

Posicionamiento carteras RV Fondos CIG

Enfoque cuantitativo

25 de Enero de 2022

Los mercados no han iniciado su andadura en 2022 de la mejor manera posible. Así, cuando la mayor parte del mercado abogaba por asignaciones elevadas hacia los activos de riesgo, éstos han tenido un comportamiento negativo en los primeros compases del año.

Aunque las causas que explican este comportamiento son de diferente índole, quizás la más significativa proviene de los movimientos en las curvas de tipos de interés a tenor del cambio en el tono comunicativo por parte de la Reserva Federal tras observar cómo los niveles de inflación siguen despuntando fuera de su zona de control. Luego fruto de estos aumentos en los rendimientos de los bonos se está produciendo una fuerte rotación de flujos desde los segmentos más abrazados por los inversores y que mejor comportamiento han tenido durante los últimos años, los activos de larga duración (entre ellos las acciones de crecimiento), hacia los segmentos más castigados, a la postre con menor duración (entre ellos las acciones con bajas valoraciones).

Este movimiento está provocando un fuerte rebalanceo en el mercado, hasta el punto que las últimas compañías, a pesar de tener un componente más cíclico, de menor calidad y en muchas ocasiones expuestas a variables exógenas a los propios negocios alcancen valoraciones incluso superiores a las propias que antes cotizaban las acciones de crecimiento.

Dado el estilo de inversión GARP, *growth at reasonable price* en sus siglas en inglés o crecimiento a precio razonable, que utilizamos en nuestras carteras, éstas se están viendo penalizadas por la rotación hacia compañías de menor calidad.

Sin embargo, un punto crítico es que la evolución de los fundamentales de las compañías no ha cambiado significativamente, y los fundamentales permanecen sólidos o muy sólidos. En nuestro caso, las compañías que conforman las carteras siguen experimentando una fuerte actividad, incrementando sus ventas y manteniendo los márgenes operativos en niveles sólidos gracias a su posición de liderazgo en sus respectivas industrias. Adicionalmente, una de las preocupaciones del mercado en la coyuntura actual, el impacto inflacionista dentro de las estructuras de costes de las compañías, debería verse mitigado por su capacidad de fijación de precios y por los niveles bajos o controlados de deuda.

Por tanto, uniendo el movimiento de rotación con la solvencia de los fundamentales, lo que se está produciendo es un proceso de *derating*, o de compresión de las valoraciones, abriéndose una ventana de oportunidad que, aunque no es agradable de experimentar, solidifican las expectativas de rendimiento para los próximos años.

Para verlo con mayor detalle, detallamos en formato tabla tanto los fundamentales como las valoraciones para nuestras estrategias de renta variable y las de sus índices de referencia:

	Promedio CdE	CI Environment ISR	CdE ODS Impact ISR	Fonengin ISR	CI Renta	CI Global ISR	CI Emergentes	CI Bolsa USA	CI Bolsa Euro Plus	CI Iberian Equity	MSCI World	MSCI Emerging Markets	S&P 100	Euro Stoxx 50	IBEX 35
ROIC (%)	19,5%	24,2%	23,2%	20,2%	19,9%	23,0%	15,9%	22,2%	19,0%	7,5%	14,8%	11,6%	9,2%	4,2%	4,3%
ROA (%)	11,2%	14,9%	14,0%	11,5%	7,4%	15,1%	12,3%	14,8%	4,7%	5,8%	2,3%	2,9%	3,8%	1,5%	0,9%
ROE (%)	35,2%	45,3%	39,0%	52,7%	19,0%	47,0%	23,7%	53,5%	22,2%	14,3%	14,7%	14,6%	20,9%	11,9%	10,2%
Margen Bruto	48,3%	58,3%	42,8%	42,9%	55,5%	61,7%	38,2%	36,4%	53,4%	46,1%	33,3%	27,5%	38,9%	36,3%	45,4%
Margen operativo	23,8%	28,7%	23,9%	25,6%	27,1%	28,3%	27,3%	24,1%	17,4%	12,2%	13,8%	13,5%	17,5%	17,8%	14,9%
Margen neto	19,1%	23,1%	17,5%	20,2%	22,1%	22,9%	22,7%	20,4%	13,4%	10,0%	10,4%	11,1%	14,2%	12,5%	10,1%
Deuda Neta/EBITDA	0,55	0,72	0,72	1,05	1,26	1,13	-0,70	0,36	0,39	0,05	0,93	0,33	0,58	3,44	5,41
Deuda Total/Activos Totales	23,3%	23,9%	23,5%	26,1%	27,9%	23,1%	12,3%	24,6%	26,7%	21,5%	22,9%	19,5%	25,0%	23,9%	31,2%
FCF Actual	3,32%	3,59%	3,35%	3,40%	3,62%	3,56%	2,58%	2,78%	3,46%	3,52%	3,48%	7,05%	3,24%	4,20%	3,19%
FCF Yield 2022	3,96%	4,28%	3,90%	3,90%	4,16%	4,29%	3,60%	3,28%	4,24%	4,02%	4,02%	7,40%	3,90%	4,50%	3,58%
FCF Yield 2023	4,60%	4,87%	4,42%	4,38%	4,89%	4,86%	4,40%	3,82%	5,05%	4,70%	4,55%	7,77%	4,43%	6,30%	3,80%
Crecimiento 2021	20,89%	21,31%	19,75%	12,44%	20,01%	24,46%	25,30%	20,06%	23,12%	21,53%	9,29%	11,77%	12,71%	17,80%	8,97%
Crecimiento 2022	13,93%	13,39%	12,37%	7,78%	14,18%	13,02%	21,33%	12,53%	14,96%	15,81%	5,12%	6,00%	7,76%	9,80%	12,07%
Crecimiento 2023	10,30%	11,08%	9,30%	6,07%	10,38%	10,95%	17,04%	10,50%	10,26%	7,15%	4,29%	5,37%	6,20%	6,30%	6,34%

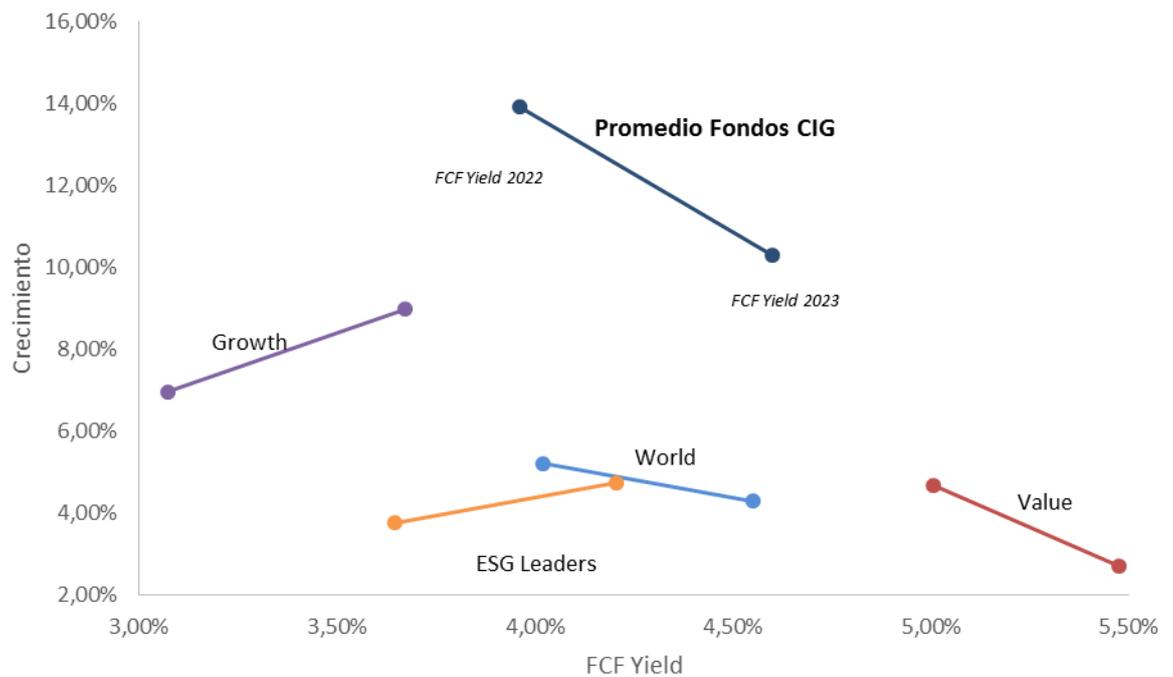
Fuente: Caja Ingenieros Gestión con datos de Bloomberg a 24.01.2022. Exceptuando el Ibx-35, se utilizan ETFs representativos a efectos comparativos para los benchmarks.

Como vemos en la anterior tabla, se pueden extraer 3 principales conclusiones:

- **Nuestros modelos de negocio son superiores.** Si observamos el promedio de nuestras carteras, como norma general éstas operan con mejores márgenes y mayores rentabilidades que sus universos de inversión.
- **La calidad financiera es netamente mejor.** A nivel de apalancamiento financiero, las compañías que conforman las carteras tienen niveles de deuda claramente inferiores con respecto a sus índices de referencia. A parte de la mayor flexibilidad que ello otorga, es precisamente en periodos de estrés como el que experimentamos durante la pandemia dónde este punto se pone claramente de relieve.
- **El crecimiento de los negocios es muy superior al promedio del mercado.** Los negocios se siguen beneficiando de diferentes vientos de cola gracias a estar inmersos en diferentes tendencias de crecimiento secular.

El punto más discutible y que nos hemos estado enfrentado durante los últimos trimestres son las valoraciones. Obviamente, al tratarse de negocios superiores, éstos deben de tener asociadas primas en la valoración. No obstante, recalcar que aunque estas primas en sus valoraciones alcanzaron máximos durante la segunda parte de 2021, han iniciado desde entonces, un proceso de caída hasta los niveles actuales.

Para poner de relieve los puntos anteriores creemos interesante utilizar un gráfico de dos dimensiones, siendo una dimensión el crecimiento de ingresos y la otra el rendimiento por flujo de caja, y en el que se observa como el promedio de carteras de Caja Ingenieros cotiza con un binomio valoración/crecimiento netamente superior al que cotiza el promedio de mercado. Como ejemplo, el rendimiento por flujo de caja del año 2023 para el promedio de fondos de CIG es del 4,60% con un crecimiento esperado en ventas del 10%, frente al rendimiento del 4,55% y crecimiento del 4,3% para el conjunto de mercado (MSCI World):



Fuente: CI Gestión con datos de Bloomberg. Cada color indica un índice diferente, siendo cada uno de los puntos representativo del FCF Yield y Crecimiento de ingresos esperado de dicho índice en el año 2022 y 2023 respectivamente. El punto más hacia la izquierda de cada color indica el año 2022, mientras que el segundo punto indica el 2023. Los índices seleccionados son el MSCI World, el MSCI World Value, el MSCI World Growth y el MSCI World ESG Leaders respectivamente. El promedio de Fondos CIG indica el promedio de todos los fondos del grupo CdE.

Por otra parte y no por ello menos relevante, mantenemos unas métricas ASG en nuestros fondos que sobrepasan holgadamente las propias del conjunto de mercado medido como las compañías que integran el MSCI World:

Fondo	Calificación Externa	Ambientales			Buen Gobierno		Sociales		Impacto en los ODS	
	Sostenibilidad Morningstar	Huella carbono	Intensidad de carbono	Consumo agua	Independencia Consejo	Mujeres Consejo	Horas Formación	Rotación empleados	% Cartera Corporativa con Impacto positivo a los ODS	Cartera Corporativa con Impacto positivo a los ODS por cada millon de ingresos
Fonengin ISR, FI	★★★★★	52	52	763	84%	36%	31	11%	58%	105.859
CI Environment ISR, FI	★★★★★	16	28	3.239	85%	37%	25	11%	54%	100.976
CdE ODS Impact ISR, FI	★★★★★	35	35	3.440	84%	34%	28	9%	81%	165.831
CI Global ISR, FI	★★★★★	11	18	5.902	86%	38%	22	10%	51%	106.772
CI Renta, FI	★★★★★	69	73	158	85%	39%	23	11%	55%	160.219
CI Premier, FI	★★★★★	77	65	4.335	80%	35%	28	11%	65%	93.217
CI Bolsa Euro Plus, FI	★★★★★	14	14	103	87%	39%	20	11%	32%	79.572
CI Bolsa USA, FI	★★★★★	16	19	6.408	86%	35%	24	9%	44%	34.722
CI Iberian Equity, FI	★★★★★	82	73	1.554	70%	33%	22	11%	48%	63.946
CI Emergentes, FI	★★★★★	67	54	634	62%	17%	34	11%	37%	26.344
CI Fondtesoro, FI	★★★	19	23	529	77%	34%	24	9%	100%	26.686
Promedio CI Gestión	4,51	34	41	3.248	83%	36%	27	11%	54%	87.548
MSCI World Index	-	145	188	6.970	77%	31%	33	12%	60%	116.597

Fuente: Caja Ingenieros Gestión con datos a 31.12.2021

Finalmente, merece la pena destacar que el ruido sigue siendo muy alto, y las diferentes variables las cuales el mercado está poniendo el foco en la actualidad como por ejemplo el fin de las políticas expansivas no eximen de riesgo, especialmente teniendo en cuenta las otras muchas distintas amenazas que acechan la economía como pueden ser la propia pandemia, la desaceleración económica en China o el potencial frente bélico que se está desatando en Ucrania.

Con todo desde Caja Ingenieros Gestión mantendremos el foco en el equilibrio de las carteras, con el objetivo de seguir navegando en este entorno con escasa visibilidad y lleno de retos de la forma más exitosa posible, sin perder de vista nuestro objetivo de proteger el patrimonio de los partícipes y con la voluntad de componer el capital en el largo plazo a través de una aproximación socialmente responsable.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.