

Europa, valor i GRANOLAS

17 de juny de 2020



En un món globalitzat resulta complicat que indústries que competeixen en preu i no en qualitat puguin tenir èxit, especialment si operen en països amb elevats costos de producció en relació amb la resta del món i, especialment, amb els països emergents. En aquest sentit, Europa va començar el segle amb una exposició elevada a sectors intensius en capital els quals han perdut gradualment bona part dels seus avantatges competitius en detriment d'altres països o regions més competitius com poden ser la Xina o el Sud-est asiàtic.

D'altra banda, una de les grans tendències del segle XXI ha estat la revolució tecnològica, on el focus del capital ha passat d'estar dels actius físics als actius intangibles. Aquesta transició cap a la digitalització econòmica i sectors amb una major influència de la propietat intel·lectual ha deixat al continent europeu despreviut i, a causa dels baixos nivells d'emprenedoria i conformitat amb l' estatus quo actual, s'ha quedat clarament ressagada en termes de lideratge empresarial en detriment dels Estats Units i, més recentment, de la Xina.

Tot l'anterior ha provocat profunds canvis estructurals des de tots els angles econòmics, sent els mercats d'accions i, en particular, la composició dels índexs d'accions, un dels més afectats. Així, durant les últimes dècades el desenvolupament dels principals índexs de renda variable nord-americana i europea ha estat radicalment diferent, destacant el lideratge de les accions nord-americanes enfront de la resta, incloses les europees. Si bé existeixen diversos motius que expliquen tal comportament, la diferència en

termes d'exposició a sectors tradicionals i sectors lligats amb el canvi tecnològic ha exercit un paper fonamental en els retorns històrics obtinguts pels mercats de renda variable. No obstant això, considerem que continuen existint nínxols de mercat en els quals les companyies europees es mantenen a l'avantguarda en termes de domini empresarial enfront d'altres continents, vegem alguns exemples.

Pel que respecta al sector Tecnològic, sens dubte el gran guanyador en el que portem de segle ha estat els Estats Units. Les conegudes FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft i Alphabet) han estat les protagonistes absolutes de l'última dècada, arribant a tenir una capitalització borsària de \$5,2 trilions al gener d'aquest any, equivalent al 19% del S&P 500, que compara amb \$3,7 trilions de capitalització borsària del EuroStoxx 50 en el mateix mes. Malgrat la clara supremacia nord-americana, el sector tecnològic té la característica de comptar amb molts 'angles' i un factor comú: la majoria d'aquests 'angles' són monopolis o oligopolis. El principal motiu d'aquesta característica és que les principals fosses econòmiques que emanen d'aquest sector (efecte xarxa i cost de canvi entre altres) tendeixen a provocar un escenari on el guanyador acapara (gairebé) tot el mercat. Gràcies a això, alguns segments tecnològics han estat i continuen sent liderats de manera clara per companyies europees. És el cas de la indústria de software de Planificació de Recursos Empresarials (ERP) el domini dels quals ho acapara la companyia alemanya SAP, la indústria de maquinària de fabricació litogràfica necessària per a la producció de semiconductors el lideratge dels quals depèn en exclusiva de la companyia holandesa ASML o la indústria de Sistemes Globals de Distribució turístics (GDS) en la qual la companyia espanyola Amadeus manté la superioritat enfront de la resta de competidors.

Un altre dels sectors destacats és sector salut europeu en el que com en el nord-americà tenen un pes relatiu del 14% dins del corresponent índex Bloomberg 500, el qual engloba les 500 companyies més importants de cada regió (Europa i els Estats Units). La salut resulta un sector de vital importància per a l'ésser humà perquè pot millorar o allargar la vida del pacient pel que molt probablement compta amb un vent de cua que romandrà en el llarg termini. A més, el sector farmacèutic és capaç de generar valor degut al seu alt grau d'innovació així com per les patents, l'escala i la recurrència, que protegeixen l'evolució del model de negoci. Fruit d'aquestes característiques, les empreses farmacèutiques solen comptar amb marges molt elevats així com amb ràtios de retorn (per exemple, el ROIC) de primera categoria. En aquest sentit, companyies europees líders en els seus respectius camps de medicina com Novo Nordisk (diabetis, Dinamarca) o Roche (oncologia, Suïssa) han estat capaces de generar un rendiment superior al dels índexs nord-americans durant els últims 20 anys.

Un altre dels sectors eminentment europeus i d'on es pot extreure valor afegit és el del consum de productes de luxe, la seva història i el seu llegat permeten explotar la intangibilitat de les marques. D'acord amb la llista de les 100 marques més poderoses del món elaborada per Forbes, 6 d'aquestes pertanyen al sector del Luxe, totes tenen el seu origen en el Vell Continent (Louis Vuitton, Gucci, Hermès, Cartier, Rolex i Chanel) i totes elles pertanyen a companyies radicades a Europa com LVMH, L' Oreal o Kering. De fet, d'acord amb McKinsey, més del 40% de la producció mundial d'articles de luxe es realitza a Itàlia. D'altra banda, moltes d'aquestes marques neixen a mitjan segle XVIII amb el que replicar la seva identitat és pràcticament impossible. Aquest tipus de companyies creixen tant per l'increment en termes absoluts del nombre de persones que passen a formar part de la classe mitjana en països emergents –especialment a la Xina- com pel desig aspiracional de comunicar l'estatus al qual el portador de la marca pretén que se'l relacioni -un factor que ha cobrat especial rellevància amb l'aparició de les xarxes socials-.

Si bé és cert que Europa manca d'empreses considerades de "creixement" com les FAANG també ho és que els índexs han canviat radicalment durant els últims anys compassant els canvis tendencials que es produeixen en l'economia real. Així, fa 20 anys, les 10 companyies més grans d'Europa per capitalització borsària eren empreses de telecomunicacions, bancs i petroleres. Actualment no hi ha cap companyia que formi part d'aquests sectors entre el Top10 dels principals índexs de renda variable. D'altra banda, 10 companyies dins de l'índex EuroStoxx 600 han aconseguit acumular el major pes relatiu dins de l'índex de les últimes dècades. Tot això ens porta a parlar del terme encunyat per Goldman Sachs: les GRANOLAS.

Les GRANOLAS són les 11 companyies europees més grans per capitalització borsària (Glaxosmithkline, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oreal, LVMH, Astrazeneca, SAP i Sanofi). Aquestes companyies comparteixen 3 característiques: (i) tenen balanços relativament sòlids, (ii) uns ingressos relativament recurrents i superiors als de la mitjana del mercat i (iii) ofereixen bons rendiments de dividends. Com pot observar-se en el següent quadre, les mètriques d'aquestes companyies són clarament superiors a les de l'índex de referència.

	Sector	ROIC	ROE	ROA	Marge brut	Marge EBITDA	Marge Neto	ND / EBITDA 2021e	RPD (%)
GLAXOSMITHKLINE	Farmacèutic	17,5%	62,9%	7,3%	64,9%	27,2%	13,8%	1,8	4,8%
ROCHE	Farmacèutic	34,2%	44,7%	16,7%	70,1%	35,0%	22,0%	-0,2	2,8%
ASML	Tecnològic	18,5%	21,5%	12,0%	44,7%	27,8%	21,9%	-0,4	0,8%
NESTLE	Béns de consum	16,2%	23,1%	9,5%	49,8%	21,3%	13,6%	1,5	2,6%
NOVARTIS	Farmacèutic	11,5%	24,7%	9,3%	70,4%	29,4%	24,1%	0,5	3,5%
L'OREAL	Luxe	17,3%	13,3%	9,1%	73,0%	24,3%	12,6%	-0,8	1,6%
LVMH	Luxe	18,5%	20,8%	8,4%	66,2%	30,5%	13,4%	0,8	1,3%
ASTRAZENECA	Farmacèutic	9,1%	14,3%	2,6%	79,8%	27,6%	5,5%	1,3	2,6%
SAP	Tecnològic	12,6%	14,2%	6,9%	69,7%	27,6%	12,1%	0,5	1,4%
SANOFI	Farmacèutic	3,8%	4,8%	2,5%	68,2%	17,8%	7,5%	0,8	3,6%
AVERAGE		15,9%	24,4%	8,4%	65,7%	26,8%	14,6%	0,6	2,5%
EUROSTOXX 600		4,1%	8,5%	1,0%	30,6%	15,3%	5,8%	3,6	3,0%

Font: Bloomberg

D'altra banda, com hem anat desgranant al llarg del present informe, 10 de les 11 companyies que conformen el terme GRANOLAS poden ser englobades en els 3 sectors descrits: farmacèutic, tecnològic i luxe. Des de Caixa d'Enginyers Gestió creiem fermament que malgrat la idiosincràsia en la composició dels índexs de renda variable europeus, existeixen suficients oportunitats en companyies líders europees que amb tota probabilitat seran capaços de beneficiar-se de les principals tendències de creixement secular durant els pròxims anys, independentment del seu país d'origen.

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 d'aquest, 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 d'aquestes.

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 a 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 a què 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 fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.