

Carta a los inversores, primer semestre 2021

Salmón Mundi Capital finaliza el primer semestre con una rentabilidad del 4,5%, principalmente gracias a las compañías rusas y a las acciones vinculadas a agricultura. Los metales preciosos y las posiciones cortas detrajeron rentabilidad. En el primer semestre hemos aumentado la exposición a metales preciosos y hemos dado un mayor peso a las compañías de fertilizantes. El resto de las posiciones continúan relativamente estables. Mantenemos las posiciones cortas como protección frente a riesgos que observamos en el mercado.

Situación global

Creemos que, fruto de las actuaciones de los bancos centrales, las principales clases de activos a nivel global están en zona de burbuja. La capitalización de la renta variable global ha superado una vez el PIB mundial (un nivel superior al alcanzado en 2000 y 2007). Pensamos que el mercado de bonos y el sector inmobiliario de muchos países también están muy sobrevalorados. No obstante, creemos que la renta fija global en un escenario deflacionario podría seguir subiendo.

En China nos preocupa la burbuja de crédito que creemos que lleva varios años gestándose. Su sector inmobiliario tiene mucha importancia ya que representa casi el 78% de la riqueza de los chinos (frente al 35% de los americanos) y su valoración en 2019, según Goldman Sachs, ya superaba los \$50 trillones americanos. Esta valoración es superior a la que tenía entonces el total del mercado de renta variable americano. Si los promotores inmobiliarios chinos tuvieran problemas, como parece que ya está pasando en Evergrande, pensamos que podría afectar a los mercados a nivel global.

La cartera

Pasamos a comentar las principales posiciones de la cartera.

El **oro y las mineras de oro** han tenido un débil comportamiento en el primer semestre, sin embargo, creemos que sus perspectivas son muy favorables. Las mineras de oro han presentado unos resultados sólidos, tienen balances muy saneados y generan mucha caja.

Los últimos descensos del oro pensamos que se deben, en gran parte, a que el tipo de interés real a 10 años se ha reducido del -1,08% a principios de año hasta el -0,87% a final del semestre. Sin embargo, creemos que sus perspectivas a futuro son muy positivas, por eso hemos incrementado la exposición a través del **Sprott Physical Gold**. El balance de la Reserva Federal americana sigue expandiéndose y creemos que, aunque haya una ligera contracción, necesitarán que siga creciendo en el futuro.

Barrick continúa su estrategia de centrarse en activos de primera calidad Tier1 y Tier2 y actualmente opera 5 de las principales minas de oro del mundo. A pesar de un ligero incremento de costes y un pequeño descenso de la producción, presentó unos buenos resultados. Se vio beneficiada por el repunte del cobre, que representa un 16% de las ventas y esperan que suponga un 22% ya en 2021. El flujo de caja libre del primer trimestre ha sido de \$763 millones y los costes se han situado en \$1.018/oz AISC. La compañía tiene una posición de caja neta de \$519 millones. Esperan una mejoría de los resultados para el segundo semestre.

Newmont es el primer productor de oro del mundo y el primero por reservas incluyendo onzas equivalentes (94Mn de onzas de oro en reservas y 65 Mn de onzas equivalentes). Esperan producir anualmente unas 8Mn de onzas equivalentes hasta el año 2030. La compañía presentó unos resultados sólidos a pesar de una ligera disminución en la producción y un pequeño repunte en costes. En el primer trimestre han producido a un coste de \$1.039/oz (AISC) y esperan para 2025 reducirlo a un nivel entre \$800 y \$900/oz. La compañía es capaz de generar un elevado nivel de flujo de caja libre para los próximos 5 años en diferentes escenarios del oro (\$700Mn de flujo de caja libre medio anual con un precio del oro a \$1.200/oz y \$4.300Mn con el oro a \$2.100/oz).

Agnico Eagle ha registrado unos buenos resultados. En el primer trimestre han alcanzado un nivel de producción récord y unos costes de \$996/oz (AISC) gracias al buen comportamiento de LaRonde, Meliadine y Canadian Malartic principalmente. Para este año tienen un objetivo de costes por onza (AISC) entre \$950 y \$1.000/oz. Para el período 2020-24 prevén un crecimiento de la producción del 24%. El 97% de sus ventas son de oro y su ley es de 2,8g/t, la mejor de las principales compañías de Norteamérica.

Newcrest es una minera de oro australiana con dos grandes minas: Cadia (Australia) y Lihir (Papúa Nueva Guinea). Tiene una larga vida de las reservas (24 años), además la mayor parte de las reservas está en activos ya en producción. Su equipo directivo, liderado por Sandeep Biswass, está haciendo un buen trabajo. En el primer semestre de su año fiscal ha conseguido flujo de caja libre récord de \$439Mn y el BPA aumentó un 121%. Sus costes han subido ligeramente hasta \$974/oz (AISC). Han continuado la reducción de deuda que se sitúa ya tan sólo en 0,1x deuda neta/Ebitda.

Kirkland Lake Gold es una minera de oro con minas en Australia y Canadá. Sus costes están en la parte baja de las majors (\$846/oz AISC), tiene un objetivo de producción de entre 1,3 y 1,4 Mn de onzas anuales y tiene una situación financiera muy sólida con \$792 Mn de caja neta. La compra de Detour Gold fue muy acertada. En noviembre 2019 anunciaron su adquisición por \$3,7Bn cuando el precio del oro estaba a \$1.457/oz. De esta forma consiguieron aumentar su base de reservas de forma significativa con uno de los proyectos más grandes del mundo, Detour Lake en Canadá, que producirá entre 680.000 y 720.000 onzas anuales hasta 2024, 800k en 2025 y para 2032 alcanzar las 900k onzas anuales con un objetivo de costes a 5 años de \$775/oz AISC.

Polyus es el cuarto mayor productor de oro y tiene unos activos excelentes. Es además la minera con mayores reservas de oro del mundo (104Mn de onzas) y con los costes más bajos \$604/oz AISC. En el primer trimestre su Ebitda ha retrocedido un 35% afectado por una reducción temporal en la ley de su mina Olimpiada. A pesar del descenso de la producción esperado para este año (2,7Mn oz), en 2023 esperan estar ya produciendo 2,9Mn de onzas con un "total cash cost" (TCC) entre \$400 y \$450/oz, permitiendo que siga siendo el productor más eficiente de las mayores mineras de oro del mundo. Su equipo gestor tiene muy buen historial tanto en aumento de producción como en reducción de costes. Sukhoi Log es su gran proyecto aún sin desarrollar, que esperan que entre en producción en 2027. Está en la fase del Feasibility Study y esperan poder hacer públicos los principales puntos en 2022. Han comunicado también que ven nuevas posibilidades de crecimiento en las minas Olimpiada y Kuranakh.

En **agricultura** los precios se han visto favorecidos por las altas importaciones de comida que está realizando China. En 2020 las importaciones de grano y cereales del país aumentaron un 171% con respecto al año anterior. A esto se une que los inventarios de grano continúan mostrando una tendencia favorable (inventarios sobre consumo de maíz y soja están a su nivel más bajo de los últimos 7 años). El precio de la comida a nivel global este año ha alcanzado máximos casi de los últimos 10 años, lo que ha provocado que los fertilizantes, que están muy correlacionados con el precio de la comida, hayan tenido un muy buen comportamiento.

Nutrien es el líder global en fertilizantes. Es el mayor productor de potasa (21% de la capacidad mundial), líder en venta minorista de EEUU y tiene una buena posición en fertilizantes nitrogenados. En potasa, donde los inventarios de los principales países importadores están bajos, Nutrien tiene la capacidad de añadir al mercado unas 5 Mn de toneladas, proporcionándole una ventaja frente a otros competidores. En venta minorista en EEUU prevé crecer orgánicamente y a través de adquisiciones, y pasar de la cuota actual del 21% al 25-30% a partir de 2023. Nutrien ha presentado buenos resultados, su Ebitda en el primer trimestre repuntó prácticamente un 60% gracias al buen comportamiento de todas sus divisiones. La mejora de los precios agrícolas y el repunte de los precios de los fertilizantes le han beneficiado.

Yara es una empresa líder en fertilizantes nitrogenados. Su orientación hacia los fertilizantes de mayor valor añadido le hace ser más estable que sus competidoras. Destaca su posición en Brasil, un país de gran crecimiento en el consumo de fertilizantes (7% CAGR desde los años 70). Cotiza a una valoración atractiva (PER 12,1x), con una rentabilidad por dividendo del 4,3% y tienen la deuda controlada (1,2x deuda neta/Ebitda). Yara ha presentado buenos resultados con el Ebitda subiendo un 32%. Los elevados precios de los fertilizantes han más que compensado las subidas del precio del gas natural, su principal coste.

En **Rusia** seguimos encontrando compañías líderes, con activos únicos y posiciones dominantes a unas valoraciones muy atractivas.

Sberbank tiene una posición excelente en el mercado ruso, con una cuota de mercado en depósitos minoristas del 45%. Su comportamiento ha sido históricamente muy bueno incluso en entornos muy difíciles, consiguió ROEs positivos en la crisis financiera de 2008 o en la crisis del rublo. Y todo ello con una valoración muy atractiva (PER 6,2x) y una rentabilidad por dividendo del 8,1%. Los resultados del primer trimestre fueron muy buenos, aumentando su beneficio en más de un 150% respecto al mismo trimestre del año pasado, gracias sobre todo al crecimiento del margen de intermediación y las menores provisiones. Sus ratios de eficiencia y rentabilidad continúan siendo excelentes, ha alcanzado una ratio de eficiencia del 29% con un ROE del 24%. Para 2021 espera crecer principalmente en préstamos minoristas y depósitos de empresas y alcanzar un ROE superior al 20%. Para 2023, dentro de su plan estratégico, espera un ROE superior al 17% y alcanzar un payout por encima del 50%.

Lukoil produce el 2% del petróleo del mundo y tiene 20 años de vida de las reservas, mientras el sector está en 12 años aproximadamente. La compañía es muy consistente en sus resultados, no tiene deuda y cotiza a una valoración atractiva de PER 7,1x y 3,5x EV/Ebitda. El año pasado fue un año muy complicado para las petroleras, el precio del barril Brent retrocedió de unos \$70 a menos de \$15. Es muy destacable que, en este entorno tan difícil, la compañía lograra generar flujo de caja libre en todos los trimestres de 2020 y \$3,9Bn de flujo de caja libre en el año. Los resultados del primer trimestre fueron muy positivos, las ventas subieron un 33%, el EBITDA más que dobló y el flujo de caja libre prácticamente se ha multiplicado por tres respecto al año pasado. Creemos que hay varios factores que favorecen su consistencia en resultados: sus costes bajos, el rublo que actúa como colchón en entornos complicados y el sistema impositivo progresivo de Rusia.

Gazprom es la empresa gasista líder mundial, supone el 11% de la producción de gas del mundo y el 16% de las reservas globales. Es el mayor exportador de gas natural a Europa, representa aproximadamente el 32% del total del gas que importa el continente. El precio del gas al que realizó Gazprom sus ventas en Europa fue prácticamente un 32% menor en 2020 frente a 2019. Sin embargo, el precio del gas este año ha repuntado con fuerza y su Ebitda ha crecido un 31%. La compañía espera que empiece a funcionar a finales de este año su proyecto Nord Stream 2, que permitirá transportar otros 55Bn m3 de gas adicionales a los que ya transporta el Nord Stream, a través del mar Báltico. Creemos que Gazprom tiene activos de mucha calidad, una valoración atractiva y una muy buena posición competitiva.

Norilsk es el primer productor global de paladio (cuota del 44% mundial) y níquel (22% del níquel de mayor calidad), tercero en platino y undécimo en cobre. Ostenta una posición de liderazgo en la industria: es el líder en costes, tiene una ley elevada y más de 75 años de vida de los recursos minerales. Cotiza a PER 7,2x 2021 y tiene poca deuda (0,6x deuda neta/Ebitda). En 2020 la compañía tuvo un problema con un vertido que ya ha provisionado. Logró flujo de caja libre récord de \$6,6Bn (+36%) aunque su Ebitda retrocedió un 3% debido a la provisión. La compañía va a entrar en un período intensivo en inversión debido a proyectos de crecimiento y medioambientales. Se espera que la inversión se incremente desde los \$1,8Bn hasta los \$3-4Bn para el período 2021-25. Gracias a las nuevas inversiones, la compañía espera un crecimiento de su producción del 30% para 2030. Norilsk creemos que tiene unos activos extraordinarios y puede verse favorecida por la transición a la economía verde.

Samsung Electronics (preferentes) es una empresa líder en tecnología dentro de un oligopolio. Tiene una valoración atractiva (PER 10,2x 2021). Su división de chips de memoria, donde tiene casi un 42% de cuota mundial en DRAM, es especialmente relevante. Tiene actualmente en torno al 19% de su capitalización en caja. En el primer trimestre consiguió un ROE del 10% y un margen de Ebitda del 25%. La fortaleza de la demanda de semiconductores puede favorecer a Samsung porque está verticalmente integrada y tiene su propio segmento de "foundry". De hecho, el beneficio operativo del segundo trimestre creció un 53% por la fuerte demanda de chips de memoria y su aumento de precio, consiguiendo más que compensar la menor venta de teléfonos móviles.

Philip Morris International es líder mundial en tabaco ex-China. Ostenta 5 de las 15 marcas de tabaco más vendidas, entre ellas la número uno del mundo Marlboro. Ha registrado buenos resultados, con un crecimiento en el segundo trimestre del BPA ajustado del 17,8%. Han mejorado además los objetivos, esperan para este año un crecimiento de las ventas netas de entre un 6 y un 7% y del BPA del 12 al 14%, lo que respalda, según la compañía, que puedan llevar a cabo el programa de recompras de acciones que tienen establecido de \$7Bn para los próximos 3 años. La compañía está liderando la transición hacia productos de riesgo reducido que es por donde está creciendo la industria. Su marca IQOS, líder de tabaco calentado con una cuota del 82%, está registrando un crecimiento extraordinario, representa el 28% de sus ventas, cuenta con más de 20 millones de usuarios y un crecimiento del volumen de ventas del 8% en las unidades de tabaco calentado en el último trimestre. Esperan obtener buenos resultados con su lanzamiento en Japón del nuevo IQOS ILUMA.

British American Tobacco es un líder del mercado de tabaco con 6 de las primeras 15 marcas del mundo y una importante presencia en EEUU tras la adquisición de Reynolds. Su negocio tradicional de tabaco ha ido bien, con caídas de volúmenes en los últimos años prácticamente un 1% menor que la industria, más que compensados con un poder alto de aumentar precios (5-6% anual). Tiene una gran variedad de productos no combustibles, con marcas líderes como Vuse (vapor) y Velo (oral moderno). Los productos no combustibles tienen un fuerte crecimiento y cuentan ya casi con 15 millones de usuarios y para 2030 esperan 50 millones. Su objetivo para 2025 es que esta nueva categoría les reporte 5Bn de libras en ventas. Tienen una tasa de conversión de su flujo de caja operativo superior al

90%. Los últimos resultados fueron positivos, aumentaron su objetivo de crecimiento para 2021 desde el rango del 3-5% a más del 5%. Además, esperan reducir su nivel de deuda neta/Ebitda por debajo de 3x para 2021. La compañía cotiza muy barata a PER 9,2x con una rentabilidad por dividendo del 7,8%.

Hemos vendido la mayor parte de la posición de **uranio** y de **Schlumberger** por encontrar mejores oportunidades para la cartera.

Mantenemos las **posiciones cortas** sobre índices de renta variable, principalmente sobre índices americanos, sobre el Hang Seng de Hong Kong y sobre índices de Australia y Canadá. Creemos que se han creado burbujas en las principales clases de activos, no sólo en renta variable sino también en bonos y en el mercado inmobiliario de muchos países.

Creemos que **Hong Kong** tiene una burbuja inmobiliaria. Allí la vivienda cotiza a 20,7 veces salario frente a las 14,6x que se alcanzó en 1997 antes de la crisis asiática. Tomando la ratio precio de la vivienda/alquileres se observa cómo es uno de los países menos asequibles del mundo, ya que son necesarios prácticamente 40 años de alquileres para pagar una vivienda. Además, el país tiene una deuda empresarial muy elevada (257% PIB). Creemos que todos estos factores, unidos a la tensión social y política, hacen al país muy vulnerable a un estallido de la burbuja.

En **Australia** el precio de los activos está sobrevalorado y tiene mucho apalancamiento a China, que supone prácticamente el 35% de las exportaciones. La riqueza de las familias australianas como porcentaje de la renta disponible en el país ha superado los máximos alcanzados en año 2000 y 2007. Las familias están muy endeudadas, ya que su deuda supera el 130% sobre PIB. Su mercado de la vivienda se encuentra entre los más caros del mundo.

En **Canadá** también vemos una sobrevaloración en los activos. Su capitalización bursátil ha alcanzado prácticamente el 170% del PIB. La vivienda está en zona de burbuja, según el FMI varias de sus ciudades están sobrevaloradas en torno a un 50%. La deuda de las familias se ha situado en prácticamente el 120% del PIB y la deuda agregada del país ha subido más un 50% desde 2020. El Banco Internacional de Pagos (BIS) ya en 2018 identificaba a Canadá, junto a China y Hong Kong, como los países más susceptibles de sufrir una crisis bancaria.

En **EEUU** creemos que se han creado burbujas en las principales clases de activos. La riqueza de las familias medida sobre renta disponible ha superado los niveles de 2000 y 2007. La capitalización bursátil ha superado el 200% del PIB y cotiza a un CAPE de 38 veces, más del doble que su media histórica. La valoración de activos financieros en EEUU sobre PIB se ha situado en 5,5 veces, su nivel máximo histórico y prácticamente el doble de lo que tuvo de media en el período que va desde 1950 al año 2000.

Todo este escenario pensamos que, a pesar de las presiones inflacionistas actuales, podría desembocar en un escenario deflacionario en el medio plazo. Aunque creemos que en el largo plazo la salida será inflacionaria ya que pensamos que es la solución más fácil e históricamente la que han elegido los gobiernos. Además, se dan las condiciones para ello, ya que los déficits de los principales países son extraordinariamente elevados y esta ha sido una condición necesaria de las grandes inflaciones del siglo pasado. En este entorno de incertidumbre queremos tener una cartera robusta para diferentes escenarios.

Desde Salmón Mundi queremos daros las gracias por vuestra confianza.

Atentamente,

Guillermo Nieto y Marta Escribano

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.