

Carta anual a los inversores: 2021

Salmón Mundi Capital finalizó 2021 con una rentabilidad del +9%, gracias al buen comportamiento que registraron las acciones del sector fertilizantes, al sector tabaco y las compañías energéticas rusas que compensaron la débil evolución del oro, de las mineras de oro y de las posiciones cortas. Hemos mantenido una estructura de la cartera estable, con un 90% de posiciones largas y un 54% de posiciones cortas. Mantenemos las posiciones cortas como protección frente a los distintos riesgos que observamos en el mercado aún no resueltos.

Hemos completado la fusión por absorción de Versen Global Value Sicav y hemos incorporado a nuestro equipo a Alejandro Miranda, que cuenta con más de 22 años de experiencia en análisis de renta variable y una amplia trayectoria como asesor de inversiones. Mantenemos nuestra filosofía de inversión basada en el value investing y la teoría económica austríaca, enfocada a invertir en compañías extraordinarias a precios atractivos. Con respecto al cambio regulatorio de las Sicavs, Salmón Mundi Capital cumple con la nueva normativa exigida para continuar con la misma fiscalidad.

Situación global

Creemos que los bancos centrales con su política de tipos bajos y expansión de balances han generado burbujas en las principales clases de activos. La capitalización de la renta variable global ha superado el PIB mundial, un nivel superior al que alcanzó en las burbujas del año 2000 y 2008. Pensamos que también hay burbujas en el mercado de bonos e inmobiliario. Según Deutsche Bank, la valoración combinada de acciones y bonos de los quince principales países se encuentra a su nivel más elevado desde el año 1860. Los bancos centrales se enfrentan ahora a una difícil disyuntiva: dejar que la inflación se dispare o subir tipos con el riesgo de que todas estas burbujas estallen.

En **China** creemos que durante los últimos años se ha creado una gran burbuja crediticia. China ha liderado el crecimiento del crédito desde 2008 que en gran parte ha ido dirigido al mercado inmobiliario que ya está dando señales de agotamiento. De hecho, muchos promotores inmobiliarios chinos están teniendo problemas para repagar su deuda, entre ellos Evergrande, el promotor más endeudado del mundo.

En **EEUU** pensamos que hay una burbuja en renta variable. La capitalización bursátil representa más de dos veces el PIB, un nivel superior al alcanzado en 2000 y 2008. El CAPE se sitúa en 36 veces, prácticamente el doble de su media histórica, y el nivel de riqueza de las familias medida sobre renta disponible ha superado también los niveles alcanzados en 2000 y 2008. Por otro lado, la economía de EEUU se ve amenazada por una inflación muy elevada (el IPC está creciendo al +7,5%, el mayor crecimiento de los últimos 40 años). En **Europa** creemos que las valoraciones en renta variable son menos excesivas que en EEUU,

pero pensamos que hay burbujas en otras clases de activos y también un problema de inflación.

La cartera

Pasamos a comentar las principales posiciones de la cartera.

El **oro** tuvo un débil comportamiento el año pasado retrocediendo un 3,5%. Uno de los principales catalizadores del oro son los tipos reales a largo plazo. En 2021 se hicieron menos negativos y creemos que éste fue el motivo principal de los descensos. Pensamos, sin embargo, que el oro es un activo excelente a futuro ya que históricamente ha protegido en bajadas bruscas del mercado y se ha comportado especialmente bien en contextos de aceleración de la inflación. Además, en los cuatro últimos periodos de subidas de tipos, una vez que se inició el proceso, su evolución fue muy positiva.

Las **minerías de oro** en general registraron descensos. Sin embargo, la situación del sector ha mejorado mucho respecto a años anteriores. Los balances de las compañías están muy saneados. Está habiendo presión al alza en costes, pero los equipos directivos están siendo capaces de mantenerlos relativamente controlados. Creemos que ha mejorado mucho la calidad de la gestión y que toda la industria está siendo mucho más disciplinada. En términos de valoración el sector está cotizando a 6x EV/Ebitda, menos de la mitad del múltiplo al que cotiza el S&P 500. Las minerías de oro en relativo al oro o al S&P 500 se encuentran a uno de los niveles más atractivos de los últimos 25 años.

Barrick registró un ligero retroceso en Ebitda en el año, debido a un incremento de costes y a un descenso de la producción. En el último trimestre, sin embargo, los resultados han mejorado significativamente. Sus previsiones para 2022 son producir entre 4,2 y 4,6Mn/oz anuales a un coste de entre \$1.040 y \$1.120/oz. Para 2026 esperan alcanzar una producción de unos 4,5Mn/oz de oro y casi 6Mn/oz de oro equivalentes y reducir costes por debajo de \$900/oz. La compañía ha mejorado mucho a nivel financiero en los últimos años y hoy cuenta con caja neta. Barrick es la segunda minera de oro del mundo y tiene 6 de las principales minas a nivel global. La compañía tiene un elevado apalancamiento al precio del oro ya que a \$2.000/oz prevén alcanzar más de \$4Bn de flujo de caja libre anual para los próximos cinco años.

Newmont registró unos resultados positivos a nivel de producción y con unos costes controlados. Newmont es el primer productor de oro del mundo, tiene 9 de las principales minas y sus reservas se sitúan mayoritariamente en Norte América y Australia. Newmont espera una producción estable de oro de unos 6Mn/oz de oro y un total de 8Mn/oz equivalentes hasta 2030. Esperan unos costes (AISC) cercano a \$850/oz para 2026. La compañía tiene un elevado apalancamiento al precio del oro: cada \$100/oz de incremento supone unos \$400 millones en flujo de caja libre adicional.

Agnico Eagle ha completado su fusión con Kirkland Lake Gold. Creemos que la operación es muy positiva para ambas, Agnico logra reducir costes y Kirkland obtiene una mayor diversificación por minas. Con la combinación de ambas compañías se crea una minera de muy elevada calidad, con minas situadas principalmente en Canadá, con una producción esperada de unos 3,4Mn/oz, con unos costes muy bajos (\$905/oz AISC) y muy saneada financieramente (0,2x deuda neta/Ebitda). Los equipos directivos de ambas compañías liderados por Sean Boyd y Tony Makuch tienen muy buena trayectoria. Tanto Agnico como Kirkland han sido dos de las pocas, de entre las principales minerías de oro del mundo, que han logrado incrementar reservas en la última década.

Newcrest presentó descensos en Ebitda (-35%) por una menor producción, principalmente por mantenimiento en sus principales minas, y un menor precio del oro. Newcrest es una minera de oro australiana con dos grandes minas (Cadia en Australia y Lihir en Papúa Nueva Guinea) y con una vida de las reservas elevada (unos 27 años). Tanto Cadia como Lihir, no

sólo tienen reservas elevadas, sino que también, cuentan con muchos recursos minerales. De Cadia hay que destacar su bajo coste (tan sólo \$85/oz AISC). El equipo directivo liderado por Sandeep Biswas creemos que ha hecho una muy buena labor en los últimos años reduciendo drásticamente la deuda hasta 0,2x deuda neta/Ebitda y realizando adquisiciones que creemos que tienen mucho sentido. Para 2030 la compañía espera reducir sus costes prácticamente a la mitad (hasta \$500/oz AISC) gracias principalmente a la mejora de costes de Lihir.

Polyus registró un crecimiento del Ebitda ligeramente positivo (+3%) presionado por el incremento de costes (AISC +12%). La compañía es líder mundial por reservas sólo de oro (104 Mn/oz), cuenta con 38 años de vida de las reservas, más del doble de lo que tiene la industria, y es la más eficiente de las principales mineras (\$671/oz AISC). El equipo directivo tiene muy buena trayectoria, ha superado prácticamente todos los años sus objetivos de producción y ha reducido los costes significativamente. Polyus cuenta con el depósito de Sukhoi Log, uno de los principales del mundo aún sin desarrollar (40Mn/oz en reservas). Polyus cotiza a \$215 EV/Reservas, menos de la mitad que las principales mineras del sector.

Las compañías productoras de **fertilizantes** subieron con fuerza el año pasado y creemos que el entorno sigue siendo favorable para el sector. Los precios de los fertilizantes se han visto muy favorecidos por las fuertes subidas que experimentaron los precios de las materias primas agrícolas y la energía (con las que tiene una elevada correlación). Los inventarios sobre consumo de productos agrícolas (ex China) están a prácticamente el 15%, uno de los niveles más bajos de los últimos 20 años. Además, según las propias compañías del sector, la situación hoy es muy diferente a cuando se alcanzaron los precios máximos en el ciclo anterior ya que actualmente los inventarios tanto de productos agrícolas como de fertilizantes están mucho más ajustados.

Nutrien ha registrado unos resultados extraordinarios (su flujo de caja libre ha más que doblado). La compañía espera entre \$10 y \$11,2Bn de Ebitda para 2022 (actualmente \$7,1Bn). Nutrien es el líder mundial en potasa, número uno en venta minorista en EEUU y tiene también una sólida posición en fertilizantes nitrogenados. En potasa se sitúa en la parte baja de costes de la industria y se beneficia de que los precios del gas en EEUU y Canadá son muy competitivos en relativo a otros mercados. Nutrien, además, tiene la posibilidad de escalar la producción de potasa en torno a cuatro millones de toneladas con muy poca inversión, lo que le permite beneficiarse de potenciales subidas repentinas de precios. Su valoración es atractiva, cotiza a PER 2022e 7x y EV/Ebitda 4,7x.

Las **acciones rusas** tuvieron un comportamiento excelente el año pasado, especialmente las compañías energéticas. El conflicto actual, en nuestra opinión, no beneficia ni a Europa ni a la propia Rusia, ya que ambos bloques serían los más afectados en el ámbito comercial tal y como sucedió en las anteriores crisis. Hay que tener en cuenta también que la UE es muy dependiente del gas ruso (c47% de las importaciones de gas provienen de Rusia). Por otro lado, a nivel macroeconómico Rusia tiene unos fundamentales extraordinariamente sólidos, con muy poca deuda pública (20% s/ PIB) y con un fondo soberano que supone el 12% del PIB. Además, el petróleo en rublos está en máximos de los últimos años y el rublo protege a sus compañías exportadoras en épocas difíciles. La renta variable cotiza a una valoración sumamente atractiva (PER 2022e 4x) y las principales empresas rusas ofrecen una rentabilidad por dividendo superior al 10%, entre dos y tres veces superior a la que ofrecían en las anteriores crisis.

Lukoil obtuvo unos resultados excelentes, prácticamente doblando su flujo de caja libre respecto al año anterior. Lukoil representa el 2% de la producción mundial de petróleo, cuenta con unos costes de extracción de los más bajos de la industria y con 20 años de vida de las reservas, muy por encima de la media del sector. Cuenta además con dos factores muy positivos: el sistema fiscal ruso (los impuestos retroceden cuando el precio del petróleo baja y viceversa) y el rublo, que en épocas difíciles tiende a depreciarse, favoreciendo a las

exportadoras como Lukoil. La compañía no tiene deuda, sus acciones están muy baratas (2,4x EV/Ebitda 2022e) y ofrece una rentabilidad por dividendo del 15%.

Norilsk ha tenido ciertos problemas técnicos, principalmente en dos de sus minas y esto lastró su producción. Hasta 2024 prevén una producción relativamente estable, pero aspiran a incrementarla entre un 25% y un 60% (dependiendo del tipo de mineral) para 2030. Norilsk es una de las grandes mineras mundiales, es el líder en paladio y níquel de calidad, tercero en platino y undécimo en cobre. También es líder en costes, tiene los mejores márgenes del sector (64% de margen de Ebitda) y 31 años de vida de reservas. La compañía se puede ver favorecida por la transición a la economía verde.

Gazprom tuvo un comportamiento excelente en 2021 principalmente gracias a las fuertes subidas que registró el precio del gas en Europa, en donde tiene una cuota de mercado del 32%. Gazprom es el primer productor de gas del mundo, con un 11% de cuota global y posee el 16% de las reservas mundiales de gas (más de 30 años de vida de reservas). En 2021 consiguieron la mejor cifra de producción en 13 años y se espera que obtenga beneficios récord. El mercado de gas en Europa sigue tensionado con inventarios un 21% por debajo de los niveles de 2021 y la producción autóctona descendiendo. Gazprom cotiza a PER 2,6x 2022e, con una rentabilidad por dividendo del 18% (payout del 50%).

El beneficio neto de **Sberbank** creció un 75% y su margen de intermediación un 14%. El banco ha registrado una ligera compresión de márgenes, pero lo está compensando con mayores volúmenes, especialmente en el segmento minorista. Para 2022 el banco espera ROEs superiores al 20% y una ratio de gastos del 33%. Sberbank es líder en el mercado ruso con una cuota de mercado en depósitos minoristas cercana al 45%. Hay que destacar que el banco consiguió ROEs positivos en las dos crisis anteriores incluso con el PIB del país contrayéndose. Su valoración es atractiva: cotiza a 0,7x P/B y ofrece una rentabilidad por dividendo superior al 14%.

Las compañías del **sector tabaco** cuentan con negocios defensivos y operan en un oligopolio con importantes barreras de entrada. Históricamente las tabaqueras se han comportado bien en momentos complicados de mercado (en 2008 consiguieron aumentar las ventas). A pesar de que su negocio tradicional de cigarrillos es un negocio maduro, sigue creciendo ligeramente y ofrece mucha visibilidad en generación de caja. El segmento de los productos de riesgo reducido está creciendo en los últimos años de forma exponencial.

Philip Morris International obtuvo unos buenos resultados en 2021 (BPA +18%). Es el líder mundial en tabaco excluyendo China y EEUU. En el negocio de cigarrillos cuentan con 5 de las 15 marcas más vendidas en el mundo. En el segmento de productos de riesgo reducido (el 29% de los ingresos netos) su marca IQOS tiene una elevada cuota global. Por otro lado, el BPA de **British American Tobacco** creció un 6% y su flujo de caja libre ascendió a £7,4Bn. En los próximos 5 años esperan generar en torno a £40Bn de flujo de caja libre y en el medio plazo esperan un crecimiento de ventas del 3-5% anual. BAT es la tabaquera líder en términos de ingresos y cuenta con 6 de las primeras 13 marcas de cigarrillos del mundo. Es líder en poder de fijación de precios dentro del sector. Su valoración es atractiva, cotiza a PER 2022e 9,8x con una rentabilidad por dividendo del 6,8%.

También en **otros sectores** donde encontramos compañías líderes con activos de calidad.

Samsung Electronics obtuvo ingresos récord en 2021 y su beneficio operativo creció un 43%. La compañía cuenta con una cartera de negocios diversificada y verticalmente integrada. Semiconductores representa el 57% de los beneficios, siendo chips de memoria su producto de referencia (es líder mundial con cuotas de mercado por encima del 40% en memoria volátil y del 30% en memoria no volátil). Creemos que Samsung ofrece una valoración atractiva (PER 7,4x 2022) y potencial de crecimiento debido al proceso de digitalización en el que estamos inmersos.

Liberty Global obtuvo unos resultados sólidos (ingresos +1,5%, EBITDA -1,4% y FCF +39%) y cumplió objetivos. Es un proveedor de telefonía, internet y TV, y es operador de referencia en sus mercados (Reino Unido, Holanda, Suiza y Bélgica). La compañía está ejecutando operaciones de integración de redes (fijo-móvil) para reforzar su posición competitiva. En los próximos años esperamos una mejora en resultados debido a las importantes sinergias que se generan en estos procesos de convergencia. Creemos que la compañía ofrece una valoración atractiva (5,4x EV/EBITDA), activos de calidad y un negocio estable.

GlaxoSmithKline es una de las grandes farmacéuticas a nivel global. Cuenta con una cartera de activos muy atractiva: vacunas, tratamiento del VIH y consumer health (CH). La compañía publicó unos resultados en línea con lo previsto (ingresos +0% y EBIT -1%). Unilever hizo recientemente una oferta para adquirir el negocio de CH por £50Bn que fue rechazada por la compañía por insuficiente. GSK sigue adelante con su plan estratégico enfocado a mejorar la eficiencia operativa de la compañía y a optimizar la asignación de recursos con el objetivo de maximizar el potencial de crecimiento de los distintos negocios. El spin-off de CH se completará a mediados de año.

Mantenemos las **posiciones cortas** sobre índices de renta variable como protección frente a riesgos que vemos en el mercado (burbujas en renta variable, bonos y en mercado inmobiliario en algunos países). El año pasado las posiciones cortas detrajeron rentabilidad principalmente por las fuertes subidas de los índices americanos y a pesar de los descensos registrados por el índice Hang Seng de Hong Kong que fue a nuestro favor.

Hong Kong pensamos que puede verse negativamente afectado por un eventual estallido de la burbuja en China. El país es muy vulnerable por el tamaño de su sistema bancario (c8x su PIB) y su elevada deuda empresarial (c245% del PIB). Además, es uno de los mercados de vivienda menos asequibles del mundo (ratio precio/salario 20,7x vs. 14,6x en 1997 según HKMA). En **Australia** vemos una burbuja inmobiliaria (el valor de la vivienda residencial es el 470% del PIB) y la deuda de las familias del país es de las más elevadas del mundo (120% del PIB). **Canadá** tiene una situación parecida a la de Australia. Según el FMI, la vivienda en Canadá está sobrevalorada casi un 50%. Su capitalización bursátil es muy elevada (166% del PIB). En **EEUU** creemos que hay burbujas en prácticamente todas las clases de activos. La riqueza de las familias sobre renta disponible está por encima de los niveles de 2000 y 2007 y ya a finales de 2021 la valoración de activos financieros sobre PIB se situó en 5,6 veces, su nivel máximo histórico.

En **Salmón Mundi** queremos tener una cartera robusta para diferentes escenarios. Invertimos en compañías que consideramos extraordinarias a precios atractivos y mantenemos las posiciones cortas como cobertura frente a posibles riesgos. La situación actual podría desencadenar una ola de estanflación o de deflación, dependiendo de las políticas económicas y monetarias que se tomen, pero creemos que a largo plazo la salida será inflacionaria. Políticamente interesa devaluar la deuda. Unos déficits sobre gastos tan altos como los actuales, han sido una condición necesaria para las inflaciones elevadas del siglo pasado.

Desde Salmón Mundi queremos daros las gracias por vuestra confianza.

Atentamente,

Salmón Mundi

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.