

CE Borsa USA, confiança en el model

5 d'abril, 2018

Estils d'inversió

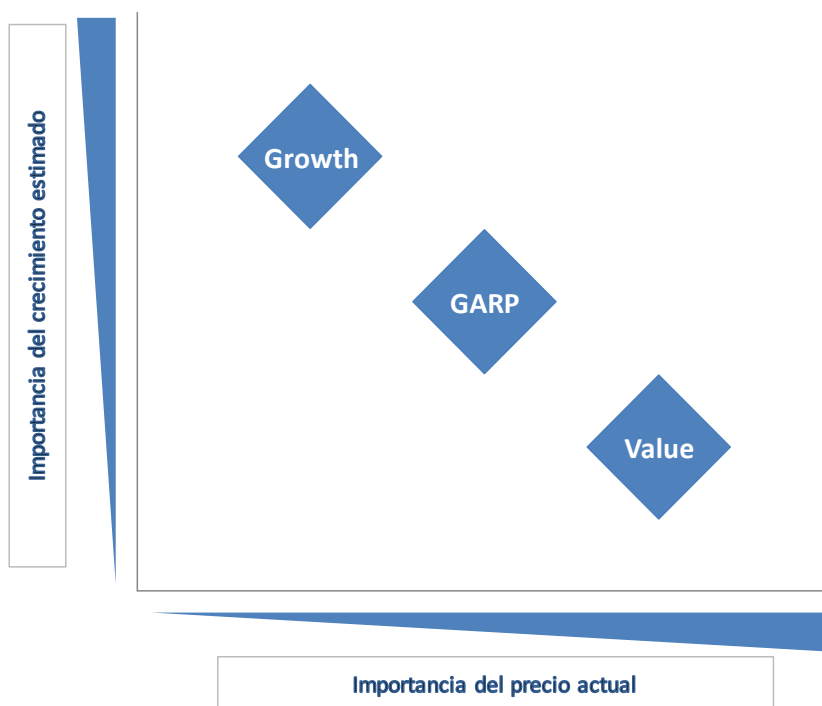
La primera decisió que ha de prendre tot inversor és decidir com vol invertir. El primer pas en aquest procés és determinar si confia en l'anàlisi tècnica, és a dir la interpretació de gràfics de preus d'accions, o en l'anàlisi fonamental, és a dir estudiar en profunditat les companyies. El segon pas és determinar l'horitzó d'inversió. Des de Caixa d'Enginyers Gestió considerem que la millor opció per donar valor als nostres partícips és prendre les nostres decisions d'inversió com si compréssim tota la companyia, en definitiva, coneixent tots els detalls de la companyia i la indústria que poden afectar-li pensant en el llarg termini. Sota la perspectiva de l'anàlisi fonamental i de llarg termini existeixen dos grans estils d'inversió:

- *Value*: El principal atractiu d'aquestes companyies es troba en la diferència d'estimacions en relació a l'evolució de la rendibilitat a mitjà termini i el seu impacte en el preu de les accions.
- *Growth*: El principal atractiu d'aquestes companyies es troba en la capacitat de fer créixer els seus beneficis en proporcions elevades.

Els fons de Caixa d'Enginyers Gestió es basen en un punt intermedi entre aquests dos estils conegut com la filosofia GARP (*Growth at Reasonable Price*). D'aquesta manera es balancegen els principals riscos d'inversió que subjauen en els estils value i growth sense menyscabar la rendibilitat final. Els aspectes més destacats d'aquest estil d'inversió són:

- Cerca de creixement sostenible gràcies als seus avantatges competitius
- Ajustar el preu a pagar al creixement
- Horitzó de llarg termini per crear valor dia a dia

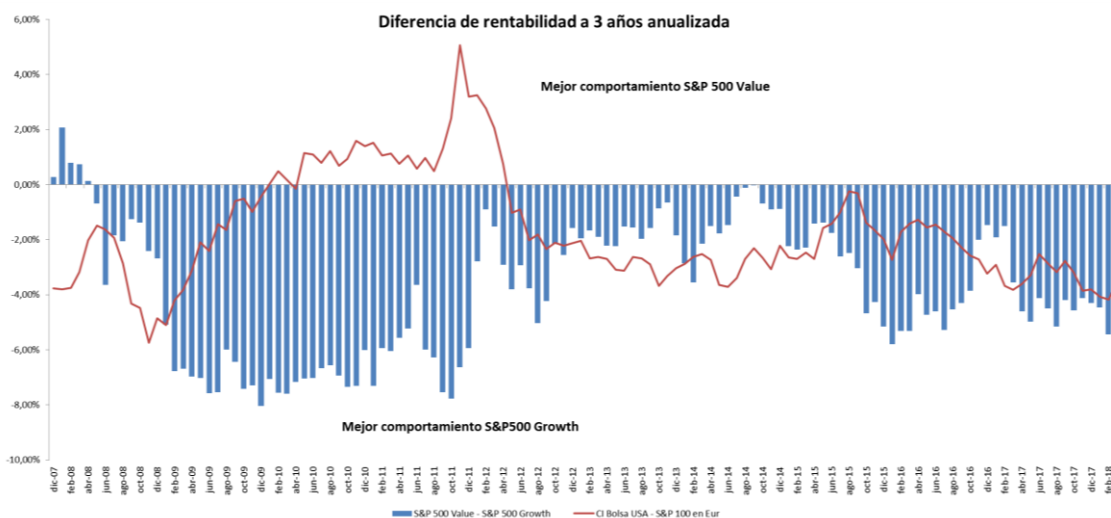
Els diferents estils es podrien classificar de la següent manera:



Evolució del mercat USA

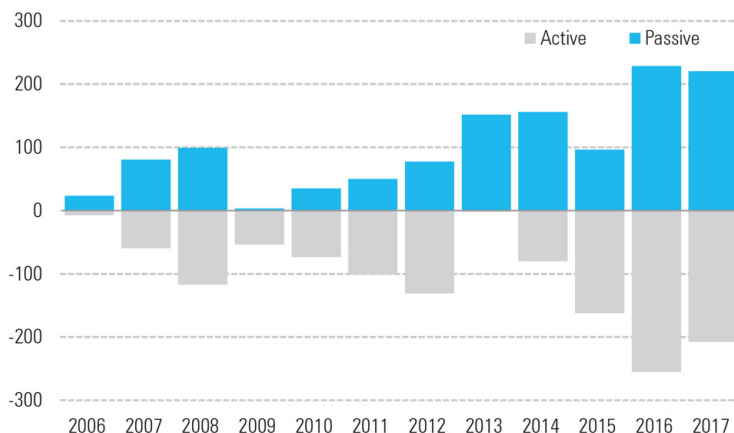
Després de la crisi de 2008, amb un entorn de baixa inflació i baix creixement el focus del mercat es va situar sobre aquelles que mantienien un perfil *growth*, companyies amb alts creixement encara que també amb valoracions més exigents, enfront d'aquelles que mantenen un perfil *value*, companyies tradicionalment capdavanteres de l'economia amb creixements similars al PIB i valoracions més atractives.

En aquell entorn, les oportunitats d'inversió en el segment growth abundaven; no obstant això, les preferències del mercat per aquestes companyies van ser més enllà del que considerem raonable, desafiant un dels pilars de la nostra filosofia: **pagar un preu just pel creixement**. La falta d'alternatives *growth* a preu raonable va introduir un biaix *value* en la composició del fons que, de moment, no ha ofert els resultats esperats.



En els últims tres anys, aquesta tendència s'ha vist potenciada per dues situacions que han afectat a un altre dels nostres pilars, **una diversificació adequada**. En primer lloc, el transvasament de fons des de la gestió activa, aquella que busca generar valor a través de diferenciar-se de l'índex, cap a la gestió passiva, aquella que simplement inverteix en l'índex, genera una acumulació de capitals en les posicions presents en els índexs. En segon lloc, l'atracció per les companyies de tecnologia ha propiciat que aquestes copin les principals posicions en els índexs i liderin el mercat. En el context actual, una diversificació adequada pot ser un llast però és important assumir que **situacions excepcionals no es mantindran per sempre** ja que el final d'aquestes sempre és abrupte i intentar predir quan succeirà està fora del nostre abast. En aquest moment, els beneficis de la diversificació apareixeran:

Active vs. Passive U.S. Equity Flows (\$ Billion)



Source: Morningstar Direct Asset Flows

Desenllaç enfront de procés d'inversió

Tota situació vital que finalitza amb un esdeveniment mesurable podem dissecar-la en dues parts: procés i desenllaç. El procés és la metodologia emprada per aconseguir una fi mentre que el desenllaç és el resultat final. Un bon procés augmenta les probabilitats d'obtenir un bon desenllaç; no obstant això, un bon desenllaç es pot deure a les habilitats del gestor, a la sort o a una sèrie de factors aleatoris que estan fora del nostre control.

Des de Caixa d'Enginyers Gestió estem convençuts que el més important és centrar-se en allò que podem controlar per incrementar les nostres possibilitats d'obtenir bons resultats. És a dir, aprofundir en el coneixement de les companyies, entendre amb major claredat les dinàmiques globals i estudiar sense descans nous matisos de valoració que permetin evolucionar una filosofia d'inversió sòlida i consolidada.

El nostre procés d'inversió ens permet interpretar la aleatorietat dels mercats i poder prendre decisions racionals sense deixar-nos guiar pel desenllaç final.

En quin tipus de companyies invertim

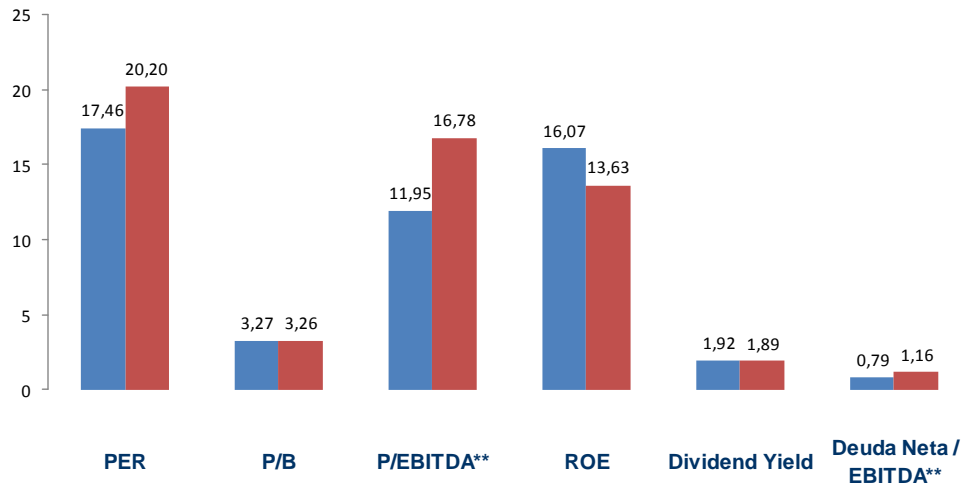
Com a mostra de la nostra aproximació GARP a la inversió analitzarem dues companyies que mantenim en cartera: Supernus Pharmaceuticals i Williams-Sonoma.

Supernus podria ser considerada una empresa *growth*. Es centra en les malalties amb pocs pacients o bé tractament no convencionals que s'enfoquen a un nínxol de pacients que no fan rendible l'entrada de genèrics. Supernus únicament té 2 medicaments en comercialització Trokendi XR i Oxtellar XR, tots dos destinats a tractar l'epilèpsia, però es tracta dels dos medicaments amb millor acceptació del mercat i amb aplicacions addicionals, per exemple per combatre la migranya, que li permetrà ampliar el nombre de prescripcions. Quant als medicaments en estudi, Supernus està treballant sobre malalties del sistema nerviós com el trastorn bipolar, el dèficit d'atenció o l'agressivitat impulsiva des d'un enfocament innovador que els permetrà créixer ràpidament sense atreure la competència de les empreses de genèrics. Per exemple, no existeix cap medicament aprovat per la FDA contra l'agressivitat impulsiva o l'aplicació de medicaments no estimulants per tractar el dèficit d'atenció ocupa el 92% del mercat mentre que el desenvolupament de Supernus es basa en una millora de l'eficàcia en medicaments no estimulants que pugui copar el 8% dels casos en els quals no sigui viable l'aplicació estàndard. Supernus aconsegueix un ROE del 25%, no té deute i estimem un creixement del benefici per als propers cinc anys del 20% anualitzat, per tot això cotitza a 34x PER.

Williams-Sonoma podria ser considerada una empresa *value*. És el líder minorista multicanal de productes d'alta qualitat per a cuines, dormitoris i banys a Estats Units. Els productes per a la llar inclouen bany i magatzematge, roba de llit, utensilis de cuina, mobles, il·luminació i vaixel·la. La companyia opera a través de tendes pròpies (49% vendes) i direct-to-consumer business (51% vendes), on s'inclou la venda a través de catàleg i venda online, el seu principal motor de creixement i més rendible. De fet, Williams-Sonoma ha reduït la seva base de tendes en un 8% des de 2009 però les seves vendes han crescut. Per recolzar el creixement del seu negoci online, Williams-Sonoma està invertint en tecnologia i aprofitant les dades de clients multicanal per millorar l'experiència de compra. Està invertint en marques d'alt creixement i més noves (particularment West Elm) i continua expandint ràpidament el seu abast global a través de relacions de franquícia, ben aprofundint en les existents o ben creant noves, i altres oportunitats. Williams-Sonoma aconsegueix un ROE del 20%, té caixa neta i estimem un creixement del benefici per als propers cinc anys del 3.5% anualitzat, per tot això cotitza a 14x PER.

Situació actual CE Borsa USA

Tot i que els resultats obtinguts últimament no són els esperats, no hem perdut gens de convicció en què el procés és l'adequat i que els bons resultats apareixeran tard o d'hora. Així, el posicionament actual de la cartera ens ofereix l'oportunitat d'estar invertits en companyies amb ràtios de rendibilitat superiors al mercat, menys endeutades i a preus més atractius.



	PER	P/B	P/EBITDA**	ROE	Dividend Yield	Deuda Neta / EBITDA**
CI Bolsa USA	17,46	3,27	11,95	16,07	1,92	0,79
S&P 100*	20,20	3,26	16,78	13,63	1,89	1,16

* Datos obtenidos del ETF iShares S&P 100 Index Fund a 28/02/2018
** Datos excluyendo valores financieros

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió del mateix, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat de les mateixes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers al fet que es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni àdhuc citant les fonts, salvo amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.