

Carta trimestral de marzo 2019

Barcelona, 23 de abril de 2019

Panda Agriculture & Water Fund ha cerrado este trimestre con un valor liquidativo de **12,1011** euros/participación, lo que supone una rentabilidad en el periodo del **+8,93%**, y una acumulada en el año del **+8,93%**. Desde inicio, el fondo acumula una ganancia del **+21,59%**.

A lo largo de este primer trimestre del año hemos recuperado gran parte de la caída del último trimestre de 2018. La revalorización cercana al **+9%** se ha producido sin el apoyo de una mejora de precios en las materias primas agrícolas que continúan en su fase bajista y ya acumulan treinta y dos trimestres de descensos.

A pesar que en 2018 sufrimos el único año con rentabilidad negativa desde el nacimiento del fondo en mayo de 2013, la volatilidad diaria anualizada apenas ha repuntado. De un promedio del **10,07%** en los últimos tres años a un **11,54%** en los últimos doce meses.

Las caídas desde 2011 en las cotizaciones de la soja, el maíz, trigo, cacao, café, aceites vegetales o algodón, están penalizando los ingresos de los granjeros y empresas agrícolas, lo que repercute negativamente en las ventas del sector de agricultura y agua. Se renuevan menos maquinaria, se realizan menos inversiones en irrigación agrícola y en instalaciones diversas, en la compra de terrenos y de fertilizantes o en la protección de los cultivos. Un cambio de tendencia en esta evolución negativa en los precios agrícolas, beneficiaria a dos terceras partes de la cartera del Panda Agriculture & Water Fund (ver carta trimestral de diciembre 2018).

En estos últimos tres años, en la que creemos es la parte baja del ciclo agrícola, hemos incrementado el peso en las empresas más sensibles a un aumento de precios agrícolas.

Recientemente se ha conocido la inversión realizada desde 2012 por Harvard University a través de su fundación (Endowment) en plantaciones agrícolas, principalmente en California. Los terrenos agrícolas, viñedos y ranchos de ganado adquiridos tienen asociados derechos de agua, otro activo especialmente valioso. Además, Harvard también estaría comprando plantaciones agrícolas fuera de Estados Unidos, concretamente en Brasil. Los activos totales del Endowment de la universidad son de unos \$39.000 millones.

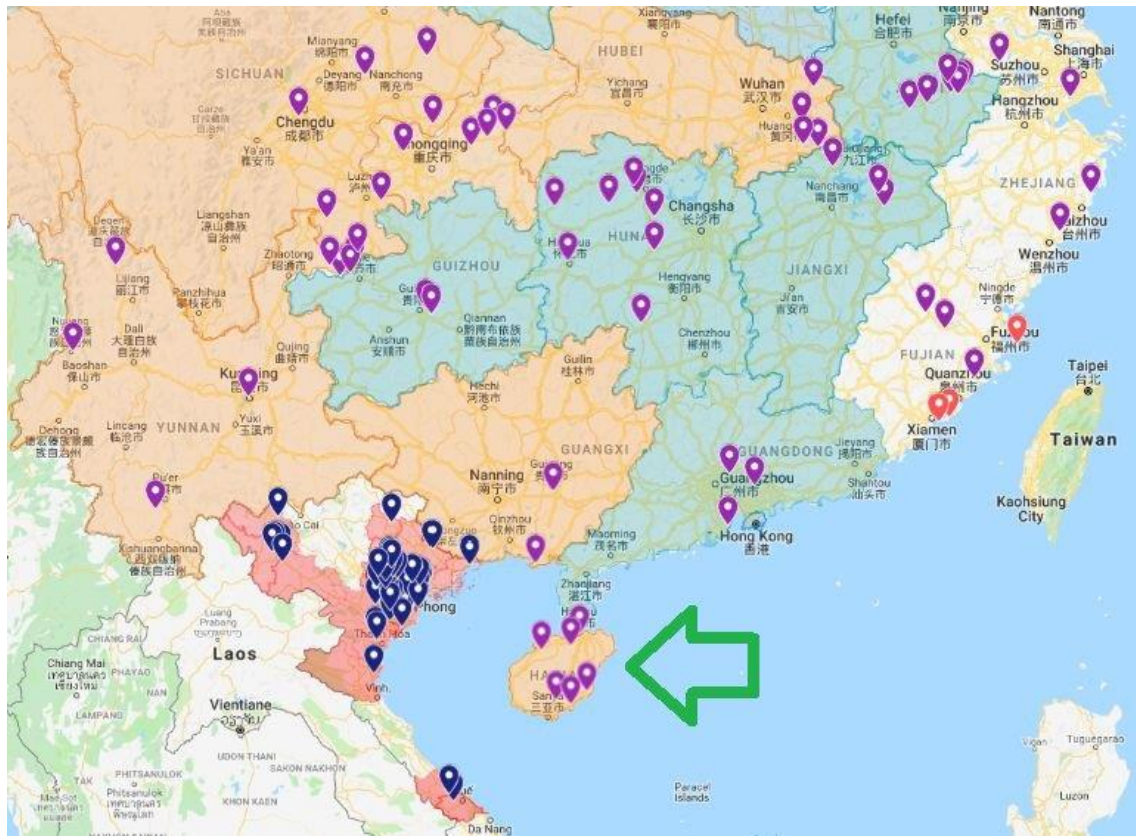
En 2012, Harvard comunicó que iniciaban inversiones en recursos naturales, porque *"creemos que los activos reales recibirán una fuerte demanda en la economía global en los próximos decenios"*. En 2015, Michael Burry, el gestor de inversiones que anticipó la crisis subprime con varios años de antelación (ver el libro "The big short" o la película "la gran apuesta"), declaró en una de sus poquísimas entrevistas concedidas, que el activo más atractivo para invertir en la actualidad es el "agua" y la mejor forma de hacerlo es mediante el sector agrícola.

Mercado agroalimentario: El Impacto de la peste porcina africana

Una noticia clave en el sector agrícola y alimentario mundial es la propagación reciente de la "peste porcina africana" en China, Vietnam y Europa del este. Sólo en China se estima que pueda provocar una disminución de la cabaña porcina en más de 120 millones de cabezas, equivalente a la producción anual en Europa y casi el doble que la norteamericana. De confirmarse estas previsiones, no habría forma posible de suplir este vacío, especialmente si se extiende a más países y

zonas en Asia. Europa, China, Vietnam y Corea son los mayores consumidores de carne de cerdo per cápita en el mundo, y entre ellos China, el mayor productor mundial consume más de 500 millones de cerdos al año, prácticamente el 50% de la producción global. En el escenario actual, difícilmente se podrá suministrar suficiente proteína cárnica, ni aún considerando el ganado avícola y vacuno, por lo que los activos de las empresas ganaderas que no sean alcanzadas por la infección se verán beneficiadas por un aumento de demanda y consideradas más estratégicas y valiosas.

Número 4599 en el Registro de la CNMV - Código ISIN: ES0114633003



Mapa de los casos oficiales detectados de peste porcina en China (violeta) y Vietnam (azul).

El precio del cerdo en todo el mundo ha empezado a subir con fuerza a partir de marzo. La peste porcina africana, aunque altamente contagiosa, no es nociva para humanos. Tras iniciarse en Rusia en 2007, la plaga actual afecta a diversos países de Europa del Este, a Bélgica y en Asia especialmente a China y Vietnam. Es aún temprano para entender todas las consecuencias cruzadas entre sectores y países, especialmente al coincidir con la guerra comercial entre China-USA.

Tenemos directamente un 10% del fondo en empresas de ganadería, que se beneficiarían de un aumento de la demanda de carne y de sus precios, aunque si consideramos a proveedores del sector ganadero, nuestra exposición sería incluso del doble. Probablemente, estamos ante un grave problema que tensionará el precio de la carne a nivel global.

Evolución de la cartera

Este trimestre hemos aumentado nuestra posición en **Australian Agricultural Co**, el mayor propietario y exportador de ganado bovino australiano e iniciado posición en **Bellamy's**, la empresa australiana de leche infantil orgánica. Fundada en Tasmania en 2004 por una nutricionista que buscaba ofrecer una mejor nutrición a sus hijos con productos naturales.

A finales de noviembre, iniciamos una compra de acciones de la compañía japonesa **T. Hasegawa**, productora de sabores y fragancias (flavours & fragrances). Tras analizarla dos años atrás y considerar que cotizaba a múltiples excesivamente caros, como todo el sector, aprovechamos que la familia propietaria con un 37,5% de la empresa, puso a la venta 7,5 millones de acciones para aumentar la liquidez en bolsa. La sorpresa fue que de cotizar entre los 2.200 a 2.400 yenes por acción en los últimos dos años, la cotización cayó por debajo

de los 1.600 yenes, lo que aprovechamos para comprar cerca del 2% de Panda Agriculture & Water Fund.

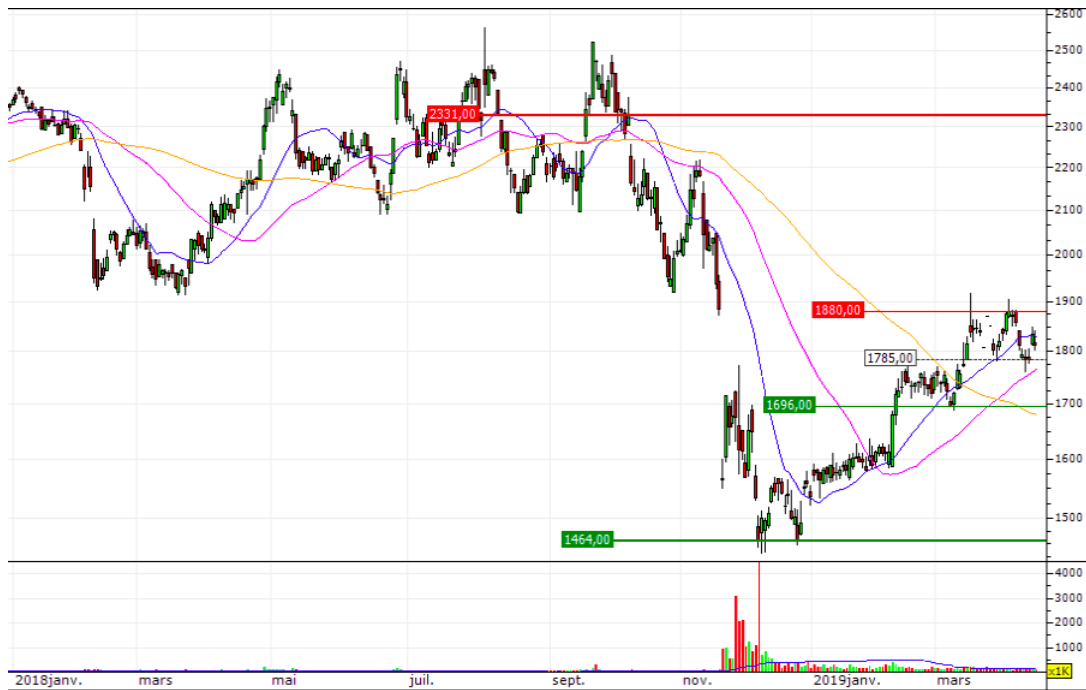


Gráfico de T.Hasegawa en la bolsa de Tokio. En la caída de noviembre adquirimos acciones

Además de **T. Hasegawa**, hemos aumentado posición en Japón en la compañía **Original Engineering Consulting**, la consultora del sector de agua. Empresa sin deuda y con una caja neta y activos líquidos equivalentes al 80% de su capitalización en bolsa.

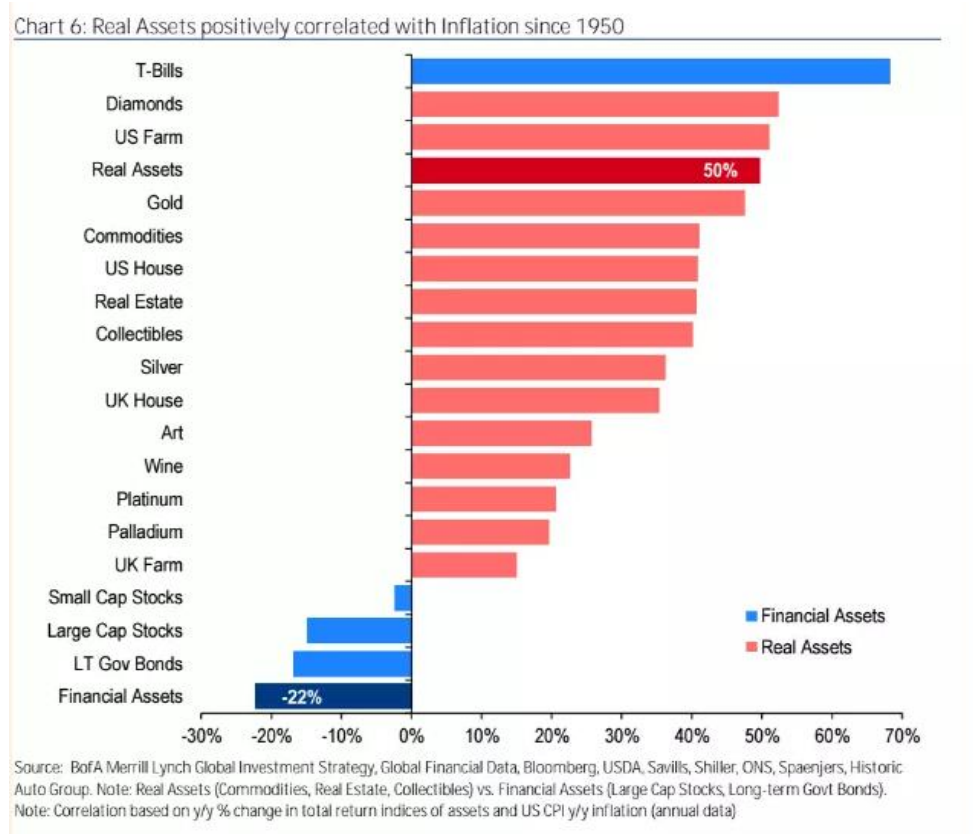
En marzo, ha finalizado la OPA lanzada en noviembre sobre **Barón de Ley** por el presidente y máximo accionista de la compañía vitivinícola de la Rioja. La oferta a un precio de 109 Eur/acción ha sido aceptado por más del 30% de los accionistas. Nosotros en cambio no hemos acudido a la oferta. Preferimos mantener las acciones en una compañía excelente y de la que esperamos nos continúe ofreciendo tan buena rentabilidad. Realizamos la primera compra de

acciones en verano de 2013 a unos 54 eur/acción y hemos continuado comprando en los últimos años. **Barón de Ley** supone cerca del 3% de la cartera y está entre las 10 mayores posiciones del fondo.

Tras iniciar compras en una nueva compañía vitivinícola de caldos ultra-premium, con viñedos en California, incluido en el valioso Napa Valley, en Oregón y en Washington State, mantenemos un 8% del fondo en compañías vinícolas repartidas entre La Rioja, el norte de Italia y la costa oeste norteamericana.

Otra de las cinco mayores posiciones en el fondo, **Waters Corporation**, comprada en 2013 por primera vez en el en torno de los 100 \$/acción ha superado los máximos históricos, por encima de los 200 \$/acción y ha alcanzado a finales de marzo los 250 \$/acción, lo que nos llevó a reducir nuestra posición tácticamente.

Con un margen neto sobre ventas del 25% sostenido año tras año y de un ROIC (rentabilidad sobre los activos invertidos en el negocio) superior al 35%, pocas empresas en todo el mercado tienen las barreras de entrada conseguidas por la empresa de Boston. Waters diseña y vende maquinaria para realizar análisis principalmente a empresas de alimentación y bebidas.



Correlación histórica entre los activos reales, financieros e inflación

Invertir en activos reales, como los agrícolas, ha protegido su patrimonio en periodos de alta inflación.

Tal y como comentábamos en el anterior informe trimestral, mantenemos dos terceras partes de la cartera en compañías y activos sensibles a una mejora en los precios agrícolas, lo que nos proporciona descorrelación con la mayoría de los productos y activos financieros.

Atentamente,

Marc Garrigasait Colomés – Gestor de inversiones