

Comentario Invexcel Patrimonio
2T 2018

¿Sospechosos habituales?



“Burbuja” es un término excesivo. Hay quienes se han hecho famosos prediciéndolas y quienes llevan décadas augurándolas sin acierto. Nosotros observamos y estudiamos, pero no predecimos. Si lo hiciéramos, probablemente seríamos tan poco certeros como la mayoría. Y observando, encontramos valoraciones excesivas que invitan a pensar que la irracionalidad se está agudizando, aunque muy concentrada en una serie de activos.

Dos razones encontramos detrás de esta subida extraordinaria del precio de algunos de éstos: las políticas expansivas por parte de los bancos centrales, y el frecuente e irracional comportamiento humano.

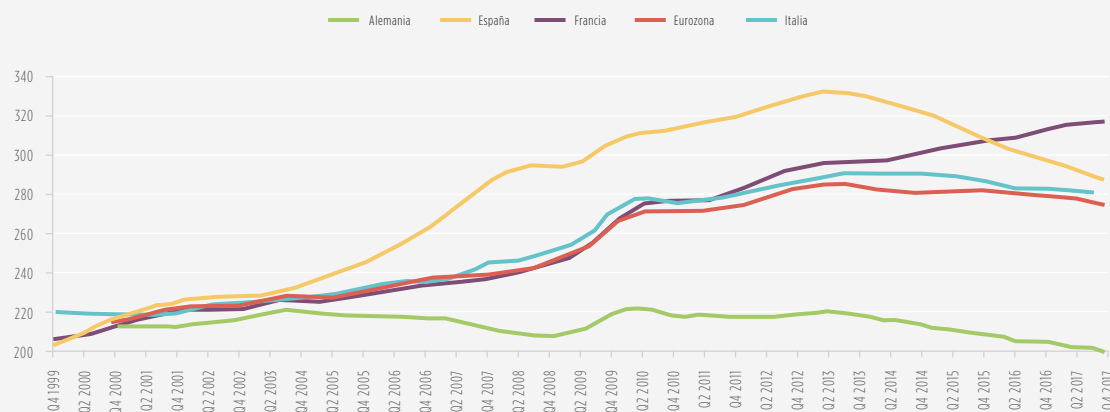
Hemos hablado algunas veces de la **impresión de dinero** propiciada por los principales bancos centrales. Valga recordar que, sin ser excesivamente partidarios de unas medidas que no permiten al sistema purgarse por sí solo manteniendo artificialmente vivos a actores ineficientes, entendemos la complejidad política y social que soportó esta decisión.

El dinero adicional causa una subida inmediata al precio del activo destino. Afortunadamente, gran parte de este “nuevo dinero” no ha llegado a la economía real (familias y empresas) en forma de préstamos. Se ha quedado en el sistema como liquidez, lo que tiene una parte positiva: no provocar excesivo sufrimiento a la economía al ser retirado, tal y como se ha observado en EEUU, donde la retirada de estímulos y la subida de tipos, en definitiva la normalización de la política monetaria, se está llevando a cabo sin consecuencias negativas en la economía real. De momento.

ACTIVOS AGREGADOS DE LA FED, ECB Y BOJ COMO % DEL PIB MUNDIAL



DEUDA TOTAL (GOBIERNO Y PRIVADA) SOBRE PIB



Fuente: Datastream / Eurostat / Kepler Chevreux

De hecho, y como se puede ver en el gráfico, en Europa durante los años de expansión monetaria, la deuda total se ha estancado y comienza a reducirse. Sabedores que la deuda pública no ha parado de subir, esto quiere decir que las familias y empresas europeas se han desapalancado considerablemente. Reseñable el caso de España, donde tras años de excesos crediticios (especialmente del sector privado), éste está viviendo un desapalancamiento proporcional a dicho exceso.

Así que en general no estamos preocupados con una medida, que puede tener las mismas consecuencias que las razones por las que se implementó, pero su efecto en los precios de algunos activos les convierten en un lugar peligroso en el que invertir, encontrándose, en nuestra opinión, su máximo exponente algunas emisiones de deuda pública y privada.

Adicionalmente, el encarecimiento de ciertos activos viene también provocado por el (irracional) **comportamiento humano**. Afortunadamente es fácil comprobar donde se está yendo el dinero, y por lo tanto es posible evitar sumarse a esta moda, a pesar del coste de oportunidad que esto causa.

Porque el dinero, últimamente, apunta a direcciones conocidas o “usual suspects”: renta fija, start-ups, fondos de capital privado, compañías cotizadas tecnológicas, criptomonedas... cuyos precios crecen y crecen atrayendo a su vez más dinero.

Es curioso que en ocasiones la rentabilidad subyacente del activo receptor es irrelevante para el inversor. Buenas compañías generadoras de caja crecientes a doble dígito porcentual, ven como sus inversores migran a otros activos cuya rentabilidad no aparece detrás de la tesis de inversión. En algunos casos su rentabilidad es negativa (piensen en el bono alemán o el fabricante de automóviles Tesla), su valoración desconocida (las criptomonedas), o bajísima (tanto Amazon como Netflix cotizan ambas a cientos de veces beneficios).

A veces el racional detrás de la inversión es extrapolar el rendimiento pasado, esperando que se convierta en el rendimiento futuro. Pagar un precio muy caro por algo, con la esperanza de que venga otro y pague un precio más caro aún, es la tónica general. En nuestra opinión esto se llama especulación, y el problema es que viene funcionando muy bien.

Entonces, ¿Donde estamos invertimos nuestro dinero?
Donde casi nadie se fija.

¿Por qué?

Porque la rentabilidad es más alta y el riesgo menor.

¿Con que resultado?

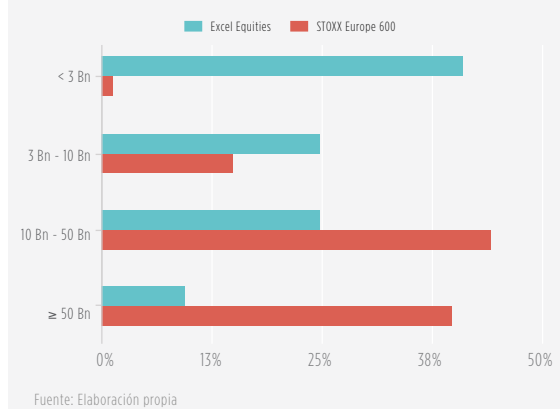
Admitimos que, a corto, peor que ahí donde el dinero entra a espuertas, pero con la tranquilidad y certeza de una muy positiva rentabilidad final de nuestra inversión.

Nos estamos posicionando ahí donde el dinero no solo no está llegando, sino que está saliendo. Nuestra meditada estrategia está impactando los retornos en el corto plazo, resultando en una rentabilidad relativa a ciertos índices algo negativa. Pero nos está permitiendo invertir en activos rentables, que ganan dinero y pueden repartirlo.

Por ello invertimos en **compañías comparativamente más pequeñas**, denostadas en un mundo donde los ETFs distribuyen la mayoría de la inversión entre aquello que “va bien” sin mirar fundamentales. Excel Equities tiene invertido el 41% de su patrimonio en compañías de menos de €3Bn de capitalización, y otro 25% en compañías de menos de €10Bn. Estos dos tercios en compañías “pequeñas” comparan con el peso de éstas en el Stoxx 600, tan solo un 16%. Hemos hablado recientemente de estos casos y el efecto bola de nieve que la inversión indexada provoca tanto en subidas como en bajadas, por lo que no profundizaremos en ello esta vez.

Y también compramos buenas **compañías europeas** en lugar de buenas compañías estadounidenses, porque su valoración es mucho más atractiva. Telefónica es una compañía diversificada geográficamente, con servicios globales y contenidos propios. Generosa generadora de caja, con activos que le protegen y le proporcionan una ventaja competitiva clara

COMPAÑÍAS PEQUEÑAS: DONDE LA DIVERGENCIA ENTRE PRECIO Y VALOR ES MAYOR



que, eso sí, tiene una deuda (asumible en nuestra opinión) con la que la comunidad inversora vive obsesionada. AT&T es todo lo que es Telefónica, y se nota: ambas tienen márgenes operativos (EBIT) de alrededor del 15% y convierten caja de manera muy similar, con flujos libres de caja algo por encima del 10% de las ventas.

Sin embargo, las similitudes y diferencias no son tratadas de la misma forma por el mercado. La americana cotiza alrededor de las 8x EV/EBITDA, mientras que nuestro operador lo hace a un muy atractivo 4,5x. Tras su reciente y mastodóntica compra, la Deuda Financiera Neta de AT&T se queda en las 3,7x EBITDA en lugar del algo menos de 2,5x de Telefónica. AT&T ofrece a sus inversores una rentabilidad del 7,5% medido en forma de “FCF yield”, cuando la española ofrece un 13% a precios de cierre de trimestre.

No son pocos los que achacan a Telefónica que la mitad de su “Enterprise Value” es deuda (de los €83Bn, un 53% es deuda) pero ¿no será por el hecho de que el valor de las acciones no llega a los €40Bn? Ciertamente es que la americana es más grande, y según la línea en que nos fijemos, genera entre 2,5x y 3,0x lo que Telefónica, pero no parece justo que valga 5,5x más. Por cierto, AT&T en su combinación con la recientemente adquirida Time Warner, alcanzará los \$180Bn de

deuda, convirtiéndola en la entidad no financiera privada con más deuda del mundo. Sin embargo, el baremo parece otro y el apetito de los inversores por suscribir la deuda que financiará esta adquisición, ha sido voraz. ¿Mucha liquidez?

En lo que llevamos de año han salido \$22Bn de la RV europea a través de ETF's, la mitad de lo que salió con el Brexit. El destino es EEUU.

Y por último el factor **compañías cotizadas**. Recientemente observamos como muchas compañías no cotizadas, reciben enormes inyecciones de dinero a valoraciones desorbitadas. Por ejemplo WeWork, una compañía no cotizada que gestiona espacios de "co-working", cuyo gran competidor es IWG, empresa británica cotizada, más grande, mucho más rentable, e infinitamente (esto es literal) más barata. Para su próxima ronda de capital, se habla de valoraciones en cualquier caso superiores a los \$35Bn. Esto sería valorar cada uno de sus usuarios en unos \$160.000, mientras IWG¹ y sus £2,9bn de capitalización, asigna £8,500, o \$11,300 de valor a cada usuario.

Otra manera de verlo es por veces ventas, métricas que nunca usamos pero que aquí consideramos con fines ilustrativos al ser WeWork una compañía billonariamente deficitaria. En este caso las 1,2x a las que cotiza IWG parecen una broma comparadas con las más de 40x ventas a la que pretende hacer su ronda de financiación la mediática start-up. Los 3.300 espacios (200 de WeWork) o el hecho de hacer fácilmente más de \$350 millones de caja libre² (vs pérdidas de WeWork) no parecen justificar que la joven empresa tenga un valor 10x superior a la de este líder creado en 1989...

Detrás de este curioso caso se encuentra el famoso "Vision Fund", promocionado por los japoneses de Softbank y acompañados por los sauditas. Con este tipo de empresas en su punto de mira, a los \$4,5Bn ya invertidos en el proveedor de puestos de trabajo, hay que sumarles importantes inversiones como los \$7,7Bn en Uber, o pequeñas inversiones como la de \$300M por una participación en una app que encuentra paseadores de perros. En total \$32Bn de los \$100Bn disponibles de este primer fondo que ya anuncian tendrá sucesor.

Al final ello queda muy bien resumido en una entrevista que el FT realizó a Howard Marks, uno de los mejores inversores en activos alternativos del mundo:

"Los gestores de dinero tienen un gran interés en invertir, aunque sea en una mala idea. Cuando hay mucho dinero, se crean malas inversiones. Piensa en el mercado como una subasta. Hay una oportunidad para prestar dinero ¿Quién lo presta? Aquel que acepte menos retorno por su dinero".

Según Prequin, hay ahora mismo levantados y no invertidos \$1,1Tn y el múltiplo medio de 9,5x EV/EBITDA pagado el pasado trimestre, es el más alto de la historia.

No queremos decir que las inversiones del Vision Fund no sean buenas, que no vayan a hacer dinero con WeWork, que el valor de un Bitcoin no sea muy superior al actual o que AT&T no sea una buena inversión. No sabemos analizarlo y creemos que tampoco muchos de los que en ello invierten. **Lo que queremos enfatizar es cómo esta fijación por lo que está de moda nos da una oportunidad clara, objetiva, y segura para comprar activos buenos con descuento, aunque durante un tiempo nos reste rentabilidad respecto a los "benchmarks" tradicionales.**

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

2T 2018

¿Sospechosos habituales?

pág. 5

¹ IWG no reportó usuarios a final de 2017, pero sí dijo que sus 477,090 puestos tuvieron un 71,8% de ocupación, por lo que estimamos algo más de 342.000.

² Antes de inversiones de crecimiento.

VEHÍCULOS ASESORADOS

Ante esta exuberancia de dinero barato y un escenario de valoraciones que no se sustenta en la racionalidad, y junto a una volatilidad de la que ya hablamos en nuestra anterior carta, hemos sido consecuentes recomendado a Finlovest y Excel Equities aprovechar las oportunidades para seguir construyendo carteras con unos potenciales de revalorización cada vez más interesantes.

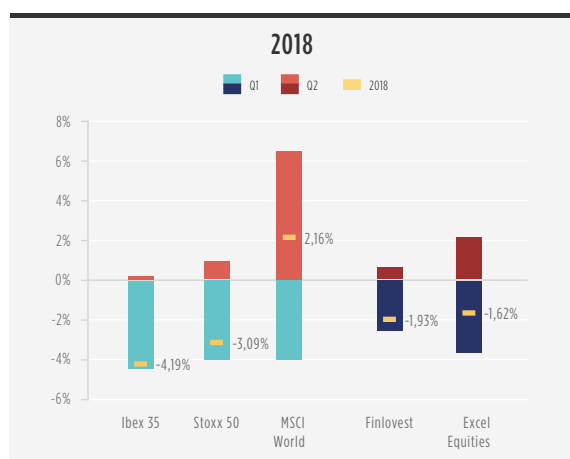
Finlovest ha retornado en el segundo trimestre un 0,7%, por debajo del 1,6% de su índice de referencia que se visto beneficiado por la subida de un 2,9% del S&P 500. En el acumulado del año, Finlovest se deja un -1,9% versus -0,9% de su índice de referencia.

Excel Equities por su parte ha ganado un 2,1% en este trimestre ligeramente por debajo del STOXX Europe 600 que se ha revalorizado un 2,4% en el mismo período. En el acumulado del año, Excel Equities se deja un -1,6% versus -2,4% de su índice de referencia.

Y desde el punto de vista de construcción de la cartera, si han sido muy excitantes, y nos permiten tener hoy, inversiones en cartera más rentables y seguras que las que teníamos a comienzos de año.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

2T 2018
¿Sospechosos habituales?
pág. 6



A pesar de que los resultados de estos primeros 6 meses del año no han sido precisamente excitantes, ambos vehículos se han comportado mejor que el Ibex 35 y el Eurostoxx 50, que caen por encima del 4 y el 3 por ciento respectivamente.



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

2T 2018
¿Sospechosos habituales?

pág. 7
