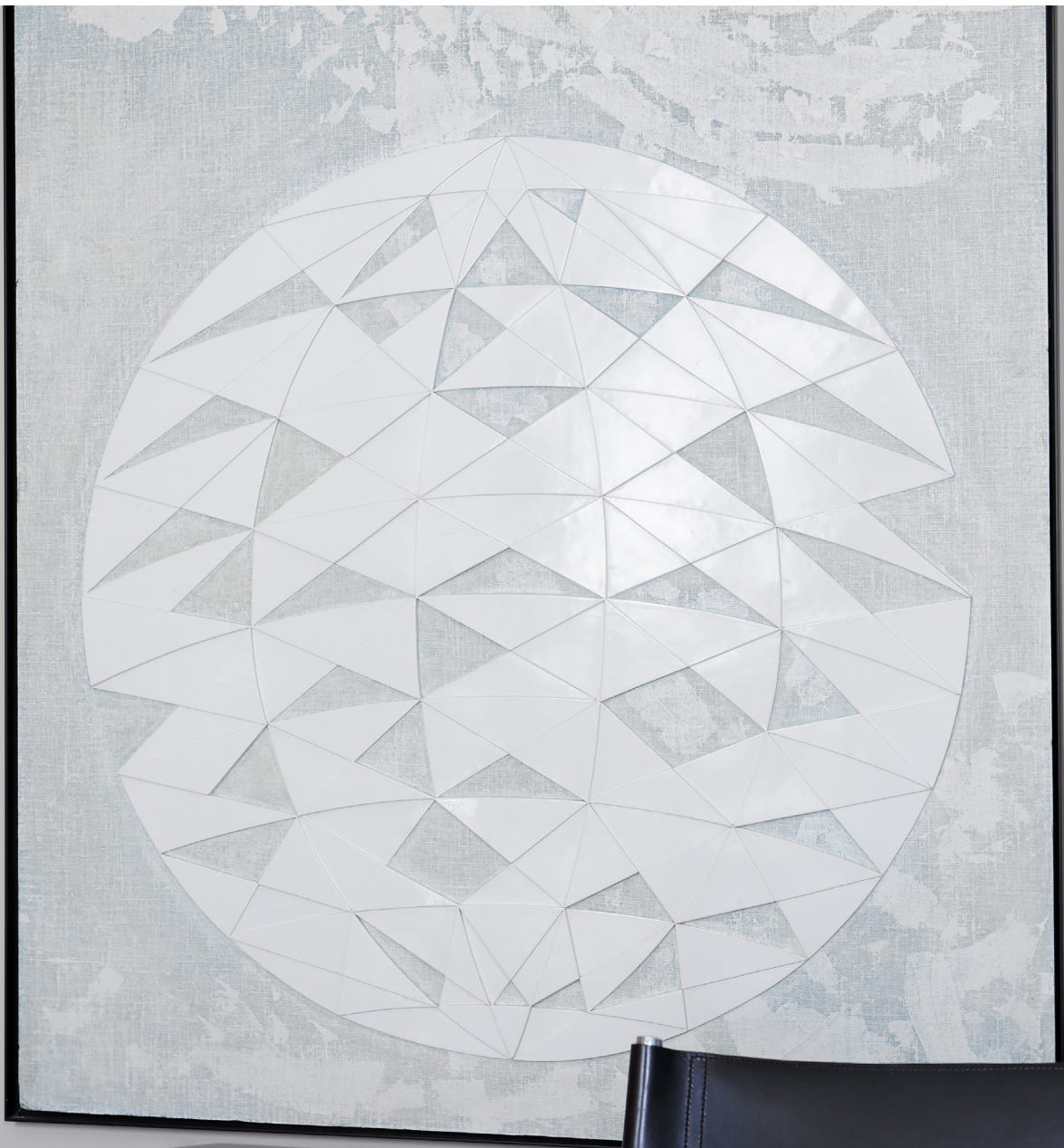




Comentario Invexcel Patrimonio

Octubre 2015

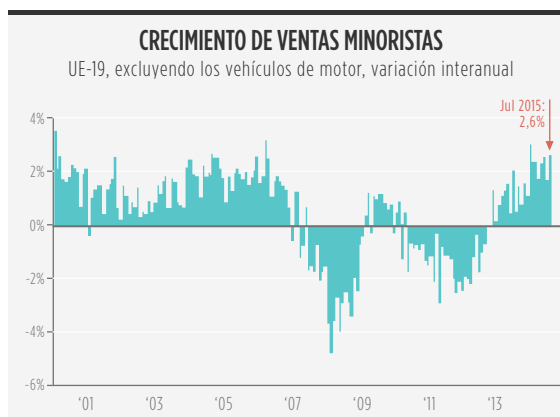
*El Impredecible Factor Humano II (El Rebote)
“Back to basics”*



Cuando los mercados reaccionan a sentimientos y no a sucesos objetivos, es esencial no dejarse llevar por aquellos y, revisando la validez de las razones por las que se invirtió en ciertas compañías, no utilizar la bola de cristal. Y en estos últimos meses esta regla ha sido de particular utilidad. Octubre cierra como el mes más alcista desde hace seis años en Europa, después de haber sufrido en agosto y en septiembre los retrocesos más importantes de los últimos tres y EEUU se ha comportado de una manera muy similar. Por ello, España o EEUU han podido recuperar este mes su punto de partida de 2015, con Europa algo por delante y Emergentes algo por detrás.

Las fuertes revalorizaciones registradas por las bolsas no responden a una súbita mejora de la situación económica global. Es más, los últimos datos publicados confirman una leve ralentización del crecimiento mundial, aunque ya no parece que el mundo vaya a entrar en la inminente recesión que algunos auguraban hace semanas. Por su parte, los resultados empresariales del tercer trimestre del año, que reflejan las operaciones durante el verano, tampoco indican que las ventas de las compañías se hayan desplomado súbitamente, si bien se dan ciertas rebajas en las estimaciones. Europa se está beneficiando de una moneda débil en sus exportaciones, y sus importaciones no están siendo especialmente castigadas, gracias a la caída de las materias primas de la que es neto importador.

En nuestro continente se aprecia un ritmo más vivo de ventas como novedad más relevante frente a trimestres anteriores. Carrefour, muy representativa de la evolución de las ventas al por menor en Francia, España e Italia, ha registrado crecimientos mayores que en la primera mitad del año.



En la presentación de resultados de los tres grandes bancos que operan en el mercado minorista norteamericano (Wells Fargo, Bank of America y Citigroup), se aprecia un sano crecimiento de la economía en EEUU. Los

depósitos bancarios crecen a un ritmo de dígito medio y los préstamos lo hacen a un ritmo algo superior, próximo al doble dígito. Cuando los préstamos crecen a un ritmo superior a los depósitos suele ser un buen momento para iniciar una subida de tipos, tal y como ambiguamente apuntaron responsables de la Reserva Federal.

En este entorno, **Finlovest**, con presencia tanto en Europa como en América, ha obtenido en octubre **una revalorización del 5,7% frente al 5,5% registrado por su índice de referencia**. Y en el acumulado anual, Finlovest acumula una rentabilidad del 5,0% frente al 4,2% del *benchmark*.

Por su parte, **Excel Equities** ha registrado una subida del **8,4% en octubre frente al 6,9% obtenido por su referencia**, el MSCI Europe, estando ambos prácticamente empatados en su rentabilidad acumulada de 2015 con un **5,6% y 5,7%**, respectivamente. Esto es particularmente relevante teniendo en cuenta que aproximadamente un tercio de las inversiones de Excel Equities se centran en España, contra apenas un 5% del índice paneuropeo. Por su parte el Ibex 35, este año y hasta la fecha, se mantiene en tablas.

RENTABILIDADES OCTUBRE Y YTD 2015

	Octubre	2015
IBEX	8,38%	0,79%
MSCI Europe	6,86%	5,67%
S&P 500	8,30%	0,99%
MSCI Emergentes	8,00%	-2,15%
Finlovest	5,67%	4,97%
Excel Equities	8,37%	5,59%

En Invexcel Patrimonio hemos seguido nuestro “*business as usual*”. Abogamos por no ceder a

las emociones negativas de los mercados, sin dejarnos llevar por la euforia. Por lo tanto, hemos mantenido estables nuestras exposiciones a renta variable pero incluyendo en cartera, o incluso aumentado posiciones, en varias compañías. Vamos a extendernos en dos de ellas que son claro ejemplo de la aplicación de la inversión *value* en nuestra actividad.

ArcelorMittal: Primer productor mundial de acero con 2/3 de sus ventas en mercados desarrollados. El precio de la acción se ha desplomado un 45% en 2015 debido a la caída de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la economía china. La compañía lleva cuatro años implementando un importante plan de reestructuración y desapalancamiento centrándose en mercados y productos de alto valor añadido, lo que le ha permitido ser a día de hoy unos de los productores más eficientes del planeta. Controlada por la familia Mittal, tras la crisis sufrida en el periodo 2008-2011, han sabido reinventarse y realizar un acertado plan de inversiones con la vista puesta en el largo plazo y no en los resultados inmediatos. Somos conscientes de que el sector seguirá sufriendo altibajos a corto y de que los próximos trimestres pueden ser complicados (debido entre otras cosas al exceso de capacidad) pero estamos convencidos del potencial de la compañía, y cotizando a 1/3 del valor tangible de sus activos, el mercado reconocerá su potencial vía precio de la acción a poco que se normalice la situación del sector.

Sonae: Conglomerado portugués controlado por la familia Azevedo que opera en el sector de la distribución, nº 1 en alimentación, electrónica y deporte en Portugal. Además tiene intereses en el sector de las telecomunicaciones (accionista de control del segundo operador de Portugal) e inmobiliario (dueño del 50% de Sonae Sierra, propietario/gestor de centros comerciales en 17 países). Cotiza en un mercado que no está de moda

entre los inversores y no es un valor muy seguido por los analistas. Si tenemos en cuenta el valor real de mercado de sus activos inmobiliarios, y no el contable, es una compañía con un muy favorable ratio de endeudamiento sobre activos. Solo el valor combinado de sus activos en telecomunicaciones, sector inmobiliario y distribución de electrónica, deportes y ropa, justifica el precio de la acción, con lo que prácticamente nos están “regalando” su principal negocio, la actividad de distribución alimentaria, con un 25% de cuota de mercado en Portugal, ventas de €3.500 millones y un beneficio operativo de €250 millones anuales. Razonable endeudamiento y clara diferencia entre valor y precio, justifican nuestro interés por la compañía.

La volatilidad exagera las ineficiencias del mercado y con ello se nos presentan muy buenas oportunidades, como las comentadas anteriormente. Para aprovecharlas es necesario hacer lo posible para dejar de lado el ruido que hacen los políticos, banqueros centrales y el “análisis” continuado de periodistas y analistas de bancos de inversión. Disciplina y cabeza fría.

