

Estimado Inversor,

Como ya sabe, en junio de este año, como consecuencia de ciertos cambios en el equipo de MCIM Capital y de una profunda reflexión interna, se produjo un cambio estratégico en lo que respecta a la filosofía y la política de inversión de la SICAV.

MCIM capital Opportunities SICAV, que surgió en origen como un vehículo flexible y multiactivo, es actualmente un vehículo de inversión cuyo objetivo es preservar y hacer crecer el capital generando rentabilidades a largo plazo por encima de las de mercado y cuya vocación es estar invertido en renta variable al 100%.

Su cartera está centrada principalmente en empresas cotizadas Europeas (con cierto sesgo hacia España como consecuencia del criterio de cercanía), sin excluir otros valores de países OCDE, seleccionadas una a una sin limitaciones específicas respecto a tamaño, sector o país, pero especialmente centrada en empresas de mediana y pequeña capitalización.

Este vehículo sigue la filosofía de Inversión en Valor o "Value Investing", basada en la búsqueda de compañías infravaloradas, que sean buenos negocios y entendibles, con ventajas competitivas sostenibles en el tiempo y con elevados Retornos sobre Capital Empleado (ROCE), dirigidos por un buen equipo gestor y cuyo valor intrínseco no este reflejado en su precio de cotización, e intenta aprovechar la irracionalidad de los mercados a corto plazo, utilizando la volatilidad como oportunidad, con la convicción de que en el largo plazo y con paciencia el mercado reconocerá su valor.

Durante estos meses de cambio el principal objetivo de MCIM Capital ha sido eliminar la exposición del vehículo a renta fija y otros activos financieros y comenzar a construir una cartera de renta variable que cumpla los requisitos que hemos comentado anteriormente.

Nos complace poder anunciarle que le proceso de cambio culminó el mes pasado con las últimas desinversiones en activos de renta fija, y por lo tanto actualmente nuestra dedicación se centra exclusivamente en la búsqueda de compañías interesantes y en la optimización del valor objetivo.

### **Comentario Mensual**

El mes de noviembre ha cerrado con subidas en las principales bolsas mundiales y con una revalorización del IBEX 35 del 0,25%, situando la rentabilidad acumulada del ejercicio 2015 en niveles del 1,0%. En el mismo periodo el valor liquidativo de MCIM Capital Opportunities SICAV ha crecido un 1,94% hasta situarse en 10,45€, lo que implica una rentabilidad en 2015 del 6,64%.

Cabe destacar que la SICAV tiene actualmente invertido un 49,7% del patrimonio total, y que el grueso de dichas inversiones se ha realizado en el periodo Junio-Noviembre, por lo que el valor liquidativo y por lo tanto la rentabilidad no refleja el rally alcista que se produjo a inicios del año.

Desde el equipo de MCIM Capital queremos recalcar la prudencia y la paciencia con la cual estamos construyendo la cartera, que se deben principalmente a dos motivos:

- Probablemente no es el mejor momento de los últimos años para invertir teniendo en cuenta que las bolsas española y europea acumulan revalorizaciones del 46% y 55% aproximadamente desde mediados de 2012.
- Consideramos que el principal problema existente, el excesivo apalancamiento del sistema, lejos de solucionarse se está agravando (como así reflejan las tasas de endeudamiento públicas y privadas) aunque no se refleje en las primas de riesgo como consecuencia de las medidas de flexibilización cuantitativa aplicadas.

El reflejo de la prudencia con la que estamos actuando se traduce en dos ámbitos:

- El proceso de inversión de la cartera se ha ralentizado ligeramente en aras de aprovechar caídas en el mercado que nos permitan aumentar el margen de seguridad de nuestras futuras inversiones, y
- Por otro lado estamos poniendo un foco especial en la solvencia financiera de las compañías en cartera, con un sesgo especial a incluir compañías que estén adoptando la misma prudencia en sus inversiones y que a ser posible dispongan de posiciones de caja neta o mínimo endeudamiento.

La flexibilidad que aporta la liquidez es un arma valiosa cuando los mercados caen.

En cuanto a nuestros principales movimientos durante el mes cabe destacar que nos centramos básicamente en la compra de valores que no teníamos previamente en cartera.

Dentro de estos movimientos destacaríamos la compra de Sotheby's, una de las dos grandes casas de subastas globales. Entre Christie's y Sotheby's componen un duopolio mundial y se trata de un activo induplicable con claras ventajas competitivas y con grandes barreras de entrada. La acción acumula una corrección del 33% desde inicios de año (y un 48% desde máximos del año) como consecuencia de la caída en las previsiones del mercado mundial del arte. Ópticamente no parece que esté a un precio muy atractivo, pero teniendo en cuenta el valor oculto en balance de sus activos inmobiliarios en Nueva York y Londres, pensamos que está cotizando a niveles de PER 10 normalizado.

También hemos tomado una posición significativa en Goldcorp, una de las compañías mineras de oro más grandes del mundo con activos mineros en Canadá, Méjico, República Dominicana y Argentina entre otros. Goldcorp acumula una caída próxima al 71% durante los últimos cuatro años, en ese mismo período el precio del oro ha caído cerca del 45%.

Es importante aclarar que nuestra tesis se basa en tratar de identificar, dentro de un sector muy castigado, aquellos jugadores que estén en las mejores condiciones para sobrevivir al ciclo bajista y aprovecharse de la crisis del sector para cimentar su próximo ciclo alcista. Hay tres factores que marcan la diferencia en Goldcorp sobre el resto de mineras: tiene menos deuda, produce barato y está localizada principalmente en jurisdicciones seguras.

En el mercado español destacaríamos la posición tomada en N+1 Dinamia, el grupo español de servicios financieros con actividad en banca de inversión y gestión de activos. Como consecuencia del acuerdo para vender el 70% de la cartera de Dinamia a Access Capital Partners con una prima sobre NAV del 11%, tiene actualmente una posición de caja (incluyendo los cobros pendientes de la venta) que representa aproximadamente el 50% de la capitalización de mercado. Ajustando este efecto la compañía cotiza a un PER 8 normalizado según nuestras estimaciones.

Adicionalmente, N+1 Dinamia ha anunciado la adquisición de CW Downer & Company, una firma de corporate finance en EE.UU., a PER 7 aproximadamente que se pagará parte en caja y parte en acciones de nueva emisión (con un periodo de lock-up de 4 años). No parece que haya pagado un sobreprecio por esta adquisición y el hecho de tener presencia en EE.UU. y reforzar la presencia en Europa facilitará a la compañía el optar a proyectos cross border a los que actualmente no puede optar por falta de estructura en EE.UU.

Queremos aprovechar para transmitirles no sólo como asesores, sino también como coinversores, nuestra ilusión y compromiso en este proyecto en el que tenemos puesto todo nuestro esfuerzo y dedicación con el objetivo de obtener grandes resultados en el futuro.

Muchas gracias por su confianza.

Luis Morgado y Jose Ruiz de Alda