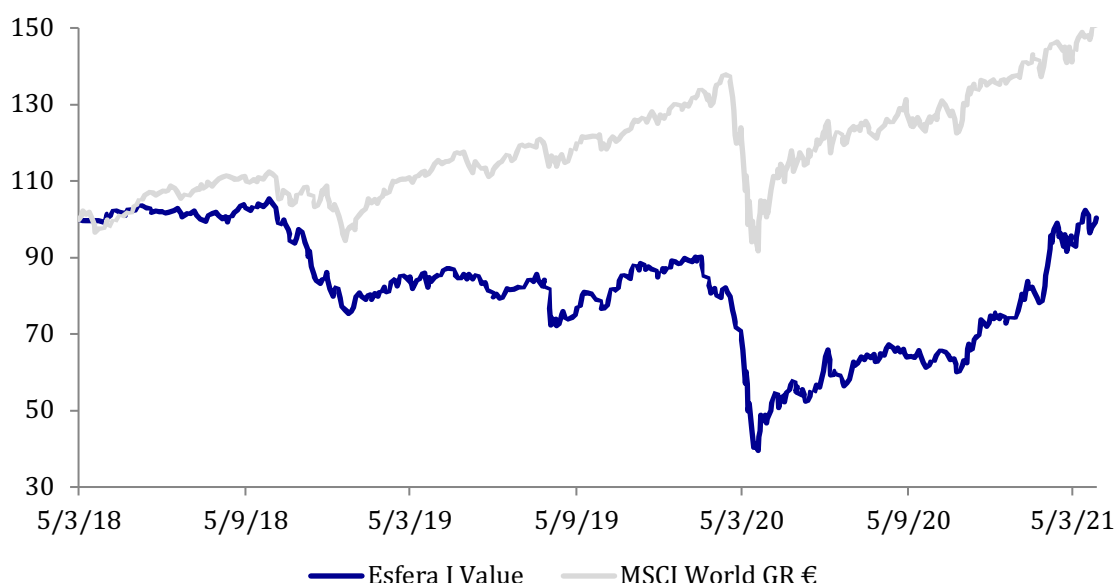
IPCO: Compañía dedicada a la extracción de petróleo y gas. Es un spin-off de Lundin Energy (en la que también hemos invertido) con una directiva de primer nivel (los principales directivos de IPCO provienen de Lundin Energy, compañía que ha multiplicado por 100 en 18 años). Tenemos alineación de intereses 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 nos da una valoración de 80-90 SEK por acción. Cotiza a 18 SEK.

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 en bitcoin. 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.

Galaxy Digital: Firma de servicios financieros en el sector Crypto. Tiene un balance sólido con exposición directa a bitcoin así como inversiones en algunas empresas líderes del sector como BlockFi. Al mismo tiempo ofrece servicios de banca inversión: asesoramiento en M&A, salidas a bolsa, etc. para empresas del sector y también gestiona fondos con exposición a bitcoin y otras Crypto (algunos de estos fondos son los que Morgan Stanley ofrecerá a sus clientes de banca privada). Nos gusta su CEO y fundador, Mike Novogratz, fue Partner en Goldman Sachs, CIO de Fortress y uno de los pioneros de Wall Street en pasarse a Crypto. Galaxy nos parece que va a estar muy favorecida por ser la líder en un sector que va a tener fuertes vientos de cola en los próximos años. Invertimos a un precio medio inferior a 10 dólares canadienses, cotiza a 30.

Marathon Digital: Compañía dedicada a la minería de bitcoin que se está posicionando entre las líderes a nivel global. La compañía, dirigida por Merrick Okamoto, ha conseguido un gran acuerdo para la generación de energía a bajo coste (principal gasto junto con los dispositivos ASICs) y ha invertido fuertemente para multiplicar por diez su capacidad de cara al año que viene, a partir del cual espera producir unos 50 BTCs al día. Tenemos una compañía sin deuda, acumulando BTCs en su balance y con muy buenas perspectivas a medio y largo plazo. Pensamos que a 48 dólares aún cotiza a un precio interesante, a pesar de la fuerte revalorización desde nuestro precio medio inferior a 15 dólares.

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

Principales posiciones

Compañía	Porcentaje
Burford Capital	10,0%
IPCO	9,1%
Microstrategy	7,8%
Galaxy Digital	5,9%
Marathon Digital	4,6%
Lundin Petroleum	4,4%
Facebook	4,2%
Kistos	3,2%
Teekay Corporation	3,1%
Softbank	3,0%

Distribución por divisa

Divisa	Porcentaje
USD	35%
GBP	16%
SEK	14%
CAD	6%
EUR	2%
HKD	2%
EUR Liquidez	26%

Distribución por sectores

Sector	Porcentaje
Tecnología	26%
Financiero	19%
Petróleo y gas	17%
Transporte marítimo	8%
Automóviles	4%
Consumo	1%
Liquidez	26%

Distribución por activo

Activo	Porcentaje
Acciones	74,0%
Derivados	0,0%
Liquidez	26,0%

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.