

Comentario Invexcel Patrimonio **4T 2019**

*Método, calma, paciencia.
Las rentabilidades llegan.*



El año 2019 ha sido un buen año para los mercados financieros en general. Se dice que los mercados suelen anticipar de alguna manera el futuro próximo, pero en este caso creemos que también hay cierta compensación por la exageración vivida en 2018. Nos movemos en un mundo protagonizado por los titulares excesivos e inmediatos, que no hacen sino acentuar los movimientos en los mercados. Con la mirada siempre puesta en el largo plazo, nunca ha sido tan importante mantener la cabeza fría para no caer en los pánicos, evitar las euforias y aprovechar, más que nunca, las enormes oportunidades que nos da el mercado.

Benjamin Graham: “El inversor Inteligente es realista. Vende a optimistas y compra a pesimistas”

Es por esta volatilidad que a pesar de la positiva rentabilidad del año 2019 el potencial de nuestras carteras y vehículos asesorados están cerca de máximos. Hay mucho valor escondido en el mercado si sabes donde buscar.

Desde Invexcel creemos firmemente en la teoría de los ciclos, que entre otros consiste en el trasvase de dinero improductivo a lugares más rentables. Dicho movimiento provoca que, allá donde acude sucesivamente la inversión, disminuye con el tiempo la rentabilidad.

El sector de las mesas de oficina es un sector sano con rentabilidades de doble dígito. Los fabricantes pueden diferenciarse y ofrecer alguna ventaja por el lado del precio, el diseño o la calidad. Mientras, a los fabricantes de sillas, que sufren una alta competencia y no consiguen ser rentables, esto no les pasa desapercibido y comienzan a producir mesas. En apenas unos años, aumentan considerablemente los fabricantes de mesas, mientras que la demanda se mantiene ligeramente positiva. Este incremento de la oferta hace que para dar salida a sus mesas, los productores tengan que bajar los precios, renunciando con ello a la rentabilidad de la que gozaban. Sin embargo, el sector de las sillas se va recuperando. Algunos fabricantes han convertido sus líneas al nuevo producto. Otros, los menos eficientes o más endeudados han desaparecido, y los restantes se fusionan para sobrevivir. Pero la gente sigue demandando sillas, y ahora, con un entorno competitivo más amigable, los precios comienzan a subir y con ellos, lo hace la rentabilidad.

Este ejemplo tan simple lleva dándose indefectiblemente durante siglos. Es aplicable al sector industrial, el inmobiliario, de servicios

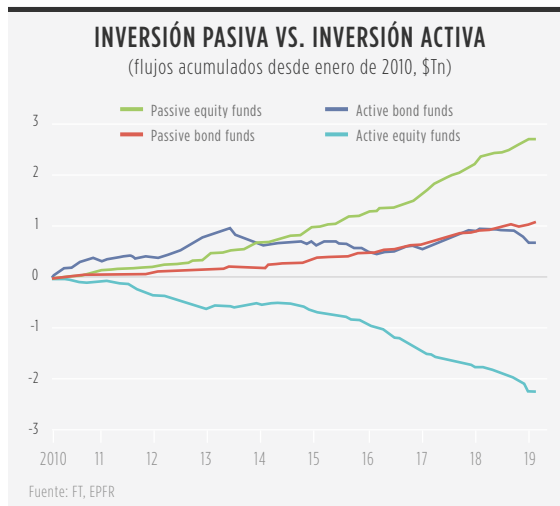
e incluso al tecnológico. La rentabilidad atrae a la inversión, con ello aumenta la oferta, y si la demanda no le sigue, se perjudica la rentabilidad. Y es aquí donde el ser humano siempre tropieza sobre la misma piedra. No quiere perderse la fiesta. La avaricia le hace apuntarse al carro de la rentabilidad más tarde de lo adecuado, pagando elevados precios que irremediablemente afectará sus retornos. Y el miedo le hace abandonar, normalmente, en el peor momento.

Pero esto también sucede con los activos financieros. El dinero (con matices gracias a los bancos centrales) es el que es. Cuando algo funciona, el dinero acude raudo y repetitivamente al activo de moda, encareciendo su valoración. Este movimiento puede durar mucho más de lo que una mente racional puede comprender y así hacer que lo que funciona siga y siga funcionando. Y mientras, ese dinero va abandonando otras plazas, que se van vaciando, rebajando por tanto la valoración del activo abandonado.

Y siempre, a lo largo de los siglos, llega un detonante que provoca que esa plaza llena muy por encima de su aforo se vacíe de golpe, con el problema añadido que la puerta de salida es la misma por la que la gente entró poco a poco. Empieza el pánico y la gente busca el espacio y comodidad que no encontró en este último destino. Es decir, rentabilidad.

Por lo tanto a medida que la inversión entra en los activos de moda, este va saliendo de otros que no lo están, y con ello aumenta la valoración de los primeros y cae la de los segundos. Algunos ejemplos son:

- Inversión pasiva (ETF's) vs inversión activa: La creciente popularidad de los fondos pasivos ha retroalimentado el precio de todo lo que pesa en un índice en detrimento de todo lo que no forma parte del mismo o apenas pesa. La consecuencia ha sido que,



según Bank of America, en EEUU apenas el 11% de los gestores de fondos hayan sido capaces de batir el mercado la última década. El dinero abandona al gestor, este tiene que deshacer posiciones (cayendo el precio de lo que tiene), entra en fondos pasivos que deben invertir esta liquidez en las empresas según sus pesos en el índice, beneficiando a aquellas más relevantes. De hecho, según Morgan Stanley, tan solo un 10% de los gestores de renta variable han sido capaces de retener activos durante la última década. En contraste, en los años 90 el 60% de los gestores vieron sus activos crecer... ¿Puede esto durar eternamente? Nosotros creemos firmemente que no y que el mismo efecto se producirá a la inversa.

- Renta fija vs Renta variable: En general, las rentabilidades de la renta fija han llegado a un punto absurdo. Como hemos expuesto recientemente, la cantidad de deuda que ofrece rentabilidades negativas es la mayor de la historia. Hay una sobre compra exagerada que simplemente no podrá repetir la rentabilidad del pasado reciente puesto que supondría cotizar a rentabilidades negativas de entre el -3% y el -5%. Como en el caso anterior, cuando la inversión busque la anhelada rentabilidad se dará

cuenta que esta se encuentra en compañías infravaloradas por el mercado.

- Renta variable americana vs Renta variable europea. Inversión en “Growth” o “Momentum” vs Inversión en “Value”. Compañías estables vs Compañías cíclicas. Tecnológicas vs Industriales. Tesla vs BMW y un largo etcétera del que ya os hemos hablado. En todos los casos los primeros carecen de rentabilidad objetiva. Todo se fía a un futuro mejor pero desconocido, a la continua expansión de múltiplo o al simple hecho de que vendrá otro que pagará más caro. Las compañías que ofrecen rentabilidades de doble dígito (medido como caja libre generada sobre valor empresa, nuestra métrica favorita) deberían ser las principales receptoras cuando el mercado despierte de este prolongado sueño.

Entre los segundos, tratamos de encontrar aquellos cuya demanda no se vea en peligro y una excesiva deuda no ponga en peligro su existencia. Esto, junto con otra serie de características entre las que destaca su baja valoración, no sólo nos deja dormir tranquilos, sino que creemos con convicción que volverán a ser protagonistas. Y dada la enorme divergencia actual entre unos y otros, lo harán con rentabilidades muy por encima de lo habitual.

La valoración es por tanto muy importante, aunque en los mercados actuales no lo parezca. La historia así nos lo dice. Microsoft, una compañía más que consolidada y rentable, tocó los \$60 en 1999. No volvió a tocar ese nivel en 16 años a pesar de que la compañía iba estupendamente y más que dobló sus beneficios en el periodo. Era y sigue siendo una compañía excelente, simplemente estaba muy cara.

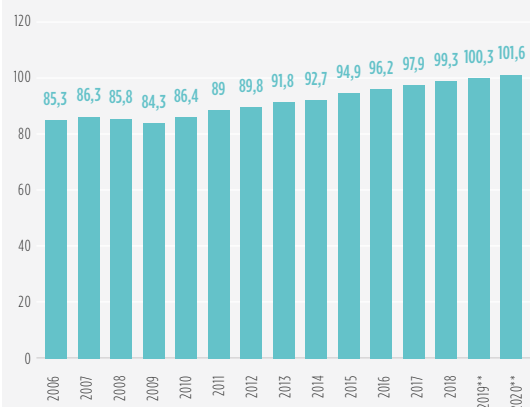
Dos casos con potencial

En la anterior carta os comentamos nuestro optimismo al ver cosas que hacía tiempo no veíamos. Profundizamos en los casos de IWG y Scorpio Tankers, dos compañías que han doblado su precio recientemente. En esta ocasión resaltamos dos compañías que han tenido un 2019 cuanto menos insulso, pero en las que vemos un gran potencial. Las dos son españolas, aunque para su actividad no es algo relevante. Ambas tienen una base accionarial familiar y son líderes en lo que hacen. Y, por supuesto, están muy baratas.

Técnicas Reunidas (TR) es una compañía especializada en ingeniería compleja, gestión de compras y construcción de proyectos (EPC) para la industria energética, especialmente en el sector del petróleo y gas. La compañía fue fundada por José Lladó en 1960, que aún es su principal accionista, y desde entonces ha diseñado y ejecutado la construcción de más de 1.000 plantas industriales en 50 países.

Al estar en una industria cíclica por naturaleza como es la del petróleo, el mercado nos da de vez en cuando la oportunidad de invertir a precios que están por debajo del valor de la compañía. Las inversiones de las compañías integradas (las grandes petroleras mundiales) llevan unos años en niveles muy bajos, no habiéndose recuperado del bajón del precio del petróleo sufrido entre 2014 y 2016. Para TR esta inversión supone su fuente de ingresos. A pesar de ciertos factores disruptivos, la demanda de petróleo ha crecido cada año de manera inelástica (sin que dependa de su precio) puesto que no tiene claros sustitutos. El mundo seguirá dependiendo en gran medida del petróleo y el gas para producir energía, transportar personas y mercancías, producir fertilizantes y millones de productos de consumo.

DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO (en millones de barriles diarios)



Fuente: Statista 2020

Eventualmente la inversión tendrá que volver, cosa que ya empezamos a ver. TR tiene actualmente una cartera de pedidos de más de 13Bn de euros, lo cual supone casi tres años de ventas. Además, tiene identificados más de \$43Bn en potenciales proyectos (la compañía tiene un ratio de éxito en los concursos que oferta superior al 30%). La última vez que tuvo unos pedidos similares fue en 2015 y la acción estaba a más del doble de su cotización hoy. Lo que es más importante, la mayoría de los proyectos actuales de la compañía están en el estado de ingeniería, que es el que menos beneficio reporta, llegando la mayoría del mismo en la posterior gestión de compras y construcción.

Respecto al sector, se trata de una compañía que opera en una industria compleja y con barreras de entrada. La reputación y experiencia es fundamental no sólo para recibir la confianza de los principales clientes, sino para, en un sector de márgenes muy bajos, ejecutarlos con rentabilidad. TR lleva 60 años contratando con los principales nombres del sector como Saudi Aramco, Exxon o Petronas.

En nuestro caso base, creemos que la compañía debería ser capaz de alcanzar ventas de 5.000

millones de euros, un nivel visto anteriormente con pedidos y perspectivas considerablemente menores. Si como esperamos vuelve la inversión, este número debería quedarse corto. Al entrar los actuales pedidos en su fase más rentable, creemos que debería alcanzar un EBIT del 4% (media de los últimos 11 años, con máximos del 6%) y un Bº neto del 3%. Esto implicaría un Bº por acción de 2,80€ lo que nos deja un PER hoy de 7,5x, cuando la media en la última década excluyendo extremos es de 14x. Se trata de un potencial del 85% y la posibilidad de sorpresas positivas.

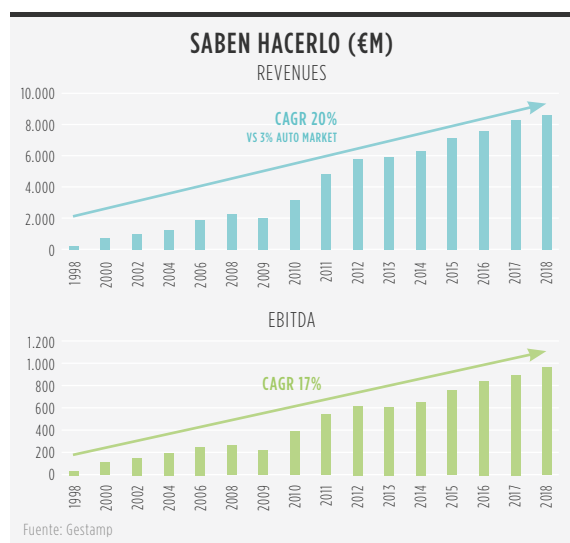
Gestamp (GEST) es un proveedor de componentes de automóvil “Tier 1” (esto es, que suministra directamente a los fabricantes). Fue fundada en 1997 por la familia Ribera, que conserva aún la mayoría del accionariado. En septiembre de 2016 el grupo Mitsui compró un 12,5% a 5,80€ por acción y en abril del 2017 salió a bolsa una participación minoritaria a 5,60€ por acción.

Gestamp es líder en la fabricación de carrocerías y mecanismos, y Top 3 en chasis, donde de manera global sólo tiene dos competidores, Magna y Benteler. La compañía se ha convertido en un socio estratégico para sus clientes (principales marcas internacionales de automoción). Esto se ha conseguido gracias a la excelencia del producto y del servicio ofrecido, así como al posicionamiento global alcanzado, fundamental para un proveedor de componentes, en la actualidad cuenta con 112 fábricas en 22 países. La compañía busca contratos firmes de varios años antes de acometer sus inversiones, de las que requiere un 15% de tasa interna de retorno (TIR) después de impuestos.

Además, Gestamp cuenta con tres importantes vientos de cola. El primero es su liderazgo en el “Hot Stamping”, tecnología que se está convirtiendo en el estándar de mercado y que les permite fabricar componentes más ligeros y resistentes. Esto es fundamental para reducir

emisiones y para la eficiencia del coche híbrido o eléctrico. La prueba es que los coches han pasado de no utilizar esta técnica a tener un 15% de media de su estructura realizada con ella, y se espera que este porcentaje como poco se duplique en el medio plazo (ya hay coches que rondan el 40%). El segundo es la creciente externalización de los componentes de chasis y carrocerías, una medida clave de los fabricantes para mejorar su eficiencia y así hacer frente a los crecientes retos tecnológicos y regulatorios. El tercero, las oportunidades de crecimiento en China, India y Japón, mercados que representan un 43% de la producción global de vehículos pero que solo suponen el 8% de las ventas del grupo.

Tras unos años (2014-2018) donde las inversiones se han doblado de los 450 a los 900 millones de euros, Gestamp entra en una fase de inicio de las operaciones en muchos de estos nuevos proyectos. Considerando un múltiplo de 12 veces a la caja libre generada de media en los 6 últimos años, y una TIR de la mitad de su objetivo en las inversiones acometidas, Gestamp tendría un precio objetivo de casi el doble que su cotización actual.



Cuando se piensa en el sector de la automoción se piensa en la electrificación, la conducción autónoma, aranceles, CO2... Pero esto es simplemente un pensamiento superficial. La movilidad es creciente y nos movamos como nos movamos, necesitaremos los componentes que Gestamp fabrica. Tiene un excelente historial asignando capital, y aunque recientemente ha incrementado su deuda para acometer inversiones (hasta 2,3 veces EBITDA), esta debería bajar con la maduración de las mismas.

Vehículos Asesorados

Finlovest cierra el año subiendo un 11,23%, comparado con un 12,45% de su índice de referencia. El resultado de Finlovest ha sido sobresaliente en términos de rentabilidad-riesgo considerando que, en línea con lo comentado en esta carta, su cartera de renta variable está muy poco expuesta al mercado americano y a las grandes compañías de su principal índice de referencia europeo, mientras que en su cartera de renta fija pesa considerablemente la liquidez. Por ello creemos firmemente que tiene mucho menos riesgo que el mercado.

Excel Equities ha cerrado subiendo un 23,82% comparado con un 19,69% de su índice de referencia. De nuevo destaca el resultado obtenido cuando su cartera se encuentra invertida principalmente en compañías que no están de moda, o que por su tamaño no forman parte de los índices, o que se encuentran ubicadas en geografías como la española en la que el mercado apenas ha subido menos de un 12%. Pero son compañías con buenos activos, bien gestionadas y que aún hoy están muy baratas.

¡Feliz 2020!



Aviso legal

Invexcel Patrimonio, EAF, 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 2019

*Método, calma, paciencia.
Las rentabilidades llegan.*

pág. 7
