

Comentario Invexcel Patrimonio
3T 2019

¿Cambio de tendencia a la vista?



La sensación que nos dejan los nueve meses transcurridos desde el 1 de enero pasado es agridulce. En el lado negativo, las previsibles soluciones a la situación de bloqueo político que vive España no parece que puedan ser satisfactorias para nadie. Europa sigue tratando de digerir la (¿inevitable o imposible?) despedida de uno de sus principales miembros. Y el mundo sigue temiendo el desenlace de una guerra comercial entre los dos principales representantes de oriente y occidente, por más que la tensión haya decaído estos últimos días. Y como la noticia que no es mala no es noticia, y hay abundancia de estas, el “market sentiment” se tiñe de pesimismo generalizado.

Pero en el lado positivo, objetivamente, el año no está siendo malo para los mercados. Volátil, nervioso, bipolar... sí. Pero no malo.

Al cierre de este tercer trimestre de 2019, los índices de Renta Variable oscilan entre el +8% de media de los Emergentes, y el +18% del todopoderoso S&P 500. En Renta Fija no es difícil ver rentabilidades por encima del +5% este año, alcanzando unas valoraciones que sencillamente no podemos entender. El oro se revaloriza un +15%, el petróleo, que está relativamente débil, sube casi el +10%, y ya puestos, el Bitcoin ha multiplicado su precio más de dos veces este 2019.

España y su IBEX 35 están en el vagón de cola de los resultados, subiendo sólo un +8,2%. Y no estando mal, la oportunidad es cada vez mayor. Por lo general, una buena compañía española cotiza con un descuento significativo a su correspondiente europea sin que, por posición competitiva, crecimiento o rentabilidad, ello se justifique. Es más, las que nosotros seguimos con más interés, nos parecen tan buenas como la mejor.

Nuestros vehículos asesorados en general también están teniendo un buen año, aunque a todas luces insuficiente para el potencial que encontramos en las compañías que componen sus carteras.

Finlovest sube un **+7,3%** este 2019, mientras que **Excel Equities** se revaloriza un **+11,5%**.

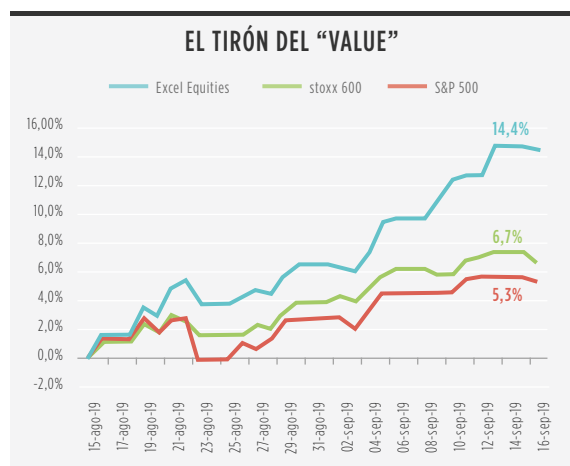
Así que por norma general los mercados suben. Otra cosa es la dispersión dentro de dicha media. Porque en el año la inversión que a nosotros más nos gusta, la de compañías infravaloradas, sigue sin alcanzar su potencial, pero...

¿Está cambiando algo?

Por primera vez en el año empezamos a ver cosas diferentes a la tónica habitual. Morgan Stanley y J.P. Morgan han recomendado recientemente

invertir en Europa en lugar de hacerlo en EEUU, bajo la premisa de que la valoración ya no puede ser ignorada. En los Estados Unidos ha habido un par de episodios de falta de liquidez en el interbancario. Parecen cuestiones técnicas, pero si por fin empieza a salir el dinero del muy sobrecomprado activo que es la deuda y algo, por poco que sea, recaer en Renta Variable, la situación podría cambiar muy significativamente a favor de los mercados de acciones.

A final de agosto y principios de septiembre vivimos un claro trasvase de acciones “growth” (aquellas cuyas ventas crecen más) y “momentum” (las que mejor lo están haciendo) hacia las de corte más “value” (actualmente infravaloradas). El resultado de estos movimientos se aprecia en el siguiente gráfico. No es definitivo, pero refleja la tendencia que deberíamos ver en el futuro próximo.



En apenas un mes, la cartera de Excel Equities se revalorizó más de un +14%, con el principal índice norteamericano subiendo solo una tercera parte. Esto, prolongado en el tiempo y con mucho mayor recorrido, es lo que, firmemente, venimos esperando en el largo plazo. ¿Por qué?

La importancia de la rentabilidad

A la hora de comprar acciones de una compañía, el objetivo obvio del inversor es obtener una rentabilidad positiva. Para ello, a la larga, resulta imprescindible que el activo adquirido sea a su vez rentable. Si no lo es, se puede ganar dinero en el corto plazo, pero las mismas o mayores probabilidades hay de perderlo. Aunque se consigan buenos y positivos resultados estratégicos y de crecimiento durante un periodo de tiempo, la ausencia de rentabilidad en una compañía acaba siendo insostenible. En los últimos años esa ganancia sin rentabilidad ha beneficiado a un determinado tipo de inversor, pero, en nuestra opinión, ello es más especulación que inversión, con las mismas probabilidades y fundamento de éxito que se puede obtener en un juego de azar.

2019 está mostrando un número record de compañías que salen a bolsa sin ser aún rentables. En ellas prima, como característica esencial, un gran crecimiento de la cifra de ventas, pero hasta sus más adeptos reconocen la importancia de alcanzar la rentabilidad positiva de las cuentas en un periodo no superior a tres años desde la salida a bolsa. Lo es porque la experiencia nos dice que la mayoría de compañías que no lo hacen entonces, no lo hacen cinco años después.

En los últimos meses se empieza a vislumbrar que compañías que presumiblemente estarían en el llamado camino a la rentabilidad, no acaban de conseguirlo. **Netflix** quemará unos 3,4 billones de dólares este año, y estiman que el que viene serán unos 2,5 billones adicionales. Vienen a ser cantidades similares a las consumidas los últimos tres años, lo que comienza, por fin, a preocupar a los más optimistas. La compañía sigue siendo un claro ganador en el largo plazo, pero también es cierto que el año pasado cotizó por encima de los \$420 y recientemente ha llegado a bajar a \$260.

Uber salió a bolsa antes del verano. Se consideraron valoraciones alrededor de los \$65 por acción para acabar saliendo a \$45. Según escribimos estas líneas su precio es de \$29. Y aunque éste supone valorarlo en la nada desdeñable cifra de 50 billones de dólares, nos parece representativo de que la incipiente preocupación sobre cómo se va a llegar a la rentabilidad, empieza a afectar a los inversores que abandonan sus posiciones. Y es que es una incógnita que pesa y mucho sobre un modelo de negocio que, no se duda, está para quedarse.

Un caso sobre el que hemos hablado largo y tendido es **WeWork**, entre otras porque su principal competidor es una de nuestras principales recomendaciones. Después de retrasar su salida a bolsa, han renunciado al mercado y se ha relevado del cargo de Consejero Delegado a su fundador. Aparentemente la valoración que estaba dispuesto a pagar el Mercado era apenas un tercio de la última ronda privada que hicieron.

Tres compañías y un mismo problema ¿cómo llegar a la rentabilidad?

Hundir a la competencia durante un tiempo, no puede durar para siempre, si no se opera sobre una base rentable. El que lo hace bien, porque mantiene sus operaciones rentables, acaba emergiendo más fuerte de lo que era.

Este es el caso de cuatro empresas que forman parte de la cartera de Excel Equities y que, en este 2019, han producido revalorizaciones desde mínimos, que coinciden con nuestro análisis:

IWG: +105% desde mínimos / +95% en 2019

IWG es líder mundial en espacios flexibles, industria en franco crecimiento por la opcionalidad y optimización de la infraestructura física que ofrece a clientes de cualquier tamaño. La agresiva estrategia de precios de su principal

competidor (WeWork) en su mercado más importante, Londres, afectó negativamente los resultados de 2017 lo que supuso un castigo significativo a su cotización. Nuestro análisis apuntaba a que se exageraba el problema, obviando su exposición geográfica, importantes y crecientes economías de escala, y un equipo gestor centrado en la generación de caja. Justo lo contrario que WeWork. En septiembre de 2018 les visitamos en Londres. Comprobamos que el problema ahí no era tan grave y que la compañía, además de seguir creciendo con rentabilidad, comenzaba a estar barata en términos absolutos (si se comparaba con WeWork era un regalo). La coyuntura ha sido aprovechada por la compañía para recomprar acciones y por su CEO, fundador y principal accionista para incrementar su participación (27%). El resultado está siendo el esperado.

Scorpio Tankers: +102% desde mínimos / +69% en 2019

La compañía tiene la flota más grande y moderna de transporte de derivados de petróleo. Comenzamos a estudiar la compañía en 2017, en un entorno deprimido tanto de los “rates” como de valoración de sus buques, consecuencia de años de crecimiento desmedido de la flota mundial. Nuestra tesis de inversión se apoya, por el lado de la demanda, en un incremento sano del consumo de derivados y, por el lado de la oferta, pedidos en mínimos históricos, una flota mundial envejecida, y una costosa regulación que acelerará la retirada de los buques antiguos. En 2018 construimos la mayoría de la posición mientras los “rates” tocaban precios por debajo de los costes de operación. Sufrimos una ampliación de capital en octubre de 2018 porque nuestra tesis tardaba más de lo que esperábamos en confirmarse, y la deuda no espera. Pero mientras el mercado miraba en dirección opuesta, confiamos en una de las reglas de oro de la economía, el ajuste de la oferta y la demanda. Con la ayuda de la entrada en vigor del

IMO 2020, regulación que limita las emisiones de sulfuro en la industria naviera como catalizador, el año de Scorpio Tankers está siendo sobresaliente.

C&C: +60% desde mínimos / +52% en 2019

Recordamos que se trata de un productor y distribuidor de cerveza y sidra en Reino Unido e Irlanda del que ya hemos hablado en alguna ocasión. Entre los años 2011 y 2015 realizó una expansión al mercado americano de sidra que resultó desastrosa y en el que invirtió una parte importante de sus recursos, asumiendo pérdidas importantes. Los inversores perdieron la fe en el equipo gestor y se olvidaron de la fortaleza de sus marcas en sus mercados principales. En Invexcel estudiamos en profundidad el problema, creímos en la solución propuesta y reconocimos la infravaloración de su negocio tradicional. Aunque con un negocio relativamente local, su posición en el mismo nada tiene que envidiar a los gigantes de la industria de bebidas alcohólicas, siendo la valoración relativa entre C&C y sus comparables algo que debía cerrarse aún parcialmente. Concentrados en su geografía habitual y aprovechando su posicionamiento para fortalecerse mediante una integración vertical, el resultado está siendo muy satisfactorio.

Piaggio: +56% desde mínimos / +50% en 2019

Productor y distribuidor de motocicletas y pequeños vehículos comerciales, sufrió una caída de ventas superior al 50% desde el pico de 2007. En junio de 2018, después de año y medio estudiando la compañía y reuniéndonos con el equipo gestor, consideramos la oportunidad de invertir en una compañía claramente infravalorada. Comprobamos, entre otras características, a un equipo gestor alineado con el capital (Presidente y CEO controlan la mayoría del capital), un producto y marca de primera clase, y la circunstancia de un parque de vehículos en Europa envejecido y con necesidad de renovarse dadas las nuevas regulaciones medioambientales.

Todo ello apoyado por unas marcas reconocidas que estaban permitiendo una expansión en los mercados asiáticos que tras años de inversión comenzaba a mostrar los frutos. El resultado en apenas 15 meses se está viendo claramente con las ventas tanto en Asia como en Europa avanzando a buen ritmo y como suele suceder, la acción reaccionando en la misma dirección.

Los dos extremos del péndulo

Por otro lado, las compañías en crecimiento, las grandes ganadoras de la última década, en nuestra opinión parecen vivir en una burbuja. Las expectativas de un fuerte crecimiento continuo las han elevado a valoraciones extraordinariamente altas. Los últimos resultados invitan a pensar que el crecimiento de los fundamentales de estas empresas ya ha empezado a ralentizarse a medida que crece la competencia y surgen riesgos regulatorios. A medida que el crecimiento se ralentice, las valoraciones tienden a hacerlo también mientras el crecimiento no coincide con unas expectativas demasiado optimistas.

Por lo tanto, si la macro vuelve a mejorar y el crecimiento es más generalizado, los inversores tienden a ser más sensibles a la valoración y las acciones “growth” suelen sufrir. Y si por el contrario nos encontramos con una recesión podría suponer un golpe de realidad para el grupo de compañías cuyas expectativas son demasiado optimistas.

Y como sabemos, las acciones “value” o infravaloradas están más baratas de lo habitual, cotizando hasta 10 veces beneficios más baratas que el extremo opuesto de este mismo péndulo. Es la diferencia más amplia en más de una década.



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

3T 2019
¿Cambio de tendencia
a la vista?

pág. 6
