

Entrevista: Salmón Mundi Capital

Por Carlos Alosete, Finect, 23 Mar 2018



Salmón Mundi Capital, la Sicav value que tiene un 50% en posiciones cortas

El miércoles tuve la oportunidad de charlar un rato con Guillermo Nieto, Socio Director de Inversiones de [Salmón Mundi Capital SICAV](#) y Marta Escribano, Analista de Inversiones del vehículo, para conocer cuál es la filosofía de inversión que aplican, cómo está compuesta su cartera y dónde están encontrado oportunidades. Pero antes de nada me gustaría contaros algunas curiosidades.

El nombre de la SICAV proviene del Salmón y evoca a la capacidad que tiene este animal de nadar a contracorriente, "Mundi", en cambio, hace referencia a su inversión global, ya que invierten y analizan compañías procedentes de todo el mundo.

Algunos de los gestores que tienen como referencia son Jean-Marie Eveillard, asesor de fondos de inversión de la firma value americana First Eagle Investment Management; Jim Rogers, Cofundador de

Quantum Fund junto a George Soros o Robert Rodriguez, antiguo gestor de FPA Capital Fund.

A continuación me gustaría compartir con vosotros la entrevista, así como las características que diferencian a este vehículo de otros:

Observando vuestras posiciones, es una cartera bastante diferente a lo que estamos normalmente acostumbrados ¿Cuál es vuestra filosofía de inversión?

Nuestra filosofía de inversión se basa en dos pilares: el value investing y la teoría económica austríaca. Buscamos valor en países, sectores y activos baratos con márgenes de seguridad amplios. Tenemos siempre en cuenta los ciclos de crédito y creemos que nadie los ha explicado mejor que los economistas austríacos.

¿Cómo seleccionáis las acciones que compráis?

Buscamos en general acciones que estén baratas respecto a resultados históricos o respecto al balance (método Graham) y que tengan margen de seguridad elevado. Seleccionamos empresas con buenos ratios de valoración: P/E (Price-Earnings), P/S (Price-Sales) y P/B (Price to Book), FCF/EV (Free Cash Flow/ Enterprise Value) altos, EV/Ebitda bajos etc. Y preferiblemente sin deuda. Además valoramos que los propietarios o directivos sean accionistas significativos.

¿Cómo está compuesta la cartera?

38% en renta variable internacional, 32% en metales preciosos, 33% materias primas agrícolas, 3% uranio, 14% liquidez y un 50% en cortos.

Hemos visto que otros gestores han empezado a incluir materias primas en sus carteras. ¿Qué es lo que ha cambiado para que se empiece a tener en cuenta este tipo de activo?

Nosotros desde el inicio hemos tenido una parte de la cartera invertida en agricultura. Evitamos las materias primas industriales por el miedo

a un aterrizaje brusco de la economía china. Agricultura es un activo muy despreciado, la mayoría de las materias agrícolas están a precios de los años 70 y el precio de los activos reales comparado con el precio de los activos financieros está en mínimos de 1925. No nos guiamos por las cosechas en el corto plazo, pero vemos además que los inventarios sobre consumo en muchas de ellas empiezan a ser ajustados.

Y, por supuesto, nos gustan porque siempre hemos creído que la masiva impresión de dinero de los bancos centrales podría acabar en inflación a largo plazo. En un escenario inflacionario el activo que mejor lo hace históricamente son las materias primas.

Tenéis bastante peso en materias primas agrícolas. Llevan varios años sin subir, ¿por qué creéis que es un buen momento para tenerlas en cartera ahora?

Es un activo que creemos que está muy deprimido, los precios no han hecho prácticamente nada en 40 años y vemos que puede haber eventuales problemas de oferta. Está empezando a pasar en China y la disminución de tierra arable se está acelerando, pudiéndose transformar en un importador mayor de materias primas.

De esta manera estamos apostando principalmente por arroz, trigo y café.

También tenéis metales preciosos. ¿Cuáles son y que comportamiento esperáis en los próximos años?

Tenemos oro, plata y mineras de oro. El oro para nosotros es dinero elegido por la humanidad durante miles de años. Históricamente protege contra bajadas fuertes de mercado y se comporta especialmente bien en escenarios de aceleración de la inflación.

La plata está muy infravalorada en términos del ratio oro/plata. Esperamos que lo haga bien con respecto al comportamiento de otros activos. Si se ajustara su valoración a la media histórica del respaldo

por oro de la oferta monetaria americana su precio podría ser mucho mayor.

En cuanto a mineras de oro tenemos Newcrest Mining y Polyus Gold. Newcrest es australiana, su mejor mina tiene 40 años de vida de reservas. En general, el grupo produce a 860\$ la onza y tiene 29 años de reservas. Además, en 2014 cambiaron de CEO y han conseguido reducir la deuda más de 2.000 millones, acumula cuatro años de flujo libre de caja positivo y el 50% de sus costes son en dólar australiano, que pensamos que se va a devaluar.

Polyus Gold, es una minera de oro rusa que se sitúa entre las más baratas de la industria, tiene 33 años de vida de las reservas y todo ello sin contar que el año pasado consiguió uno de los mayores depósitos del mundo que todavía está sin desarrollar. Además, tiene los márgenes más grandes de todo el sector (alrededor de un 62%).

En la cartera hay acciones de diferentes partes del mundo. ¿No es muy complicado analizar acciones de países tan diversos?

Nosotros lo que buscamos son discrepancias entre precio y valor, básicamente nos gusta comprar barato donde surja la oportunidad. Analizamos estados financieros actuales e históricos y buscamos activos baratos respecto a los resultados o a los activos que tienen en balance. En materias primas por ejemplo nos gustan las que están baratas en términos reales y con fundamentales positivos. Y esto al final se puede hacer con empresas o activos nacionales o extranjeros.

Tenéis exposición a acciones rusas, ¿no os da miedo?

Evidentemente hay cosas que no nos gustan pero Rusia cotiza a PER 6x de 10 años, el más bajo a nivel global; mirando otros ratios como EV/Ventas, precio/valor en libros y a EV/Ebitda es también la bolsa más barata. Tiene una deuda sobre PIB muy baja, que no llega al 13%, consiguieron pasar la crisis gracias a la buena actuación de su banquera central y las subidas de tipos tan fuertes que probablemente ningún país hubiera aguantado. Además, la inflación se sitúa en el

2,2% y la rentabilidad del bono ruso a diez años ha bajado del 15% al 7%, lo que tendrá un impacto positivo en las acciones.

Por eso, a pesar de los problemas que pueda tener el país vemos que tienen fundamentales positivos.

Entre las principales posiciones que tenemos en Rusia, encontramos Lukoil, una petrolera rusa, muy barata y saneada que actualmente tiene 20 años de reserva mientras el sector está a 12 años aproximadamente. Además tiene uno de los costes de extracción más bajos de la industria y uno de los Ebitda por barril más altos.

También tenemos Gazprom, el primer productor de gas del mundo, con 86 años de vida de reservas. Ha generado 11 años consecutivos de free-cash-flow hasta 2016 y para 2020 se espera que vuelvan a ser positivos. Además la demanda de gas por parte de Europa a la compañía cada vez es mayor y en el año 2019 entran tres nuevos proyectos (TurkStream, NordStream 2 y Power of Siberia).

¿En qué mercados e índices estáis cortos? ¿Tener cortos va en contra del value investing?

Estamos un 20% cortos de Asia, un 15% de EE.UU y un 5% de Europa.

No, hay value investors cómo David Einhorn o Michael Burry que también utilizan cortos. Las posiciones cortas encajan dentro de nuestro pilar de teoría económica austríaca para protegernos de ciclos de crédito excesivos.

¿Cuáles son los mayores riesgos que veis actualmente en los mercados? ¿Hay burbujas?

Posiblemente estamos ya en lo que algunos inversores denominan el "everything bubble". Vemos burbujas inmobiliarias en China, Australia, Canadá, partes de EEUU y países del norte de Europa. Posiblemente en EEUU ya haya burbuja en renta variable y vemos burbuja de bonos en gran parte de los países desarrollados.

¿Cuál sería el escenario ideal para Salmón Mundi y cuál le haría daño a la cartera?

El escenario ideal sería algo similar a lo que ya pasó en los años 70 cuando la inflación se aceleró mientras los mercados financieros caían. Sin embargo, la situación que hemos vivido en los últimos años de "Goldilocks", con mercados subiendo sin prácticamente volatilidad no nos beneficia.

¿Tenéis vuestro patrimonio invertido en la SICAV?

Sí. Nuestro dinero y el de nuestras familias representa una parte importante del patrimonio.

Por último, ¿qué puede aportar Salmón Mundi a una cartera?

El vehículo puede ser interesante para diversificar una cartera en la que estén bastante ponderados bonos y acciones. Para bien o para mal se mueve diferente que una cartera convencional.