

Estimado Inversor,

Este mes de junio se cumple un año desde que MCIM Capital Opportunities SICAV cambiara de filosofía de inversión y se transformara en un vehículo de inversión gestionado bajo los principios de la inversión en valor o “value investing”, cuya vocación es estar invertidos al 100% en renta variable.

Si bien la rentabilidad a corto plazo no es un indicador especialmente válido para medir los resultados de inversores a largo plazo, consideramos que es importante compartir el comportamiento relativo de nuestra cartera en el último año, reflejo numérico de la estrategia adoptada en estos meses.

En el último año **la rentabilidad de MCIM Capital Opportunities SICAV ha sido del +2,5% frente al -25,2% obtenido por IBEX 35 en el mismo periodo**. Es cierto que nadie vive de rentabilidades relativas, y que la rentabilidad está por debajo de la rentabilidad que consideramos razonable en el largo plazo, si bien está en línea con nuestro objetivo de preservar el capital en los años difíciles.

El mes de Junio ha sido el peor mes en términos de rentabilidad para la bolsa española desde el año 2012. Como consecuencia del Brexit, el selectivo español sufrió la mayor caída diaria de su historia al dejarse un 12,5% en el denominado *viernes negro*. En el mes, el IBEX 35 se ha dejado un 9,64%, situando la rentabilidad anual en el -14,5%. En el mismo periodo el valor liquidativo de MCIM Capital Opportunities SICAV, ha caído un 2,04% hasta situarse en 10,48€ por acción o lo que es lo mismo, una rentabilidad en lo que va de año del 0,4%.

***“El riesgo significa que más cosas pueden suceder de las que suceden.” – Howard Marks***

El pasado día 24 de junio Reino Unido decidió vía referéndum abandonar la Unión Europea y ello provocó uno de los días más turbulentos de historia de las bolsas europeas.

El principal riesgo del Brexit radica en los efectos que su salida del mercado común pueda tener en lo intercambios comerciales entre los países de la UE y Reino Unido. Hay que tener en cuenta que existe un periodo de desconexión de 2 años y que si bien el Brexit puede tener un impacto significativo en el comercio en Europa, a largo plazo pensamos que se impondrá el interés común y se firmarán acuerdos comerciales similares a los existentes a día de hoy con Noruega, Islandia o Suiza.

El Brexit generó una reacción de pánico en el mercado en algunos casos justificada debido a la incertidumbre que pone encima de la mesa para compañías con fuerte dependencia de Reino Unido, pero en otros casos contagió a compañías con poca exposición. A modo de ejemplo, los títulos de Acerinox llegaron a caer más del 20% en algún momento del día sin que su negocio tenga una dependencia significativa del Reino Unido.

En MCIM Capital pensamos que a pesar de que acapare las portadas, el Brexit no es el verdadero riesgo al que se enfrentan los negocios que tenemos en cartera, sino el laberinto de expansión monetaria sin límites que está provocando la ruptura del binomio rentabilidad-riesgo y que no parece tener una solución fácil.

En este sentido, parece que el Brexit no va a ser una ayuda, ya que tanto Reino Unido como la UE han anunciado que en caso de ser necesario combatirán los efectos mediante nuevas medidas de política monetaria y fiscal.

Durante el último mes hemos aprovechado las fuertes caídas para aumentar o tomar posiciones en compañías con gran potencial a largo plazo. En cómputos generales, el nivel de inversión ha aumentado de forma significativa en un 16,3% hasta situarse en un 73,6% del patrimonio gestionado.

***“Sé temeroso cuando los demás sean avariciosos y sé avaricioso cuando los demás sean temerosos.” – Warren Buffet***

En cuanto a nuestras principales inversiones del mes, cabe destacar la incorporación de Dassault Aviation, Altri SGPS, BMW preferentes o Restaurant Group. Adicionalmente, hemos aprovechado para aumentar la posición en las compañías en cartera que han sufrido fuertes recortes como consecuencia del Brexit. Las principales posiciones en las que hemos aumentado nuestra participación son Acerinox, Adveo, Semapa, Applus, Talgo o C&C Group.

**Dassault Aviation** es un fabricante francés de business jets y cazas de combate. La compañía cuenta con una fuerte cartera de pedidos en el área de defensa para exportación que compensa el mal momento del negocio de business jets. Se trata de un negocio de alto ROCE y con fuertes barreras de entrada, sobre todo en el negocio de defensa. La compañía cuenta adicionalmente con una posición de caja neta muy holgada así como una participación del 25% en Thales Group. Adicionalmente la compañía ha recomprado recientemente hasta un 10% de sus propias acciones y cuenta con un gran historial de asignación de capital. Actualmente, como consecuencia de su caja neta y de la participación en Thales, podemos comprar el negocio de aviación a 6x veces beneficios. Según nuestras estimaciones (incluyendo el potencial pedido de Rafale a India) el mercado descuenta que la compañía no será capaz de adjudicarse nuevos pedidos de Falcon o Rafale. En nuestra opinión vale un 50% más.

**Altri** es una compañía portuguesa dedicada a la producción de celulosa de eucalipto. Altri ha caído un 46% desde los máximos de diciembre del año pasado como consecuencia de la caída del precio de la celulosa a niveles de 680 dólares la tonelada (debido a la ralentización económica y a la entrada de nueva capacidad en el mercado). El precio de la celulosa está prácticamente en mínimos desde 2009. La compañía ha llevado a cabo un proceso de desapalancamiento muy fuerte que la ha llevado a amortizar 415 millones de deuda neta en los últimos 6 años provocando que a pesar de haber aumentado su capitalización de mercado, se sitúe su valor de firma en niveles similares. A pesar de que la compañía opera en un sector muy cíclico y que se trata de un negocio intensivo en capital y con un ROCE bajo, consideramos que tiene un potencial interesante a medio-largo plazo. En nuestra opinión vale un 70% más.

En cuanto a las principales desinversiones de la cartera cabría destacar la reducción de la posición en Iberpapel, así como la salida de cartera de Repsol, Total, Pharol o RWE.

Como ya hemos explicado en cartas previas, la razón para vender la posición en un valor se debe a la reducción relativa de su potencial respecto del potencial medio de la cartera. En el caso de Repsol, Total y RWE, se trata de ejemplos similares en los que el potencial relativo respecto a la cartera ha disminuido en los últimos meses como consecuencia de su revalorización y de las fuertes caídas en otros valores.

Como siempre, nos gustaría aprovechar para agradecerle su confianza en este proyecto en el que tenemos puesto todo nuestro esfuerzo y dedicación con el objetivo de obtener grandes resultados en el futuro.

Luis Morgado y Jose Ruiz de Alda