



Comentario Invexcel Patrimonio

4T 2018

Comprador vocacional, vendedor ocasional



Sin paños calientes. Para Invexcel Patrimonio, desde que iniciamos la actividad en 2010, este pasado 2018 ha sido nuestro particular “annus horribilis”. Tenemos que remontarnos a los años de crisis global para encontrar situaciones semejantes en cuanto a niveles de volatilidad y negativismo, a la que hay que añadir la falta de correlación entre resultados empresariales y valoración de las empresas nunca vista.

Queremos comenzar este comentario anual expresando nuestro más sincero agradecimiento, tras un ejercicio francamente difícil, a nuestros clientes y a los inversores de los vehículos asesorados. A pesar de las abultadas caídas de los índices y de nuestros liquidativos, en nuestros vehículos se han producido más entradas de capital que salidas, lo cual nos ha ayudado enormemente, no sólo técnica sino psicológicamente, a hacer nuestro trabajo enfrentándonos con un escenario muy complicado y desagradecido. A todos sin excepción muchas gracias por vuestra confianza y comprensión a lo largo de este año.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

4T 2018

Comprador vocacional,
vendedor ocasional

pág. 2

El mercado: Pesimismo generalizado

2018 ha sido especialmente duro no sólo por las caídas, si no por cómo se han venido produciendo. Después de un buen resultado en todos los sentidos en 2017, el 2018 comenzó de manera muy positiva: las bolsas apuntaban al alza y los vehículos asesorados lo hacían mejor que el mercado.

A comienzos de año, las principales entidades bancarias nacionales y extranjeras se atrevían con sus habituales predicciones y preveían subidas claras para las bolsas. Recuperando algunos de los informes que entonces recibimos, comprobamos que el retorno medio esperado era de doble dígito. A la vista de la caída que finalmente se ha producido, el fallo predictivo supera los veinte puntos porcentuales. Tampoco nosotros lo vimos venir, la verdad, pero a nuestro favor hay que decir que siempre basamos nuestras expectativas en el comportamiento real de las compañías y, además, nunca pretendemos adivinar que va a hacer el mercado los próximos meses.

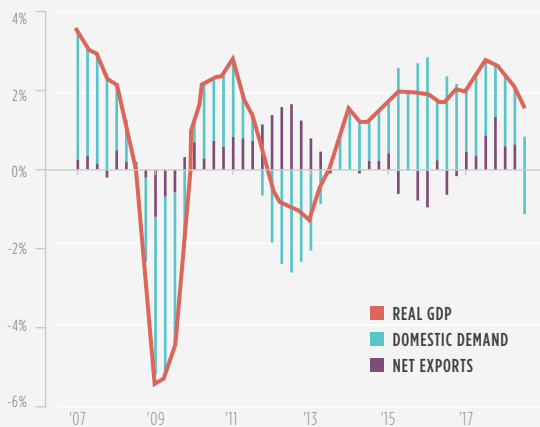
*We've long felt that the only value of stock forecasters is to make fortune tellers look good.
(Warren Buffet, carta anual a los accionistas de Berkshire Hathaway en 1992)*

Los datos casi confirmados de 2018 están lejos de haber sido malos. Fijándonos en Europa, nuestro particular foco, el PIB ha seguido creciendo a ritmos más que saludables, el desempleo ha seguido disminuyendo y el crédito ha seguido fluyendo.

2017 contempló un importante crecimiento de beneficios y, sin embargo, el múltiplo al que cotizan las compañías no se expandió. En 2018, pese a un meritorio y sostenido incremento adicional de beneficios (considerando la base comparativa), el múltiplo se ha contraído significativamente, lo que explica la fuerte caída de las bolsas en un escenario empresarialmente positivo.

CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA EURO

Contribución al crecimiento del PIB de la Zona Euro, variación % anual



Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management

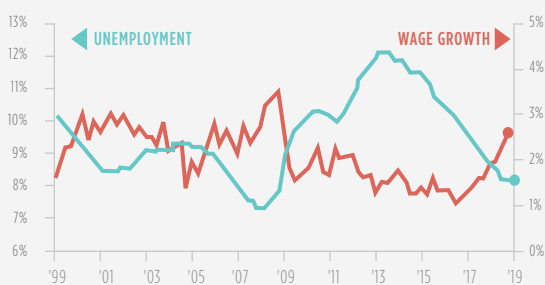
Contribución al Resultado del Mercado Europeo	2017	2018 E
Crecimiento B ^o por Acción	+11,6%	+6,9%
Dividendo	+3,4%	+2,0%
Múltiplo	+0,5%	-18,5%

Qué se esperaba en	Diciembre 2017		Diciembre 2018		Diciembre 2018	
	PER 2018	Δ B ^o 2018	PER 2018	Δ B ^o 2018	PER 2019	Δ B ^o 2019
Europa	14,9x	8,9%	12,9x	6,9%	12,3x	9,0%
EEUU	18,7x	12,0%	15,5x	24,0%*	15,4x	8,6%
España	12,9x	9,0%	11,2x	7,2%	10,7x	8,1%

Fuente: Morgan Stanley, Alantra
*Reforma Fiscal Trump

DESEMPLEO Y CRECIMIENTO DE SALARIOS EN LA ZONA EURO

Crecimiento anual de compensaciones, ajustado por factores estacionales

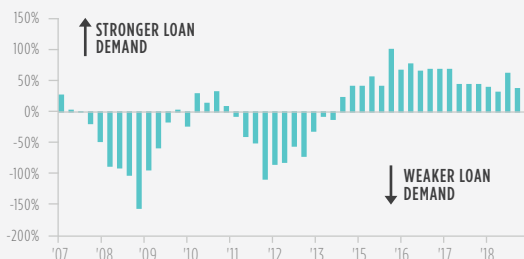


Fuente: ECB, Eurostat, J.P. Morgan Asset Management

Así, desde el optimismo de comienzos de 2018 hemos pasado a un generalizado pesimismo a final de año, ambos pregonados y explicados por los mismos bancos ahora agoreros, que predecían un escenario rosa unos pocos meses antes. Esto ha contribuido a que el apetito por el riesgo haya bajado dramáticamente sin que, como vemos en las tablas anteriores, se hayan producido datos de fondo preocupantes. Puro sentimiento.

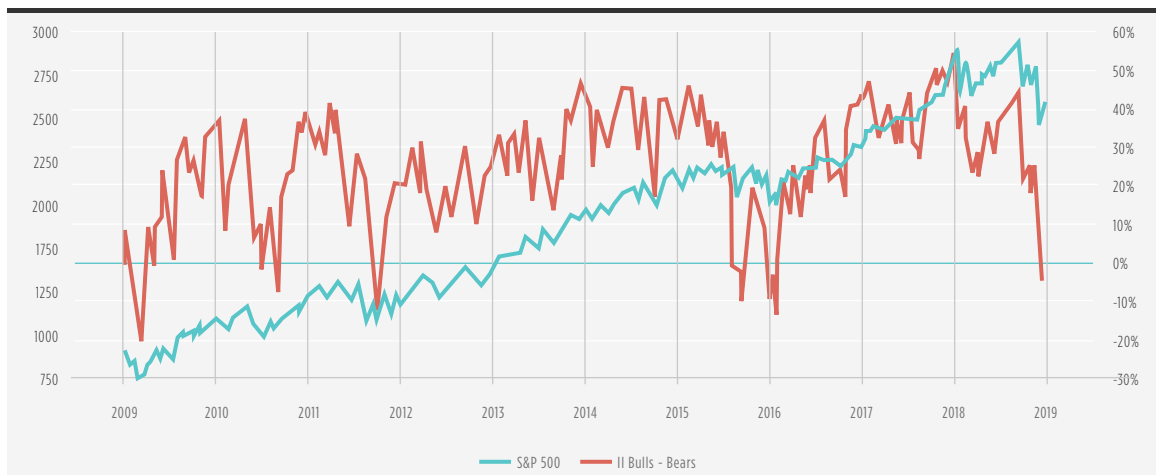
DEMANDA DE CRÉDITO EN LA ZONA EURO

% neto de bancos reportando una demanda positiva de préstamos



Fuente: ECB, J.P. Morgan Asset Management

Investor Intelligence lleva 56 años haciendo una encuesta semanal a gestores independientes americanos y determinando quien está positivo y quien está negativo en el mercado de valores. En circunstancias normales los llamados “bulls” (optimistas con el mercado) son más que los denominados “bears” (pesimistas). Puntualmente esto se invierte pero suele ser efímero, y en cualquier caso el mercado sigue a lo suyo.



Este ha sido un año en el que los datos fundamentales (objetivos) han pesado poco en las decisiones del mercado. El foco ha estado en lo subjetivo, tweets de Trump, la guerra comercial entre EEUU y China, la gestión del Brexit o el gobierno populista italiano.

El pesimismo es la causa más habitual en una bajada de precios y en 2018 ha sido la principal (si no la única). Una vez más resulta muy útil la sabiduría de Buffet al respecto. Afirma nuestro admirado inversor que aquel que espere ser comprador neto de inversiones a lo largo de su vida, debería abrazar con entusiasmo las caídas en el mercado. Contrariamente, el sentimiento habitual es de depresión cuando éste baja y euforia cuando sube. No existe esta confusión en lo relativo a los precios de la comida: sabiendo que siempre seremos compradores de alimentos, nos alegra cuando los precios caen y detestamos las subidas... ¡Es al vendedor de comida al que no le gustan las bajadas de precios! Nosotros queremos comprar compañías en ambientes pesimistas. No porque nos guste el pesimismo sino porque nos gustan los precios que produce. El optimismo es el enemigo del comprador racional. En esta actividad que configura nuestra profesión, como inversores somos vocacionalmente, permanentemente Compradores, y sólo ocasionalmente Vendedores.

Con una situación global razonable y lo ya descontado por el mercado en 2018, creemos que el punto de partida es muy positivo y, por ello, comenzamos este 2019 con más esperanza e ilusión que nunca.

EL MUNDO NO SE HA DESCALABRADO Y NO SE ESPERA QUE LO HAGA

	Crecimiento PIB esperado en 2018 (Oct - 18)	Crecimiento PIB esperado en 2018 (Hoy)	Crecimiento PIB esperado en 2019 (Hoy)
Mundo	3,7	3,7	3,7
España	2,5	2,7	2,2
Zona Euro	1,9	2	1,9
EEUU	2,3	2,9	2,5
EM	4,9	4,7	4,7

Fuente: FMI

Nosotros: Inversión en valor

“It is wise to be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.” (Warren Buffet)

Durante este 2018 hemos hecho lo que sabemos y en lo que creemos. Hemos sido consecuentes, con el mal resultado que nos ha brindado a corto plazo, pero el convencimiento del buen resultado que nos espera en los próximos meses.

Hemos invertido nuestro dinero donde nuestro trabajo y experiencia nos dice que la rentabilidad es más alta y el riesgo menor. Ahí donde el dinero no sólo no llega, sino que sale. Esto es,

- En compañías pequeñas, fuera de los índices que conforman el universo de la inversión pasiva.
- En buenas compañías europeas, donde la valoración es mucho más atractiva que la de sus comparables americanas.
- En compañías generadoras de caja con negocios sólidos, en lugar de compañías de crecimientos impresionantes, ya que el diferencial de valoración entre las primeras (certera e históricamente por los suelos) y las segundas (desconocida y en máximos) no ha hecho sino ampliarse.

En definitiva, siendo consecuentes con nuestra filosofía de inversión aún sabiendo que en la fidelidad a nuestros principios de inversión, sufriremos con total seguridad periodos de rendimiento relativo negativo.

Todo ello ha producido una actividad muy por encima de la habitual:

Finlovest ha puesto a funcionar gran parte de la liquidez que tenía. Los principales cambios por activo han sido:

- La Renta Variable, que ha pasado del 54% al 58% a pesar de las caídas de este activo, lo que implica una inversión importante. Se ha rebajado la exposición a EEUU (lo más ajustado en valoración) del 20% al 12% a favor del viejo continente, donde los precios son considerablemente más atractivos.
- En Renta Fija, donde la inversión también ha sido importante en consonancia con

las caídas experimentadas en 2018. Hemos pasado del 6% al 12% del patrimonio, tomando posiciones en deuda de compañías sólidas y globales denominadas en USD.

- Los alternativos, que han pasado del 4% al 8% del patrimonio. Los dos fondos de “Private Equity” han continuado con sus inversiones, además de haber aprovechado el varapalo a las materias primas para incluir un fondo específico de “commodities”.
- Con todo, este año en Finlovest se ha reducido la liquidez del 36% al 23% del patrimonio con lo que, incluyendo entradas de nueva liquidez equivalentes a 15 puntos porcentuales, consideramos que se ha aprovechado muy positivamente la volatilidad.

Excel Equities también ha tenido mucha actividad este año, ajustando la cartera a las oportunidades que iban aflorando fruto de esa misma volatilidad.

- El número de compañías con las que ha cerrado el año es un 25% inferior a las que comenzaron. De 58 se ha pasado a 42.
- Han salido de la cartera compañías buenas con potenciales de revalorización de “sólo” el 20% o 30% para comprar o reforzar otras cuyo potencial en ocasiones supera el 100%.
- Para recomendar esto, hemos dedicado la mayor parte de nuestro trabajo a revisar nuestra tesis de inversión, y aumentar nuestra convicción respecto a las sociedades en que creemos, para lo que hemos mantenido más de 200 reuniones o llamadas en conferencia con el equipo gestor de estas compañías.
- También hemos reconocido errores en algunas compañías, vendiendo parcial o

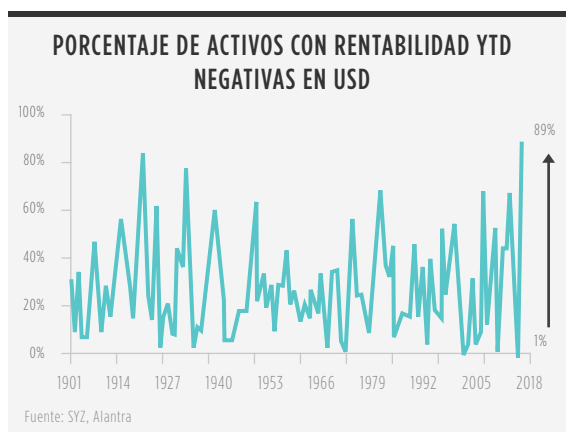
totalmente la posición al crecer nuestras dudas con la revisión detallada de las mismas.

- De esta manera, sólo en los dos últimos meses del año, el potencial de nuestra cartera ha incrementado el doble de lo que ha caído el mercado (20% vs 10%).
- De casi un 6% en liquidez, Excel Equities ha pasado a estar totalmente invertido, inversión a la que hay que añadir la entrada de nueva liquidez equivalente a 20 puntos porcentuales del patrimonio del vehículo.

Pero todo esto, que sabemos y estamos convencidos es lo correcto, nos ha perjudicado en el resultado de 2018. Acertar con el momento exacto de invertir es imposible y las ineficiencias que uno nota se están produciendo, pueden ir ampliándose. El resultado entonces es doble: cada vez se cae más (absoluta y relativamente) pero, simultáneamente, se adquiere más potencial de revalorización a futuro.

Vehículos Asesorados

El año 2018 ha sido malo. Muy malo. No hay un solo activo de los principales en positivo, cosa que no sucedió ni siquiera en 2008. Entonces algún refugio hubo.



Finlovest cierra el año cayendo un -11,7%, comparando con una caída del -7,0% de su índice de referencia. El peor desempeño de los mercados europeos, en los que Finlovest concentra la mayoría de sus inversiones en renta variable, explica el peor comportamiento. En 2018, el EURO STOXX 50 se dejó un -14,3%, mientras que el MSCI World cayó “sólo” un -5,9% y el S&P 500 un -6,2%. Este último índice, el principal de referencia del mercado americano, tuvo una espectacular recuperación en la última semana del año en la que se apreció un +6,6%, sin este “tirón”, se habría quedado en un -12,1% en el año.

Excel Equities ha cerrado con un 22,4% negativo en 2018, mientras el STOXX Euro 600 acaba dejándose un -13,2% en el año. El comportamiento de Excel Equities se explica, principalmente, por su mayor exposición a sectores que se han visto severamente castigados durante el ejercicio como el de automóviles, servicios petroleros, alimentación, consumo minorista y gestoras de fondos.

Sin embargo, ¿qué es un año en el desarrollo de los mercados financieros? Poco. Los cortes se hacen por años naturales, pero es un planteamiento de miras cortas para quien plantea la inversión como lo hacemos en Invexcel. La inversión es algo continuo y de largo plazo. El cierre de 2018 no es más que una meta parcial, y la inversión no va de metas volantes, sino finales. Si la medición de resultado final se hubiera hecho a cierre de noviembre de 2017 y 2018, en esos 12 meses, el resultado de Finlovest hubiera mejorado en 5 puntos porcentuales (hasta el -7%), mientras que Excel Equities lo habría hecho en más de 10 p.p, con un resultado negativo del -12,3%. ¿Qué les ha pasado a nuestras compañías en diciembre de 2017 y en diciembre de 2018 para que el diferencial de resultados empeore de manera tan dramática en esos treinta días? Nada especial.

Pero ni la “fecha de corte” aceptada como norma de cierre, ni el negativo entorno que hemos

descrito, justifica enteramente la bajada asumida por nuestros vehículos asesorados. En el clima de “tormenta perfecta” que hemos sufrido, dos errores de evaluación concretos, justifican el diferencial de resultado negativo frente a nuestros índices este año. Es necesario asumirlo, pero también mantener la cabeza fría para analizar si se tratan de errores definitivos.

Creemos que no será así y que los precios actuales de DIA y Aрызta descuentan escenarios de desaparición. Reconociendo el error, la situación nos ha permitido bajar considerablemente el coste de adquisición medio, cosa que hemos hecho porque creemos en la supervivencia de ambas compañías. La generación de flujos de caja esperables por ambas, incluso un año tan tremendo como este, justifican, al menos, la recuperación de nuestra inversión.

Empezamos el año 2019 con un precio objetivo por participación de Excel Equities mayor de lo que era a principios de 2018, lo que unido a la caída del liquidativo nos da un potencial histórico. Somos conscientes de lo duro que es como inversor ver caídas como la que hemos tenido este año en los vehículos, nosotros somos los primeros que tenemos el 100% de nuestro ahorro invertido en ellos. Pero por otra parte y después de años de experiencia en los mercados, estamos seguros de que vivir este tipo de situaciones es necesario (si se aprovecha la oportunidad) para obtener rentabilidades por encima de la media en el largo plazo.

Y terminamos este comentario anual como lo comenzamos. Con un mensaje de agradecimiento a la fidelidad de todos nuestros compañeros de viaje, y de optimismo porque al mal sabor de boca que nos deja el resultado de 2018, contraponemos el potencial creciente de las compañías que mantienen en cartera los vehículos asesorados, que deberán inexorablemente reflejarse en la evolución futura de sus valores liquidativos.

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

4T 2018

Comprador vocacional,
vendedor ocasional

pág. 7