

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%
2020 YTD	-29,6%	-2,2%
Rentabilidad acumulada	-37,3%	25,9%
Rentabilidad anualizada	-16,6%	9,4%

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

Actividad del periodo

Durante el tercer trimestre, Esfera I Value ha obtenido una rentabilidad (después de comisiones y gastos) del +9,3%, un -29,6% 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 +3,5% y -2,2%, respectivamente.

Durante el trimestre han entrado en cartera Intel y Lundin Energy.

Intel es la compañía líder en fabricación de chips para dispositivos electrónicos. Además, tiene una posición relevante en la nube, el internet de las cosas y el coche autónomo. El mercado duda de que la empresa sea capaz de mantener su posición de liderazgo, principalmente debido a la pérdida de un gran cliente como Apple y a la fuerte competencia por parte de ARM, Nvidia y AMD. Pensamos que Intel se adaptará a los problemas coyunturales y será capaz de generar beneficios sobre los 18.000 millones de dólares. La posición financiera es fuerte, con deuda neta que podría repagar en poco más de un año. Adicionalmente, las recompras de acciones incrementarán el valor intrínseco.

A 3 años, valoramos la compañía en 70-75 dólares por acción. Cotiza a 51 dólares.

La otra entrada en el trimestre ha sido Lundin Energy, una de las mejores compañías petroleras del mundo. Es la antigua matriz de International Petroleum, una de nuestras principales posiciones desde que empezamos el fondo hace casi 3 años. Nos gusta que la familia Lundin esté al frente, son los referentes en la industria y en Lundin Energy tienen un trackrecord extraordinario (la empresa ha crecido al 15% anualizado durante casi 20 años y eso sin contar los dividendos pagados). La compañía tiene uno de los mejores activos del planeta, Johan Sverdrup en Noruega, que le permitirá doblar la producción con los costes operativos más bajos de la industria, unos 3 dólares por barril. Estimamos a 3 años unos beneficios superiores a 1.000 millones de dólares y una deuda neta inferior a 4.000 millones. Asumiendo un Brent sobre 60 dólares nos da una valoración de 350 SEK por acción. Cotiza a 170 SEK.

Durante el trimestre han salido de la cartera Tremor International, i3 Energy y RockRose.

A principios de Julio, Viaro Energy lanzó una OPA sobre RockRose a 18,5 GBP por acción, un 60% por encima de los precios a los que cotizaba. La empresa cotizaba sobre 11,5 GBP y pesaba, en aquel momento, un 10% del fondo. Salimos de la posición por encima de 18,3 GBP, lo hicimos en varias operaciones para dar margen por si venía algún otro comprador a aumentar la oferta. Parte de la liquidez generada por la venta de RockRose la hemos invertido en Intel y Lundin Energy y parte la hemos dejado en caja a la espera de que lleguen mejores oportunidades (nuestra liquidez ha pasado del 7% en el trimestre anterior al 15% en la actualidad).

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 24 compañías y mantenemos una posición de liquidez del 15%.

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: 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 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 saldrá a cotizar el día 19 de Octubre en Estados Unidos (otra de las críticas era que cotizase en un mercado secundario). Viendo los resultados semestrales presentados recientemente, 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 6 GBP.

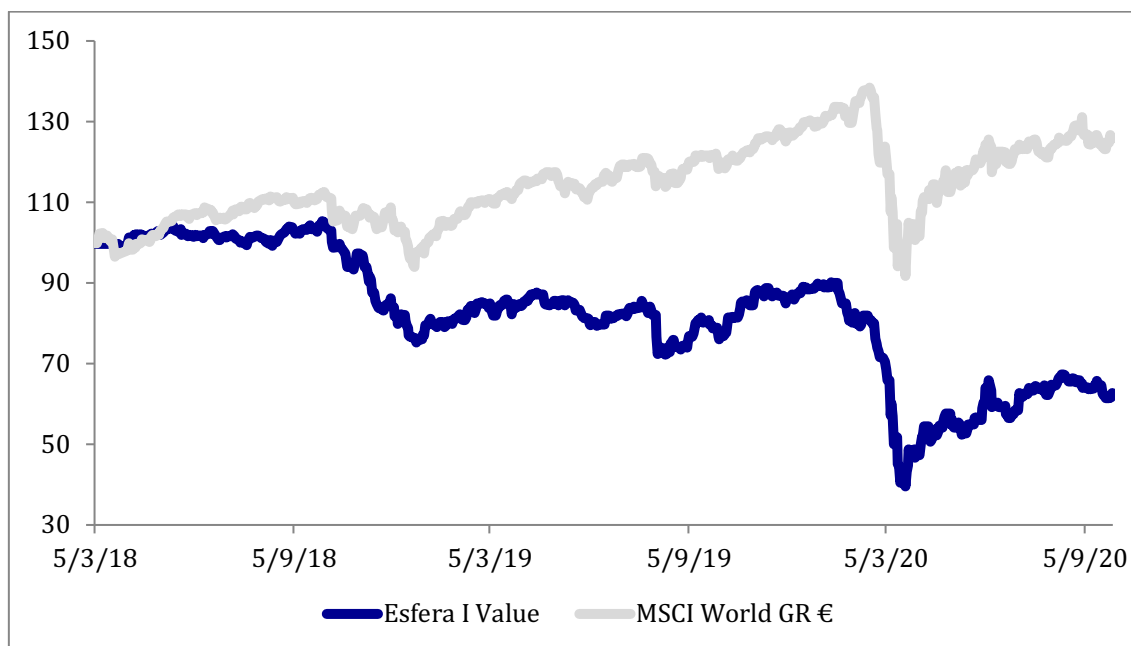
Teekay Corp: Empresa de transporte marítimo de petróleo y gas. La tesis se basa en su filial Teekay Partners, especializada en el transporte de gas natural licuado, en la que también hemos invertido. En 2015 Teekay Partners recortó el dividendo para financiar 19 nuevos barcos lo que, unido a la mala 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 50 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 unos 8-9 dólares por acción. Cotiza a 2,3 dólares.

IPCO: Compañía dedicada a la extracción de petróleo y gas. Es un spin-off de Lundin Energy 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. 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 reduce. 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 16 SEK.

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 y – pese a la debilidad estacional de inicios de año– ha continuado la recuperación, lo que ha impulsado la obtención de beneficios trimestrales récord para la compañía. 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 ejecutando una recompra de 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 14 dólares.

Cambria Autos: Compañía de Reino Unido que opera unos 40 concesionarios. Enfocada en la venta de coches de lujo, segmento más estable y con mejor margen. Adicionalmente, vende coches de segunda mano y ofrece servicios pos-venta, negocios menos cíclicos que la venta de coches nuevos. Tenemos una empresa con el fundador al frente, creciendo a doble dígito, con retornos sobre el capital superiores al 20%, casi sin deuda y menos cíclica de lo que piensa el mercado. A 3 años estimamos beneficios de 14 millones de libras y una valoración en el rango 120-140 peniques por acción. Cotiza a 48 peniques.

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

Principales posiciones

Compañía	Porcentaje
Burford Capital	11,2%
Teekay Corp.	9,8%
IPCO	9,4%
International Seaways	5,5%
Cambria Autos	4,3%
MMA Capital	4,2%
Porsche	4,1%
Teekay LNG Partners	4,1%
Berkshire Hathaway	3,7%
Pax Global	3,6%

Distribución por divisa

Divisa	Porcentaje
USD	37%
GBP	18%
SEK	12%
EUR	10%
HKD	5%
CAD	4%
EUR Liquidez	15%

Distribución por activo

Activo	Porcentaje
Acciones	85,1%
Derivados	0,3%
Liquidez	14,6%

Distribución por sectores

Sector	Porcentaje
Transporte marítimo	22,7%
Financiero	20,0%
Petróleo y gas	14,3%
Tecnología	9,5%
Automóviles	8,4%
Minería	4,4%
Conglomerado	3,7%
Inmobiliario	1,4%
Consumo	0,7%
Cobertura	0,3%
Liquidez	14,6%

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.