

**carta 1^{er} semestre
2018**

MICROVALUE

— EL RINCÓN DEL INVERSOR PARTICULAR —

Mi cartera durante el primer semestre del 2018

Durante el primer semestre del 2018, la cartera ha obtenido una **rentabilidad del 7,3%**, incluyendo dividendos brutos y cambios de divisa (riesgo no cubierto), en gran medida gracias a la puesta en valor de dos de las principales posiciones: **International Petroleum Corp.** y **Black Diamond Group**, ambas asociadas a las materias primas (de forma directa la primera, indirecta la segunda), sector al que considero vital estar expuesto en el panorama actual. La presentación de resultados de ambas compañías han sido espectaculares, aunque en mi opinión lo mejor está todavía por llegar. En el caso de International Petroleum, realicé una primera compra a 39 coronas, ampliando un 30% la posición el mismo día de la presentación de resultados, ya que la subida de aquella sesión no capturó ni por asomo los asombrosos resultados que demostraron el buen hacer de los Lundin. Desde aquel día se ha revalorizado más de un 20% y por el momento no me planteo vender una sola acción.

Año	Rentabilidad cartera	Rentabilidad S&P 500 TR	Mis expectativas
2017	41,0%	21,8%	15,0%
2018 *	7,3%	2,6%	7,4%
Anualizada	31,9%	16,1%	15,0%
Acumulada	51,5%	25,1%	23,5%

* Rentabilidad a 30-06-2018

El **potencial anualizado** de la cartera al cierre de semestre se sitúa en torno al 29%, tras la incorporación de alguna posición sobre la que tengo depositadas muchas esperanzas. Me refiero especialmente a **On The Beach Plc.**, una compañía de altísima calidad que estoy convencido dará que hablar en los próximos años. Con crecimientos de tres dígitos en algunos de los países a los que se está expandiendo, la he incorporado a un *PER ex-cash* de 31 veces y a un FCF/EV del 3,2%. Básicamente, el mercado sólo valora su posicionamiento consolidado de Reino Unido, y nos regala la expansión a otros países, considerando de forma muy cortoplacista que allí, de momento, pierde dinero. Además, hay que tener en cuenta que todo el crecimiento de este tipo de compañías, a diferencia de otras, pasa directamente por la cuenta de resultados, por no hablar de las enormes economías de escala que se generan en este tipo de negocios.

En el mes de mayo he deshecho totalmente la posición de **Umanis** a 16 euros, lo cual ha generado cierta controversia. He de decir que me parece una grandísima compañía y no dudo que le queda muchísimo camino por delante y grandes rentabilidades por generar a sus accionistas. No me cabe la menor duda. Sin embargo, no olvidemos que una cartera de inversión no es más que el cúmulo de una serie de elecciones, lo cual debería obligarnos a descartar buenas compañías. Es importante decir que con la liquidez generada tras su venta pude iniciar y aumentar, por ejemplo, la posición en International Petroleum, y el coste de oportunidad de no haberlo hecho hubiera sido mucho mayor que el propio potencial de Umanis. Sin duda, no es nada fácil gestionar una cartera de manera activa, y mucho menos tomar este tipo de decisiones. Al menos no para mí. Para ello y como siempre recalco, trato de apoyarme en el potencial estimado de todas las alternativas, y con ello decidir.

Por último, notareis también la ausencia de **Groupe Guillin**. En el informe anual del 2017 ya explicaba que la compañía tardaría en trasladar el incremento del precio de las materias primas a sus clientes, como está sucediendo actualmente. El motivo de mantenerla en cartera fue para compensar la presencia de compañías con alta exposición a factores externos no controlables, como el ciclo del petróleo, y tratar de minimizar este riesgo en la mayor medida posible. Sin embargo y a pesar de que la tesis continúa intacta a largo plazo, he sustituido la posición por otras con **catalizadores a medio plazo y entornos más favorables**.

Mi cartera de cara al resto del 2018

Más del 50% de la cartera se concentra en cinco posiciones, más del 60% si incluimos la liquidez. Todas tienen caja neta, o bien un endeudamiento muy reducido, están dirigidas por un excelente equipo gestor cuyos intereses se encuentran alineados con los nuestros, y con valoraciones atractivas a medio plazo. El 40% restante se divide entre siete compañías de diferente tipología:

Valor	Peso % Cartera	Precio entrada 2018	Precio cierre 2018	Rentabilidad 2018 *
International Petroleum Corp.	18,6%	41,17 SEK	60,00 SEK	43,6%
Hitechpros	9,3%	18,00 €	19,70 €	9,4%
Figeac - Aero	8,1%	18,89 €	15,48 €	-18,1%
Black Diamond Group	7,4%	\$ 2,39	\$ 3,56	46,5%
Constellation Software, Inc.	7,1%	\$ 1.035,00	\$ 1.019,55	-1,4%
NBI Bearings Europe, S.A.	6,8%	2,90 €	3,12 €	7,6%
LSI Software	6,3%	PLN 14,00	PLN 12,15	-17,1%
Global Dominion Access	6,0%	4,32 €	1,65 €	7,6%
On The Beach, Plc	5,6%	£ 4,70	£ 5,02	6,0%
United Carpets Group	5,3%	£ 0,087	£ 0,075	-9,9%
Protector Fors	5,0%	90,00 NOK	66,40 NOK	-23,6%
Karelia Tobacco Group	3,7%	290,00 €	262,00 €	-9,7%
Liquidez	10,8%			

* La rentabilidad por posición incluye el efecto divisa y los dividendos percibidos durante el año

Distribución geográfica de la cartera

Zona geográfica	% Cartera
Europa del Norte (UK y Escandinavia)	34,5%
Europa Central	33,9%
Estados Unidos y Canadá	14,5%
Europa del Este	6,3%
Liquidez	10,8%
TOTAL	100,0%

Distribución tipología de inversión de la cartera

Tipología de inversión	% Cartera
Cíclica	32,8%
Alto crecimiento / compounder	32,1%
Estable - defensiva	24,2%
Liquidez	10,8%
TOTAL	100,0%

Distribución divisa de la cartera

Divisa *	% Cartera
Euro (incluida liquidez)	44,7%
Corona noruega	18,6%
Dólar canadiense	14,5%
Libra esterlina	10,9%
Zloty polaco	6,3%
Corona sueca	5,0%
TOTAL	100,0%

* Riesgo divisa no cubierto

Datos fundamentales de la cartera

Dato fundamental *	Valor
Top 3 posiciones	36,0%
Top 5 posiciones	50,5%
Con accionista de referencia (> 20%)	71,1%
Con deuda inferior a 1x EBITDA	55,1%
Negocios reinvertibles	50,4%

* Datos aportados sin considerar la liquidez

Las dos grandes novedades en la cartera, además de On The Beach Plc., son NBI Bearings Europe, S.A. y Constellation Software, que entre las dos aglutinan el 14% de la cartera.

Constellation Software es una compañía global de desarrollo de software vertical especializado en micronichos de mercado, con el brillante de Mark Leonard al frente de uno de los mejores departamentos de M&A del planeta. Los costes de cambio para el cliente son prácticamente insalvables, y sumados a la gran visión del equipo gestor para incorporar pequeñas compañías a su ecosistema, la convierte en uno de los **mejores compounders del mundo**.

NBI Bearings Europe, S.A. es una compañía española del sector industrial, especializada en la fabricación de rodamientos, un componente de alto valor añadido, dirigida por uno de los *management* más cercanos y honestos en los que confiar, y con un *skin in the game* casi absoluto. Esto, sumado a un proyecto muy atractivo con capacidad para seguir creciendo y componer el capital generado, hace que tenga un alto convencimiento sobre la posición.

Sin más, aprovecho para agradecerles el haberle dedicado unos minutos a leer la carta del primer semestre del 2018. Como suelo decir, el inversor particular debe **salirse de lo ordinario** para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis una buena segunda mitad de año y mejores inversiones,

Lucas LM

Gráfico rentabilidad histórica de la cartera



Rentabilidad histórica cartera	1T	2T	3T	4T	Año
Rentabilidad 2017	7,0%	12,7%	6,6%	9,8%	41,0%
Rentabilidad 2018 *	-0,4%	7,7%			7,3%