

Estimados coinversores,

Inver Value Global Fund ha completado su primer trimestre de vida. Desde el 27 de septiembre acumula una rentabilidad del 13,3%, una cifra que bien podría ser la esperada del ejercicio entero. Para tener una orientación del desempeño del fondo, el MSCI World Net EUR, índice de referencia mundial formado al 100% por acciones, en este periodo ha sumado un 6,5%. Es decir, en 3 meses **InverValue** ha logrado un excedente del 6,8% con un peso medio en renta variable alrededor del 71%.

Sumando la etapa con la misma filosofía de inversión en Iceberg AM SICAV, **se acumula un +53,6% neto en 3 años y 9 meses, un interés compuesto anualizado del 12,1% con un peso medio en renta variable del 66,8%.**

1 MES	2023*	DESDE JUN'19	TAE**
6,8%	13,3%	53,6%	12,1%

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL	ACUM.
2019	-	-	-	-	-	2,0%	0,6%	-2,3%	0,3%	1,2%	4,3%	1,6%	7,8%	7,8%
2020	-2,1%	-4,9%	-21,1%	18,0%	1,5%	1,4%	3,5%	6,6%	-1,9%	-1,4%	13,0%	3,2%	11,0%	19,7%
2021	3,3%	7,3%	4,1%	2,5%	1,7%	2,8%	1,3%	2,7%	1,3%	1,2%	-1,1%	1,9%	32,9%	59,1%
2022	-4,2%	-3,9%	2,8%	-2,8%	-2,7%	-6,6%	10,6%	-2,5%	-6,8%	-0,8%	2,4%	-	-14,8%	35,6%
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	0,33%*	-3,9%	10,0%	6,8%	13,3%	53,6%

*Desde 27 de septiembre. CAGR +12,1% en 3 años y 9 meses / Peso medio Renta Variable 67%

**Los 10 meses sin invertir no se han considerado para el calculo

El periodo ha estado marcado por unos resultados muy buenos en el 3r trimestre de la mayoría de las participadas frente a las expectativas negativas del conjunto del mercado, seguido de las esperanzas de recortes de tipos de interés en 2024. En los dos últimos meses las empresas de pequeña capitalización, que son mayoría en la cartera, han obtenido un mejor comportamiento que el resto del mercado, con lo que podría ser el comienzo de la corrección de una infravaloración histórica en esta clase de compañías.

Desde el inicio del fondo, la mayoría de acciones que se han revalorizado más, tienen relación con la digitalización de la economía y la sociedad, una temática muy recurrente en el portafolio que cumple con muchos de los requisitos que se buscan al invertir.

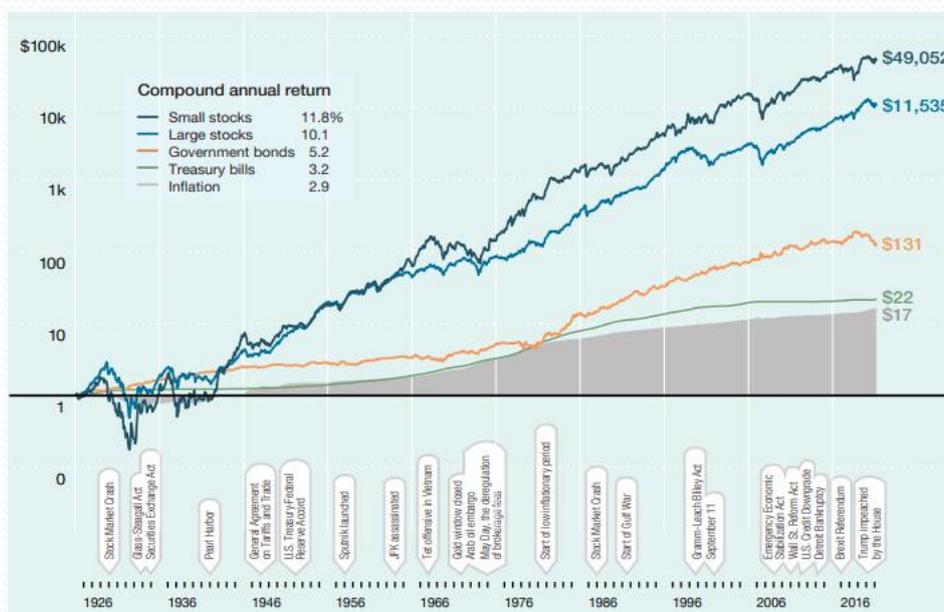
GoEasy +50% - Créditos personales
Converge +48% - Consultoría TIC
Claranova +48% - Aplicaciones para PC y móvil
Flatex +46% - Broker online
Tremor +42% - Publicidad digital

(Rendimientos en moneda local)

Este arranque confirma un acierto en la confección inicial de la cartera y en la orientación de los criterios de selección de los negocios, criterios que iré repasando en la carta.

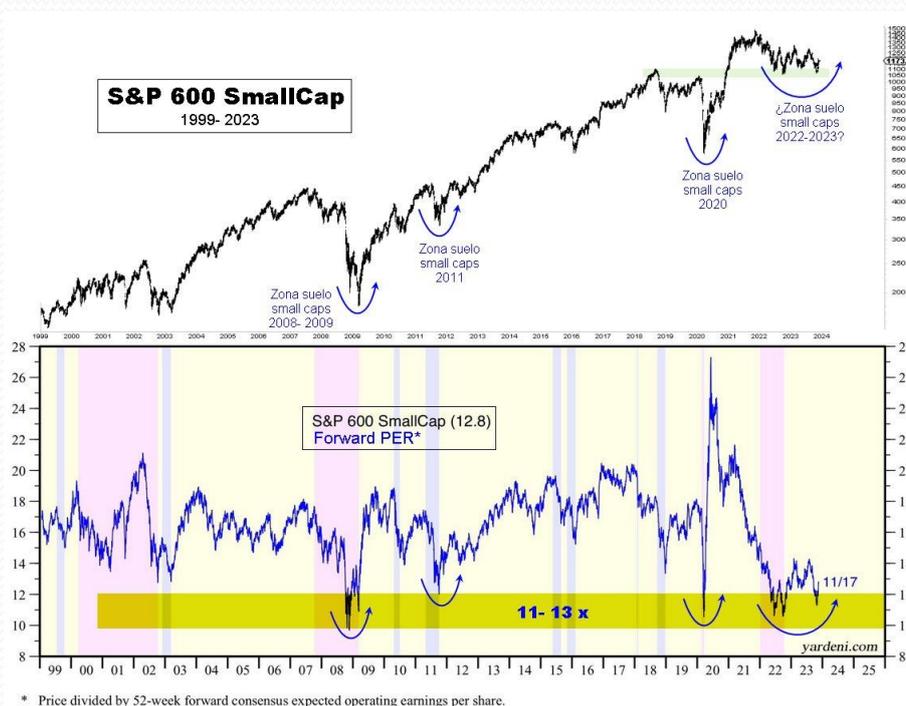
Pese a los recientes ajustes favorables a las empresas de menor capitalización, en los últimos 5 años han tenido un comportamiento muy inferior. En concreto, el **S&P 600 Small Cap** lleva un +48, mientras que el **S&P 500** acumula un +86%, una diferencia del 38%.

Históricamente, las empresas de menor capitalización han tenido un comportamiento superior al resto por su capacidad de crecimiento y reinversión de la caja generada, que las convierte en uno de los activos invertibles más rentables como muestra el siguiente gráfico (1926-2022).



Uno podría pensar que las *small cap* tenían valoraciones más altas a finales de 2018 pero la realidad es que partiendo de valoraciones parecidas, se ha generado una gran divergencia que ha llevado a las empresas de mayor capitalización a unos múltiplos por encima de la media y a las de menor capitalización por debajo de su media.



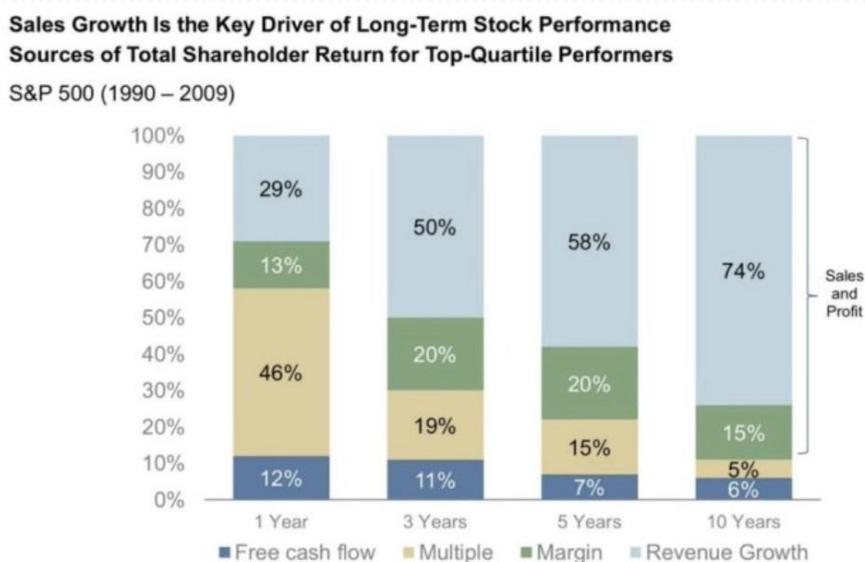


El *forward PE ratio* del **S&P 600 Small Cap** lleva 2 años por debajo de las 14 veces, llegando a estar por debajo de las 11 veces, algo que históricamente ha coincidido con importantes suelos de mercado. En este momento se encuentra alrededor de las 14 veces, una cifra todavía bastante inferior a la media que estaría en unas 16/17 veces.

No es de extrañar, entonces, que dónde hayan mejores oportunidades sea en este segmento del mercado. La cartera de **renta variable** actual tiene un peso del 72,6% sobre el patrimonio, del cual, un 50% (69% de la renta variable) está formado por empresas *small caps* (menores a 2.000 millones de euros).

Las buenas noticias son que, después de la subida de estos meses, **el rendimiento esperado de la cartera a futuro sigue siendo muy alto**. Con un múltiplo sobre la caja libre esperada para 2026 de 8,8 veces, el potencial de revalorización es del 40%, lo que arroja una tasa de interés anual compuesto cercana al 13% en 3 años, una cifra como para ser optimistas.

Otros datos relevantes de las posiciones, son un crecimiento anual medio esperado del 11% y altos márgenes, con una estructura de gastos de capital extremadamente baja, de 7,5 veces menor *CAPEX* de mantenimiento que caja generada. Como sabemos, **el crecimiento y los márgenes son claves para gestar altos retornos a largo plazo, llegando a explicar hasta el 90% de la creación de valor**. (Se puede ver en el gráfico de la siguiente página)



A continuación, se muestran las variables del portafolio. El peso medio de los *insiders* en el accionariado es del 23% y la deuda neta sobre el EBITDA de 1,2 veces, una deuda baja.

INSIDERS	ND/EBITDA	FCF/CAPEX	GROWTH	P/FCF	UPSIDE 2026
23%	1,2x	7,5x	11%	8,8x	40%

En su gran mayoría, las participadas son **negocios de buena cultura empresarial y dueños alineados con todos los accionistas. Poca deuda, recurrencia en los ingresos, escalabilidad de costes, reinversión de la caja generada en sectores estructuralmente crecientes y con un gran tamaño del mercado potencial.** Todo ello permite minimizar las probabilidades de pérdidas permanentes y maximizar la generación de valor a largo plazo.

La **renta variable** está compuesta por 40 posiciones, las 10 primeras representan un 24% del patrimonio y el peso máximo es del 3%. A 31 de diciembre de 2023, las 10 principales posiciones eran las siguientes:

	PAX GLOBAL (HKD)	3,0%
	OPENT TEXT (USD)	2,9%
	NEWLAT FOOD (EUR)	2,7%
	MISTRAS GROUP (USD)	2,5%
	NAGARRO (EUR)	2,5%
	KASPI GDR (USD)	2,2%
	GO EASY (CAD)	2,1%
	HUMBLE GROUP (SEK)	2,1%
	BETTER COLLECTIVE (SEK)	2,1%
	CVS CORP (USD)	2,1%

De algunas como **Newlat Food** he hablado extensamente en el pasado, pueden consultar la tesis de inversión de noviembre del 2022 (etapa Iceberg AM) en el siguiente [enlace de Youtube](#). En este caso, la compañía lleva una subida del 70% desde entonces, y las recientes noticias de la posible adquisición de **Princess Group** están aumentando el interés del mercado por ella. En cuanto haya novedades, actualizaré mi opinión en función de los nuevos datos disponibles.

Veamos los argumentos de otras inversiones del TOP 10 no tan comentadas anteriormente:

opentext™

Open Text es una multinacional canadiense de unos 11.000 millones de dólares estadounidenses en bolsa. La sociedad provee herramientas y servicios relacionados con softwares de gestión de contenido empresarial tales como la experiencia del cliente, cadena de suministros, documentos y soluciones de análisis de datos.

Como muchos negocios de software, es muy recurrente en sus ingresos y escalable por sus bajos costes fijos. **Open Text** suele crecer vía adquisiciones, añadiendo otras empresas menos rentables a las que optimiza hasta unos márgenes EBITDA superiores al 30%. El proceso de creación de valor consiste en endeudarse para realizar las compras, y según avanzan las integraciones sigue un proceso de desapalancamiento financiero. Después de unos años, los ingresos y beneficios son mayores mientras que la deuda vuelve a niveles habituales de 1 o 2 veces EBITDA, preparando el terreno para posibles nuevos crecimientos.

Recientemente ha adquirido a **Micro Focus** por 5.800M\$, elevando la deuda neta hasta los 8.000M\$ y un ratio ND/EBITDA de 5 veces. En el entorno de una escalada incesante de los tipos de interés, el mercado penalizó con fuerza la cotización de la compañía.

La calidad y capacidad de **Open Text** para hacer frente a los pagos de interés e integrar con éxito a **Micro Focus** están fuera de toda duda, para junio de este 2024 está previsto que cierre el ejercicio fiscal con un ND/EBITDA de 3,3 veces y en 2026 por debajo de las 2 veces. Con el proceso de desapalancamiento es probable que experimente una fuerte revalorización, no obstante, desde los mínimos de octubre la compañía ya ha subido un 70% en bolsa.

A una valoración de 15 veces FCF de 2026, aportando un FCF de unos 1.300M\$ ese año, el valor estimado podría estar alrededor de los 80\$/acción, una revalorización del 100%.

INSIDERS	ND/EBITDA	FCF/CAPEX	GROWTH	P/FCF	UPSIDE 2026
2%	3,7x	7,7x	12%	7,3x	100%


MISTRAS

Mistras es una *small cap* estadounidense de unos 250M\$ de capitalización, el fundador posee el 28% de las acciones. Se dedica a inspeccionar instalaciones de petróleo y gas, también del sector aeroespacial, para que sus operadoras puedan seguir su proceso de mantenimiento con garantías.

Es un negocio clave que requiere de buena reputación, tecnologías avanzadas para realizar los “ensayos no destructivos” de supervisión con una alta calidad para no dañar los activos. Es resistente a los ciclos económicos y apenas depende del precio de las materias primas, ya que las instalaciones tienen que seguir con su mantenimiento en cualquier contexto. Si bien es cierto que cuanto más favorable sea el ciclo, podrá haber más inversión del sector en instalaciones y tener un mayor crecimiento.

Uno de los motivos de la infravaloración es que está relacionada con el petróleo, segmento muy castigado por motivos de volatilidad en el precio, variable que casi no afecta a **Mistras**. Además, la compañía también tiene un balance con exceso de deuda, algo que le ha penalizado mucho recientemente con las subidas de tipos. La relación deuda neta respecto al EBITDA se sitúa en torno a las 2,7 veces, al ser una *small cap* es más sensible a esta variable.

El *Free Cash Flow* anual normalizado está en el entorno de los 25M\$, aunque la compañía ha anunciado recortes de costes por 24M\$ en 2024 que le harían aumentar esta cifra por encima de los 35M\$. Este aumento de los márgenes, unido a un ND/EBITDA previsto en 2026 de sólo 1 vez, podrían conllevar una fuerte recalificación positiva del mercado para esta empresa, que cotiza a un P/FCF de 2026 de unas 5 veces. Por la reciente expectativa de bajadas de tipos de interés, lleva una subida un 50% desde los mínimos de octubre.

Esta es una empresa con menor vocación de permanencia en cartera por sus mayores costes de capital y menor capacidad de crecimiento a largo plazo. Con una valoración de 13 veces FCF, el valor por acción sería cercano a 18\$ en 3 años, un aumento del 150% desde los niveles actuales.

INSIDERS	ND/EBITDA	FCF/CAPEX	GROWTH	P/FCF	UPSIDE 2026
31%	2,7x	1,5x	3%	5,5x	150%



Humble Group es una *small cap* sueca de 450M€ de valor, entre el CEO y el COO poseen más del 10% de las acciones. Es un *holding* formado por más de 40 subsidiarias, integrado en toda la cadena de valor. **Humble** desarrolla, produce y distribuye chuches y *snacks* bajos en azúcar, además de bebidas y suplementos alimenticios saludables.

El 40% de las ventas son de marcas propias, el 40% de producción de marcas blancas y el 20% viene de la distribución de otros productores. Pese a su tamaño, está presente en los 5 continentes y el transporte internacional juega un papel importante en sus costes.

Tras llevar a cabo una serie de adquisiciones en 2022, aumentó con fuerza su deuda. En este caso, el financiamiento a tipo variable provocó una situación insostenible y en julio de 2023 realizó una ampliación de capital para sanear el balance y situar el ND/EBITDA por debajo de las 2,5 veces. Con esta operación pudieron renegociar los términos de la deuda, rebajando el tipo de interés de un 12% variable a uno fijo del 7%, siendo uno de los motores para aumentar su rentabilidad futura.

El segundo motor para dinamizar la compañía son la mejora en los costes de transporte. A principios de este 2024 deben renovar los contratos de transporte marítimo firmados en 2021, con unos precios de mercado actuales un 80% inferiores a los que estaban entonces.

El tercer catalizador es el crecimiento en ingresos tanto por el aumento de precios, repercutiendo la subida de costes por la inflación, como por un mayor volumen de demanda en este tipo de productos saludables. Se estima que el crecimiento orgánico del negocio puede ser superior al 10% en los próximos años.

Por lo tanto, en **Humble Group** tenemos una directiva alineada, un negocio de crecimiento con productos defensivos novedosos y orientados al largo plazo, bajos costes de capital y múltiples catalizadores importantes que el mercado puede estar pasando por alto en su valoración. De hecho, podría haber empezado el descubrimiento de valor, en los últimos meses también ha experimentado un incremento del 50% en bolsa.

Con un flujo de caja libre esperado en 2026 superior a los 550Msek y un múltiplo de 15 veces, la valoración por acción podría situarse alrededor de las 21 coronas suecas, suponiendo un incremento del 80% desde la actualidad.

INSIDERS	ND/EBITDA	FCF/CAPEX	GROWTH	P/FCF	UPSIDE 2026
14%	2,3x	7x	10%	9,0x	80%

En lo que respecta a la **renta fija**, las posiciones son de un perfil más *deep value* de lo que lo son las acciones. En su mayoría, se tratan de negocios de menor calidad, ya sea por un alto endeudamiento, ingresos menos recurrentes, elevados costes de capital o baja capacidad de crecimiento a largo plazo. El enfoque en este caso es que en este tipo de compañías, el mercado de bonos es más ineficiente asignando precios en relación a los riesgos, en consecuencia, se puede extraer una mayor rentabilidad que el riesgo intrínseco de la inversión.

Hay que tener en cuenta que para perder dinero yendo a vencimiento en **renta fija**, la empresa debe hacer quiebra y empezar un concurso de acreedores, en el que en la posterior liquidación de activos no llegue a cubrir el importe de nuestra inversión. Además, antes de llegar a esa situación, tiene múltiples capas de seguridad como son una ampliación o renegociación de los términos de financiación, ampliaciones de capital por parte de los accionistas, venta de activos... Es por ello que es justificable y útil invertir en estos negocios, obviamente, siempre haciendo una evaluación prudente de cada caso.

El peso de la **renta fija** sobre el patrimonio es del 23,1%. Siendo un 13,2% en euros, un 6,4% en dólares y un 3,5% en francos suizos, ambas monedas extranjeras cubiertas, con un coste del 2% anual en el caso de los dólares y un efecto ligeramente positivo en los francos. Alguno de los sectores presentes de menor calidad son el del petróleo (**IPCO**), gas (**Golar**), utilities (**EDF**) y automoción (**Forvia**), representando un 11,3% del capital.

En el actual contexto de elevados tipos de interés, se ha confeccionado una cartera con una alta rentabilidad para esta clase de activos. En concreto, **la tasa interna de retorno (TIR) es del 7% anual, con unos vencimientos en torno a los 3 años.**

El portafolio de bonos está formado por 9 posiciones, las 5 primeras representan un 16,4% del capital y el peso máximo es del 3,7%. A 31 de diciembre de 2023, las 6 principales posiciones eran las siguientes:

	EDF CALL 09/29 (EUR)	3,7%
	ARYZTA 01/49 (CHF)	3,5%
	TEVA PHARMA 31/03/2027 (EUR)	3,1%
	GOLAR LNG 10/25 (USD)	3,1%
	BRITISH AMER. TOB. 09/26 (EUR)	3,0%
	INTL PETROLEUM 02/27 (USD)	3,0%

Les dejo en la página siguiente la nueva ficha mensual. Es posible recibir todas las comunicaciones directamente al email indicándolo en la zona de contacto de www.invervaluefund.com. Más información en la propia web, canal de [Youtube](#) y [Twitter](#).

Muchas gracias y Feliz Año,

Jordan del Rio Nova

Analista en Blue Ocean Inversiones EAF

Inversor y Asesor del Inver Value Global Fund (ISIN ESo131445142)

Nota: Este documento es informativo y basado en opiniones personales teóricas, no supone ningún tipo de asesoramiento financiero ni recomendación de compra

POLÍTICA DE INVERSIÓN

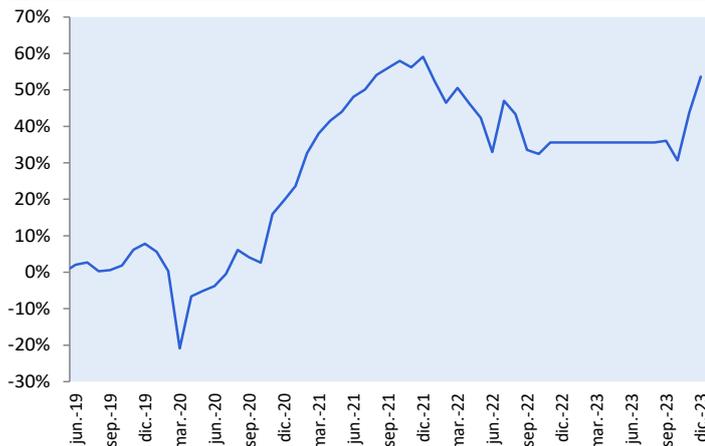
DICIEMBRE 2023

Gestión global del capital a largo plazo

- ▶ Permite una gestión completa del ahorro gracias a su estructura global. Combina una alta rentabilidad en acciones con la mayor certidumbre de ingresos que proporcionan los bonos, aportando más seguridad en plazos de inversión medios (3-5 años)
- ▶ La exposición habitual a renta variable estará dentro del rango del 65% al 80% del capital. Invierte en negocios con un dueño claro, en expansión y con posibilidad de reinvertir los beneficios (compounders). Sin límites, mayor inclinación hacia small caps
- ▶ La exposición habitual a renta fija será superior al 20%. Salvo situaciones excepcionales, los bonos se mantendrán hasta el vencimiento y no tendrán una duración media superior a 3 años. Invierte en emisiones de estilo valor (value investing)

HISTÓRICO DE RENTABILIDAD NETA

EXPERIENCIA DEL ASESOR



De junio 2019 hasta noviembre 2022 - Rentabilidad asesor con Iceberg AM y actual filosofía de inversión. De diciembre 2022 al 27 septiembre 2023 no se ha invertido

Jordan del Rio Nova (Analista en Blue Ocean EAF)

- Licenciado Economía y Máster en Mercados Financieros
- 15 años de experiencia en mercados financieros
- Inversor y Consejero Delegado de Iceberg Asset Management SICAV durante 8 años (2014-2022)
- Alineación de intereses. Tiene la mayoría del patrimonio financiero y familiar invertido en el fondo

1 MES	2023	DESDE JUN'19	TAE*
6,8%	13,3%	53,6%	12,1%

*Los 10 meses sin invertir no se han considerado para el cálculo

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL	ACUM.
2019	-	-	-	-	-	2,0%	0,6%	-2,3%	0,3%	1,2%	4,3%	1,6%	7,8%	7,8%
2020	-2,1%	-4,9%	-21,1%	18,0%	1,5%	1,4%	3,5%	6,6%	-1,9%	-1,4%	13,0%	3,2%	11,0%	19,7%
2021	3,3%	7,3%	4,1%	2,5%	1,7%	2,8%	1,3%	2,7%	1,3%	1,2%	-1,1%	1,9%	32,9%	59,1%
2022	-4,2%	-3,9%	2,8%	-2,8%	-2,7%	-6,6%	10,6%	-2,5%	-6,8%	-0,8%	2,4%	-	-14,8%	35,6%
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	0,33%*	-3,9%	10,0%	6,8%	13,3%	53,6%

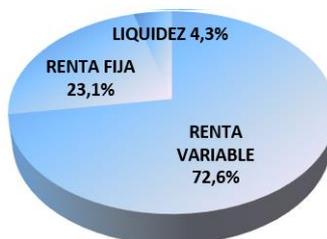
*Desde 27 de septiembre. CAGR +12,1% en 3 años y 9 meses / Peso medio Renta Variable 67%

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN

RENTA VARIABLE

	PAX GLOBAL (HKD)	3,0%
	OPENT TEXT (USD)	2,9%
	NEWLAT FOOD (EUR)	2,7%
	MISTRAS GROUP (USD)	2,5%
	NAGARRO (EUR)	2,5%
	KASPI GDR (USD)	2,2%

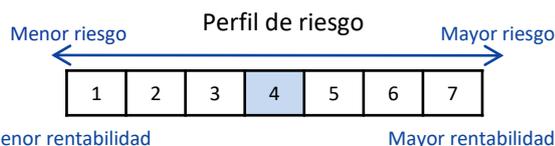
ASSET ALLOCATION



RENTA FIJA

	EDF CALL 09/29 (EUR)	3,7%
	ARYZTA 01/49 (CHF)	3,5%
	TEVA PHARMA 31/03/2027 (EUR)	3,1%
	GOLAR LNG 10/25 (USD)	3,1%
	BRITISH AMER. TOB. 09/26 (EUR)	3,0%
	INTL PETROLEUM 02/27 (USD)	3,0%

DATOS GENERALES



Categoría Morningstar	Mixtos Flexibles EUR	Código ISIN	ES0131445142
Exposición habitual renta variable	65% a 80%	Comisión de gestión	1,00%
Exposición máxima a divisa no euro	90%	Entidad Gestora	Andbank WM SGIIC
Importe Mínimo	14€	Entidad Asesora	Blue Ocean Inversiones EAF
Plazo de inversión indicativo	> 3 Años	Entidad Auditora	Capital Auditors and Consultants

Contratable en /