

20/12/2018

## Informe de noviembre 2018: Mondo TV

En el mes de noviembre **Iceberg Asset Management SICAV** sufrió una pérdida del 4,04%, lo cual supone el peor mes de siempre por segundo mes consecutivo, acumulando una rentabilidad negativa del 5,68% en 2018 y **una ganancia del 8,26% desde el 1 de enero de 2015**.

Las abultadas caídas se deben a una serie de eventos negativos que han coincidido en el tiempo en algunas de nuestras principales posiciones y al mal comportamiento de las empresas de pequeña capitalización. En orden inverso de relevancia, la compra de **Lotto24** por parte de **Zeal Network** (-8%), el colapso del precio del petróleo canadiense WCS que hizo descender a **Intl. Petroleum** (-18%) y los resultados trimestrales con un inesperado recorte de la mitad de los ingresos de **Mondo TV** (-48%), han contribuido al retroceso. De ellos, el último tiene una gran importancia ya que se trataba de la mayor inversión de **Iceberg AM** de estos 4 años y la venta definitiva de las acciones han mermado a la rentabilidad en, aproximadamente, un 3,75%. Por ello dedicamos el informe a analizar lo sucedido recientemente.

A mediados de noviembre la compañía publica un descenso repentino en los ingresos del tercer trimestre cercano al 50%, en contraste con el curso de crecimiento mostrado durante los últimos periodos y no llegando a alcanzar, desde enero, ni la mitad de los beneficios previstos para 2018 por el business plan quinquenal (2018-2022). Además se agrava la situación del circulante, con un incremento desde enero de la partida de clientes a cobrar muy elevado.

Estos datos fueron muy sorprendentes, ya que el CEO, hijo del fundador y mayor accionista, había manifestado en julio (ya en el tercer trimestre) que podía afirmar que 2018 iba a ser el mejor año de la historia de la empresa. A lo que hay que añadir que su padre había estado comprando acciones de forma agresiva desde mayo hasta mediados de septiembre, por un importe de 2,5M€, y por si fuera poco, a principios del tercer trimestre finalizó la ampliación de capital por un importe de 18M€ (alrededor del 13% de la compañía) con Atlas Capital, un acuerdo de financiación muy importante firmado en mayo para acometer el plan de expansión de largo plazo. Además, justo en octubre la banca de inversión Banca Finnat empezó la cobertura de la empresa y emitió una tesis de inversión situando el valor objetivo por acción en 7,3€.

Al día siguiente, tras un primer desplome de las acciones, la dirección emite un nuevo comunicado explicando que los objetivos del plan quinquenal para 2018 era improbable que fueran a cumplirse y considerarían revisar las previsiones para los siguientes años. La caída de las ventas era debido al mal comportamiento de los productos Naraka, Final Fight, The Rowly Powlys, Dee & Duh y Play Time Buddies. En cuanto a la situación del circulante se añade lo siguiente: “el modelo industrial del negocio incluye una facturación por adelantado, que actualmente supone el 65% de la cuenta de clientes a cobrar, ha sido fuente de generación de caja sustancial constante, si bien, con algunos retrasos comparado con los términos contraídos originalmente”. Por lo tanto, un mensaje tranquilizador en este aspecto y que podría entrar dentro de una cierta normalidad.

[www.icebergam.com](http://www.icebergam.com)

20/12/2018

Adicionalmente, sostienen que están bien capitalizados y ello permitirá el desarrollo del negocio a largo plazo. La viuda del fundador (fallecido una semana antes) compró 93.000€ más en acciones.

En ese momento y con la información disponible, la cotización después de la caída podría estar infravalorando la empresa en un 20-30% incluso con un recorte del 50% de los ingresos. Una semana después se emplazó al 10 de diciembre una revisión del business plan quinquenal y una previsión de los resultados anuales de 2018.

Llegado el día, menos de un mes después de los resultados del 3º trimestre, la compañía anuncia un recorte del 60% de los activos intangibles (dibujos y series en propiedad), confirmando el descenso en la facturación presente y futura. Pero además, declaran una pérdida del 40% de los clientes pendientes, por la cancelación por parte de clientes chinos de los proyectos antes citados, achacando una muy mala situación macroeconómica en la zona geográfica. Con lo cual, no sólo es una pérdida de ventas futuras sino también de las ventas ya realizadas y, por tanto, parece que faltó información respecto al estado de los clientes en el comunicado de noviembre. La empresa argumenta que supo la cancelación oficial de los proyectos a finales de noviembre, y cita el fallecimiento del fundador y creador artístico de estas series el 7 de noviembre como una de las razones, pero es evidente que la situación era cuanto menos predecible si desde septiembre no se había seguido facturando de dichos clientes. Añaden que quedan 17M€ por cobrar de otro cliente chino que pagará 15M€ en 2019 y 2M€ en 2020.

Se presenta el nuevo business plan:

	BP NOV. '17				BP DIC. '18				
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2023
Value of Production	61	75	88	100	24	34	38	41	44
EBITDA	47	58	65	75	14	20	24	28	31
EBIT	31	38	45	50	7	9	12	14	17
Net Profit	21	25	29	32	4	5	7	8	10
VARIACIÓN DEL BENEFICIO NETO					-81%	-80%	-76%	-75%	-

Reducen las previsiones del negocio a menos de un cuarto de lo que eran hace un año. La pérdida de confianza con el management es absoluta, habiendo demostrado un bajo conocimiento de su propio negocio, incluso dinamitando muchísimo patrimonio familiar (controlan el 35% de las acciones) e invirtiendo en un pésimo momento, a lo que hay que sumar, cuanto menos, una falta de transparencia en la comunicación.

Nuestro error de inversión es grave, sobretodo por el tamaño de la posición. Pese a cumplir con muchas de las características de una buena inversión, no se calcularon bien riesgos importantes que hacían que la misma fuera mucho más débil de lo esperado.

20/12/2018

Uno de los mayores errores fue centrarse en la variedad de contenidos en vez de en la concentración real de los ingresos por cliente. Según la información, la pérdida de 3 clientes ha lastrado las ventas en un 50%. Otro error ha sido creer en una solidez del negocio al contar con 3 líneas de ingresos integradas (distribución, producción y merchandising), idea que también transmitía el management, cuando ni tan siquiera existe una cláusula compensatoria por la cancelación de proyectos ya facturados, lo que supone un error más. Esto enlaza con el siguiente, una confianza excesiva con el know-how del management, característica clave para saber explotar su nicho de mercado, puede que el éxito de los últimos años haya sido debido a un golpe de suerte por una cierta burbuja en China y la firma esporádica de grandes contratos (que algunos ni se han cobrado), que los beneficios no estén dotados de la recurrencia supuesta. Aún es pronto para decirlo pero viendo ciertos errores de suprema importancia en la gestión, podría ser el caso.

En término cualitativos, todo lo expuesto en cuanto a los riesgos inherentes del negocio y la mala gestión ya supone una razón suficiente para no seguir siendo accionistas de **Mondo TV**, aunque existen también razones numéricas. Con los nuevos datos para 2019 una posible valoración actual sería:

2019		
EBITDA	14	$2,85 \times 10 \text{ PER} + 15 \text{ caja} = 43,5/37\text{M acciones} = 1,17\text{€ acción}$
CAPEX	-10	
Interest	-0,2	Si damos por bueno el cobro de los 15M€ de China (estaría por ver), la valoración por acción llegaría a 1,58€.
Tax	25%	
FCF	2,85	

Por todo ello, se ha procedido a la venta de la totalidad de las acciones a 1,13€ con una pérdida de más del 70%. Si se cumple el nuevo plan, puede que en unos años valga 2 o 3 veces más que ahora, aunque son sólo expectativas, de momento en 2019 han dicho que no se espera obtener FCF positivo y empezaría a serlo en 2020. Además de que, si finalmente no se cobra el restante de China (lo sucedido abre la puerta a cualquier cliente a irse cuando quiera sin indemnización de ningún tipo), con 15M de caja se deben acometer unos 10M de inversiones y el pago a proveedores, dejando la compañía en una situación muy frágil ante cualquier evento negativo y conllevando serios problemas de tesorería que pudieran implicar una nueva ampliación de capital o busca de financiación externa.

La supervivencia de algunas de las filiales tampoco está asegurada, por ejemplo la española, clave en la producción de los nuevos éxitos, tiene un balance muy deteriorado con enormes problemas de circulante... la matriz responde contra cualquier financiación extra que pudiera necesitar y con el nuevo entorno se antoja inviable un rescate en el caso de ser necesario. La montonera de 27M€ de caja quemados en la cuenta de clientes (y 17M€ pendientes de la misma área geográfica) pudiera ser demasiado para una compañía de 50M€ que en 2019 espera obtener un beneficio de 4M€ y no generar caja hasta 2020.

20/12/2018

Le deseamos todo el acierto a los administradores y accionistas actuales.

A modo meramente orientativo, a continuación se muestra el comportamiento de algunos de los principales índices mundiales en divisa local:

ÍNDICE BURSÁTIL*	NOVIEMBRE	2018
Stoxx Europe 600 NR	-0,99%	-5,60%
S&P 500	1,78%	3,23%
Nikkei 225 TR	1,98%	0,00%

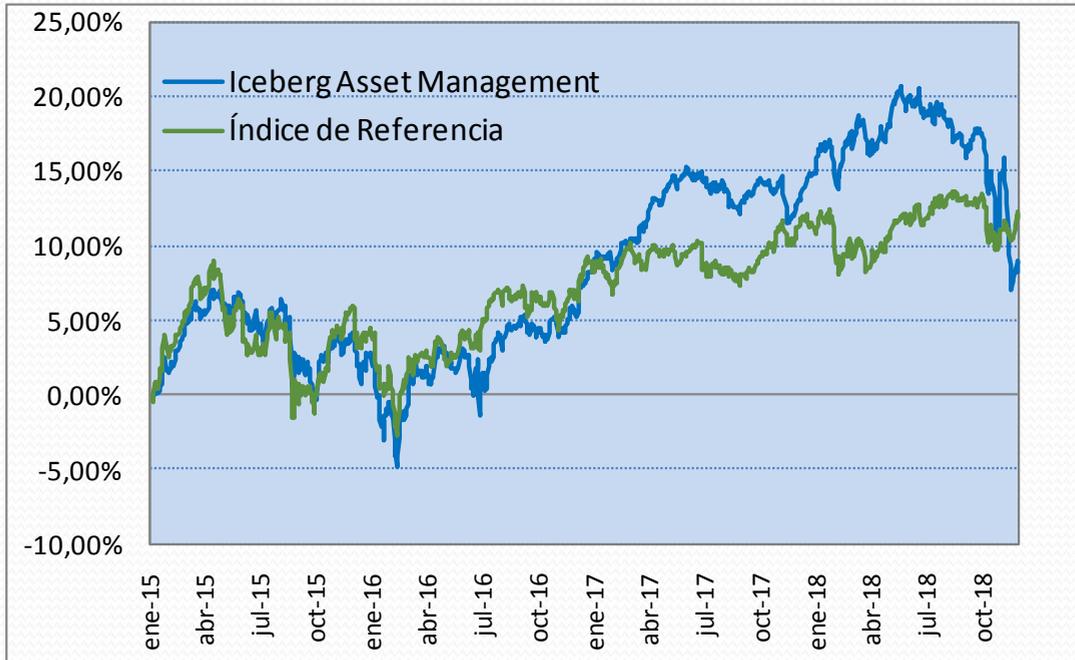
\*Incluyen reinversión de dividendos

Seguidamente se exponen las rentabilidades históricas trimestrales y el gráfico de evolución del valor liquidativo frente al **índice de referencia** o **benchmark** (60% Barclays Euro Aggregate Bond + 40% MSCI World € NR):

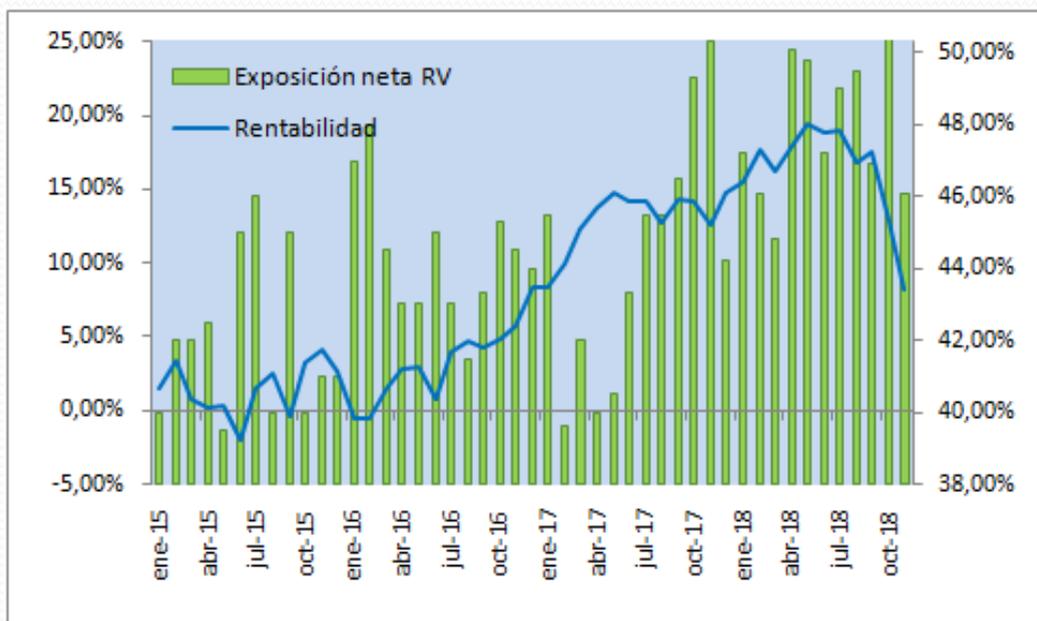
PERIODO	ICEBERG AM	BENCHMARK	DIFERENCIA
<b>2015</b>	<b>2,68%</b>	<b>4,27%</b>	<b>-1,59%</b>
T1	-1,13%	-1,69%	-
T2	-0,71%	2,25%	-
T3	3,38%	1,66%	-
T4	4,03%	1,71%	-
<b>2016</b>	<b>5,57%</b>	<b>3,95%</b>	<b>1,62%</b>
T1	3,62%	1,22%	-
T2	1,71%	-1,03%	-
T3	0,06%	0,51%	-
T4	0,40%	2,09%	-
<b>2017</b>	<b>5,88%</b>	<b>2,58%</b>	<b>3,30%</b>
T1	1,28%	-2,37%	-
T2	2,25%	2,91%	-
T3	-1,19%	1,23%	-
T4	-7,86%	-0,72%	-
<b>2018</b>	<b>-5,68%</b>	<b>0,98%</b>	<b>-6,66%</b>
<b>ACUMULADO</b>	<b>8,26%</b>	<b>10,91%</b>	<b>-2,65%</b>

En cuestión de meses se ha desvanecido toda la ventaja que sacábamos al **índice de referencia**, que este año está aguantando en números positivos y nos aventaja desde enero de 2015 en un 2,65%.

20/12/2018



En la cartera de **renta variable**, se están aumentando, rotando e incorporando algunos negocios excelentes a precios muy atractivos, en la siguiente carta anual hablaremos en mayor profundidad sobre ello. Pese a las caídas, estamos plenamente convencidos de que su valor de largo plazo es sustancialmente superior al que refleja el mercado. **Al finalizar noviembre el peso bursátil era del 46,1%, actualmente se encuentra en el límite del 50% y presumiblemente vaya a seguir siendo así si siguen los descensos.**



20/12/2018

A raíz de cambios relevantes, publicamos excepcionalmente la última versión disponible de las 5 mayores posiciones directas en bolsa.

ACCIONES MAYOR PESO	
	<b>INTL. PETROLEUM CORP. 3,1%</b>
	<b>KECK SENG INVESTMENTS 2,8%</b>
	<b>FLOW TRADERS 2,1%</b>
	<b>ROCKET INTERNET SE 1,7%</b>
	<b>ZEAL NETWORK SE 1,6%</b>

En el apartado de **Renta fija** venció el bono de **Tesco**, comprado a una TIR del 2,16%.

No ha habido novedades en **derivados del VIX**.

**Con todo, a 30 de noviembre de 2018 el peso neto de la renta variable era del 46,1%, la renta fija representaba un 35,6% y permanecía en liquidez un 13,4% del capital, mientras que existía una exposición neta a divisa no euro del 21,9%. Recordamos que la ponderación máxima permitida de renta variable es del 50%.**

Muchas gracias y FELIZ NAVIDAD,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado  
jordan.delrio@icebergam.com  
Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)