

Estimado accionista,

03/10/2020

Me ilusiona muchísimo escribir mi primera carta trimestral a accionistas como presidente y gestor de DRACO GLOBAL, y en ella quisiera agradecer todo el esfuerzo del equipo de Gesiuris Asset Management, y en especial a Jordi Viladot sin el cual este proyecto no hubiera visto la luz.

La rentabilidad de DRACO GLOBAL desde el cambio oficial de gestión, el 1 de septiembre de 2020, es de -0,34%.

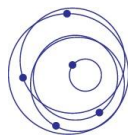
Seguimos con una exposición a renta variable de entre el 35% y 40% a la espera de poder completar la cartera de acciones (85%-90%) con un margen de seguridad suficiente.

En esta primera carta a accionistas, explicaremos nuestra filosofía de inversión en acciones y revisaremos el panorama económico de medio y largo plazo; para ya en las siguientes cartas enfocarnos únicamente en nuestras participaciones empresariales.

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN.

La propuesta de valor de DRACO GLOBAL es invertir en lo mejor de dos mundos, empresas de gran capitalización bursátil conocidas por todos y el otro extremo, empresas de muy pequeña capitalización bursátil totalmente desconocidas y con baja cobertura de analistas. Las empresas grandes se incluyen en el fondo cuando presentan algún problema temporal que no invalida su ventaja competitiva de largo plazo y las pequeñas empresas simplemente porque están baratas al ser desconocidas por la comunidad inversora.

DRACO GLOBAL es una cartera relativamente concentrada (máximo 25 empresas), consecuencia de que buenas ideas hay pocas y para tener una cartera con 50 compañías o más, ya existen los ETFs a precios muy competitivos.



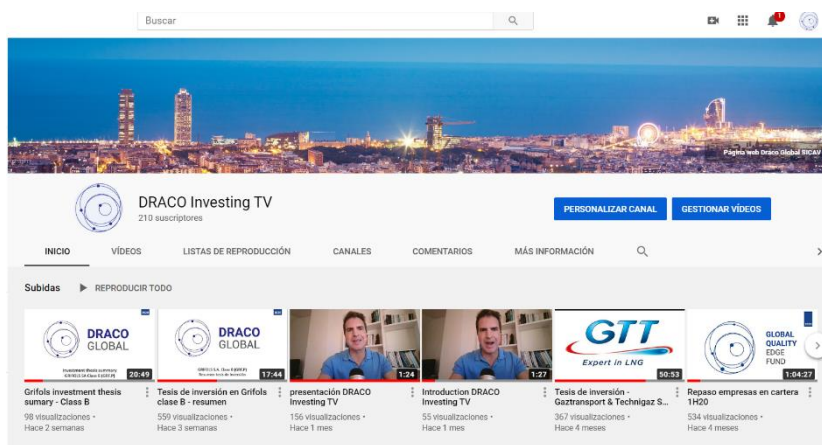
Las empresas en las que invertimos disponen siempre de una serie de atributos comunes y cualitativos:

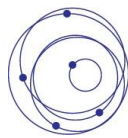
1. Modelo de negocio escalable.
2. Tendencia secular de crecimiento a largo plazo.
3. Atractiva estructural sectorial.
4. Existencia de una o varias ventajas competitivas.
5. Alto porcentaje de ingresos recurrentes.
6. Bajo endeudamiento en mega caps y caja neta en micro caps.
7. Alineación de intereses entre el management y los accionistas (Skinning the game).
8. Buena asignación del capital.
9. Baja probabilidad de encontrarnos con red flags contables, sobre todo en micro caps.

Recomiendo la lectura de la siguiente entrevista para entender como analizamos los atributos arriba mencionados. (<http://www.dracoglobal.es/actualizacion-entrevista-con-moi-global/>)

DRACO GLOBAL implementa una estrategia de riesgo de cola en opciones sobre índices de renta variable, cuando existe cierta probabilidad de que la economía pueda entrar en recesión durante los próximos trimestres.

En la página web (<http://www.dracoglobal.es>), podrás encontrar research de empresas, noticias, twitter y nuestro canal de YouTube DRACO Investing TV.





VISIÓN MACRO DE MEDIO Y LARGO PLAZO.

Desde la COVID-19, la economía global ha experimentado un doble shock de demanda y oferta, provocando una parálisis global nunca vista antes. Además de la pérdida de miles de vidas humanas en todo el mundo, la Covid-19 ha generado una fuerte caída de actividad y desempleo. Se estima que el PIB en USA y Europa puedan contraerse un -5,1% y un -8%. Esta preocupación condujo nuevamente a una expansión monetaria orquestada por los bancos centrales en todo el mundo.

La decidida actuación de los bancos centrales y el control de la curva de contagios, han reducido la prima de riesgo de los países y del crédito, provocando un fuerte rebote en la mayoría de los activos financieros. Parece que nos movemos a una recuperación en forma de K, donde algunos sectores salen beneficiados (tecnología, industria digital, venta on-line, videojuegos on-line, etc.) y otros sectores más tradicionales siguen fuertemente penalizados (Retail, materias primas, turismo, aviones, fabricantes de automóviles, etc.).

Aunque seguirán los rebrotes, **la alta liquidez proporcionada por los bancos centrales y la esperanza de una temprana vacuna, deberían sostener los mercados financieros.**

Fed+ECB+BOJ in Dollars

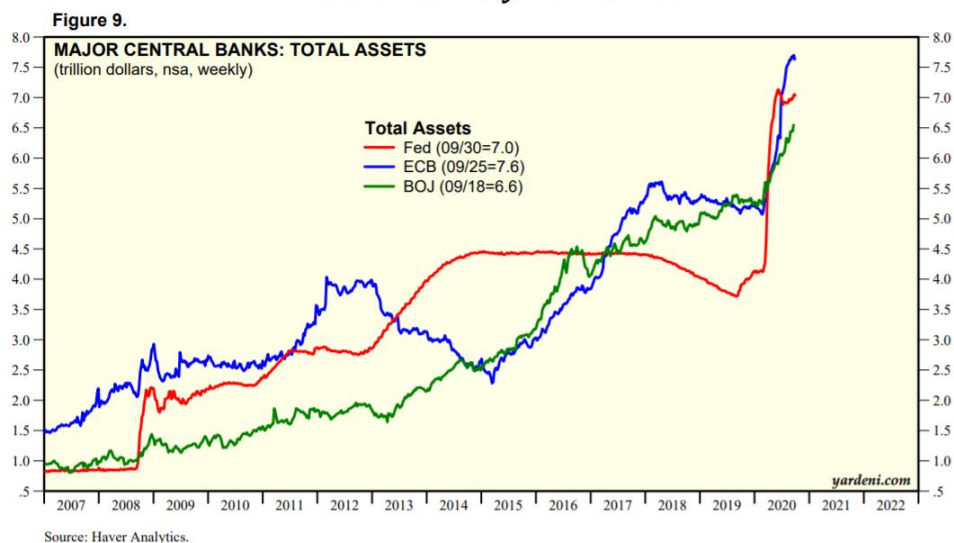
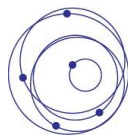


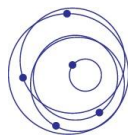
Gráfico 1: Evolución del balance de los principales bancos centrales (FED+BCE+BOJ).



La FED está avanzando en la creación de un \$ digital, que se abonaría directamente a todos los ciudadanos americanos a través de una cuenta corriente depositada en la misma FED y que serviría como fondo de emergencia para recesiones o eventos inesperados como la COVID-19. Es indudable que esta medida sería buena para generar una transmisión directa de fondos a la clase media en tiempos de crisis, aunque evidentemente llevaría implícito un mayor control de las operaciones de los ciudadanos, una centralización de poderes y más política monetaria expansiva. **El objetivo final de la FED y otros bancos centrales como el BCE o el BOJ es generar inflación, pero no inflación de activos sino inflación real, como única opción viable para reducir el desorbitado nivel de deuda global.** Vamos a tratar de responder una serie de preguntas que pensamos son de gran interés general a medio y largo plazo.

¿Inflación o deflación?

En todo el mundo, el precio del alquiler, la casa, la comida o la gasolina; tienden a subir y nadie imagina una situación a la inversa. La enorme inyección de crédito en el sistema y la alta deuda, han generado inflación de activos, aunque a nivel general no exista mucha presión en precios y la tecnología ejerza una fuerza deflacionaria brutal. Los gobiernos y bancos centrales harán todo lo posible para evitar la deflación, principalmente porque existe demasiada deuda en el sistema. El peor escenario posible sería **alta deuda con deflación**, porque el prestatario deberá pagar los mismos intereses y nominal, pero con menores ingresos personales. Se incrementaría el valor de la deuda dificultando su capacidad de repago futura, aflorarían las suspensiones de pago en sectores cíclicos y financieros y algunas economías entrarían en depresión. Vistos los riesgos de la deflación, ahora entendemos mucho mejor la desesperación del banco central por generar inflación. En Europa, el dato de inflación y inflación subyacente siguen indicando deflación, con valores cercanos al -0,3% , por tanto, el BCE tiene que hacer lo que sea para revertir ese dato.



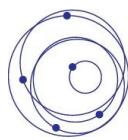
¿Y qué hacemos con la burbuja de la deuda?

En el año 2000, el nivel de deuda global era de \$62tr siendo la economía \$33,5tr, es decir, una relación de 1,85x. Según estimaba el *Institute of International Finance* en 2019, esta relación era ya de 3x y con la actual crisis de la COVID-19, el crecimiento está siendo exponencial. La deuda en sí misma no es mala, el problema es cuando se utiliza para financiar negocios no rentables o perpetuar negocios que deberían desaparecer.

Los mercados financieros mundiales no se están moviendo por el crecimiento de los beneficios de las empresas sino por la inyección de liquidez de los bancos centrales. Según Ray Dalio, cuando la deuda es demasiado grande existen cuatro alternativas posibles por parte de gobiernos y bancos centrales.

1. Austeridad o gastar menos.
2. Defaults controlados o reestructuraciones.
3. Emisión de moneda por parte del banco central.
4. Trasferir dinero de la clase rica a la clase media y pobre vía impuestos.

La solución final es siempre la misma, imprimir más moneda y pelotazo hacia adelante. En este entorno, quien es propietario de activos financieros y tiene acceso a financiación barata, resulta un claro ganador, pero siempre a coste del incremento del populismo a nivel global. Mientras los ciudadanos y los inversores sigan confiando en su moneda, sobre todo en aquellas monedas de reserva mundial (USD, EUR y JPY), no creemos que vaya a pasar nada relevante, pero hay que estar atento porque disponemos de ejemplos recientes: Siria, Turquía, Argentina o Venezuela. *¿Me pregunto donde estaría España sino estuviera dentro del EURO??*



¿Seguirán bajos los tipos de interés?

No existe límite para unos tipos de interés bajos o negativos, quizá es más relevante saber durante cuánto tiempo. La respuesta es que estarán bajos el tiempo necesario hasta que se reactive la economía y se genere inflación, hasta la FED podría llegar a plantearse introducir un “cap” a los tipos de interés, aunque hoy parece difícil de creer. En este entorno, hay que seguir en activos de riesgo y pensamos que la renta variable es la mejor opción, pero siempre en empresas con ventajas competitivas, bien capitalizadas y con margen de seguridad.

¿Value o growth?

La inversión en crecimiento ha superado al value durante los últimos diez años y seguimos pensando que los bajos tipos de interés más las políticas monetarias ultra expansivas, seguirán actuando como viento de cola para las acciones de crecimiento.

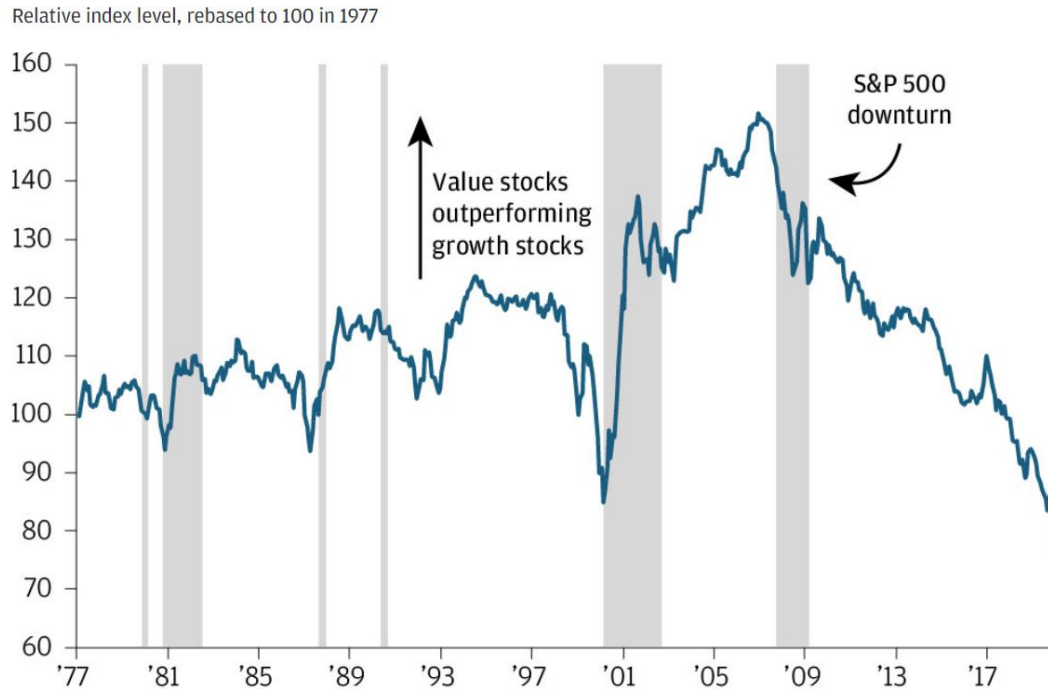
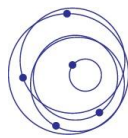


Gráfico 2: MSCI World Value index vs. MSCI World Growth index a Agosto 2020.

Es importante recordar que en una serie larga de tiempo (desde 1927) las acciones value han presentado siempre un mejor comportamiento relativo y



Aunque hoy las valoraciones relativas son altas, pensamos que este gap de valoración se seguirá ampliando en favor de las acciones de crecimiento.

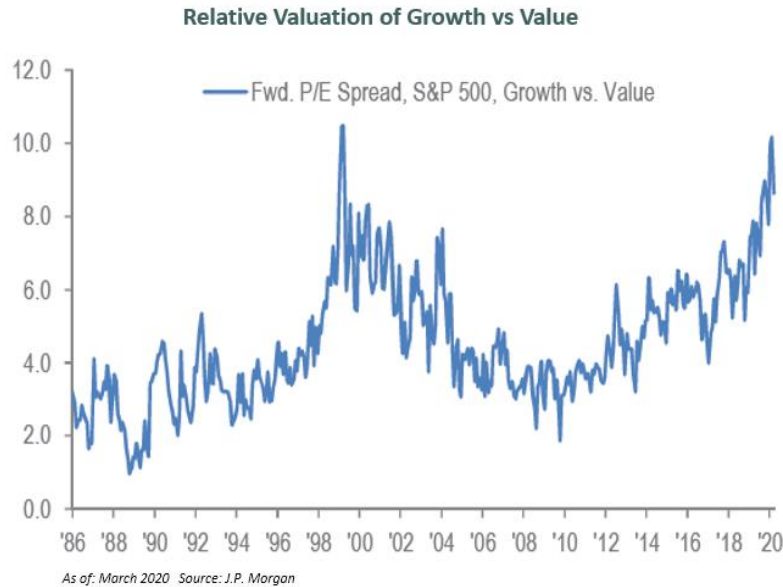
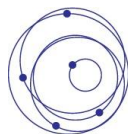


Gráfico 3: Valoración relativa medida como PER forward de growth vs. value.

Si observamos la valoración relativa en términos de PER forward, podría parecer que estamos cerca de la burbuja del año 2000 pero en ningún caso la valoración es similar.

Más que comparar entre value y growth, prefiero observar la valoración relativa del segmento de "quality growth" vs. los bonos americanos a 30 años. El "quality growth" cotiza un PER forward de 27x o earnings yield (inversa del PER) de 3,7% vs. las 58x o 1,7% del bono US a 30 años.

Pensamos que esta tendencia únicamente se invertirá, cuando empiecen a subir los tipos de interés o si la economía entrase en un boom económico que incrementará las valoraciones hasta niveles insostenibles, como por ejemplo durante la época de las "Nifty-Fifties" o la burbuja puntocom.

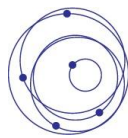


¿Como gestionamos el riesgo de la cartera?

Cuando se invierte en acciones hay que tener en cuenta el ciclo económico, pero no hay que tratar de predecir con exactitud cuándo será la próxima recesión económica. Las acciones tienden a empezar a caer justo antes de los periodos de recesión económica y a repuntar fuertemente ante señales de recuperación. Jeremy Siegel demuestra que desde 1802 hasta 2012, Estados Unidos ha experimentado 47 recesiones con una duración promedio de 19 meses y 34 meses para las expansiones, es decir, la economía ha estado en recesión casi una tercera parte del periodo y una sexta parte desde la Segunda Guerra Mundial. Durante una recesión económica, los índices de acciones suelen experimentar grandes pérdidas en función de la intensidad y duración de la recesión. A lo largo de la historia nos encontramos con múltiples periodos donde las acciones presentan una caída superior al 20% y casi siempre coinciden con una recesión económica. Aun siendo las acciones el mejor activo a largo plazo, la realidad es que casi ningún inversor tiene un horizonte temporal de 100 años y que una caída del 50% únicamente se recupera con una subida del 100%.

La sociedad en general contrata seguros para proteger sus bienes más valiosos (coches, casas, etc.) pero en cambio no lo hace con su cartera de acciones, ¿por qué? Comprar protección ante una caída del precio de las acciones no difiere demasiado de pagar una prima por un seguro sin pensar que no se trata de un lujo sino más bien de una necesidad.

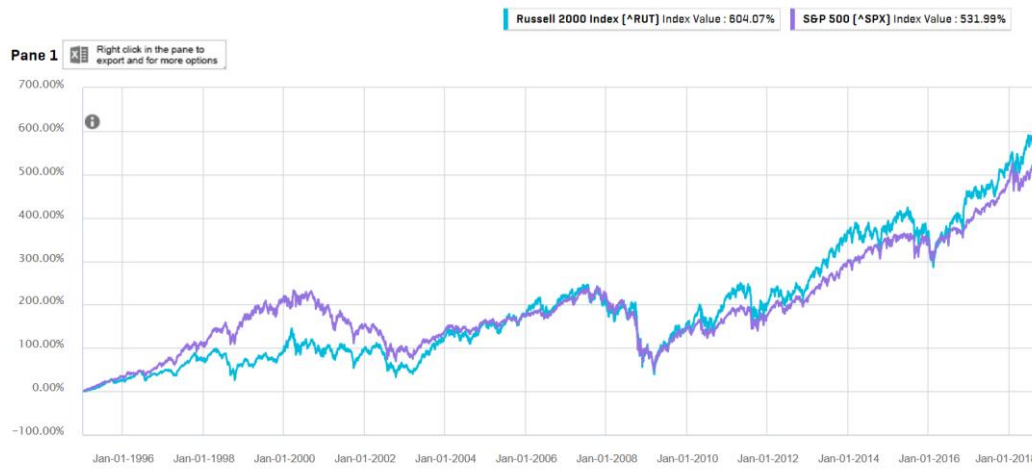
La estrategia de riesgo de cola consiste en comprar opciones PUT fuera del dinero, cuando existe cierta probabilidad de que la economía pueda entrar en recesión. A diferencia de lo que muchos inversores piensan, la estrategia de riesgo de cola pasa por comprar opciones PUT con vencimientos largos y no cortos, ya que es imposible determinar el "timing" exacto de cuándo empezará una recesión. En nuestro caso utilizamos los indicadores adelantados de la US



Conference Board, para tratar de determinar cuando existe cierta probabilidad de que la economía pueda entrar en recesión o depresión. Se trata únicamente de buscar protección ante una potencial gran caída (Covid-19), no una corrección (caída inferior al 20%) de mercado como la del cuarto trimestre del año 2018 por ejemplo. Esta estrategia de riesgo de cola en opciones es fruto de un estudio y colaboración con una empresa americana especializada en estrategias de Tail Risk. Hace tiempo compramos una base de datos con el precio de todas las opciones del S&P 500 desde el año 1994 y calculamos todas las posibles combinaciones de vencimientos, strikes y frecuencias de rollos. Después incluimos como condicional nuestro indicador adelantado LEI para saber cuándo activar la estrategia y cuando no. Esta estrategia se implementó con éxito en Global Quality Edge Fund (anterior fondo gestionado desde 06/17 a 08/20) y nos permitió minimizar las pérdidas de la cartera de acciones por la crisis de la Covid-19.

¿Por qué también pequeñas empresas?

La mayoría de los grandes fondos de inversión y hedge funds, renuncian a invertir en pequeñas empresas por política interna o liquidez, pero es bueno recordar que aproximadamente un 80% del universo invertible son acciones micro caps y small caps. Aunque desde el verano de 2018, las grandes empresas han presentado un mejor comportamiento relativo, no sucede lo mismo con una perspectiva de largo plazo.



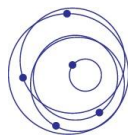


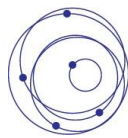
Gráfico 4: Evolución relativa del SPX y Rusell 2000 desde 1995 hasta septiembre 2018.

Pensamos que somos capaces de encontrar las mejores empresas dentro del segmento de micro caps y small caps, gracias a nuestro proceso de análisis y research propio. Si observamos las características que presentan las empresas con una mejor evolución bursátil dentro del segmento de pequeñas, encontraremos muchos de nuestros atributos cualitativos (*Alta Fox summer Project*).

1. Empresas con fuertes ventajas competitivas en forma de efecto red, coste de cambio y activos intangibles.
2. Atractiva estructura sectorial e entorno competitivo.
3. Sólida estructura financiera.
4. Las adquisiciones (M&A) pueden generar valor para el accionista, en contra de la creencia de que la mayoría la destruyen.
5. Los múltiplos de valoración no son lo más relevante, aunque no pagar más de 3x ventas, 20x Ebitda y 30x beneficios; ofrece en promedio una mayor rentabilidad a largo plazo.
6. Los sectores más interesantes son: software, equipamiento médico, servicios empresariales, redes sociales, retail especializado, videojuegos y casinos on-line, gestoras de fondos, comida envasada, bebidas, etc.

SITUACIÓN DE LA CARTERA.

Las primeras diez posiciones representan el 52% del patrimonio en *renta variable y las primeras veinte más del 85%. La distribución geográfica por cifra de ventas se compone de un 60% USA, 25% Europa, Emergentes 10% y 5% Global. Por tamaño, el 51% son pequeñas empresas y 49% grandes empresas. En promedio existen 11 analistas que siguen nuestras compañías. El Split entre empresas



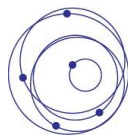
Growth y empresas value es de 60%/40%. El fondo presenta un potencial alcista a tres años superior al 41% o una TIR al mismo plazo del 11,8%.

El porcentaje de propiedad promedio de la cartera es del 55%, el insider trading promedio es superior al 26%, más del 45% de las empresas en cartera están recomprando sus propias acciones por importe cercano al 10% de su capitalización bursátil y por último y más importante, **más del 70% de las empresas en cartera presentan ingresos recurrentes, con menor sensibilidad al ciclo económico.**

Los movimientos en cotización más relevantes del tercer trimestre (solo septiembre) han sido:

- + POSITIVOS:** +10,4% Water Intelligence inc. (PAYS), +12,31% Ateame (ATEME), +8,27% Grifols (GRF-P), +6,34% Novo Nordisk y +5,7% Micro Systematation.
- NEGATIVOS:** -11,94% IEHC corp. (IEHC), -11,8% PaySign (PAYS), -10,70% FrontDoor (FTDR), -10,68% Facebook (FB) y -8,76% Amazon (AMZN).

Creemos que existe una oportunidad única en realizar nuestro propio research, especialmente en empresas micro cap o small cap muy poco conocidas y que no son invertibles por la mayoría de grandes fondos y hedge funds. Recorreremos el mundo en busca de los negocios de mayor calidad al menor precio posible siendo indiferentes al tamaño y cuando los encontramos, las estudiamos a fondo y hablamos siempre con sus directivos. En la sección Research del apartado documentos en la página web (<http://www.dracoglobal.es>) podréis encontrar todos los informes realizados hasta el momento.



➤ **Tesis de inversión en Grifols clase B (GRF-P) – 01/09/2020**

[Abrir link a la tesis de inversión](#)

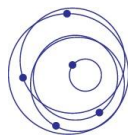
Grifols (GRF-P) ofrece una atractiva oportunidad de inversión con un potencial de revalorización superior al 75%. GRF-P presenta todas las cualidades que nos gusta encontrar en una empresa: 1) Negocio escalable – potencial de crecimiento en todas sus proteínas plasmáticas, 2) tendencia secular de crecimiento a largo plazo – envejecimiento poblacional, 3) atractiva estructura sectorial – oligopolio de cuatro empresas que controlan más del 80% del mercado y 4) el menor precio posible – 16,5x nuestra estimación de beneficios a 2022e.

➤ **Tesis de inversión en Water Intelligence inc (WATR) – 23/09/2020**

[Abrir link a la tesis de inversión](#)

Water Intelligence (WATR) es una micro cap (50m GBP market cap) inglesa líder nacional en la detección de fugas de agua en EE.UU. Sector muy fragmentado con amplias posibilidades de consolidación vía crecimiento inorgánico más readquisición de franquicias, elevado insider trading, baja concentración de clientes, sin deuda, negocio recurrente y anticíclico, liderazgo tecnológico y fuerte tendencia secular de crecimiento a largo plazo. En los últimos diez años, WATR ha crecido a una tasa compuesta (CAGR) en ventas, beneficio bruto y beneficio por acción del +19,3%, +19,6% y +20,5%. Estimamos que WATR debería de cotizar un +100% por encima de nuestro precio medio de compra y un +55% vs. precio actual. A 2022e calculamos un múltiplo Ebitda de salida de 5,5x.

Disclaimer:



Este documento no constituye una oferta de compra o de venta de los valores en ella mencionados, ni mucho menos una recomendación sobre mercados u otros productos financieros, se trata únicamente de expresar nuestras visiones sobre el mercado. Cualquier decisión de inversión deberá tener en cuenta toda la información pública existente sobre esta SICAV y atendiendo a la documentación registrada en la CNMV y disponible en la sociedad gestora de la SICAV. Se debe tener en cuenta que rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.