

INFORMES DE SEGUIMIENTO



**Publicación Bimestral
Marzo/Abril 2018**

Índice

Introducción	3
Fonengin ISR, F.I.....	4
CI Renta, F.I.....	6
CI Environment ISR, F.I.....	8
CI Iberian Equity, F.I.....	10
CI Bolsa Euro Plus, F.I.....	12
CI Bolsa USA, F.I.....	14
CI Global, F.I.....	16
CI Emergentes, F.I.....	18

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Introducción “Los resultados empresariales continúan haciendo frente a los riesgos geopolíticos”

Dídac Pérez – Director de Inversiones

Los meses de marzo y abril estuvieron marcados por el anuncio por parte del presidente estadounidense, D. Trump, de la implementación de aranceles sobre importaciones de ciertos productos de China y otros países. El temor al incremento de las medidas proteccionistas que suponga el comienzo de una guerra comercial pesó en los mercados de renta variable. A pesar del aumento del nerviosismo, en abril el FMI mantuvo su previsión en el 3.9% para el 2018 y 2019, reiterando los datos publicados en enero. El organismo espera que el crecimiento se suavice en un horizonte de dos años y advierte de la necesidad de reformas encaminadas a los desafíos que supondrán el envejecimiento de la población, la débil productividad y la normalización de la política monetaria. En cuanto a política comunitaria, Alemania confirmó la formación de un nuevo gobierno de coalición entre conservadores y socialistas, con Angela Merkel al frente por cuarta legislatura consecutiva. En Italia, la celebración de elecciones dio la victoria al Movimiento Cinco Estrellas pero sin mayoría absoluta y con dificultades para formar una coalición de gobierno. Finalmente, en el plano geopolítico se relajó la tensión entre las dos Coreas al reunirse ambos presidentes con vistas a declarar oficialmente el fin de la guerra, en vigor desde 1953.

Por el lado macroeconómico, la Reserva Federal cumplió con el guion y subió los tipos 25 puntos básicos, hasta el rango de 1.50%-1.75%. El tono moderado de Jerome Powell, actual presidente de la Fed, no impidió un pronóstico de subida de tipos más acelerada de lo esperado para los próximos años a medida que la economía vaya acelerando. La Fed revisó las previsiones de crecimiento e inflación, incrementando la previsión del PIB de un 2,5% a un 2,7% para 2018. En cuanto a inflación, se mantuvo el 1,9% como expectativa para 2018 y hasta 2,1% para 2019. Adicionalmente, los resultados de los PMIs, la producción industrial, el IPC y los datos de empleo mostraron el buen ritmo de la economía.

En la zona Euro, la reunión del Banco Central Europeo transcurrió sin grandes sorpresas para los inversores. El precio oficial del dinero se mantuvo sin variaciones e insistieron en que este será el escenario hasta que finalice el programa de recompra de bonos (30.000 millones de Euros al mes, al menos hasta septiembre de 2018). En su comparecencia posterior, el presidente del BCE, comentó que el crecimiento económico de la Eurozona se había moderado de forma generalizada en todos los países y sectores de la comunidad pero describió la situación como temporal. La institución revisó al alza sus estimaciones de PIB para 2018 hasta +2.4%. En cuanto a la inflación la institución presidida por Mario Draghi confía en que convergerá hacia el objetivo del 2% en el medio plazo, esperando un IPC del 1.5% en 2018. El avance en la campaña de resultados empresariales del primer trimestre del año corroboró la fortaleza de los fundamentales de las compañías a través de los sólidos crecimientos tanto en ventas como en beneficios. Los sectores más cíclicos como materiales o petróleo siguieron beneficiándose de la recuperación de los precios de las materias primas.

En cuanto a la evolución de los diferentes activos financieros, los mercados de renta variable presentaron comportamientos diferenciados entre regiones. En USA, los principales índices cerraron el periodo de dos meses con un comportamiento negativo, destacando el -3.46% del Dow Jones Industrial y el -2.42% del S&P 500. El índice de referencia de los mercados emergentes, el MSCI EM, experimentó un retroceso del -1.70% durante los meses de marzo-abril. Por último, en Europa el Eurostoxx 50 y el IBEX 35 cerraron el periodo con comportamientos positivos, avanzando un 2.84% y 1.43% respectivamente. Por el lado de la renta fija, el rendimiento del bono alemán a 10 años retrocedió hasta el 0.56% desde el 0.65 %, mientras que la rentabilidad de su homólogo estadounidense aumentó hasta el 2.95% desde el 2.86%, llegando a superar el umbral del 3% durante el mes de abril, lo que no sucedía desde enero de 2014. Su ascenso está respaldado por la confirmación del buen momento económico que vive el país, un aumento en las expectativas de inflación y el movimiento alcista en los precios de las materias primas. En divisas, el cambio del Euro frente al Dólar evolucionó de forma contraria en el transcurso de marzo - abril. Mientras que en marzo el Euro siguió apreciándose un 1.07% respecto al Dólar en abril observamos su depreciación un 2.00%, cerrando a 1.2078, afectado por la visión más cauta del BCE en el crecimiento de la Eurozona. Finalmente, el comportamiento del precio del petróleo siguió la tendencia alcista de marzo para cerrar el mes de abril con un repunte del 6.9%, superando los 75 usd/bbl y en máximos de los últimos años. Entre las razones que explican la subida destacan el equilibrio entre oferta y demanda (mejora de las previsiones de la demanda y mejor producción de hidrocarburos en Venezuela) y las tensiones geopolíticas entre EE.UU e Irán.

Comentario Fonengin ISR, F.I.

La cartera de renta fija apenas contribuyó al rendimiento del fondo entre marzo y abril. El buen hacer de la cartera de contado, por encima del desempeño del índice de referencia, estuvo neutralizado por la cobertura sobre tipos de interés en un periodo en que las referencias soberanas europeas se mostraron contenidas al calor de unos datos de inflación que permanecieron débiles. Por su parte, la cartera de renta variable, que representó algo más de un 25% del patrimonio en el periodo, contribuyó de forma especialmente positiva, superando ampliamente al benchmark de referencia. Las posiciones más cíclicas, especialmente aquellas vinculadas a la evolución de materias primas como el crudo, tuvieron un comportamiento superior al resto.

En este entorno, proseguimos manteniendo la firme convicción sobre la cartera de renta variable, con un potencial a medio plazo interesante, mientras que la cartera de renta fija debería tener una contribución notablemente inferior en un entorno de normalización de las curvas de tipos y diferenciales de crédito.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **LG Household & Healthcare** (+25.41%) y **Technip** (+13.55%)
LG Household & Healthcare, compañía surcoreana de productos de belleza y salud así como bebidas, tuvo un notable desempeño en términos de márgenes operativos en el primer trimestre del año. Dicho comportamiento se apalancó en el buen hacer de cosméticos de lujo, donde las 3 principales marcas (Whoo, su:m, O HUI) crecieron un +25% interanual en agregado. En el mercado no doméstico de productos de Belleza las ventas crecieron un 33% gracias a China (+89%) por actividades de marketing habituales de Whoo y su:m así como el lanzamiento de nuevas marcas. **Technip** ha tomado partido del repunte del precio del crudo para poner en precio la expectativa de un incremento de nuevos proyectos de exploración en crudo y gas. De hecho, los últimos resultados presentados atestiguan confianza para los próximos trimestres en la medida que diversos e importantes contratos están pendientes de ser concedidos.
- **Hewlett Packard Enterprise** (-8.28%) y **Taiwan Semiconductor** (-11.30%)
Hewlett Packard Enterprise revirtió parcialmente el excepcional comportamiento que registró en los dos primeros meses del año, en los que acumuló una revalorización del 29.46%, convirtiéndose de esta manera en la compañía que mejor había desempeñado en el inicio de 2018. **Taiwan Semiconductor** presentó unos resultados en línea con las estimaciones, en las que las ventas crecieron un 6.1% interanual y el beneficio neto lo hizo un 2.5%. La compañía está atrayendo más demanda de nuevos consumidores como aquellos que buscan chips potentes para minar criptomonedas (la contribución de la cual se estima en algo más del 5% de las ventas totales), pero en cambio hay una desaceleración de la demanda de teléfonos inteligentes en la medida que se está saturando el mercado en desarrollados y los ciclos de reemplazo de terminales se están alargando. Con todo, las previsiones de crecimiento facilitadas por la compañía fueron a la baja para 2018, mientras que también ralentizó las expectativas de ventas para los próximos años.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

- En la cartera de renta variable no se han producido cambios en la composición si bien se realizaron ajustes sobre el peso de diversos activos en función del potencial.
- En la cartera de renta fija se procedió a la venta de los bonos de **Iberdrola** y **EDF**, capital que se destinó parcialmente a la incorporación de una emisión a 5 años del gigante publicitario británico **WPP**. Paralelamente, tras el movimiento de apreciación del dólar estadounidense, se volvió a cubrir el 50% de la exposición al billete verde de la cartera de renta fija. Con todo, la exposición a divisa no euro de la cartera se mantuvo en el 15%, mientras que el peso en emisiones con calificación especulativa (high Yield) no se vio alterado (<3%).

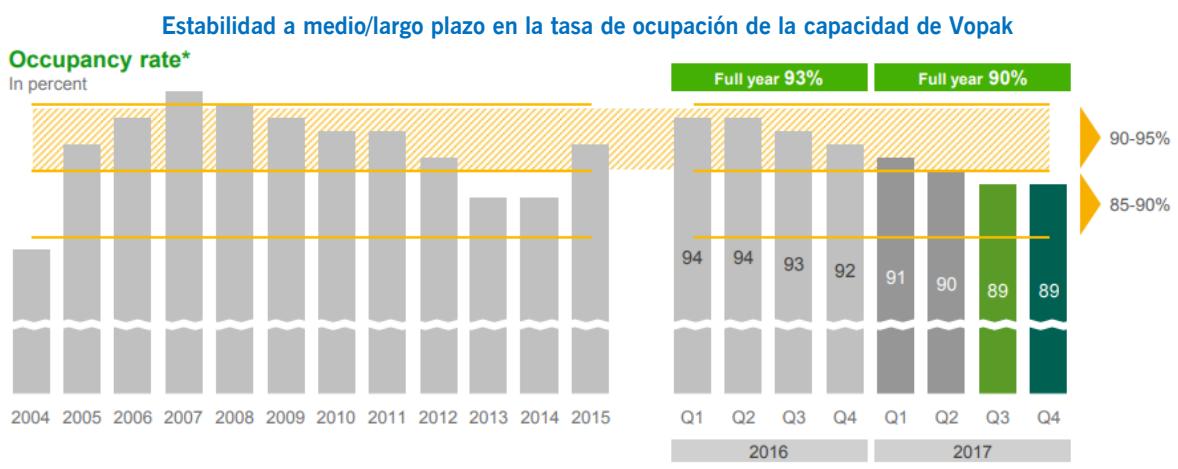
INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: Royal Vopak

La empresa holandesa es la **mayor empresa independiente de almacenaje de crudo y gas del mundo**, con una capacidad de 35 millones de m³ (aprox. 10% cuota mundial). Vopak está presente en 66 terminales portuarias en más de 25 países y lleva años construyendo o ampliando la capacidad de sus terminales, las cuales son agrupadas en Centros logísticos, Terminales Industriales, Terminales Distribución y Terminales de gas.

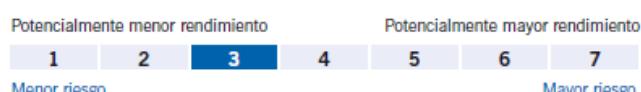
La mayor parte de los ingresos de la compañía proviene del almacenamiento (Tank Storage), por el cual cobran mensualmente y de forma anticipada una tarifa por la capacidad almacenada (Vopak no es el dueño del producto, es el arrendador de los tanques). También Vopak recibe ingresos en concepto de tasas de rendimiento (Throughput fees), que son tarifas pagadas por clientes que no almacenan para recibir o entregar volúmenes de productos a pipelines, instalaciones de almacenamiento de terceros o transporte marítimo. Por otro lado, existe una parte de ingresos más residual que proviene de Servicios (Ancillary Services), como pueden ser Mezclado, Calentamiento / Enfriamiento, servicios adicionales de manejo relacionados con la carga / descarga o soporte administrativo, los cuales se cobran a mes vencido.

Gracias a sus excelentes localizaciones puede construir más para así poder ofrecer un mayor servicio. Además, se tarda entre 2 y 3 años en construir una nueva terminal, con lo que la visibilidad de oferta es notable. En general, Vopak está dando una guía de 39 millones de m³ de capacidad del grupo para finales de 2019, lo que implica un crecimiento esperado de la capacidad de 3,1 millones de m³ o un 8,6% en dos años (CAGR ≈ 4%), siendo la mayor parte de esta expansión (1.5 m o 49%) en Pengerang (Malasia).



Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Moderado. Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca, a medio plazo, rendimientos superiores a los tipos de interés de mercado, aceptando niveles moderados de riesgo, pudiendo generarse pérdidas.



La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo.

Comentario CI Renta, F.I.

En marzo y abril los tres vectores de rentabilidad del fondo tuvieron un comportamiento en línea con el mercado. En el caso de la renta fija, el buen hacer de la cartera de contado estuvo neutralizado por la cobertura sobre tipos de interés en un periodo en que las referencias soberanas europeas se mostraron contenidas al calor de unos datos de inflación que permanecieron débiles. En el caso de la cartera que invierte en compañías con dividendo sostenible, que representa algo más del 50% del patrimonio del fondo, tuvo una notable contribución positiva en un periodo en el que conocimos el final de la temporada de resultados del cuarto trimestre de 2017 y el inicio de la correspondiente al primer trimestre de 2018, en ambos casos con un saldo agregado positivo para las compañías en cartera. En cuanto a la cartera inmobiliaria, que prosigue con un peso activo por debajo del mercado, también contribuyó al buen desempeño del fondo. En este sentido, las compañías en cartera prosiguieron registrando sólidos crecimientos de las rentas, así como consolidando unos niveles de apalancamiento reducidos y que les sitúan en una buena posición en el contexto de normalización de tipos de interés.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **Technip** (+13.55%) e **Marine Harvest** (+13.67%)

Technip ha tomado partido del repunte del precio del crudo para poner en precio la expectativa de un incremento de nuevos proyectos de exploración en crudo y gas. De hecho, los últimos resultados presentados atestiguan confianza para los próximos trimestres en la medida que diversos e importantes contratos están pendientes de ser concedidos.

Marine Harvest, el mayor productor de salmón a nivel mundial, volvió a registrar un excelente desempeño en el periodo al calor del incremento del precio del salmón en el mercado auspiciado por una demanda sólida y una oferta que, sorpresivamente, se mantiene cauta, aunque todo apunta a que a corto plazo pueda registrarse un repunte que modere los precios. También se conoció que el gobierno noruego planea aplicar una mayor presión fiscal sobre los productores nacionales, lo cual a medio plazo podría favorecer en términos relativos a operadores globales como **Marine Harvest** que cuentan con una elevada diversificación geográfica de sus activos.

- **Duerr** (-18.30%) y **Metall Zug** (-10%)

Duerr, compañía alemana vinculada al sector automoción e industria maderera, registró una contracción de múltiples de valoración notable durante el periodo. A priori, el comportamiento operativo sigue siendo sólido, máxime cuando la compañía continúa registrando pedidos al alza y el mensaje es que puede existir una aceleración al respecto en los próximos trimestres.

Metall Zug registró una caída moderada en marzo y abril en su cotización. La división de utensilios para el hogar de elevadas prestaciones ha presentado un comportamiento menos sólido de lo esperado, mientras que el área médica de la compañía continúa con sus esfuerzos para normalizar su comportamiento operativo a través de un plan de reestructuración de calado, una cuestión contemplada en nuestra tesis de inversión.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

- En la cartera de renta variable se han producido cambios en la composición y además se realizaron ajustes sobre el peso de diversos activos en función del potencial de revalorización. Así, se vendió la totalidad de la posición en **Easyjet** y **Jones Lang Lasalle** tras haber alcanzado en ambos casos la valoración estimada. Por su parte, también se desinvirtió en **Hispania** después de que la compañía fuera objeto de una oferta de compra por parte de Blackstone que consideramos reflejaba adecuadamente el valor de la compañía. Por otro lado, vendimos la posición en acciones preferentes de **Roche** para reinvertir la totalidad del capital en acciones ordinarias de la misma compañía en la medida que consideramos que nos permite defender en mejor medida los intereses del participante como inversor minoritario. En el capítulo de altas, aprovechamos la debilidad reciente de Inditex para construir una posición en el gigante textil, mientras que también incorporamos al líder mundial independiente de tanques de almacenaje para crudo, gas y químicos, la compañía holandesa **Vopak**. Finalmente, consolidamos nuestra visión positiva en servicios inmobiliarios con la entrada de la británica **Savills**, compañía líder en Reino Unido en plena expansión de capacidad a nivel internacional y que cuenta con una valoración atractiva frente a comparables.
- En la cartera de renta fija se procedió a la venta de emisiones de **Hornbach Baumarkt** y la cementera italiana **Buzzi** tras alcanzar su valor estimado. En cuanto a las incorporaciones se compraron emisiones del grupo nipón **Softbank**,

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Goldman Sachs, la aseguradora finlandesa **Sampo, Aqualia** (división de aguas de FCC) y **Whitbread**, dueño entre otros del grupo hotelero Premier Inn y de la cadena de cafeterías Costa Coffee. Asimismo, se acudió a un primario de la compañía lusa de telecomunicaciones **NOS**. Finalmente, se realizó una gestión activa de las coberturas de tipos.

Ejemplo de inversión: Savills PLC

Savills PLC es una compañía de **servicios inmobiliarios** fundada en 1855 que provee servicios de consultoría y asesoramiento en transacciones relacionadas con propiedades comerciales, agrícolas y residencial. La compañía ofrece sus servicios en Asia/Pacífico, Europa Continental y América. Se trata, por tanto, de un operador global con presencia en las zonas actualmente con mayor demanda. Es por ello, que estratégicamente, tienen una nula o baja presencia en regiones como Latam o África (representan hoy por hoy una pequeña parte del mercado inmobiliario), ya que Savills pretende estar posicionado allí donde sus clientes quieren tener presencia ya que éstos son mayormente institucionales que demandan un producto de alta calidad.

La compañía segmenta su mix en **negocios de índole más defensiva y de escala** (Consultancy, Property and Facilities Management, Investment Management), que representan el 54% de los ingresos de Savills, y **negocios más cílicos y de alto margen** (Transaction Advisory), que representan el 46% de los ingresos.

Su **plan estratégico** se basa en **tres vectores**: crecimiento en Europa; incremento exposición al negocio de Investment Management en EEUU; mejora del nivel de penetración en Middle East en la medida que habitualmente la puerta de entrada al mercado europeo para el inversor exótico es Londres, donde Savills es el líder destacado y ello les ayuda a retener y maximizar la vinculación con el cliente.

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.



Comentario CI Environment ISR, F.I.

Durante los meses de marzo y abril los mercados de renta variable experimentaron un comportamiento dispar entre regiones, con correcciones en los principales índices emergentes y en Estados Unidos, mientras que en la región europea los principales parqués de renta variable materializaban alzas entorno al 2-3%. Tal divergencia fue positiva para el fondo, dada su sobreponderación en Europa e infraponderación en Estados Unidos. En cuanto a los mercados de renta fija europeos, experimentaron una reducción generalizada de los rendimientos (TIRs), lo que se trasladó en una bajada paralela de toda la curva. Tal situación contribuyó positivamente al retorno de la cartera de renta fija del fondo a pesar del ligero incremento de los diferenciales de crédito. Con todo lo anterior, el CI Environment ISR cerró el periodo con un avance del 1,02% y acumula un 0.51% en lo que llevamos de año, mientras que el índice de referencia avanzó un 0,02% y acumula un retroceso del 0.55% en lo que llevamos de año.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **Shire PLC** (+25,18%) y **LVMH** (+18,79%)

La compañía de biotecnología **Shire PLC** experimentó un excelente comportamiento durante los meses de marzo y abril como consecuencia de la oferta de adquisición por parte de la empresa farmacéutica japonesa Takeda. La oferta por el grupo se basa en una compensación en efectivo de 30.33 dólares norteamericanos y 0,839 acciones de Takeda por cada acción de Shire. La operación cuenta con la recomendación del consejo de Shire y se espera que se cierre definitivamente en el primer semestre de 2019. Por su parte, **LVMH** publicó unos resultados muy positivos referentes al primer trimestre de 2018, en los que han obtenido un crecimiento orgánico de las ventas del 13%, con un excelente comportamiento de todas las divisiones y regiones en las que opera.

- **Acuity Brands** (-15,91%) y **Mohawk Industries** (-12,51%)

La compañía estadounidense **Acuity Brands** se vio nuevamente impactada por el descenso de los precios de los productos de iluminación, que en parte están explicados por los menores costes de algunos de los componentes. Se siguen observando deterioros de dígito bajo en las ventas, junto a una reducción de los márgenes operativos, como resultado de un menor volumen de ventas, un cambio en el mix de producto y unos menores precios. En cuanto al fabricante de suelos estadounidense, **Mohawk Industries**, su mal comportamiento se debe al incremento en la preocupación de los inversores sobre un posible deterioro en márgenes durante la primera parte del año, puesto que se espera que los incrementos en costes de las materias primas no se puedan trasladar totalmente al cliente vía incrementos de precios.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

La cartera de renta variable cerró febrero con 52 compañías. Se incorporaron a la cartera posiciones en **NIBE Industries** y **Chemours**, mientras que se liquidaron posiciones en **Galp** y **HP Inc.** Adicionalmente se realizaron ajustes en el peso de diversos activos en función del potencial de revalorización. Por otro lado, se realizó el switch de la acción de Roche de las acciones preferentes a las ordinarias para poder ejercer el derecho a voto en las juntas. Respecto a la cartera de renta fija se realizaron diversas operaciones en función del binomio rentabilidad riesgo, a la vez que se mantuvo la duración baja respecto al benchmark. En el capítulo de entradas, se incorporaron cuatro nuevos bonos sobre **Xylem**, **WPP**, **Svenska Cellulosa** y **Whitbread**. Adicionalmente se incorpora una **titulización del Sabadell** y se procede a la venta de la emisión de **Iberdrola** con vencimiento 2022.

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: NIBE Industrier

NIBE Industrier es una empresa sueca, que se dedica al diseño y fabricación de productos de calefacción basados en fuentes de energías respetuosas con el medio ambiente y renovables, y además sus productos intentan reducir al mínimo las emisiones de CO2. La principal particularidad del grupo es su liderazgo en bombas de calor, unos sistemas de climatización que tienen como objetivo aportar calor a un espacio absorbiendo el calor del aire exterior y transportándolo hacia el espacio interior, lo que hace que el sistema tenga un bajo consumo y sea ecológico, gracias a que su fuente principal de energía proviene del calor existente en el aire (energía renovable). Sus productos están destinados al segmento de nueva construcción y/o renovación, mantenimiento o mejora, a la vez que son ideales para todo tipo de espacios, ya sean edificios residenciales, instalaciones comerciales, hoteles o industrias.

El grupo debería verse favorecido en el futuro dado que la sociedad está empezando a coger una mayor concienciación sobre el impacto medioambiental, y se está incrementando el uso de energías renovables y productos de calefacción eficientes energéticamente.



Fuente: NIBE Industrier

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Moderado. Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca, a medio plazo, rendimientos superiores a los tipos de interés de mercado, aceptando niveles moderados de riesgo, pudiendo generarse pérdidas.

Perfil de riesgo y remuneración



Comentario CI Iberian Equity, F.I.

El periodo estuvo marcado por los avances realizados por Trump en torno al proteccionismo de la economía americana y la respuesta por parte de la administración china. Con el objetivo de reducir el déficit comercial que mantiene EE.UU. en relación a China en 100.000 millones de dólares, Donald Trump anunció un aumento arancelario en productos importados chinos, especialmente en materia de tecnología, que pueden alcanzar los 100.000 millones de dólares. Por su parte, China respondió con aranceles a productos norteamericanos, especialmente agrícolas, por valor de 50.000 millones de dólares. A pesar de la incertidumbre que conllevan estas medidas, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en 3,9%. En el plano político europeo, finalmente se alcanzó un acuerdo de gobierno en Alemania que permite a Angela Merkel revalidar la presidencia del país y se celebraron las elecciones en Italia que dejaron un escenario donde el Movimiento Cinco Estrellas ganó las elecciones pero construir un gobierno se antoja complicado. A pesar del negativo impacto de la apreciación del euro, la temporada de resultados evolucionó con buen tono general y satisfaciendo las expectativas instaladas en el mercado destacando especialmente los sectores relacionados con las materias primas. Con todo, la rentabilidad del fondo en este periodo fue del +2.95%, superior al +1.43% obtenido por el Ibex 35.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **FAES Farma** (+23.90%) y **CIE Automotive** (+12,06%).

FAES Farma publicó unos sólidos resultados, amparados por el crecimiento proveniente de las recientes incorporaciones así como por la fortaleza de la bilastina en los mercados internacionales. Adicionalmente, la compañía llevó a cabo su día de capitales en el que se enfatizó la rapidez de penetración de la bilastina en Japón, principal mercado de antihistamínicos del mundo a pesar de una prescripción más restringida al tratarse del primer año de comercialización. En el mismo también se abordaron, entre otros, las diferentes aplicaciones de la molécula entre las que destacan la bilastina pediátrica y la oftalmológica, ésta última con un potencial muy interesante en EEU aunque no se espera que se comercialice en los próximos años ya que todavía se encuentra en fase clínica.

CIE Automotive presentó unos resultados excelentes (de nuevo), de nuevo mostrando signos de aceleración en el negocio subyacente lo que les está permitiendo ganar cuota de mercado de forma ininterrumpida durante los últimos años. Adicionalmente destacó la homogeneidad en el crecimiento en todas las zonas geográficas, así como su foco en la disciplina financiera que le permitió mejorar márgenes operativos. Este aspecto resulta relevante ya que en el margen EBITDA publicado a nivel consolidado del 14,47% incluye Global Dominion, la cual opera con un margen significativamente inferior que la división de automoción por separado (Margen EBITDA del 17,8% en el 1T 2018). Sin embargo, tras acordarse en la Junta General de Accionistas, se procederá a la venta de la totalidad de su participación en la Junta General de Accionistas.

- **Prosegur Cash** (-5,69%) y **Acerinox** (-4,35%)

Prosegur Cash se vio penalizada por su elevada exposición a países latinoamericanos y en particular a Argentina, la cual recientemente está pasando por dificultades financieras debido errores en política monetaria que está acelerando la depreciación de la moneda y que ha llevado en última instancia a solicitar un préstamo al FMI para poder financiar su déficit tras varias subidas precipitadas del tipo de interés de referencia para proteger la divisa.

Acerinox por su parte acusó la debilidad de los resultados del primer trimestre del año en el que acusaron la debilidad del precio del extra de aleación así como una difícil base comparable. Sin embargo, en la conferencia con analistas citaron que esperan que el efecto se revierta a partir del segundo trimestre amparado por la recuperación de los precios base del níquel, la fortaleza de la demanda y el esfuerzo en eficiencia, aunque habrá que estar atentos a cambios en el equilibrio entre oferta y demanda, especialmente ante la amenaza que supone la propuesta de la administración de Trump de introducir aranceles a la importación de productos siderúrgicos.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

Durante el periodo se introdujo en cartera la compañía **Global Dominion**, filial del fabricante de componentes para la industria de automoción CIE Automotive y proveedor global de servicios multi-tecnológicos y de soluciones e ingeniería especializada. La principal competencia del Grupo consiste en presentar soluciones a los clientes para hacer sus procesos de negocio más eficientes, tanto asumiendo la gestión total del proceso como a través de la aplicación de soluciones

INFORMES DE SEGUIMIENTO

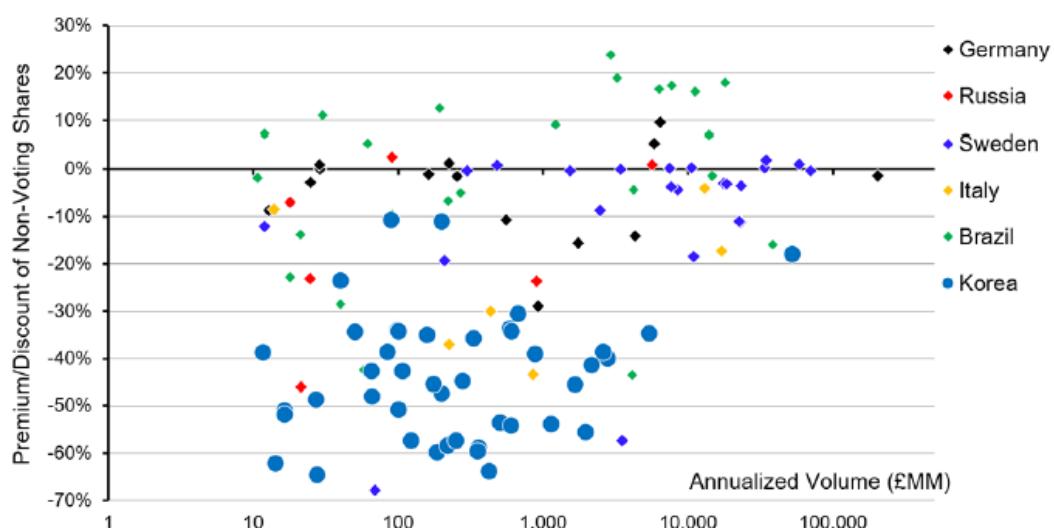
basadas en ingeniería especializada. Con una clara vocación hacia el cliente y una fuerte disciplina financiera y operativa, creemos que la compañía puede beneficiarse en futuro de tendencias tales como por ejemplo la descentralización de procesos. Por el lado de las ventas, se procedió a liquidar la posición en **LAR España** tras alcanzar nuestro precio objetivo.

Ejemplo de inversión: Grifols Pfd

Grifols es una compañía biofarmacéutica líder en la fabricación de medicamentos derivados del plasma. Las barreras de entrada en el sector son muy elevadas, tanto que prácticamente la totalidad del mercado se lo reparten entre 3 grandes productores: Baxalta en los EE.UU., CSL en Australia y Grifols en España. La restricción en la donación de plasma, los requerimientos para obtener una planta de fraccionado o la enorme dificultad en el proceso de transformación del producto son algunas de las claves que esconde el modelo de negocio y que están detrás de su exitoso pasado.

Sin embargo no hablaremos sobre el modelo de negocio, bien conocido por la comunidad inversora, sino de uno de los casos que a veces surgen en el mercado de forma esporádica y que creemos que con paciencia pueden dar sus frutos. En el caso de Grifols, la compañía tiene dos tipos de acciones cotizando en el mercado de acciones: una las ordinarias con derecho a voto y otras las preferentes las cuales no cuentan con derecho a voto. Generalmente y a riesgo de simplificar, las acciones preferentes suelen cotizar con descuento frente a las ordinarias debido a la falta de derechos políticos. Sin embargo, generalmente las características inherentes suelen ser más favorables ya que suelen tener preferencia en el cobro de dividendos así como en el cobro en caso de insolvencia en caso de liquidación de la sociedad, además de contar con una rentabilidad por dividendo mayor. La acción preferente de Grifols cotiza a día de hoy con un descuento aproximado del 25%, por encima del descuento promedio histórico y por encima del promedio al cual cotizan el resto de acciones preferentes de los mercados desarrollados como se muestra en el siguiente gráfico. Por tanto, a través de la inversión en las acciones preferentes, podemos invertir en un excelente negocio con un descuento significativo del 25% lo que a nuestro modo de ver constituye una oportunidad para aquellos inversores con un horizonte temporal de largo plazo.

Figure 2. Non-Voting Share Discounts¹⁰



Fuente: Weiss Korea Opportunity Fund Ltd, Annual Report 2017

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.

Potencialmente menor rendimiento							Potencialmente mayor rendimiento						
1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
Menor riesgo							Mayor riesgo						

La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo.

Comentario CI Bolsa Euro Plus, F.I.

El periodo ha estado marcado por los avances realizados por Trump en torno al proteccionismo de la economía americana y la respuesta por parte de la administración china. Con el objetivo de reducir el déficit comercial que mantiene EE.UU. en relación a China en 100.000 millones de dólares, Donald Trump anunció un aumento arancelario en productos importados chinos, especialmente en materia de tecnología, que pueden alcanzar los 100.000 millones de dólares. Por su parte, China respondió con aranceles a productos norteamericanos, especialmente agrícolas, por valor de 50.000 millones de dólares. Hasta el momento, estas medidas no han entrado en vigor pero no han tenido un impacto en todas las geografías ya que abre nuevas oportunidades para las empresas europeas. A pesar de la incertidumbre que conllevan estas medidas, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en 3,9%. En el plano político europeo, finalmente se alcanzó un acuerdo de gobierno en Alemania que permite a Angela Merkel revalidar la presidencia del país y se celebraron las elecciones en Italia que dejaron un escenario donde el Movimiento Cinco Estrellas ganó las elecciones pero construir un gobierno se antoja complicado. La temporada de resultados cerró con buen tono general y satisfaciendo las expectativas instaladas en el mercado destacando especialmente los sectores relacionados con las materias primas. Con todo, la rentabilidad del fondo en este periodo fue del +1.98%, algo inferior al +2.84% del Eurostoxx 50.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- [Shire](#) (+26.33%) y [Louis Vuitton](#) (+18.79%).

La farmacéutica japonesa Takeda realizó una oferta de adquisición de **Shire** por valor de 48 libras por acción estructurada con un pago de 21 libras en efectivo y el restante en acciones. El equipo directivo de Shire ha recomendado aceptar la oferta pero, a falta de la aprobación por parte de los reguladores, la compañía todavía cotiza con un descuento significativo respecto del precio de compra.

La compañía de lujo francesa **Louis Vuitton** reportó un trimestre más unos resultados extraordinarios. La compañía demostró la capacidad del equipo gestor de generar atractivo para el cliente ya que en un entorno donde la divisa era desfavorable, todas las divisiones registraron crecimientos orgánicos de doble dígito destacando especialmente la división de bolsos.

- [Dürr](#) (-18.30%) y [Vestas Wind](#) (-7.87%)

Los primeros pasos en la guerra comercial entre EE.UU. y China ha tenido como primer afectado el sector automovilístico, así el fabricante de maquinaria para pintar automóviles **Dürr** fue el mayor detractor del fondo.

Vestas Wind vio frenada su recuperación en el periodo tras ver como diversos proyectos de parques eólicos en los que tenía opciones de ser la beneficiada fueron asignados a Siemens Gamesa. Adicionalmente, en el periodo se conocieron más proyectos sobre energía solar de lo esperado, factor que también penalizó el retorno de Vestas.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

Durante el periodo se incorporó SGS Group, líder mundial entre las compañías dedicadas a TIC (Testeo, Inspección y Certificación), y la aseguradora francesa Axa que se ha visto penalizada por la adquisición de XL Group, compra que el mercado no ha visto con buenos ojos y ha penalizado en exceso. En su lugar se dio salida a Amadeus y Krones, ambas compañías ofrecían un potencial inferior a las anteriores tras un excelente comportamiento desde su incorporación a la cartera.

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: SGS

SGS es la empresa líder en el segmento TIC (Testeo, Inspección y Certificación). Este segmento tiene una serie de características que lo hacen especialmente atractivo:

- 1) Criticidad del servicio. Dado que gran parte de la viabilidad de los productos depende de su testeo y posterior homologación, las compañías TIC son imprescindibles en la economía actual y, en la mayoría de casos, fijan los requisitos para la viabilidad de los productos y servicios de las compañías.
- 2) Barreras de entrada. La industria requiere un elevado número de permisos y licencias para llevar a cabo su operativa. Además de uno de los intangibles más difíciles de construir como es la confianza de las compañías en tus resoluciones.
- 3) Pequeña parte de los costes totales. Debido a la competitividad de la industria, los costes de testeo, inspección y homologación son pequeños en términos de costes totales de producción pero claves en el resultado final.
- 4) Recurrencia modelos de negocio. Dado que gran parte de los ingresos les provienen de testeo e inspección de productos y servicios de mantenimiento, esto genera una fuerte recurrencia y estabilidad en los flujos de las compañías. Esto les permite capear mejor problemas coyunturales en las industrias subyacentes, como por ejemplo durante la crisis de los precios del petróleo

Aproximadamente 60% de las operaciones de TIC se realizan de forma interna por parte de las propias compañías. Sin embargo existen una serie de tendencias que resultarán esenciales para el crecimiento de las compañías especializadas en TIC.

- 1) Aumento de la regulación
- 2) Consolidación del mercado dada su enorme atomización
- 3) Penetración en mercados emergentes
- 4) Incremento de la complejidad de productos y procesos de inversión

Todo ello repercutirá en una mayor externalización de los servicios de testeo debido a la mejora de eficiencia que supone para toda la industria la presencia de compañías independientes que aporten confianza a las transacciones.

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.



Comentario CI Bolsa USA, F.I.

El periodo ha estado marcado por los avances realizados por Trump en torno al proteccionismo de la economía americana y la respuesta por parte de la administración china. Con el objetivo de reducir el déficit comercial que mantiene EE.UU. en relación a China en 100.000 millones de dólares, Donald Trump anunció un aumento arancelario en productos importados chinos, especialmente en materia de tecnología, que pueden alcanzar los 100.000 millones de dólares. Por su parte, China respondió con aranceles a productos norteamericanos, especialmente agrícolas, por valor de 50.000 millones de dólares. Hasta el momento, estas medidas no han entrado en vigor y, a pesar de la incertidumbre que conllevan, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en 3,9%. Otro aspecto destacado que redujo el nerviosismo geopolítico fue la cumbre histórica entre las dos Coreas que supone un primer paso en la pacificación de la península. La temporada de resultados cerró con buen tono general y satisfaciendo las expectativas instaladas en el mercado destacando especialmente los sectores relacionados con las materias primas. Con todo, la rentabilidad del fondo en este periodo fue del -0.69% frente al retroceso del -2.49% del S&P 100 en euros.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- [Shire](#) (+26.61%) y [Supernus Pharmaceuticals](#) (+21.74%)

La farmacéutica japonesa Takeda realizó una oferta de adquisición de **Shire** por valor de 48 libras por acción estructurada con un pago de 21 libras en efectivo y el restante en acciones. El equipo directivo de Shire ha recomendado aceptar la oferta pero, a falta de la aprobación por parte de los reguladores, la compañía todavía cotiza con un descuento significativo respecto del precio de compra.

Supernus Pharmaceuticals reportó un crecimiento en las ventas de sus medicamentos para la epilepsia y la migraña cercanos al 60%, mostrando nuevamente la aceptación entre los profesionales de la medicina de sus productos. Adicionalmente, el discurso de Trump sobre el sector sanitario y las medidas para rebajar el coste en EE.UU. fue un punto de apoyo para los fabricantes de medicamentos y permitió el repunte final de la compañía.

- [Nexteer Automotive](#) (-29.22%) y [Abbvie](#) (-14.95%)

La compañía fabricante de sistemas de dirección de automóviles **Nexteer Automotive** se vio penalizada por las decisiones tomadas en relación a la guerra comercial entre EE.UU. y China. La compañía china fabrica uno de los productos principales para el desarrollo del coche autónomo, desarrollo que están liderando las empresas norteamericanas por lo que las restricciones a los negocios automovilísticos entre los dos países son un freno a sus operaciones.

Abbvie se vio penalizada por los malos datos en los estudios clínicos de su medicamento contra el cáncer de pulmón Rova-T y el anuncio que no acelerará los trámites para su aprobación. Este anuncio supuso un contratiempo y puso en el foco del mercado los números de la adquisición de Stemcetrx ya que el principal atractivo de la adquisición era el futuro comercial de Rova-T.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

Durante el periodo se introdujo en cartera Chemours, fabricante del refrigerante más eficiente y del material antiadherente Teflon, y Criteo, compañía dedicada a la gestión del proceso publicitario online sobre la que las preocupaciones por la privacidad de los usuarios con la entrada de la directiva sobre gestión de datos personales europea y los cambios realizados por Apple en su navegador se han magnificado. Por el lado de las salidas, se deshizo la posición en la compañía de tecnología médica Medtronic, y en Acuity Brands después de que la compañía publicara unos resultados decepcionantes nuevamente y pusiera el foco sobre su incapacidad para subir precios en las soluciones lumínicas.

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: Tractor Supply

Tractor Supply es un supermercado especializado en el nicho de estilo de vida rural. Sus principales clientes son propietarios de tierras, animales o mascotas que no se dedican profesionalmente a la agricultura o a la granja y viven en zonas alejadas de las grandes urbes. Es la única cadena que ofrece estos productos en las zonas no urbanas, sus principales competidores son Home Depot y PetSmart pero el target al que se enfocan es urbano y no están especializados en vida rural. Home Depot tiene una sección de alimentación animal y jardinería pero en un sentido amplio de productos de hogar y PetSmart son centros veterinarios donde prevalece el cuidado de mascotas frente a animales de granja.

Entre los productos que venden hay todo tipo de productos para el cuidado de equinos, animales de granja y mascotas; herramientas para el arrastre, manuales y tractores; productos de temporada como grandes calentadores para el invierno o las semillas de plantas más adecuadas para cada estación; vestuario para el trabajo en el campo y productos de mantenimiento para uso agrícola. La estrategia de la compañía pasa por generar dependencia en los consumidores a través de productos de consumo recurrente y ampliando el porcentaje de sus propias marcas. Cerca del 50% de los productos de Tractor Supply son consumibles (alimentación animal, fertilizantes, pesticidas...). Adicionalmente, Tractor Supply está haciendo una apuesta importante por la tendencia orgánica que encaja bien con sus clientes potenciales. Los principales seguidores de esta tendencia son pequeños agricultores o ganaderos para los cuales esta actividad no es su principal fuente de sustento.



Estrategia de negocio de Tractor Supply. Fuente: Tractor Supply

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.

Potencialmente menor rendimiento				Potencialmente mayor rendimiento		
1	2	3	4	5	6	7
Menor riesgo				Mayor riesgo		

La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo.

La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo

Comentario CI Global, F.I.

El periodo ha estado marcado por los avances realizados por Trump en torno al proteccionismo de la economía americana y la respuesta por parte de la administración china. Con el objetivo de reducir el déficit comercial que mantiene EE.UU. en relación a China en 100.000 millones de dólares, Donald Trump anunció un aumento arancelario en productos importados chinos, especialmente en materia de tecnología, que pueden alcanzar los 100.000 millones de dólares. Por su parte, China respondió con aranceles a productos norteamericanos, especialmente agrícolas, por valor de 50.000 millones de dólares. Hasta el momento, estas medidas no han entrado en vigor y, a pesar de la incertidumbre que conllevan, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en 3,9%. A nivel europeo, finalmente se alcanzó un acuerdo de gobierno en Alemania que permite a Angela Merkel revalidar la presidencia del país. Otro aspecto destacado que redujo el nerviosismo geopolítico fue la cumbre histórica entre las dos Coreas que supone un primer paso en la pacificación de la península. La temporada de resultados cerró con buen tono general y satisfaciendo las expectativas instaladas en el mercado destacando especialmente los sectores relacionados con las materias primas. Con todo, la rentabilidad del fondo en este periodo fue positiva con un +0.24% frente al -0.55% del MSCI World en euros.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- [LG Household & Healthcare](#) (+28.42%) y [Shire](#) (+26.33%)

Uno de los principales clientes de la compañía de cosméticos surcoreana **LG Household & Healthcare** son los viajeros chinos a Corea del Sur para los cuales los productos de la compañía tienen un atractivo especial y su presencia en China es reducida. Sin embargo, con la situación de elevada tensión entre las dos Coreas, la recomendación del gobierno chino a sus ciudadanos de evitar viajar a la península repercutió en LG. Una vez esta tensión se ha reducido la compañía registró un significativo repunte al esperarse un retorno de los viajeros.

La farmacéutica japonesa Takeda realizó una oferta de adquisición de **Shire** por valor de 48 libras por acción estructurada con un pago de 21 libras en efectivo y el restante en acciones. El equipo directivo de Shire ha recomendado aceptar la oferta pero, a falta de la aprobación por parte de los reguladores, la compañía todavía cotiza con un descuento significativo respecto del precio de compra.

- [Nexteer Automotive](#) (-29.22%) y [Kroton Educacional](#) (-14.42%)

La compañía fabricante de sistemas de dirección de automóviles **Nexteer Automotive** se vio penalizada por las decisiones tomadas en relación a la guerra comercial entre EE.UU. y China. La compañía china fabrica uno de los productos principales para el desarrollo del coche autónomo, desarrollo que están liderando las empresas norteamericanas por lo que las restricciones a los negocios automovilísticos entre los dos países son un freno a sus operaciones.

La situación económica en Brasil con un elevado desempleo junto con la finalización de diversos programas que favorecían el acceso a la universidad ha significado un retroceso considerable en el negocio del principal grupo educativo privado de Brasil, **Kroton Educacional**.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

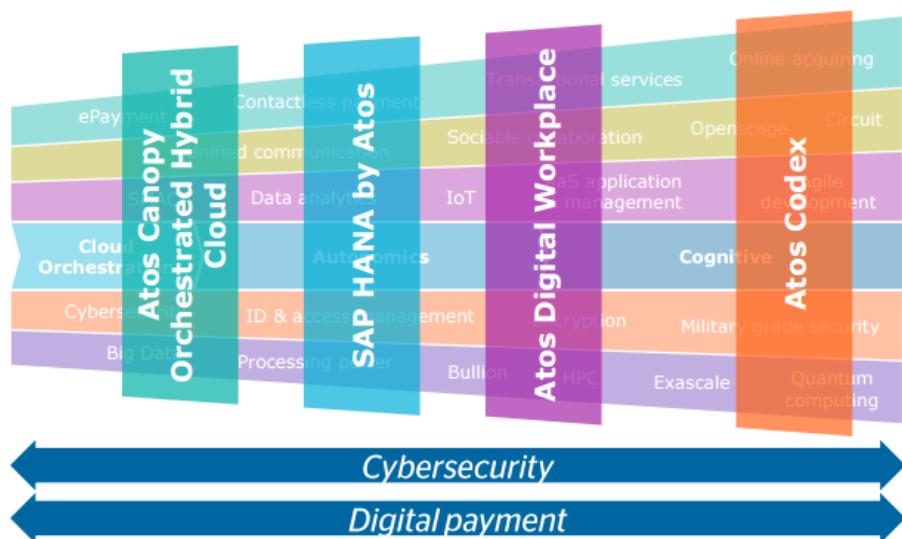
En cuanto a decisiones de gestión, durante el mes se introdujo en cartera Prysmian, líder mundial en la fabricación de cables y fibra óptica, Chemours, fabricante del refrigerante más eficiente y del material antiadherente Teflon, Criteo, compañía dedicada a la publicidad online sobre la que las preocupaciones por la privacidad de los usuarios se han magnificado, y la aseguradora francesa Axa que se ha visto penalizada por la adquisición de XL Group, compra que el mercado no ha visto con buenos ojos y ha penalizado en exceso. Por el lado de las salidas se deshizo la posición en la farmacéutica alemana Bayer, después de saberse que las autoridades americanas rechazaban en primera instancia la integración de Monsanto, Alphabet, al comprobarse las dificultades para mantener la capacidad de crecimiento, la cadena de mobiliario Williams-Sonoma, la química francesa Air Liquide, la fabricante de maquinaria de control de fluidos Waters y de cierres Assa Abloy para concentrar el fondo en las mejores ideas.

INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: AtoS

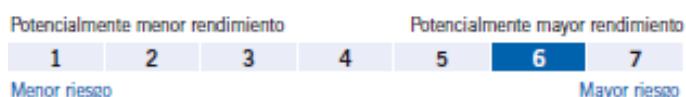
AtoS es el líder europeo en operaciones en la nube. Sus servicios abarcan todo tipo de industrias e incluyen consultoría e integración de sistemas, gestión de servicios y BPO (*business process outsourcing*), operaciones en la nube, Big Data y ciberseguridad y es propietaria del 70% de la compañía de gestión de pagos electrónicos Worldline. La adquisición de Bull en primer lugar (líder en ciberseguridad y gestión de las infraestructuras en la nube en Europa), junto con la alianza estratégico con Alphabet, reforzó la posición de liderazgo de Atos en el mercado europeo de donde la compañía obtiene el 80% de sus ingresos. En relación a las actividades en la nube, estas se pueden clasificar en IaaS (gestión de las infraestructuras necesarias), PaaS (enlace entre las infraestructuras y las diferentes aplicaciones) y SaaS (aplicaciones para explotar los datos). La actual estructura de AtoS le permite ser un referente europeo en las tres ramas necesarias para operar en la nube, destacando en su experiencia en ciberseguridad. Sin embargo, fuera de la región no tiene ese reconocimiento, deficiencia que se decidió paliar ganando escala con la adquisición de Xerox (doblando su presencia en EE.UU.) para así poder penetrar en un mercado tan competitivo como el americano.

La función de AtoS es esencial en la medida que la transición hacia una sociedad cada vez más interconectada requiere un estricto control de las bases de datos y de su uso.



Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.



La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo.

Comentario CI Emergentes, F.I.

El periodo estuvo marcado por los avances realizados por Trump en torno al proteccionismo de la economía americana y la respuesta por parte de la administración china. Con el objetivo de reducir el déficit comercial que mantiene EE.UU. en relación a China en 100.000 millones de dólares, Donald Trump anunció un aumento arancelario en productos importados chinos, especialmente en materia de tecnología, que pueden alcanzar los 100.000 millones de dólares. Por su parte, China respondió con aranceles a productos norteamericanos, especialmente agrícolas, por valor de 50.000 millones de dólares. A pesar de la incertidumbre que conllevan estas medidas, el FMI mantuvo su previsión de crecimiento global en 3,9%. La nueva ronda de sanciones a oligarcas rusos así como el anuncio de un acuerdo para el inicio de negociaciones para finalizar el conflicto bélico que mantienen las dos coreas desde el año 1950 desviaron la atención del mercado, el cual continuó mostrando signos de fortaleza a través de la buena publicación de resultados en general, con crecimientos tanto en ventas como en beneficios.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **Baozun** (+30,80%) y **LG H&H** (+25,41%)

La compañía china de servicios omnicanal **Baozun** mantuvo de nuevo su fortaleza gracias a la excelente ejecución en la transición de su modelo de negocio desde puramente de distribución hacia un modelo más basado en servicios, con la menor intensidad en capital y la mejora en márgenes que ello supone. Al tratarse de una compañía de reciente nacimiento y de capitalización pequeña, la mayoría de inversores institucionales no pueden o las políticas de inversión no permiten su inversión. No obstante, a medida que la compañía continua ejecutando su plan de negocio de forma exitosa y la volatilidad en su cotización empieza a remitir consideramos que muchos inversores valorarán en un futuro su inversión ya que la misma ofrece un enorme potencial a largo plazo según nuestro punto de vista. Por su parte, **LG H&H** se vio beneficiada por el anuncio de inicio de negociaciones entre las dos coreas con el objetivo de firmar un acuerdo de paz histórico así como por la publicación de unos buenos resultados, destacando la recuperación de su división de cosméticos la cual parece empieza a recuperar terreno perdido tras el parón sobrevenido por la crisis del THAAD y que suponía uno de los pilares de nuestra tesis de inversión tras iniciar la posición en la primera parte de 2017.

- **JD.com** (-23,46%) y **Yandex** (-18,81%)

JD.com acusó la revisión a la baja de las casas de análisis tras reportar unos resultados del año 2017 que estuvieron por debajo de las expectativas en términos de márgenes pero no en términos de crecimientos de ventas. Sin embargo este punto no es nuevo para nosotros ya que su director general y fundador Richard Liu no se cansa de repetir en conferencias con los inversores que su objetivo es maximizar los flujos de caja y eso no pasa necesariamente con maximizar los márgenes sino que pasa por alargar el éxito del modelo de negocio. Para ello, todos los beneficios que derivan de su mayor tamaño (escala) los reinvierte en tecnología y márgenes, además de proseguir con su apertura de centros logísticos y almacenes. A corto plazo, la estrategia es negativa para los márgenes pero a nuestro modo de ver sirve para seguir sentando las bases del futuro. **Yandex** por su parte estuvo penalizada durante el periodo a pesar de presentar unos buenos resultados, debido principalmente al sentimiento negativo de los inversores con todo lo relacionado con Rusia tras las sanciones que el gobierno americano aplicó sobre los oligarcas rusos el pasado mes de marzo y que afectaron al sentimiento de los activos en el país

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

Durante el periodo no se efectuaron nuevas entradas ni salidas en cartera.

Ejemplo de inversión: Fairfax India

Uno de los grandes inversores en Canadá, Prem Watsa, reconocido mundialmente por su gran trabajo al frente de la compañía aseguradora Fairfax Financial y de descendencia india, decidió en 2014 lanzar un vehículo de inversión específico en India aprovechando el enorme potencial a largo plazo que presentaba la región, especialmente tras la

INFORMES DE SEGUIMIENTO

elección como primer ministro de Narendra Modi. Así, en 2015 se articuló un vehículo con 1.100M usd de los cuales 300M provenían del holding canadiense para iniciar la andadura de forma directa en el país.

Tras más de 3 años de andadura, la compañía ha ido invirtiendo el capital captado (entre el periodo ha habido una ampliación de capital) progresivamente en compañías con una tipología común entre todas ellas: inversión significativa en compañías coinvertiendo de forma amistosa con los fundadores/equipo directivo cuyos historiales sean exitosos tras experimentar varios ciclos económicos. Así, la cartera actual se constituye por: IIFL / 5paisa e Indian Stock Exchange (sector financiero), Fairchem y Sanmar (químicos), Surashtra y NCML (logística) y BIAL (infraestructuras).

A pesar que todas ellas tienen un potencial de crecimiento interesante dadas las atractivas tendencias subyacentes inherentes al país así como sus excelentes posicionamientos en sus respectivas industrias, una de ellas sobresale por encima de las demás: BIAL.

BIAL (Bangalore International Airport Limited) es el tercer mayor aeropuerto de la India y principal aeropuerto de Bangalore, una de las ciudades más prósperas de la India y donde se sitúa el centro tecnológico del país. Inaugurado en 2008, tiene una concesión de 30 años extensible a 30 más y cuenta actualmente con una capacidad para transportar a más de 20 millones de pasajeros/año, que se convertirán en 65 millones en el 2028-2029 cuando finalicen las obras de ampliación de la nueva terminal. Adicionalmente, cuenta con unos terrenos de unas dimensiones de 450 acres (aproximadamente 1,8 millones de metros cuadrados) en una zona adyacente para desarrollar en el futuro actividades no aeronáuticas como por ejemplo hoteles, oficinas o locales comerciales). Fairfax India posee el 54% de la compañía tras la adquisición de varios paquetes a precios muy atractivos.

Como el resto de aeropuertos, los ingresos provienen tanto por la parte aeronáutica (pasajeros, equipaje, seguridad, etc) como por la parte no aeronáutica (básicamente locales comerciales y parking). Dados los fundamentos económicos del país, la continua migración de la población hacia las ciudades y el crecimiento de las rentas disponibles a medida que se produce el avance económico, consideramos que se trata de un activo único, con un potencial de revalorización muy importante y que sin duda será una de las mayores (sino la principal) fuente de crecimiento del valor de la cartera durante los próximos años en la medida que la compañía es capaz de transportar a más pasajeros, cobrar más por los servicios y generar rentas de mayor valor añadido a través de las operaciones no aeronáuticas. Por último sólo recordar que los gestores aeroportuarios están apalancados operativamente ya que una parte muy significativa son costes fijos, por lo que los retornos incrementales por pasajero son positivos y contribuyen de forma positiva a los márgenes operativos.

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.



Disclaimer

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTIÓN no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTIÓN, SGII, SAU. All rights reserved.