



**Comentario Invexcel Patrimonio**  
**1T 2018**

*Volatilidad = Oportunidad*



*A lo largo de este primer trimestre que acabamos de cerrar, se han ido cumpliendo las positivas previsiones económicas para 2018. Indicadores globales como el crecimiento de la economía, la evolución del empleo, inflación, índice manufacturero y de servicios, han cumplido sin sorpresas en un entorno positivo, sincronizado y estable. Algunos de los datos no han experimentado mejora (se han estabilizado), lo cual es positivo al evitar un sobrecalentamiento de la economía y, en cualquier caso, manteniéndose en niveles francamente buenos.*

Además de los datos macro, los resultados empresariales han cumplido positivamente. Para mayor tranquilidad, los mensajes y acciones de los principales banqueros centrales también han sido continuistas y poco disruptivos. Tampoco por el lado político ha habido ninguna noticia que se salga del “business as usual”, y es que el habitual bombardeo al que estamos sometidos es ya más cansino que novedoso.

#### **Sorprende mucho el comportamiento de los mercados estos primeros tres meses del año.**

Los mercados europeos se han dejado de media un -4,5%, pero como comenzaron el año subiendo, las caídas desde máximos han sido de alrededor de un -8%, provocando a los inversores que entraron a comienzos de año pérdidas considerables. Algo parecido ocurre en los mercados globales (medidos en euros), ya que el MSCI World, su principal *benchmark*, se deja algo más del -4% este 2018 y su caída desde máximos supera el -7%.

EEUU sigue siendo el mercado de mejor comportamiento, aunque ha entrado también en terreno negativo al cierre de este trimestre, siendo el recorte de un -1,2%. El mejor comportamiento de EEUU está, en nuestra opinión, poco justificado. Por primera vez en muchos años podemos decir, ya con las cuentas anuales cerradas, que los crecimientos de beneficios empresariales en 2017 han sido superiores en Europa (+12,4% vs. +10,5% en EEUU), y sin embargo los mercados europeos este mismo año han subido sólo un +6,5% contra el +20% de los americanos. Es cierto que el plan fiscal de Trump ha impulsado los resultados de las empresas americanas, pero las valoraciones siguen siendo muy favorables a Europa, como se aprecia en la siguiente comparación:

### VALORACIÓN MSCI EUROPE

Sector	PER próximos 12 meses	Peso del Sector
Consumo discrecional	12,2x	10,8%
Consumo estable	18,0x	13,1%
Energía	13,7x	7,2%
Financiero	11,7x	21,8%
Salud	15,0x	11,9%
Industrial	16,4x	13,2%
Tecnología	20,3x	5,1%
Materias primas	14,0x	8,5%
Inmobiliario	17,9x	1,3%
Telecomunicaciones	13,9x	3,7%
Servicios públicos	12,6x	3,4%
PER Ponderado	14,56x	
PER Resultados 2017	16,7x	
Price / Book Value	1,80x	
Div Yield	3,2%	

### VALORACIÓN S&P500

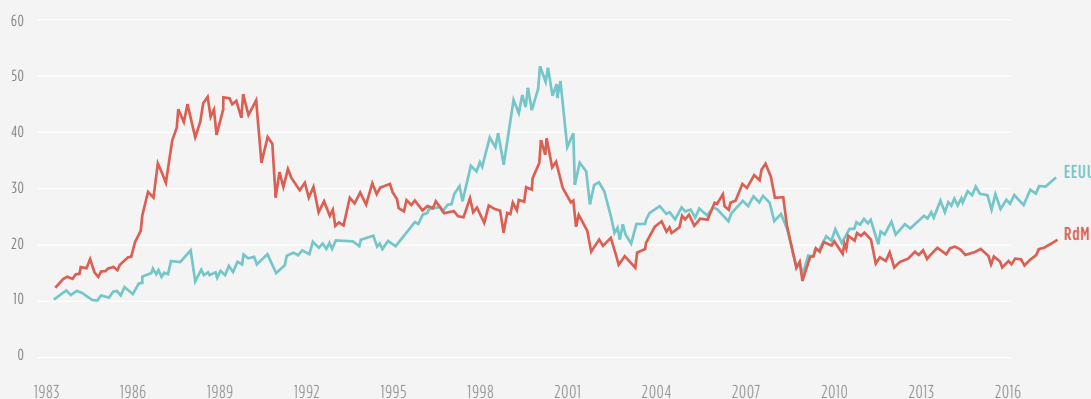
Sector	PER próximos 12 meses	Peso del Sector
Consumo discrecional	21,0x	12,6%
Consumo estable	19,0x	7,5%
Energía	21,6x	5,5%
Financiero	14,0x	15,0%
Salud	16,5x	13,8%
Industrial	18,4x	10,2%
Tecnología	18,7x	25,4%
Materias primas	17,5x	2,9%
Inmobiliario	16,9x	2,6%
Telecomunicaciones	11,3x	1,9%
Servicios públicos	16,3x	2,6%
PER Ponderado	17,85x	
PER Resultados 2017	22,0x	
Price / Book Value	3,20x	
Div Yield	1,9%	

Podría justificarse que la unicidad de compañías como Amazon en consumo discrecional, o Microsoft y Google en tecnología, influyen en la prima de valoración. Sin embargo hay sectores como energía, materias primas o salud, donde dicho diferencial de valoración se da sin que exista una clara diferenciación de las empresas americanas sobre las europeas. Teniendo en cuenta que el momento del ciclo de una geografía y otra no es el mismo, un incremento superior de beneficios en el viejo continente no hace sino agudizar esta brecha.

Lo anterior es una generalidad, de la que conviene entender excepciones y diferencias, como es la ponderación de cada sector en los índices. Pero es una realidad que **EEUU cotiza de media con un 22% de prima respecto a Europa (17,9x vs 14,6x)**. Y como decimos anteriormente, Europa se encuentra en un momento de recuperación del consumo interno más temprano en el ciclo (tipos de interés, nivel de desempleo, etc.), convirtiendo esta diferencia de valoración en doblemente atractiva.

Si se compara por otros datos fácilmente disponibles como son la rentabilidad por dividendo o el precio sobre valor en libros, la diferencia se agudiza. Y si en lugar de Europa, comparamos EEUU con el resto del mundo, el diferencial es también históricamente muy alto.

PER DE SHILLER DE EEUU Y RESTO DEL MUNDO (EX EEUU) – DIC 2017



COMENTARIO  
INVEXCEL PATRIMONIO

1T 2018  
Volatilidad =  
Oportunidad

pág. 4

## Vehículos Asesorados

Como decimos en el apartado anterior, cerramos el trimestre con rentabilidades negativas que se han visto agudizadas por el inicio alcista del 2018, lo que hace que las caídas para algunos inversores sean especialmente dolorosas, siquiera temporalmente.

**Finlovest** ha caído este trimestre un -2,6%, en línea con el -2,5% que ha caído su índice de referencia. **Excel Equities** por su parte ha caído un -3,7% en lo que llevamos de 2018, mejorando su comportamiento ligeramente respecto al STOXX Europe 600, que se ha dejado en el mismo periodo un -4,7%.

Dada la volatilidad generada en los mercados, hemos recomendado a Finlovest y Excel Equities aprovecharla para generar valor para sus accionistas.

Así, **Finlovest** ha invertido un 10% del patrimonio que mantenía en liquidez. La mitad aproximadamente se ha invertido en deuda de compañías americanas sólidas y con vencimientos medios cortos (3 años). Tras las recientes caídas, la deuda de compañías como Procter & Gamble, Schlumberger, Unilever, Mondelez o Hyundai se

han podido comprar con rentabilidades del 3% anual, rentabilidad que a este plazo y en estos nombres son atractivas. Además, ha incrementado su exposición a compañías que ya estaban en cartera y cuyo precio ha caído sin hacerlo su valor. Es el caso de Dufry, Telefónica, Royal Dutch Shell o Pandora, entre otras.

**Finlovest** también ha aprovechado las turbulencias en materias primas para invertir a través de un fondo dedicado de Lombard Odier (gestora de la SICAV y por tanto en las mejores condiciones). Como siempre la inversión es estratégica y de largo plazo, considerándose una oportunidad entre otras razones porque,

- La agricultura es un activo despreciado, en precios de hace cuatro décadas. Su demanda creciente es indudable mientras que su oferta comienza a no seguir el crecimiento de ésta, atendiendo a los niveles de inventarios.
- La impresión de dinero de los bancos centrales podría acabar en una inflación, ante la cual las materias primas siempre han sido su mejor defensa.

Dentro de la filosofía de diversificación del vehículo, el 5% de su patrimonio actual está comprometido en dos fondos de capital privado

que, a su vez, han realizado inversiones excitantes este trimestre y que **Finlovest** ha cubierto con su parte correspondiente. GPF Capital es una gestora líder centrada en pymes españolas que cuenten con equipo y rentabilidad contrastados. Adara VC enfoca su inversión en compañías tecnológicas puras (“*deep tech*”) y españolas, con el objetivo de trasladarlas primero y vender después en EEUU.

**Excel Equities** ha tenido un trimestre mucho más activo de lo habitual, comprando y vendiendo hasta un 25% de su patrimonio. Hay que tener en cuenta que aunque las oscilaciones de los índices han sido de un 10% aproximadamente, los valores que los componen se mueven en rangos mucho más amplios.

En la cartera de **Excel Equities** hay una decena de valores que suben en 2018 a doble dígito. Entre ellos Semapa, Colonial, Exor o Gamesa lo hacen entre un +10% y un +20%. Los fabricantes de trenes españoles CAF y Talgo (ambos en cartera) suben incluso más del 20%.

Por el contrario, otros como Aryzta, Ingenico y DIA pierden este año un -44%, -26% y -20%, respectivamente. ¿Cómo no aprovechar esta volatilidad para conseguir un mayor potencial de revalorización? Siempre estudiando cada caso para poder hacer la recomendación más educada posible.

## Contra Las Predicciones, Análisis y Largo Plazo

Nadie sabe qué hará el Mercado mañana, la semana que viene o el próximo año. Su comportamiento es aleatorio y responde o a sentimientos irracionales, o a sucesos que no podemos predecir.

Las publicaciones deben llenar sus páginas con explicaciones de por qué el mercado está haciendo esto o lo contrario, las cuales siempre

son muy racionales pero en cualquier caso carecen de poder de predicción. Cuando todo sube con tranquilidad, como hace unos meses, la media de los “expertos” prevé una continuación de la tendencia. Cuando llega la volatilidad, como ha sucedido recientemente, los mismos auguran curvas en el futuro inmediato. Se tiende a extrapolar el pasado reciente considerando como estructuralmente permanentes a las noticias coyunturales.

Hay que tratar de mantener la cabeza fría y ser consciente que el verdadero valor intrínseco de las compañías en nuestra cartera, no cambia un +/- 3% (si no más) tres veces al día. Las acciones dan precios diferentes miles de veces al día. Eso se traduce literalmente en “le compraría su empresa por este dinero en este momento” con variaciones sustanciales en un mismo día. Hay muchas razones por las que alguien pueda querer comprar o vender la propiedad de una compañía en un momento determinado, pero la mayoría de éstas no tiene que ver con el valor de esa compañía. Así se demuestra que existe una diferencia entre el precio y el valor de una acción, diferencia que sólo puedes conocer si dedicas tiempo al conocimiento y valoración de esa compañía concreta.

---

Se tiende a extrapolar el pasado reciente considerando como estructuralmente permanentes a las noticias coyunturales.

---

Si el precio de una propiedad inmobiliaria fluctuara diariamente, no nos costaría ver que la mayoría de estos altibajos serían ruido. Su precio variaría por el clima esa semana, el tráfico de las carreteras, un maratón o una manifestación, siendo la mayoría factores aleatorios y transitorios. Sin embargo, si una propiedad muy similar a la nuestra se pusiera en el mercado a un precio ridículo por un vendedor forzado, no nos llevaríamos las manos a la cabeza pensando que

nuestra vivienda vale mucho menos. De hecho, si tenemos liquidez, es muy probable que lo viéramos como una oportunidad. Es lo racional.

Las compañías tienen momentos buenos y malos, y el mercado, de media, tiende a exagerar ambas situaciones.

En circunstancias positivas la concentración suele ser la esencia de esta euforia creciente. Cuando un ciclo alcista llega a la madurez (EEUU hoy), muchos compradores se fijan sólo en los “ganadores”, siendo su único motivo para comprar el seguir ganando dinero, en lugar de tener una lógica inversora de largo plazo. Así, mientras el mercado sube y sube, la atención de este inversor está cada vez más en aquellas compañías con los beneficios y por tanto, precio de cotización, que más crecen, disminuyendo proporcionalmente el interés en las compañías consideradas de segunda (la mayoría). Esta concentración suele favorecer a las compañías grandes, quizás porque pueden absorber la creciente demanda a través de instrumentos pasivos o ETF’s.

Mientras, otras compañías tienen problemas temporales. Un análisis de la situación concluye que hay muy altas probabilidades de que dicho problema se solucione, cuestión que cuando empieza a intuirse y se ve en los titulares de los periódicos, ya suele acumular una plusvalía sustancial que hace menos atractiva la oportunidad. Habría que haber comprado antes.

Con ambas estrategias se puede ganar dinero. Se puede ser “*follower*” o se puede optar por ser “*contrarian*”. En la segunda se exige paciencia y templanza, pero en nuestra opinión se reduce sustancialmente la incertidumbre y hay más certeza de acertar en el largo plazo.

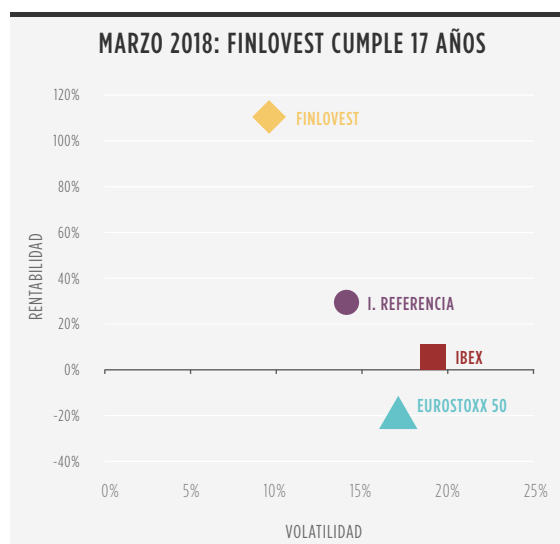
No nos creemos más inteligentes que la media del mercado, pero sí más pacientes. Y creemos que es una de las razones por las que en el largo plazo

obtenemos mejores resultados. Si nos fijamos en nuestras carteras asesoradas, las compañías “históricas” tienen de media una rentabilidad positiva alta, mientras que nuestras últimas ideas la tienen negativa, lo cual, además de ser normal, nos permite construir posiciones a precios atractivos.

En los últimos 50 años el retorno total del mercado de valores ha sido entre el 7 y el 10% anual según el índice que miremos, lo que es un gran resultado. **En general, la renta variable lo ha hecho muy bien y con ningún riesgo de pérdida permanente del capital invertido.** Eso sí, con mucha volatilidad. Esta rentabilidad incluye los Terra, Lehman Brothers, Enron o Kodak. A pesar de estas pérdidas permanentes, se ha obtenido un gran retorno que sin embargo, ha requerido de paciencia y mantener la especulación al mínimo. **Con entradas y salidas periódicas, el resultado es una incógnita.**

COMENTARIO  
INVEXCEL PATRIMONIO

1T 2018  
Volatilidad =  
Oportunidad  
pág. 6





## **Aviso legal**

*Invexcel Patrimonio EAFI, S.L. ("INVEXCEL") ha preparado este documento que se presenta exclusivamente para fines informativos. El documento refleja la opinión de INVEXCEL a la fecha indicada en el mismo, por lo que es susceptible de cambio sin previo aviso. La información y opiniones contenidas en este documento se han obtenido de fuentes públicas consideradas fiables pero que no han sido sometidas a ningún tipo de certificación independiente; no se garantiza que esta información sea exacta o completa y no se admite ninguna responsabilidad en este sentido.*

*Ninguna información contenida en el presente documento debe interpretarse como asesoramiento o consejo, como una oferta o recomendación para la adquisición o venta, o para realizar cualquier otra transacción de títulos o instrumentos financieros. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.*

*Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja, y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Este documento incluye, o puede incluir, información o consideraciones referidas a futuro. Esta información o consideraciones no representan pronósticos ni presupuestos, son ejemplos puramente ilustrativos que podrían no concretarse. El rendimiento real de una inversión puede diferir materialmente de las expectativas debido al impacto negativo de ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes inherentes a la inversión en valores.*

*Este documento no se ha recopilado para ser distribuido ni utilizado por ninguna persona física ni jurídica que sea ciudadano o residente o tenga sede en alguna jurisdicción donde se prohíba dicha distribución, publicación o uso. Los receptores del presente documento o quienes finalmente obtengan copia o ejemplar del mismo, se convierten en responsables de tener conocimiento de dichas restricciones y cumplirlas.*

*INVEXCEL, sus directores, empleados, accionistas, asesores o cualquier otra parte relacionada, no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño, directa o indirecta, consecuencia del uso de este documento o de su contenido.*

*Este documento no puede reproducirse, total o parcialmente, sin la autorización expresa de INVEXCEL.*

COMENTARIO  
INVEXCEL PATRIMONIO

1T 2018  
Volatilidad =  
Oportunidad

pág. 7

---