



Queridos amigos,

Queremos comunicarnos nuestra visión sobre el comportamiento de los mercados estas últimas semanas. En concreto lo que consideramos más importante en nuestra actividad, es decir, las consecuencias sobre los negocios de las compañías, sus operaciones o su balance, que son los activos en los que recomendamos invertir.

El Virus

No pretendemos extendernos sobre el Covid-19. Todos nosotros estamos recibiendo un alud de información que rara vez aclara las incógnitas que todavía quedan por resolver. La gravedad del problema es indudable, pero no afecta (de manera directa) a toda la población por igual, ya que la edad, salud, situación personal o profesional de cada uno, hacen que las consecuencias de los tiempos que estamos viviendo, sean muy diferentes. Por ello, reforzamos nuestra intención de ser lo más objetivos y “asépticos” posible, esperando que todos los que recibís esta carta y vuestra familia y personas cercanas, os encontréis tan bien como sea posible.

Esto nos lleva a resaltar una característica: su temporalidad. Parece que sea la que sea la aproximación que se haga para conseguir la solución para erradicar el virus, por una u otra razón, éste acabará. Antes o después. En China parece que han tardado algo más de dos meses en tenerlo controlado. Según sugieren algunos expertos, incluso si no se hiciera nada al respecto, su propia naturaleza probablemente haría que también se extinguiera. En cualquier caso, nada apunta a que sea un problema que pudiera perdurar en el medio plazo, así que los esfuerzos deben estar en pasarlo con la mayor tranquilidad posible, en todos los sentidos.

El Mercado y las Compañías Cotizadas

Por lo que a los mercados respecta, su abrupto y negativo comportamiento no se debe tanto al problema en sí, sino que es una reacción negativa a las medidas de contención que se están implementando.

Estos días, tenemos muy presentes al pequeño comercio. Para ellos, el impacto puede ser casi binario. O el negocio aguanta y las consecuencias serán prácticamente nulas en el medio plazo, o no lo hace. Esperamos sinceramente que las autoridades competentes actúen para que un problema temporal no se convierta en permanente para el pequeño empresario y autónomo. La situación del pequeño comercio no se debe extrapolar directamente a las compañías cotizadas para las que, en general, este riesgo se rebaja mucho.

Las compañías cotizadas, que recordamos una vez más constituyen el activo subyacente en nuestra actividad, están, en general, más diversificadas desde el punto de vista geográfico y de negocio que el resto. La diversificación del negocio implica que una parte de la actividad puede no ir bien, pero otra verse beneficiada. La diversificación geográfica ayuda en una crisis como la actual que, comenzó en Asia, se está extendiendo en Europa, y parece que sigue su camino hacia las Américas. No es lo mismo una compañía presente en una ciudad, que una presente en los cinco continentes. Esta diversificación hace que mientras algunos centros de negocio estén parados, otros sigan ingresando.

Siempre generalizando, las compañías cotizadas disponen de más instrumentos de liquidez que una pyme o empresa local. Cuentan con los mercados de capitales, la posibilidad de financiarse en el extranjero directamente o a través de filiales. Sus herramientas son diferentes, sus plantas de producción estratégicas y sus empleados numerosos por lo que pueden contar en momentos extraordinarios con medidas “ad-hoc”. Las mayores magnitudes de éstas hacen que tengan una interlocución y palanca con bancos y administración pública, con los que la pequeña empresa desgraciadamente no puede contar.

Sin embargo y a pesar de sus ventajas, es el único termómetro que tiene el mundo económico para mostrar su preocupación. Y menos mal. Si esta preocupación se reflejara en las compañías no cotizadas, activos inmobiliarios o los negocios de los autónomos ¿Qué harían con sus precios? ¿Comercios, locales comerciales, viviendas, etc., señaladas públicamente cada minuto de cada día como valiendo menos que el día anterior, nada o casi nada? Pero las cotizadas sí están sometidas a este escrutinio que señala la opinión de “Mr. Market”, un señor que, admitámoslo y es una ventaja para nosotros, no siempre acierta.

Ya centrados en las compañías cotizadas, queremos distinguir y separar por categorías unas de otras ante el problema que nos ocupa, y así ver donde están nuestras “participadas”.

1. Compañías cuyos **ingresos se verán muy afectados y no recuperarán las ventas perdidas** o recuperarán sólo una pequeña parte de esos ingresos. Este es el sector hotelero, la restauración, el ocio, el comercio minorista... El usuario o cliente cancela el consumo de ciertos servicios mientras dure esta situación. Los negocios probablemente volverán de manera paulatina a niveles normales de actividad una vez pasado el periodo de alarma, pero quizás tardarán algo más que otros sectores (pensemos en salas de cine, parques temáticos, eventos, etc.). El daño al negocio es directamente proporcional a la duración del problema y sus medidas.
2. Compañías cuyos **ingresos se verán muy afectados, pero recuperarán las ventas perdidas** con mayor o menor rapidez. Sectores como el automovilístico, o el inmobiliario. El consumidor, creemos, pospone la decisión de compra, pero no la cancela, siendo el resultado final el mismo. A diferencia de la categoría anterior, el comprador volverá de manera casi súbita y probablemente extraordinaria, gracias al exceso de renta disponible que dejará la ausencia de gasto reciente. Si uno tiene que cambiar el coche, o pensaba mudarse, mientras no se vea afectado definitivamente por esta crisis, lo probable es que acabe haciéndolo en cuanto la tranquilidad vuelva al ánimo. El daño será proporcionalmente menor a la duración del problema y sus medidas.
3. Compañías cuyos **ingresos se ven impactados negativamente pero no cierran sus puertas**. A pesar del impacto, siguen ingresando. Se trata de los aeropuertos y líneas aéreas, compañías de infraestructuras con autopistas y parkings, compras online que no sean de primera necesidad, como el lujo. A diferencia de los dos anteriores seguirán abiertos, pero el tráfico disminuirá mucho.

Estas son las primeras categorías que todos tenemos en la cabeza y a las que prestamos especial atención. Debemos estudiar con detenimiento el impacto en su liquidez y tener muy

en cuenta la importancia de un balance sólido, de los contratos a largo plazo, de una estructura de costes donde prepondere el variable, o de unos costes por debajo de la media de su sector. Si no creemos que la industria está muerta para siempre, lo normal sería que líderes en cualquiera de estas categorías emerjan aún más fuertes. En este tipo de episodios tienden a desaparecer los actores que más daño hacen a una industria, aquellos que tiran precios y rentabilidad para ganar cuota, los que se endeudan por encima de límites responsables, los que dependen de ampliaciones de capital para sobrevivir un año más... Es la historia de los ciclos.

Vamos a detenernos brevemente en las dos compañías que más caen de nuestra cartera este año, y explicar por qué estamos tranquilos a pesar de su muy negativo comportamiento:

Dufry (-80%): Líder mundial de tiendas en aeropuertos, con intereses menores en estaciones, fronteras o cruceros. Negocio muy castigado temporalmente pero no cerrado. Su táctica ante esta situación que dicen haber vivido en 2009 y en 2001 (especialmente en su sector por los atentados del 11-S), es actuar rápido, enfocándose en la caja y atacando los costes fijos ¿Cómo? Tratar de vender volumen con promociones agresivas y manteniendo margen bruto trasladando al proveedor el coste de la promoción. Retrasar pagos y liquidar inventario (gestionar fondo de maniobra). Naturalmente tienen una protección, y es que algo más del 60% del coste de alquiler de sus espacios es variable (número de pasajeros, de compras, o directamente % de la cifra de negocio). Si venden menos, pagan menos alquileres. Otra iniciativa es posponer inversión innecesaria, cifra nada desdeñable ya que es una compañía que invierte fuerte pero no obligada. En Asia han visto caídas en las ventas del 30% durante dos meses y dicen ya estar estabilizadas. En Europa y EEUU vienen curvas, pero tendrán duración limitada. La compañía tiene 700 millones en líneas de crédito, y genera 950 millones de caja operativa para pagos de intereses anuales de 130 millones, por lo que no vemos riesgo de falta de liquidez. No tienen vencimientos de deuda antes de 2022, y no pretenden cancelar los más de 200 millones de dividendo aprobado, que al final es otro colchón (supone ahora mismo más de un 20% de rentabilidad dado el precio de la acción).

A Dufry le afecta la situación pudiendo caer sus ingresos a doble dígito este 2020 (aunque la compañía piensa que será menor), pero si creemos que el transporte aéreo y el tráfico de los aeropuertos no se ha acabado, Dufry es líder absoluto en su nicho, tiene ventajas competitivas claras (localización, contratos, economías de escala, poder ante proveedores...), y es un generador de caja sobresaliente. En una situación normal, la caja que genera para sus accionistas con el actual perímetro supera el 40% del valor de las acciones hoy. El equipo gestor tiene algo más del 15% del capital.

IWG (-75%): IWG es el principal operador de espacios de “co-working” del mundo, actividad en la que lleva operativo más de 30 años. Es una compañía en la que hemos tenido recientemente una gran rentabilidad, vendiendo una posición importante. El principal riesgo que tiene es la discordancia entre sus contratos de alquiler (10 años) y los de sus clientes (poco menos de un año). Sin embargo, IWG tiene cierta flexibilidad, un 30% de los alquileres son variables (unidos a la marcha del negocio) y el 95% de los contratos tienen una cláusula de cancelación en un plazo menor a 6 meses y/o están firmados por una entidad legal individual que los respalda por sí misma sin recurso a la matriz. Esta

estructura fue ideada tras su experiencia en la crisis “punto com” y ha sido testada con éxito en crisis posteriores. Adicionalmente, durante los últimos años ha reducido el riesgo de su negocio franquiciando parte del mismo, firmando contratos de gestión de edificios de clientes corporativos y acordando “partnerships” donde el socio suele ser el dueño del inmueble. Como Dufry, cuenta con enorme diversidad geográfica con 3.300 oficinas, en 1.000 ciudades y más de 100 países. Esto es clave para seguir ingresando. Su escala se traduce en el negocio más eficiente y rentable de la industria, tendría que cerrar toda su competencia antes de que llegue su turno.

IWG tiene una deuda muy manejable de 0,7x EBITDA y no tiene vencimientos de deuda reseñables hasta dentro de 3 años. Con un perímetro que debería generar 225 millones de caja libre (23% de la capitalización actual), IWG podría parar su inversión de expansión, cancelar su dividendo, y la recompra de acciones como protección adicional. De momento no lo ha hecho, comprando acciones propias tanto a final de la semana pasada como lo que llevamos de esta, y a su vez, su fundador y principal accionista, *Mark Dixon*, ha comprado 5,2 millones de libras en acciones esta misma semana. Si el coworking está para quedarse, IWG es la manera más segura y barata de hacerlo.

Si nos creemos que el negocio no ha acabado, estas compañías tenderán a salir reforzados y serán capaces de aprovecharse de la situación de una u otra manera.

Por otro lado, tenemos compañías que se encuentran menos expuestas a la situación actual, aunque no por ello han sido menos castigadas en bolsa, entre ellas encontramos:

4. **Compañías cuyos ingresos no deberían sufrir necesariamente.** Las compañías de telecomunicaciones son un buen ejemplo. Todos estaremos viendo que, si nos aíslan, tendemos a estar, si cabe, más conectados. Para ello es absolutamente fundamental una compañía como **Telefónica** o **Telecom Italia**. Es cierto que una desaceleración de la economía global, una recesión, o cualquier golpe generalizado afectará a cualquier compañía, pero no acabamos de ver como su negocio está en el inminente peligro que refleja el castigo en sus cotizaciones.
5. **Compañías cuyos ingresos deberían mejorar, beneficiados por un incremento de la demanda.** Este sería el caso de los supermercados, empresas de soluciones de embalaje, televisión por cable (aquí vuelven a entrar las telecos), etc. En este caso es un trasvase de renta disponible, del ocio, la restauración, los viajes, a la cesta de la compra o el ocio en casa. Dicho esto, el mercado tampoco en estos casos ha distinguido mucho, y aunque es cierto que comparativamente han sufrido menos el último mes, han caído desde valoraciones ya muy bajas. **DIA**, en plena reestructuración y a la que creemos que la situación no perjudica en absoluto, ha caído de máximos a mínimos este año un 50%. Este mínimo fue la semana pasada, ahora está casi un 40% por encima. Así de irracional está el mercado.
6. **Compañías cuyos ingresos responden a otros factores,** que dependen más de la evolución de la oferta que de la demanda. Algunos ejemplos son las petroleras, auxiliares de su industria, el transporte marítimo o las materias primas. A diferencia de la mayoría, tienen una demanda relativamente estable y una oferta que varía

considerablemente (con excepciones). Pongamos como ejemplo el sector petrolífero: Hace dos semanas, Arabia Saudí dando un golpe encima de la mesa ante los rusos, anunció que aumentaba su producción (subía la oferta). Esto provocó una caída súbita del precio del petróleo. Este descenso, a su vez provoca que de manera inmediata sea deficitaria toda la industria de “shale” americano, que actualmente es el primer productor mundial. Si la situación perdura, la oferta disminuirá drásticamente, provocando a su vez una gran subida del precio del petróleo. Así, que la actual situación vaya a provocar una bajada en la demanda, no cobra tanta importancia como en otras industrias. Otra particularidad en el caso de las compañías integradas (piensen en **Repsol**), donde concentramos la mayor parte de nuestra inversión en la industria, es que una bajada del precio del petróleo perjudica su actividad de exploración y producción, pero sin embargo los márgenes se ven beneficiados en la de refino y comercialización.

Y, además, **los bancos**, una categoría por sí sola. Probablemente entre la segunda y la tercera categoría, aunque responden a la marcha generalizada de la economía y a la actividad empresarial. Éstos, lejos de ser nuestra industria favorita, es cierto que se encuentran en un momento muchísimo menos peligroso que en 2008-2009, por nivel de apalancamiento, por activos en balance (aunque con excepciones), y por medidas regulatorias. Ello unido a una exposición reducida en nuestros vehículos asesorados, y a que la misma se concentra en entidades líderes en solvencia, calidad de activos y liquidez, hace que no estén en el foco de nuestras preocupaciones estos días.

Concluimos

Como comenzábamos la carta, insistimos en la idea de que ya sea porque la tasa de infección disminuye, porque el virus cumple su ciclo, porque las medidas preventivas implementadas cumplan su objetivo, o porque aparezcan tratamientos efectivos, la situación pasará. Mientras tanto habrá que estar dispuestos para soportar, y en la medida de lo posible aprovechar, el comportamiento de los mercados que se está caracterizando, y probablemente seguirá caracterizándose por una volatilidad extraordinaria. Recordemos que cuando esto se da hay algunos actores del mercado que venden por mandato obligatorio, mientras que a los que trabajamos en el largo plazo, se nos está ofreciendo una oportunidad única.

La idiosincrasia de este tipo de mercados y la experiencia pasada nos hace pensar que una vez asumido que no hemos tenido la bola de cristal para preverlo, lo más sensato es mantenerse invertido y activo aprovechando la volatilidad y las irracionalidades. La recuperación vendrá en días aislados con fuertes recuperaciones, como hemos visto en otras ocasiones. Creemos firmemente que esto, a pesar de su unicidad, no tiene la gravedad que tuvo 2008, y si entonces fue la mejor línea de actuación, ahora, con más razón.

Como siempre, estamos a vuestras disposición para desarrollar cualquier punto que consideréis oportuno. Un fuerte abrazo,

Equipo de INVEXCEL PATRIMONIO

Madrid, 19 de marzo de 2020