

**BBVA**

Asset Management

GESTORES DE TU CONFIANZA

# Resumen 2019

## Carta al inversor

BBVA Bolsa Euro, FI  
BBVA Bolsa Europa, 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.

A continuación vamos a explicar algunas de **nuestras principales ideas de inversión en nuestros fondos Europeos**, 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:



Infotel es una empresa francesa dedicada al desarrollo y gestión de sistemas de información para grandes cuentas. La compañía tiene una presencia relevante en el sector financiero y aeroespacial en Francia, mediante la implementación de módulos móviles y la gestión de base de datos. Este sector crece al 4-5% anual. Las razones detrás de este crecimiento se deben principalmente a la complejidad de los sistemas actuales, con mayor demanda y exigencias en el uso de datos, y en menor medida, al aumento de regulación en determinados sectores, como podría ser el de los servicios financieros. En los últimos 15 años, **Infotel** ha registrado un crecimiento orgánico cercano al 10% anual, y actualmente, está creciendo al 6%.

El modelo de ingresos en el principal segmento de la compañía se divide en contratos con precios fijos o variables. En el primero de los contratos, el mayor riesgo está en infravalorar los posibles costes o la complejidad del proyecto. En los últimos tres años, los contratos con precios fijos representaron de media en torno al 67% del total. Por otra parte, la mayoría de los contratos del segmento son multianuales. Lo anterior explica que, temporalmente, los márgenes de la compañía estén sufriendo cierta presión, debido a un incremento de los salarios en Francia debido a la alta demanda de profesionales en el sector, presión que nosotros incluimos en nuestras estimaciones, y que no es obstáculo para que estemos ante un negocio que crece al 6% y genera de manera normalizada un 10% de flujo de caja sobre el valor de la empresa, algo realmente difícil de encontrar en el mercado.

Debido a la naturaleza de sus contratos y a la demanda estructural de sus servicios, **Infotel** destaca por su fortaleza a lo largo del ciclo económico. No resulta fácil encontrar empresas en Europa con crecimientos en ventas del 4.9% y del 0.8% en 2008 y 2009, respectivamente. Esto nos ofrece una idea del tipo de servicio crítico que aporta **Infotel** a sus clientes. Si todo esto lo combinamos con un balance increíblemente sólido con caja neta y un equipo directivo brillante y perfectamente alineado con el accionista minoritario, nos encontramos en nuestra opinión ante una grandísima oportunidad de inversión a largo plazo.



**TGS Nopec** es un proveedor de información sísmica con sede en Oslo. La compañía escanea, procesa e interpreta actividad sísmica para el sector de la energía. Las capturas realizadas por **TGS** permiten a las empresas del sector acceder a librerías de datos con información del tamaño y estructura de cada zona analizada, lo que consecuentemente reduce el riesgo de ejecución y sobrecostos en nuevos proyectos de exploración y producción petrolífera. Este negocio se caracteriza por un componente cíclico elevado que ha provocado numerosos quebraderos de cabeza a sus competidores, alguno de los cuales ha quebrado debido a sus balances altamente endeudados y a millonarias provisiones por gastos en adquisición de datos no rentables.

Pues bien, en una industria tan complicada y en un momento del ciclo deprimido, **TGS** es la única compañía capaz de generar caja operativa a un ritmo saludable, no tener necesidad de provisionar librerías no rentables, y además mantener una posición de caja neta en su balance gracias a su modelo ligero en activos, en el que su flota de barcos es alquilada. Esto les permite generar retornos muy atractivos en forma de caja incluso en la parte deprimida del ciclo como la vivida en los últimos 4 años, cuando sus demás competidores hacen frente a numerosos problemas en su balance.

La tesis de inversión en **TGS** reside en la recuperación hasta niveles normalizados del Capex de exploración en el sector Oil&Gas, en una compañía sin grandes necesidades de inversión en mantenimiento, diversificada geográficamente, con una muy buena situación financiera y competitiva, así como con la mejor gestión histórica del sector. No parece descabellado pensar en retornos anuales de doble dígito en este negocio, sin necesidad de que la actividad se acerque a sus máximos históricos de 2012-2013 (cosa que, en cualquier caso, podría producirse en los próximos años gracias a la ausencia de inversiones en los últimos años y al descenso de la capacidad mundial). En los últimos meses ya estamos asistiendo a un repunte en el sector después de 4 años muy complicados, y vemos bases sólidas para que esta tendencia continúe. Lo mejor es que incluso equivocándonos en esta parte de la tesis, **TGS** sigue siendo una inversión sólida y con buenos fundamentales.



**Bpost** es la compañía postal de Bélgica que sigue controlada por el gobierno pero que ha profesionalizado e internacionalizado su gestión. La última aventura en EE.UU. con la compra de Radial, un gestor de la logística de ecommerce, les ha pasado una mala pasada y el valor ha caído con fuerza. La continua caída del volumen transportado en la red postal se compensa por subidas en precio (según una fórmula que intenta mitigar el impacto en los resultados) y por el continuo incremento del volumen de paquetería. Esto hace que **Bpost** pueda generar una inmensa cantidad de flujo de caja que mayoritariamente reparte en dividendos y sigue haciendo compras para seguir aumentando el valor que aportan en el mundo del transporte por tierra.



Compañía irlandesa con raíces en las cooperativas ganaderas del sector lácteo del país. A lo largo de los últimos 15 años se ha transformado en una compañía líder con tres principales negocios cuyo nexo es la extracción de proteínas de la leche a partir del suero de la misma, un subproducto en la fabricación del queso. Es líder en segmento de nutrición deportiva, la categoría con mayor crecimiento en consumo estable según Euromonitor en la última década (11% TACC). Mantiene una sólida posición en el segmento de proveedor de ingredientes (p.e. para nutrición infantil) que es un subsegmento muy atractivo dentro del sector de alimentación (expuesto a las tendencias de reformulación de recetas con menos aditivos, enriquecimiento de alimentos y es agnóstico a marcas blancas) que mantiene crecimientos estables y resilientes de alrededor del 4%. Por último **Glanbia** es el mayor proveedor de queso cheddar en EE.UU., ésta actividad es muy estable en caja por la fórmula de ajuste de precios en los contratos con los ganaderos, la actividad es totalmente necesaria y subsidiaria los negocios principales de nutrición deportiva e ingredientes.

Después del profit warning de Julio, centrado en el negocio de nutrición deportiva en los mercados internacionales la acción ha sufrido un derating que no refleja los fundamentales del negocio, y el mercado prácticamente le asigna valor nulo a este negocio. Vemos a una compañía gran generadora de caja (EUR 250mn normalizado, y FCF/EV 2022 de un 10%), con un balance muy sólido (2x ND/EBITDA) como una anomalía de valoración que debe resolverse en los próximos meses, más aun teniendo en cuenta que el equipo directivo es consciente y tiene la voluntad de aflorar valor en un negocio de calidad por el que el mercado no le asigna valor. Ahora mismo en un entorno de múltiplos elevadísimos de las empresas de consumo estable y nutrición, **Glanbia** nos parece una joya escondida que aunque está experimentando algunos problemas que podrían continuar a corto plazo, cotiza a un precio absurdo que no se acerca al valor real de su negocio, y si el mercado sigue empeñado en ignorarlo no nos extrañaría que un tercero aparezca para poner este valor sobre la mesa, como ya ha pasado en numerosas ocasiones en casos similares.

## 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](http://www.bbvaassetmanagement.com)

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