



Comentario Invexcel Patrimonio

1T 2017

Empezamos



Ya hemos hablado en anteriores cartas sobre la trascendencia de la “mala noticia” y como el adjetivo da sentido al sustantivo (si no es mala, no es noticia). Todas las noticias relevantes que recordamos están vinculadas a cierta preocupación. Procesos electorales y referéndums. Petróleo, materias primas, Grecia, China o Latinoamérica. Los bancos, la deuda y su prima de riesgo... La lista es interminable y ya dijo Paul Samuelson: “La bolsa ha predicho nueve de las últimas cinco recesiones”.

Emociones, sorpresas, sobresaltos e incertidumbre. Muy probablemente, 2017 nos dará dosis de los mismos ingredientes que nos dio 2016. Y llevamos así una década. Con cada suceso en mente y manteniéndonos siempre alerta, reconocamos que ninguno de ellos ha alterado de manera sustancial la realidad en la que vivimos.

Por ello, y como en otras ocasiones durante los últimos años, intentaremos que nuestro comportamiento sea consistente. ¿Cómo?

- Profundizando en el conocimiento de aquello en que invertimos, siempre manteniéndonos dentro de nuestro círculo de competencia.
- Tomando decisiones racionales, aprovechando la volatilidad del mercado.
- Prefiriendo activos reales, con las buenas compañías como su mejor exponente y,
- Huyendo de excesos de endeudamiento, favoreciendo esquema simples y mirando a largo plazo.

En estos principios, y no solo en ellos, hemos hecho hincapié anteriormente y todos nos han ayudado a crear valor para nuestras carteras. Así empezamos 2017, con la firme intención de seguir mejorando, haciendo útiles las enseñanzas aprendidas y dispuestos a continuar formándonos, con más ilusión y ganas que nunca.

En esta carta inicial del ejercicio comentaremos lo acontecido en este primer trimestre, qué hemos hecho en Invexcel Patrimonio, y como solemos hacer en nuestros informes periódicos, incluimos un tema que nos parece relevante.

El primer trimestre

La bolsa en enero se tomó un respiro después del positivo final de año, y la única noticia que tuvo relevancia para el mercado fue la mediática llegada de Donald Trump a la Casa Blanca.

Sin embargo febrero fue el mes en que las compañías nos contaron su “performance” de 2016 y expectativas para 2017. Los crecimientos de beneficios que mostraron fueron de doble dígito en Europa y Japón, y del 5% en EEUU y, como suele ser habitual, las cotizaciones de las compañías siguieron a sus fundamentales. En marzo se ha cerrado el periodo de presentación de resultados, confirmándose la mejora y continuando la subida en el precio de muchas compañías, muy especialmente en España.

En el mes de marzo **Finlovest** ha subido un +1,74% contra un +2,97% de su índice de referencia. En el año, **Finlovest** sube un +3,48% mientras su “benchmark” lo hace en un +4,49%, no muy lejos si tenemos en cuenta que nuestro índice de referencia está compuesto en un 60% de RV y Finlovest lleva unos meses alrededor del 50%. La cesta del benchmark (60%) está compuesta a partes iguales del MSCI World, EURO STOXX 50 e IBEX 35 que durante el mes de marzo han ganado, respectivamente, un +0,16%, un +5,46% y un +9,50!

A su vez, **Excel Equities** ha conseguido un +3,83% en Marzo frente el +3% del Eurostoxx 600 y el MSCI Europe. En el año, nuestro vehículo lleva un +7,46% en comparación con el +5,5% de estos índices. Como en Finlovest, hay que destacar que ha mantenido una liquidez superior a la habitual, cercana al 10%. Nuestra cartera ha

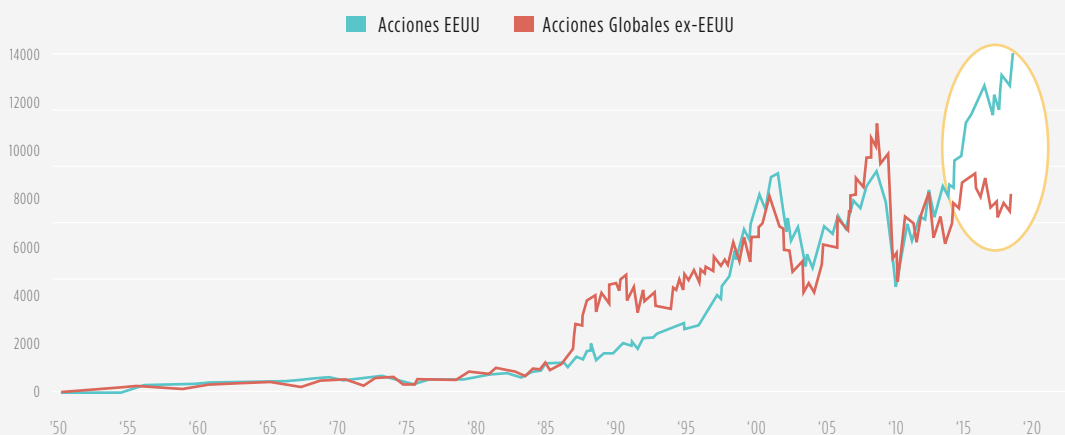
subido más de un 35% desde mínimos hace apenas 12 meses (con algunas empresas más que doblando su precio). Las valoraciones de unas y otras compañías divergen mucho entre sí, por lo que las oportunidades siguen existiendo. Pero siempre se tarda algo más en comprar que en vender. Lo primero requiere un análisis concienzudo, y lo segundo es una decisión de minutos. Cuando el mercado sube muy rápidamente, esto es habitual. Además, no nos importa tener pólvora (sobre todo si vinieran curvas). Como dice W. Buffet : *“la liquidez es como una opción de compra, sin fecha de vencimiento, ni precios prefijados (strike), sobre todos los activos existentes”*.

Lo que hacemos

Durante estos tres meses primeros, hemos seguido buscando buenas compañías en las que haya valor escondido, y simultáneamente hemos vendido aquella otras cuya valoración ya no nos ha parecido tan atractiva.

En el lado de las ventas, las principales se han producido en la cartera norteamericana de **Finlovest**, cuya inversión más importante fue en 2010. Hemos reducido casi un 30% nuestra exposición a ese mercado. No somos amigos de generalizar pero estamos de acuerdo con la impresión de que, de media, el mercado americano está caro y nos cuesta más encontrar oportunidades en aquel lado del Atlántico que en éste. Creemos, eso sí, que mientras no haya un detonante se mantendrá esta tendencia (una recesión sería la más habitual, miedo político, o un “black Swan” como cuando quiebra un banco o un Hedge Fund). Una imagen vale más que mil palabras:

MERCADO AMERICANO VS RESTO DEL MUNDO



COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

1T 2017
Empezamos
pág. 4

El 28 de febrero el S&P500 mostraba: El PER 12m a 20,2 veces (25% por encima de su media histórica), el PER de Shiller a 28,7 veces (71% por encima), el EV / EBITDA a 12 veces (20% por encima). Y un dato curioso pero muy representativo, la capitalización bursátil de la bolsa americana era 1,1 veces el PIB americano, cuando desde 1952, su media es de 0,58 veces PIB. El S&P 500 ha subido casi un 80% en los últimos 5 años, mientras que el Beneficio por Acción (que debería conducir el precio de las acciones) sólo lo ha hecho en un 9%. Insistimos en que esto está lleno de excepciones, pero hemos vivido este encarecimiento en nuestras compañías, y es por eso que hemos bajado nuestra exposición en EEUU, manteniéndonos vigilantes para encontrar oportunidades, que seguro las hay.

Leemos en el FT. Y estamos de acuerdo en lo fundamental:

“Las acciones caras, no permanecen siempre caras. Cuando el mercado se da la vuelta, éstas lo hacen con la misma rapidez. Como inversor individual usted tiene una ventaja sobre el inversor institucional. No tiene la obligación de estar en cierto mercado en un momento determinado. Puede dejar esa decisión a su discreción, vendiendo los mercados que se acercan al territorio de burbuja y dejando que sean otros los que comprueben

cual es el detonante que les hace desplomar. No hay ningún problema en esperar en liquidez... o rotando de mercados sobrevalorados a otros infravalorados...”

Por el lado de las compras, hemos entrado en 8 nuevas compañías, con un denominador común: ninguna de ellas es un gran integrante de un importante índice bursátil pero, a nuestro parecer, son excelentes y hemos podido adquirirlas a precios atractivos. De ellas describimos brevemente cuatro:

Ingenico (5,3bn)

Es una compañía francesa, líder mundial en el mercado oligopólico de TPVs (Terminales de Puntos de Venta) con una cuota del 30%. Hace crecer su caja y ROCE más rápido que sus ventas, como resultado de su escala y extensa red en la industria de medios de pago. Sus equipos y software están homologados por miles de bancos, decenas de reguladores y la casi totalidad de aplicaciones de pago, contando con más de 250.000 comercios en su plataforma. La industria se beneficia de vientos de cola como el auge del comercio on-line y las aplicaciones móviles, la limitación al uso de efectivo como medida contra el fraude fiscal,

y la poca penetración de terminales EMV (estándar de comunicación entre tarjetas con chip y TPVs) en mercados importantes en los que Ingenico cuenta con una sólida presencia como EEUU, Japón y la India, entre otros. Su cotización se ha visto afectada por el retraso en la migración a terminales EMV en EEUU, lo que nos ha permitido invertir a un precio razonable ante la oportunidad de crecimiento y calidad de la compañía.

IWG (2,9bn)

Cuenta con casi 3.000 centros de coworking ubicados en más de 100 países, lo que la convierte en la compañía líder mundial en esta fragmentada industria. Hemos constatado la eficiencia y flexibilidad de su modelo operativo, y el rigor de su política de inversiones, lo que se refleja en nuestro análisis de rentabilidad y generación de caja. La industria de coworking disfruta de un crecimiento estructural consecuencia de cambios tecnológicos, demográficos y laborales, que alientan el trabajo flexible, ofreciendo una opción económicamente interesante a sus clientes. IWG cuenta con la mayor escala y una experiencia de 28 años perfeccionando su modelo de negocio, lo que le permite aprovechar este crecimiento estructural y ser los más eficientes y rentables. Hemos invertido en la compañía pagando un precio que, según nuestros análisis, es inferior al valor de la compañía en caso de no crecimiento.

C&C Group (1bn)

Compañía irlandesa dedicada a la producción y comercialización de sidra y cerveza. Sus principales marcas son Bulmers, sidra líder en Irlanda, Magners, sidra premium a nivel global y la cerveza Tennents, Nº1 en Escocia. Cuenta también con importantes cuotas de mercado en sus mercados domésticos y dispone de las

dos compañías líderes en distribución de bebidas en Irlanda y Escocia. Su penetración y experiencia la convierten en una compañía puntera, distribuyendo además de sus propios productos, las referencias de grandes del sector como AB InBev (Budweiser, Corona Extra, Stella Artois). Algunos hechos puntuales (complicada entrada en EEUU y competencia en sus mercados domésticos) han provocado que los pocos analistas que la siguen la retiren de sus listas de recomendaciones. Estamos comprando a unos precios muy atractivos, una compañía muy bien gestionada (de la que el equipo gestor tiene una participación considerable), con una cartera de gran calidad, un balance sano y unas redes de distribución muy difíciles de replicar por la competencia.

Bolloré (10,6bn)

Holding empresarial francés fundado hace 195 años con intereses en sectores de transporte y logística, medios de comunicación (es máximo accionista de Vivendi y Havas), baterías eléctricas y soluciones empresariales. La compañía está controlada por la familia Bolloré, al frente de la cual se encuentra Vincent Bolloré, uno de los mejores inversores de las últimas décadas (el beneficio operativo de la compañía ha crecido de media un 10,6% anual durante los últimos 20 años). Las participaciones cruzadas que componen el holding ocultan una autocartera superior al 50% de las acciones de la compañía, lo que esconde un tremendo valor que estamos convencidos aflorará en el medio plazo. La posición de liderazgo en las infraestructuras del comercio africano la exponen a la recuperación de los precios de las materias primas, y la capacidad de Vincent Bolloré de devolver a Vivendi como referente del sector de las comunicaciones, representan una gran oportunidad.

Un tema interesante

Últimamente son frecuentes los artículos sobre los ETF's, o fondos pasivos, que replican el comportamiento de ciertos índices. Los artículos suelen mencionar su reciente éxito tanto en resultados como en la proliferación de su comercialización.

Los ETF's tienen una serie de ventajas sobre los fondos activos. Por norma general son más baratos, transparentes, líquidos, simples, comprensibles, y en los últimos tiempos, baten a la mayoría de los fondos de gestión activa. Esto se debe, en nuestra opinión, a una serie de factores circunstanciales.

Uno de ellas es el cortoplacismo que impera en el mercado, que no beneficia una estrategia de inversión (la del "stock picker") que necesariamente requiere del largo plazo, de la compleción de un ciclo, para que su estrategia funcione y por tanto para ser juzgado. En nuestra opinión un ciclo entero raramente se da en menos de 10 años. Pero en los últimos 65 años, el periodo medio de tenencia de una acción ha ido disminuyendo paulatinamente de los 8 años, hasta los 8 meses.

Otra, la política económica expansiva en las que hemos vivido los últimos años. La creación de "bond proxies" en ciertas acciones cuyo múltiplo se ha encarecido notablemente, principalmente en compañías de consumo estable o salud, de gran tamaño y relevancia en el índice, lo que ha provocado que estos productos hayan proliferado, dificultando batir a los índices.

El talento de un inversor activo sale a relucir con más frecuencia en mercados bajistas y de fuerte volatilidad. Es aquí cuando su habilidad para encontrar buenos precios de entrada se hace manifiesta.

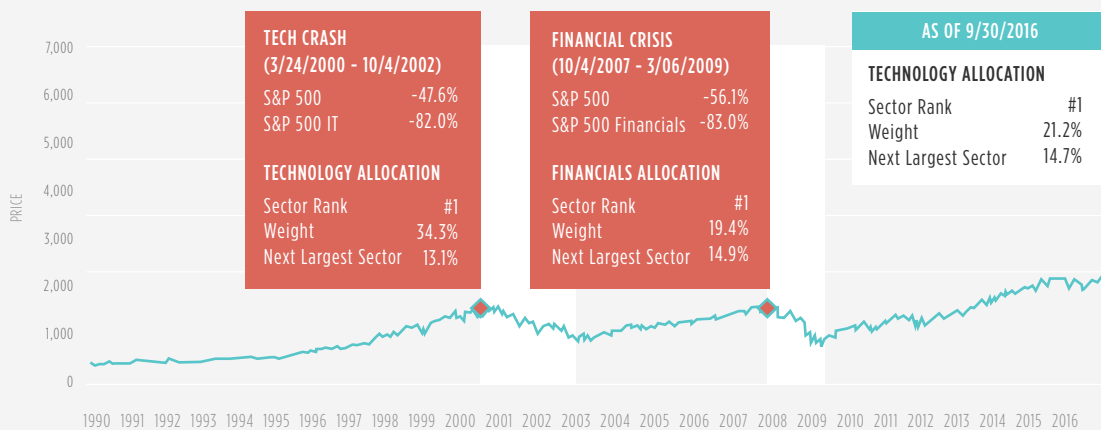
Los adeptos a los ETF suelen defender la hipótesis de los mercados eficientes. Ésta dice que en un lugar donde la información disponible lo está para todos, algunos tomaran decisiones acertadas y otros no, pero que en promedio éstas serán las correctas y por tanto el mercado siempre cotizará la perfección, razón por la cual no se puede batir al mercado.

Teoría que nos parece errónea por dos razones:

La base de esta hipótesis es que el mercado se comporta, de media, de manera racional. Sin embargo, el hecho de estar compuesto por decisiones humanas hace que no lo sea. El ser humano de media, se comporta de manera irracional. En el año 2000, Yahoo cotizó por encima de los \$100. Apenas un año después lo hacía por debajo de los \$5. ¿En cual de los dos momentos el mercado, en promedio, se estaba equivocando? Probablemente en los dos. Más reciente es lo sucedido en el Brexit, donde observamos a los "muy británicos" CaixaBank y Bankia cayendo un 20% y un 26% en las primeras horas, en línea con el 23% de Acerinox, un valor, como los anteriores, sin intereses relevantes en el Reino Unido. El mercado no se estaba comportando, "de media", de forma racional y muchos inversores, advirtiéndolo, nos aprovechamos de ello.

En segundo lugar, la proliferación de la inversión en un índice crea un círculo (vicioso o virtuoso, según se mire) que se retroalimenta. Uno invierte en un ETF, que a su vez, invierte en las compañías en las proporciones en que éstas conforman el índice, provocando la subida de este último. Así, lo que más sube es lo que más pesa en el índice, que consecuentemente pesa un poco más, provocando que en las siguientes entradas las inversiones sean mayores, lo que les hace subir más y pesar más de nuevo. Este efecto hace que sea muy complicado batir al índice diferenciándose

REPLICAR AL ÍNDICE SOBREPONDERA LAS COMPAÑÍAS MÁS GRANDES

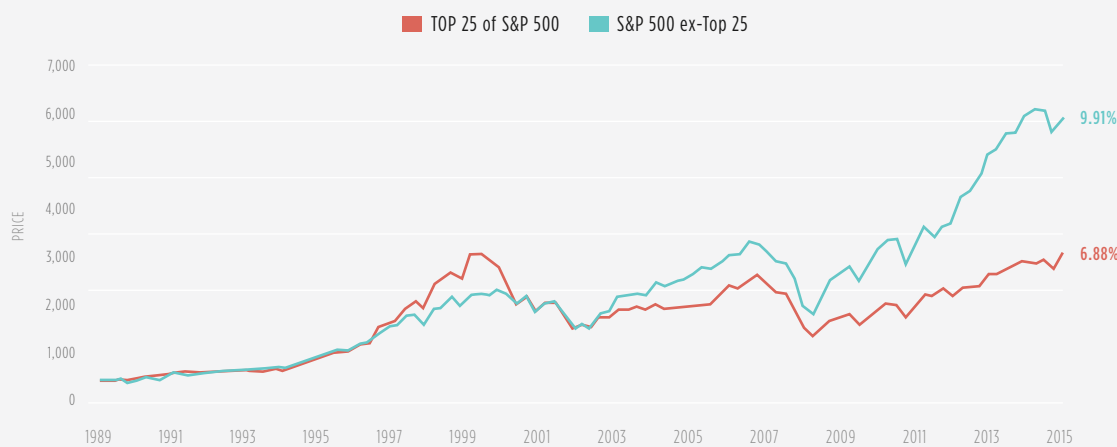


COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

1T 2017
Empezamos

pág. 7

ALOCAR EN LAS COMPAÑÍAS MÁS GRANDES NO PARECE ÓPTIMO



del mismo, lo que provoca un efecto rebaño que hace a más gente invertir a través de ETF's, retroalimentando el círculo.

Desgraciadamente estos pasos se dan exactamente de la misma manera en un mercado bajista, con la diferencia que el rebaño está conducido por el pánico.

Sin embargo, ¿las compañías más grandes y que más pesan en un índice son necesariamente las mejores? ¿Merecen ser destino de la mayoría de la inversión? No siempre.

En el largo plazo, los beneficios y sus crecimientos son los que conducirán el precio de la acción.

Nosotros participamos en cinco compañías (Indra, Viscofan, Acerinox, DIA y Técnicas Reunidas) que en conjunto pesan menos de un 2,5% en el IBEX 35. A su vez, las primeras 5 compañías del índice pesan casi un 55% (Santander, Inditex, Telefónica, BBVA e Iberdrola), y tan solo tenemos una de ellas. No hay duda de que no nos parecemos en absoluto a nuestro principal índice y tampoco de que la proliferación de la inversión en ETF's no nos beneficia inicialmente. Sin embargo estamos

encantados porque ello nos da unas oportunidades fantásticas.

Ya se sabe que el ser humano prefiere asumir el equivocarse en grupo que arriesgarse a acertar en solitario lo cual, en nuestra opinión, es otra muestra de irracionalidad.

En la defensa de la proliferación de los fondos de inversión pasiva, a menudo se presenta el argumento de que la mayoría de los fondos no baten al índice. Esto es verdad por dos razones. En primer lugar porque a menudo en estas comparativas no se comparan peras con peras. No es lo mismo un fondo de pensiones con el 75% en renta fija y liquidez, que un índice de renta variable.

La segunda es que la mayoría de los fondos son de entidades bancarias donde precisamente el no alejarse del comportamiento del índice es una máxima. Seguir al índice por detrás, sin diferenciarse mucho, cobrar cuantiosas comisiones por ello (ya que ni el patrimonio del que lo comercializa, ni del que lo gestiona está en juego), es una manera segura de no batir al índice, con la certeza de la ausencia del reproche. Como nos dijo un gran gestor un día “*A nadie le echan porque Roche o Nestlé caigan un 2%*”.

A los gestores se les paga por tener convicción, diferenciarse del grupo y buscar retornos distinguiendo buenas inversiones de malas inversiones.

Una anécdota

En la misma línea, se habla mucho sobre la predicción de Warren Buffet, quien 10 años atrás apostó 500.000 dólares a que, desde el 1 de enero de 2008, “*...en un periodo de 10 años, el S&P 500 lo hará mejor que una cartera de Hedge Funds midiendo la rentabilidad después de comisiones y gastos...*”

Y un gestor a través de Protege Partners aceptó el envite, apostando otros 500.000 dólares. Pues bien, hoy a 9 meses de que se cumpla el plazo de los 10 años, el índice ha registrado una ganancia anual del 7,1% o una total del 85,4%. Y los 5 fondos elegidos (cuyos nombres no han trascendido) han subido un 2,2% anual, o un 22% total (el mejor de los cinco ha ganado un 62,8% y el peor un 2,9% en este periodo).

Esta información ha llevado a muchos a decir que el Oráculo de Omaha prefiere la gestión pasiva a la activa, y ahí su apuesta. Sin embargo, es todo lo contrario. Es una crítica a las cascadas de comisiones, opacidad, gastos innecesarios, y demás prácticas discutibles que hacen una parte de los Hedge Fund, convirtiéndolo en un lugar inadecuado para nuestros ahorros. La prueba de que esto es así es remitirse al que probablemente sea su artículo más famoso: “**The Superinvestors of Graham and Doddsville**”. En él, Buffet cuestiona la eficiencia de los mercados estudiando a nueve gestores cuyos resultados eran notoriamente mejores a los del índice y que tenían un factor común. Todos habían sido alumnos de Benjamin Graham, el creador del “Value Investing”.