

**carta anual**  
**2018**

**MICROVALUE**

— EL RINCÓN DEL INVERSOR PARTICULAR —

---

## Mi cartera durante el 2018

---

El 2018 ha sido un año apasionante para mí. También repleto de errores, sin duda. Y sinceramente, espero seguir cometiéndolos en el futuro. Como alguien dijo en una ocasión, **el fracaso es el mejor de los maestros**. Y no podría estar más de acuerdo. Hace cuestionarnos todo cuanto hasta entonces creíamos hacer bien, y extraemos de ello conclusiones que nos hacen mejores inversores. Para ello, la humildad es imprescindible compañero de viaje. Por el contrario, el miedo a equivocarnos, la negación del error y la aversión al fracaso nos desvían irreversiblemente del buen camino. Porque, no lo olvidemos, esto no se trata de coleccionar éxitos, sino de fracasar cada vez mejor. *“Try again. Fail again. Fail better”*.

Ahora, pongámosles cara a los errores. Entrar en **Protector Fors** (-31% en 2018) a 2,4 veces su valor en libros, múltiplo muy exigente que sólo podía haberse sostenido manteniendo un crecimiento que parecía imparable; mantener **Groupe Guillin** (-6% en 2018) ante un soplido de viento en contra que no vi venir; mantener **Figeac Aero** (-29% en 2018) en una etapa avanzada del ciclo industrial, etc. En todos los casos, he deshecho las posiciones en cuanto la verdad (mi verdad) se me presentó delante. *“Take decisive actions when factors change or there is a realisation that you simply got it wrong”*. Porque esto no sólo va de invertir en compañías a largo plazo, sino de cristalizar nuestras tesis de inversión en el menor periodo de tiempo posible. La fórmula es sencilla: a menor tiempo, mayores retornos. Para ello, es vital la búsqueda de catalizadores. **Navegar con el viento a favor** siempre hará que lleguemos antes a buen puerto, a pesar de que acabes llegando igualmente. De nada sirve invertir en compañías que se pasen baratas los próximos siete o diez años. Por mucho que nuestras tesis continúen intactas, el tiempo acabará por dejarlas estériles. Nunca debemos olvidar el enorme coste de oportunidad que esto conlleva.

También he hecho algunas cosas bien, aunque no tantas como me hubiera gustado. He deshecho las posiciones de **Groupe Open** (+14% en 2018) y **Umanis** (+17% en 2018) en el entorno de sus máximos históricos; he deshecho la mitad de la posición de **Black Diamond Group** a 3,6 dólares (+51% en 2018); aprovechando las caídas, he ampliado la posición en **Hitechpros** y **LSI Software** a 14 euros y 10 zlotys respectivamente, que en mi opinión suponen claras oportunidades de inversión; y en general, me he quedado a la expectativa en los momentos de mayor “pánico”, sin hacer apenas movimientos relevantes.

A cierre de año, **el potencial de la cartera** ajustado por el riesgo implícito de cada posición se sitúa por encima del 40% anualizado. Como siempre, esto no tiene por qué traducirse en una rentabilidad efectiva. Simplemente concede un margen de seguridad suficiente que me permitirá seguir cometiendo errores en el futuro.

En cuanto a los mercados, aquí será muy claro. Para aquellos que, como yo, todavía nos restan décadas de inversión por delante, lo mejor que nos puede pasar es un desplome general de los precios que nos conceda la oportunidad de ser dueños de los mejores negocios del mundo a un precio moderado. Porque hay momentos para todo, y por ello es importante **adoptar una flexibilidad de adaptación a cada entorno**. Toda oportunidad que nos regale el mercado (que no serán muchas), simplemente hay que aprovecharla.

Así, cierro el 2018 con una **rentabilidad del -15,5%**, manteniendo una rentabilidad anualizada del +9,2%, quedando por debajo de mis expectativas (+15,0%), aunque por encima del S&P 500, con dividendos incluidos (+7,9%).

Año	Rentabilidad cartera	Rentabilidad S&P 500 TR	Mis expectativas
2017	41,0%	21,8%	15,0%
2018	-15,5%	-4,4%	15,0%
<b>Anualizada</b>	<b>9,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Acumulada</b>	<b>19,2%</b>	<b>16,5%</b>	<b>32,3%</b>

## Mi cartera de cara al 2019

Prácticamente el 50% de la cartera se concentra en cuatro posiciones, incluida 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 50% restante se divide entre doce compañías de diferente tipología:

Valor	Peso % Cartera	Precio entrada 2018	Precio cierre 2018	Rentabilidad 2018 *
Burford Capital Inc.	18,0%	£ 17,57	£ 16,56	-7,7%
Constellation Software, Inc.	9,1%	\$ 974,91	\$ 873,86	-12,6%
International Petroleum Corp	8,5%	40,87 SEK	29,20 SEK	-28,4%
NBI Bearings Europe SA	6,8%	2,90 €	3,42 €	17,1%
Hitechpros	6,3%	18,00 €	14,70 €	-18,3%
GYM Group PLC	6,0%	£ 2,60	£ 2,73	3,1%
Orezone Gold	5,4%	\$ 0,63	\$ 0,57	-13,9%
Global Dominion Access	5,1%	4,32 €	4,30 €	-0,3%
Ur Energy	5,0%	\$ 0,782	\$ 0,650	-16,0%
Adept Technology Group	4,7%	£ 3,58	£ 3,21	-5,3%
Black Diamond Group	3,9%	\$ 2,39	\$ 2,09	-15,5%
LSI Software	3,5%	PLN 14,00	PLN 11,60	-19,5%
RA International Group	3,5%	£ 0,75	£ 0,44	-42,5%
Karelia Tobacco Company	3,3%	290,00 €	250,00 €	-14,7%
United Carpets Group	3,1%	£ 0,087	£ 0,051	-43,6%
On The Beach Plc	2,4%	£ 4,70	£ 3,36	-31,4%
Liquidez	5,4%			

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

### Distribución geográfica de la cartera

Zona geográfica	% Cartera
Europa del Norte (UK y Escandinavia)	46,2%
Estados Unidos y Canadá	23,4%
Europa Central	21,5%
Europa del Este	3,5%
Liquidez	5,4%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

### Distribución tipología de inversión de la cartera

Tipología de inversión	% Cartera
Alto crecimiento / compounder	48,9%
Cíclica	30,8%
Estable - defensiva	15,0%
Liquidez	5,4%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

### Distribución divisa de la cartera

Divisa *	% Cartera
Libra esterlina	37,6%
Euro (incluida liquidez)	26,9%
Dólar canadiense	18,4%
Corona sueca	8,5%
Dólar americano	5,0%
Zloty polaco	3,5%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

\* Riesgo divisa no cubierto

### Datos fundamentales de la cartera

Dato fundamental *	Valor
Top 3 posiciones	35,6%
Top 5 posiciones	48,8%
EV/FCF ponderado	10,3 x
Con accionista de referencia (> 20%)	75,4%
Con deuda inferior a 1x EBITDA	70,7%
Negocios reinvertibles	64,2%

\* Datos aportados sin considerar la liquidez

A continuación, desarrollaré una breve tesis de cada una de las posiciones de la cartera:

**Burford Capital.** Compañía que **aglutina todo cuanto buscamos en cualquier inversión:** equipo directivo excelente y con acciones, sin deuda, con un alto potencial de crecimiento, una extraordinaria rentabilidad sobre el capital invertido, y una capacidad de reinversión del cien por cien. Todo esto lo estamos comprando con un amplio margen de seguridad y con varios catalizadores a corto y medio plazo. Así, he aprovechado la ampliación de capital para seguir comprando acciones, hasta llegar a convertirse en la principal posición de la cartera.



**Constellation Software.** Otro excelente negocio, con el brillante de Mark Leonard al frente de uno de los mejores departamentos de M&A del planeta. Constellation es una compañía global de desarrollo de software vertical especializado en micronichos de mercado. 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 mercado**, sino el mejor.



**International Petroleum Corp.** La tesis inicial, una máquina de generar *Free Cash Flow* con la extracción de uno de los mejores *oils* del mundo (con prima sobre el *Brent*), aunque con unas reservas limitadas, se ha transformado en **una historia de largo plazo** tras la adquisición de Black Pearl. Ahora, la tesis se centra en el *Western Canadian Select*, uno de los *oils* pesados de Canadá, que cotiza con un descuento importante (y volátil) con respecto del *Brent*, como consecuencia de serias dificultades para su exportación hacia refinerías ubicadas en suelo estadounidense. No obstante, existen catalizadores a medio plazo que solventarán parcialmente dicha situación: la finalización de alguno de los pipelines proyectados hacia finales de 2019 (aunque probablemente vuelvan a retrasarse), el inicio del corte de producción por parte del gobierno canadiense, entre otros. Creo que los problemas se solucionarán más pronto que tarde, ya que es un *win-win* para el conjunto de la industria y el gobierno canadiense. No obstante, no es una tesis exenta de riesgo. La Ley IMO 2020, desarrollada por la Organización Marítima Internacional, dependiente de las Naciones Unidas, promueve el establecimiento de un límite mundial del 0,50% de contenido de azufre en el *oil* utilizado a bordo de los buques, a partir del año 2020. Esto perjudicará enormemente al *Western Canadian Select*, cuyo contenido de azufre excede del 3%. Como comenté al inicio, paciencia y confianza en el **brillante historial de multibaggers de los Lundin**.



**International  
Petroleum  
Corp.**

**HitechPros.** La microcap francesa presentó el pasado octubre un pequeño *profit warning* tras una caída del beneficio del 7% respecto a 2017 (+23% respecto a 2016). En consecuencia, el precio de cotización cayó más de un 30% desde máximos, hasta los 14 euros (que aproveché para ampliar la posición). Reflexionemos unos instantes sobre lo sucedido. A finales de 2017, tres personas del departamento de ventas han abandonado la compañía. Las ventas han caído 1,7 millones en un semestre (unos 3,5 si lo extrapolamos a un ejercicio completo). Con esto, la compañía se situará por encima de los 1,8 millones de beneficio a finales de 2018, que distribuirá en su totalidad al accionista. La compañía capitaliza 23 millones, 18 si le restamos la caja que tiene a cierre de año. Esto hace que en menos de 10 años recuperaremos la inversión sólo con los dividendos percibidos, en menos si logran recuperarse de la pérdida de tres empleados que arrastraron con ellos 3 millones de ventas. Sólo 10 años y el excelente negocio de HitechPros **no valdrá nada para el mercado**.



**NBI Bearings.** La compañía vasca de rodamientos está dirigida por uno de los **management más cercanos y honestos** en los que confiar, con una *skin in the game* casi absoluto. Esto, sumado a un proyecto muy atractivo con capacidad para crecer y componer el capital generado, hace que tenga un alto convencimiento sobre la posición.



**GYM Group.** La última incorporación en cartera, después de una larga conversación con Jesús Domínguez y Kike Vázquez. Es una cadena de gimnasios *low cost* que cierra el año a menos de 15 veces EV/FCF, un precio exageradamente barato si tenemos en cuenta que al cierre del 2018 su EV era de 365 millones y su FCF normalizado de 25 millones. Gym es de esas compañías que también lo tienen todo, con un **enorme margen de seguridad en el precio**, llevándonos gratis un crecimiento cuyo techo parece todavía lejano. La compañía puede incluso verse beneficiada de una posible desaceleración económica y, en general, es una máquina de componer el capital que genera a unas tasas de retorno muy atractivas. Entra en cartera para quedarse una larga temporada.



**Orezone Gold.** Aportación de mi buen colega Adrián Godás, Orezone Gold es una minera de oro de Burkina Faso que cotiza a un **EV/Reservas ridículo**, y que comenzará a extraer las primeras onzas a finales del 2019, por lo que las probabilidades de *upside* inmediato son tremendamente elevadas. La tesis viene respaldada por un *management* que ha estado comprando acciones sin parar.

**Global Dominion.** Compañía gestionada por uno de los **mejores equipos gestores de España**, con un potencial de crecimiento como pocos, capacidad de reinversión, con caja neta y a un precio que, a pesar de no ser excesivamente barato (en torno a 16 veces), ofrece un *downside* muy limitado. Además, existen varios catalizadores a la vista, aunque la rama de *Smart House* a través de la red de *Phone House* adquirida recientemente, todavía no acaba de convencerme.



**Adept Technology Group.** Microcap británica totalmente desconocida, con un *market cap* inferior a 100 millones de libras. Es un *compounder* de manual, con una rentabilidad sobre el capital invertido muy alta, y con uno de los *management* que más me han sorprendido. Me ha gustado especialmente su transparencia, ya que he mantenido largas conversaciones tanto con el CFO, como con una de las principales accionistas. Probablemente siga comprando acciones a lo largo del 2019.



**Ur Energy.** Segunda minera de uranio más importante de Estados Unidos. La tesis del uranio parece una de las más claras en la actualidad. La caída de la oferta ha llevado a disparar su precio a máximos de casi tres años, después de un largo ciclo ultra deprimido. Esto sumado al 232 que podría sacar el gobierno de Donald Trump, regala a Ur Energy una **enorme opcionalidad**.



**RA International Group.** La *microcap* británica capitaliza a cierre de año en torno a 76 millones de libras, y tiene en caja más de 22. En el primer semestre de 2018, la compañía generó un Free Cash Flow por encima de los 4 millones de libras, y no ha parado de captar nuevos contratos durante la segunda mitad del año. Sin embargo, la compañía ha anunciado a través de un escueto comunicado que varios de sus contratos se retrasarán unos meses por motivos ajenos a ellos. Esto ha desplomado el precio de la acción. Sin embargo, estos contratos, cuya contrapartida son gobiernos y organismos internacionales, **acabarán cristalizando durante el 2019**. Esta situación ha propiciado que varios directivos adquieran a mercado abierto más de 250.000 acciones.



**United Carpets Group (UCG).** La *microcap* británica de sofás, alfombras y moquetas, es de aquellos casos de inversión en los que probablemente recuperemos la inversión en forma de dividendos en lugar de la revalorización de su precio. UCG capitaliza a cierre de año 4 millones de libras, y tiene en caja más de 2 millones. Por tanto, su *Enterprise Value* es justo la mitad de su capitalización bursátil. Durante el 2018, UCG ha distribuido dividendos por un total de 0,35 millones. Esto ya supone el 17,5% sobre lo que estamos pagando. Sin embargo, en 2017 distribuyeron un dividendo extraordinario de 1,4 millones de libras, que es muy probable repitan en el futuro. Debido a esto, incluso me atrevería a afirmar que es **prácticamente irrelevante el comportamiento de la acción** a medio plazo. En cuanto al último *profit warning* de septiembre, en el que reportaban un *Free Cash Flow* negativo, en realidad las ventas no se han resentido. Si me apuráis, incluso el margen bruto ha mejorado. Únicamente se han disparado los gastos administrativos por importe de un millón de libras, probablemente lo que hubiera generado el negocio en condiciones normales (¡en un solo semestre habrían generado el 50% del EV de la compañía!). La directiva lo achaca a incrementos en gastos de marketing por el buen tiempo y la celebración del Mundial de Rusia. En fin, toca tener paciencia, y si dicha situación se volviera recurrente, perder la confianza en el *management* y simplemente deshacer la posición.



**LSI Software.** Compañía polaca de software que cotiza a 6-7 veces del 2018. **No ha parado de recomprar acciones** durante una sola semana del año. Cierra el ejercicio con una valoración ridícula y el fundador al frente de la compañía. Aproveché una caída hasta los 10 zlotys por acción para aumentar la posición. Si nada cambia, los retornos acabarán llegando.



**Black Diamond Group.** La compañía canadiense especializada en arrendamiento de espacio modular y soluciones de alojamiento para trabajadores, tras las últimas caídas de precio y actualizaciones de cifras, **cotiza en torno a 8 veces del 2018**, con un balance mucho más limpio que al cierre del 2017. Reduce la posición en un 50% al considerar que ya se había generado una rentabilidad relevante sobre el potencial que ofrecía la tesis de inversión a 3 años, y es probable que vuelva a ampliar si ofrece nuevas oportunidades. Así también lo ha hecho el equipo gestor, que ha adquirido acciones de manera importante tras el desplome del precio de cotización.



**Karelia Tobacco.** La tabacalera griega es otra de las posiciones que no dudaré en ampliar a lo largo del 2019 si la brecha entre precio y valor continúa incrementándose. Cierra el 2018 a un **EV/EBITDA de sólo 4 veces**, múltiplo que no tardará mucho en retornar a niveles razonables. En Karelia Tobacco sobran ya hacer valoraciones a años vista, teniendo en cuenta que cotiza actualmente con un descuento significativo, y que los ingresos y márgenes de la compañía continúan tan estables como siempre.



**On The Beach.** La compañía británica cotiza a cierre de año a un *Enterprise Value* de 350 millones. Teniendo en cuenta que acabará 2018 generando un *Free Cash Flow* superior a 35 millones, el mercado ya nos la ofrece actualmente con un **descuento importante**, y de nuevo nos llevamos gratis un crecimiento superior al 20% anualizado. Lo único que no me ha llevado a ampliar la posición, es que la compañía no ha lanzado un programa de recompra de acciones a estos precios, ni ningún miembro del equipo gestor se ha puesto a adquirirlas, sin tener en cuenta el programa de incentivos a su disposición. Es más, tres de los directivos lo han ejercitado para acto seguido vender las acciones en el mercado. Es de esos detalles que no alarman, pero que tampoco gustan al accionista.



Sin más, aprovecho para agradecerles el haberle dedicado unos minutos a leer la carta anual del 2018, y no dudéis en poneros en contacto conmigo si os suscita alguna duda, sugerencia o crítica. Estaré encantado de debatir y rebatir sobre cualquier tesis de inversión o cualquier otro tema que consideréis relevante. Sigo aquí para aportar mi granito de arena a la comunidad *value* y ayudar en lo que me sea posible.

Como suelo decir, el inversor particular debe **salirse de lo ordinario** para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis un buen año 2019 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%	-0,4%	-21,0%	-15,5%