

BBVA

Asset Management

GESTORES DE TU CONFIANZA

Resumen 2019

Carta al inversor

BBVA Bolsa, FI
BBVA Bolsa Plus, FI



Mejor Gestora de Asignación de Activos
Mejor Gestora de Fondos de Pensiones

Creando Oportunidades

Estimado inversor:

Terminado el año 2019, parece conveniente hacer un balance sobre lo que nos ha enseñado el mercado este periodo, cómo lo hemos afrontado desde nuestras carteras de Renta Variable y cómo encaramos 2020.

En primer lugar cabe reflexionar sobre los riesgos de los mercados para este 2020...si echamos la vista atrás al escribir estas mismas líneas hace 12 meses, veníamos de unos mercados turbulentos e inquietos ante diversos factores de riesgo: la guerra comercial, el desenlace del Brexit y la desaceleración (que no recesión) de las principales economías mundiales. El mercado descontó con creces esos riesgos y finalizó el 2018 con unas caídas que en algunos momentos reflejaban patrones de pánico e histeria colectiva.

Han pasado 12 meses, y aunque 2 de esos 3 riesgos se han moderado en las últimas semanas del año, antes de producirse esto ya estábamos ante uno de los mejores años que podemos recordar en la historia reciente para los mercados...todo esto inmediatamente después del pánico desatado a finales de 2018. Un inversor sensato e inteligente debería analizar el comportamiento del mercado y tratar de deducir las causas del mismo para intentar aprender y ser mejor en el futuro tratando de anticipar estos movimientos.

Desgraciadamente cuando uno trata de racionalizar este tipo de comportamientos se topa con la realidad y aterriza forzosamente en el terreno del *Behavioral Finance* o las Finanzas del Comportamiento. Es complicado (por no decir imposible) encontrar un motivo objetivo y racional que justifique a priori las exageradas caídas de final de 2018 y los abruptos repuntes de este año, cuando realmente poco ha cambiado en el escenario de fondo. El mercado entre medias ha ido alternando un pesimismo absoluto con todo lo contrario. Podemos decir que estamos donde nos tocaba estar, pero el camino seguido ha sido un sendero de cierto trastorno bipolar por parte del mercado. Como inversores de largo plazo en Renta Variable, tenemos que evitar caer en esa trampa, ya que si nos dejamos llevar por nuestras emociones como el mercado, posiblemente venderemos en el mayor momento de pánico (cuando la oportunidad de compra es mayor) y compraremos en los momentos de mayor complacencia (cuando realmente más riesgo asumimos). No debemos perder de vista que **una cartera de Renta Variable a largo plazo siempre ha sido el activo más rentable** (en los últimos 10 años el MSCI Europe Net ha subido más de un 100%).

Si somos capaces de tolerar la volatilidad del mercado a corto plazo, la recompensa a largo plazo en forma de revalorización de nuestro patrimonio es lo suficientemente atractiva como para hacer el esfuerzo, siempre y cuando nuestro horizonte de ahorro sea realmente de largo plazo.

Al ser humano le encanta por naturaleza buscar atajos... lo fácil y lo rápido siempre es más atractivo que lo laborioso y lento, y la tentación de jugar a ser adivinos a corto plazo es muy seductora para muchos. Nosotros admitimos con humildad que nuestra capacidad para adivinar lo que va a hacer el mercado de renta variable a corto plazo es inexistente, y optamos en nuestro proceso inversor por el camino largo y laborioso del análisis, estudio de compañías y negocios y vocación de largo plazo, e intentamos aprovechar esos momentos de locura transitoria del mercado que se producen continuamente (y parece que cada vez con mayor frecuencia) **para buscar las mayores oportunidades de inversión para nuestros partícipes.**

En la carta anual del año pasado hicimos énfasis en el comportamiento irracional del mercado en la última parte de 2018 y las grandes oportunidades de inversión que observábamos. Explicamos algunas de nuestras tesis de inversión, y destacaba entre las ideas Europeas como nuestra mayor posición Altran, una empresa francesa de I+D con un negocio sólido, rentable y de gran crecimiento, que cotizaba a unos niveles de valoración absurdos en las pasadas navidades (6,5 euros/acción). Dado que nosotros desgraciadamente no somos adivinos, no fuimos capaces de comprarla en los mínimos de 6.5 euros, y entramos a un precio medio más elevado que nos costó algunos quebraderos de cabeza mientras el mercado seguía empeñado en venderla sin motivo hasta diciembre del año pasado. Pues bien, esa paciencia y ese trabajo bien hecho al final tuvo su recompensa en verano, cuando la multinacional Cap Gemini realizó una OPA sobre la compañía pagando 14 euros por acción. **Si el mercado en su irracionalidad no reconoce el tremendo valor oculto de un negocio, lo normal es que antes o después ese valor se ponga de manifiesto**, en este caso a través de un competidor que ha detectado el “chollo”. Cabe añadir que una vez anunciada la OPA el mercado la celebró como una de las mejores compras en la historia de CAP Gemini... apenas 5 meses después de que la acción de Altran cotizase a menos de la mitad sin que nadie le prestase la más mínima atención. Algo parecido ha pasado en España con BME, una compañía que es capaz de pagar un dividendo del 8% sin apenas riesgo y sin deuda en su balance a la que el mercado vendía con testarudez a niveles de 22-23 euros por acción... hasta que SIX aprovechó la situación para lanzar una oferta pagando 34 euros por acción. El mercado ofrece continuamente oportunidades de este tipo en acciones olvidadas y fuera de moda, pero hay que entender que para detectarlas y aprovecharlas hacen falta dos requisitos: un análisis exhaustivo que nos permita caer en “trampas” y comprar malos negocios y una vocación de largo plazo para poder aprovecharla.

Procuramos cada día ser éticos, profesionales y disciplinados en nuestro trabajo pero eso no nos exime de cometer errores, y además de los aciertos mencionados antes hemos cometido algunas equivocaciones, entre las que destacaríamos Nokia en las carteras Europeas. Nokia opera en un mercado tremendamente complejo, y a pesar de nuestro esfuerzo no fuimos capaces en su día de detectar las causas que han derivado en una pérdida de cuota de mercado frente a sus principales competidores, Huawei y Ericsson, debido a una mala elección de tecnología en chips para esta generación de componentes de redes 5g. Cuando cometes un error lo principal es detectarlo cuanto antes y sobre todo aprender de él para no cometerlo en un futuro, y de este error hemos aprendido que en empresas tecnológicas con generaciones de productos que cambian muy rápidamente hay que dedicar mucho análisis y ser rápido detectando cambios en el mercado que puedan erosionar las ventajas competitivas de una empresa, como fue el caso de Nokia con sus chipsets de equipamiento 5g.

¿Dónde estamos ahora mismo?

El mercado a lo largo de este año ha seguido aplicando a negocios con un perfil más parecido a los bonos, como las eléctricas o las concesiones, unos múltiplos desorbitados y que a nosotros nos parecen irracionales y difíciles de justificar, mientras que hay muchas compañías “olvidadas” a unos precios que son sensiblemente inferiores a su valor. Este era el caso de Altran o BME el año pasado, y sigue siendo el caso de empresas como Infotel o Glanbia, por citar dos ejemplos. En los últimos 15 años no habíamos visto una dispersión tan exagerada en las valoraciones como la que tenemos ahora, y para el inversor sensato **se presentan oportunidades muy atractivas si se tiene la paciencia y la vocación de largo plazo**. En la otra cara de la moneda hay numerosas empresas eléctricas y concesionarias con niveles de deuda en el balance muy considerables, pagando dividendos menores del 4% con una generación de caja menor (es decir, que requieren más deuda para seguir pagando el dividendo) y tremendamente sensibles ante una posible subida de sus tipos de financiación por su elevada deuda, pero que están “de moda” por diversos factores y con múltiplos de valoración en máximos históricos. Nuestra prudencia y sentido común nos aconseja invertir en las primeras y evitar las últimas.

En España aparte del entorno macro global, hemos tenido nuestras propias incertidumbres marcadas por la política que han pesado en determinados momentos. Las nuevas elecciones y la incertidumbre en la formación de un nuevo gobierno de corte progresista y con dificultad para conseguir apoyos dentro del marco constitucional han pesado en los mercados en determinados momentos.

Pues bien, aquí nos gustaría compartir una reflexión: el día siguiente a las elecciones generales vimos un movimiento muy considerable de salidas de fondos de renta variable nacional, tanto en nuestros propios fondos como en el mercado en general. Hacía tiempo que no veíamos a tanta gente vendiendo bolsa española a la vez. Estos flujos procedían de inversores que vendieron ante el temor a una crisis política que lastrase a la economía y a la bolsa española, y se concentraron en los días inmediatamente posteriores a las elecciones.

Dicho esto, resulta cuanto menos curioso que desde la apertura el día siguiente a las Elecciones Generales hasta el 31 de diciembre, la bolsa ha generado un retorno total de casi el 2%, un 14,8% si lo anualizásemos, lo que compara con una rentabilidad total en el año del 11.8%. Es decir, la bolsa se ha comportado en las semanas siguientes a este evento mejor que en el conjunto del año.

¿Qué conclusión puede sacar ante esto un inversor mínimamente racional y sensato?: pues precisamente lo que venimos tanto tiempo comentando, que entrar y salir a corto plazo de mercado siguiendo las portadas de los periódicos normalmente no solo no tiende a generar buenas rentabilidades para los inversores, sino a destruirlas. Por eso hoy, como siempre, **nosotros trataremos de defender la sensatez y la orientación de largo plazo como la única manera de obtener los mejores retornos de la bolsa**. Son ya muchos años en los que tenemos evidencias continuas de esto, y estamos seguros de que lo seguiremos comprobando en el futuro.

A continuación vamos a explicar **algunas de las principales ideas de inversión en nuestros fondos Españoles**, tratando de trasladar a nuestros partícipes el análisis que hemos realizado en cada caso y porqué creemos que se trata de fantásticas oportunidades de inversión a largo plazo:

Gestamp

En el complejo mundo del sector de autos, donde irrumpe con fuerza la electrificación de los vehículos, especialmente en China y Europa, con la regulación apoyando esta tendencia, vemos un sector bipolar, con claros ganadores y perdedores. En este escenario **Gestamp**, proveedora global de componentes de estampación en acero para fabricantes de coches, la vemos como una clara ganadora; hace check en todas las principales tendencias del mercado de autos: reducción de peso, reducción de gases CO2, consolidación del sector, homogeneización de plataformas y vehículo eléctrico. Prueba de ello ha sido el crecimiento, basado en contratos ganados, con los principales grupos automovilísticos mundiales. En este crecimiento el despliegue de inversión ha sido notable, y la generación de caja se ha visto penalizada por la misma. El mercado ha penalizado esta falta de generación de caja junto con un nivel de deuda que, en una fase del ciclo más tardía, se percibe como un riesgo. Desde nuestro punto de vista, esta visión del mercado ha ofrecido una oportunidad única para acumular posición en un valor con una visibilidad de crecimiento alta, cuyo ciclo de inversión fuerte está acabado y los nuevos proyectos son menos intensivos en capital además de contar con un equipo directivo excepcional enfocado a normalizar niveles de inversión y reducir deuda en términos absolutos. Esto aflorará el valor de la compañía que cotizando a 9.5x beneficios y un FCF/EV normalizado de un 10% vemos un potencial muy alto de revalorización a medida que la normalización del Capex y reducción de deuda se ejecute.



Ibersol es la compañía líder de comida rápida en la península ibérica. Nació hace 30 años con una idea clara de servir comida rica y barata en zonas turísticas de Portugal. A día de hoy, ya tienen 647 restaurantes. Tiene franquicias de Burger King, Pizza Hut y KFC. Entre sus marcas propias destacamos Pans & Co, Ribs, FrescoCo y Pizza Movil. La mayor parte del dinero que generan lo reinvierten en el negocio para seguir creciendo en restaurantes y en los últimos años desarrollar concesiones en zonas de transporte como aeropuertos. Los dos fundadores, el Sr. Vaz Pinto de Sousa y el sr. Guerra Leal Teixeira, siguen a los mandos de la compañía y siguen teniendo un 50% de las acciones. Su experiencia y conocimiento extenso del negocio de restauración nos da una gran confianza en que seguirán haciendo las cosas bien. La guinda del pastel es que la compañía está muy barata por lo que creemos que las rentabilidades serán muy atractivas.



Logista posee un negocio de distribución muy defensivo que depende muy poco del ciclo económico, sin deuda en su balance y capaz de pagar un dividendo sostenible del 7%-8% anual. En un mercado en búsqueda continua del yield, que paga múltiplos exorbitantes por empresas percibidas como estables y de calidad, incluso aunque sus balances estén fuertemente endeudados (con el enorme riesgo latente que eso conlleva), parece difícil encontrar muchos casos de infravaloración como el de **Logista**. ¿Tiene sentido exigir un dividendo menor del 4% a una eléctrica o a una concesionaria altamente apalancada (y que cada año se endeuda más o en el mejor de los casos no reduce la deuda), con crecimiento muy limitado en su negocio y claros riesgos regulatorios, mientras que a una empresa de distribución como **Logista**, sin deuda, creciendo a tasas similares y con un componente igualmente defensivo y estable se le exige un 8%?. Creemos que no tiene ningún sentido, y en cualquier caso mientras el mercado no cambie esta visión nos sentimos muy cómodos con un negocio en cartera que crece de manera estable, es defensivo, no tiene ningún riesgo financiero en el balance y nos paga un 7-8% sostenible en forma de dividendos.

La mayoría de los inversores particulares están familiarizados con el concepto de inversión en inmuebles. Esto es debido a que todos tomamos antes o después la decisión de comprar (o alquilar) una vivienda, a menudo una de las decisiones de inversión más relevantes que uno toma a lo largo de su vida, debido al alto importe de la misma y al esfuerzo y endeudamiento normalmente requerido para acometerla.

Pues bien, imaginémosnos que el mercado nos ofrece la oportunidad de comprar una vivienda en una capital como Madrid o Barcelona o en una zona de elevado peso turístico, con una ubicación magnífica y con un descuento aproximado de casi el 50% por ciento de su valor actual de mercado (valor al que se están cerrando transacciones en este momento). Seguramente todos nos llevásemos las manos a la cabeza y pensaríamos que hay truco encerrado, ya que el chollo parece difícil de creer.

Pues bien, eso es exactamente lo que tenemos en **Meliá**. El mercado le aplica un descuento a su valor de tasación cercano al 50%, en una compañía bien gestionada, que vende (y compra) inmuebles continuamente, y que en la última década nunca ha vendido ningún activo con minusvalías sobre su valor de tasación reportado. Cabe preguntarnos: ¿Dónde está el truco?.

Realmente el truco radica en que el mercado, en su afán de corto plazo, observa (de manera correcta) que el sector turístico está en el pico del ciclo, y posiblemente los próximos años no vayan a ser tan boyantes como los últimos. Esto le basta para vender agresivamente las acciones de una empresa como **Meliá** sin atender a los fundamentales. ¿Y qué nos dicen los fundamentales?, pues en este caso lo que nos dicen es que si la empresa mañana decidiese vender sus hoteles para cristalizar valor, casi doblaría su precio. También nos dicen que el mercado valora a cero cualquier creación futura de valor en el negocio por parte de un equipo gestor competente y experimentado, y también valora a cero las buenas oportunidades de crecimiento del negocio de gestión hotelera (es decir, contratos de gestión sin los edificios en propiedad), que ahora prácticamente no aporta beneficio, pero que ofrece buenas oportunidades a largo plazo en zonas como el Sudeste Asiático. Creemos que todo esto tiene un valor, pero es que incluso aunque nos equivoquemos, dormimos tranquilos pensando que con una acción de **Meliá** compramos hoteles vacacionales en ubicaciones de calidad pagando apenas la mitad que el valor al que el mercado está vendiendo y comprando edificios similares. Parece, por tanto, que el margen de seguridad a largo plazo es muy holgado.

Atentamente, Equipo Renta Variable de BBVA Asset Management

31 de diciembre de 2019



Como en cualquier otro producto de inversión, invertir en fondos implica asumir un determinado nivel de riesgo. Cada fondo, en función de sus características específicas y de los activos en los que invierte, implicará un nivel de riesgo y, en todo caso, la posibilidad de incurrir en pérdidas sobre el capital invertido. Puedes consultar los riesgos específicos de cada fondo en el folleto disponible en www.bbvaassetmanagement.com

Entidad gestora: BBVA ASSET MANAGEMENT, S.A., SGIIC.
BBVA BOLSA EURO, FI - Número Inscripción CNMV: 973
BBVA BOLSA EUROPA, FI - Número Inscripción CNMV: 915