

Estilos de Inversión

Tradicionalmente, los agentes financieros han dividido en tres los estilos de inversión en renta variable: inversión en valor, inversión en crecimiento e inversión en calidad.

A grandes rasgos, la inversión en valor consiste en buscar compañías que cotizan con un descuento significativo respecto a su valor intrínseco. Las empresas que se engloban dentro de este estilo acostumbran a contar con valoraciones inferiores a su valor razonable y es ahí donde radica su atractivo. La inversión en crecimiento consta en buscar compañías que sean capaces de mantener un crecimiento de los ingresos notablemente elevado en términos relativos a lo largo del tiempo. Esta tipología de empresas suelen formar parte de sectores que cuenten con un crecimiento estructural (por ejemplo, la digitalización) o bien son compañías con capacidad disruptiva (Airbnb y la industria hotelera).

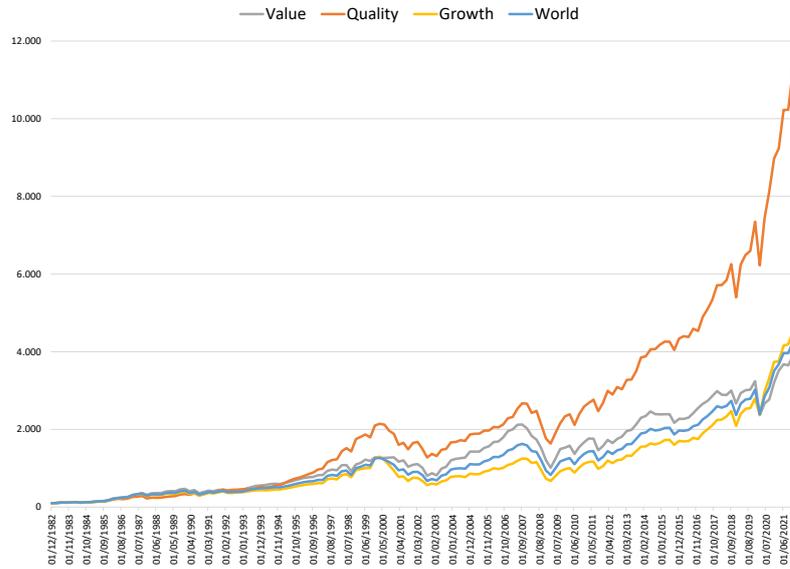
Por su parte, las compañías de calidad cuentan con modelos de negocio duraderos que se apoyan en barreras de entrada y ventajas competitivas sostenibles. Las empresas de calidad suelen tener unos márgenes y unos retornos sobre el capital invertido elevados, un bajo nivel de apalancamiento financiero y cierta descorrelación con el ciclo económico.

MSCI –uno de los proveedores de referencia a nivel mundial de índices de renta variable – ha elaborado la siguiente metodología para conformar los índices que conforman los tres estilos de inversión: MSCI Value, MSCI Growth y MSCI Quality.

	MSCI Value	MSCI Growth	MSCI Quality
Variable 1	Book value to price	Crecimiento a largo plazo del BPA	Return on equity (ROE)
Variable 2	12m forward earnings to price	Crecimiento a corto plazo del BPA	Crecimiento estable de los beneficios
Variable 3	Dividend yield	Crecimiento interno actual (ROE y payout ratio)	Apalancamiento financiero
Variable 4	-	Crecimiento histórico del BPA	-
Variable 5	-	Tendencia del crecimiento histórico de los ingresos por acción	-

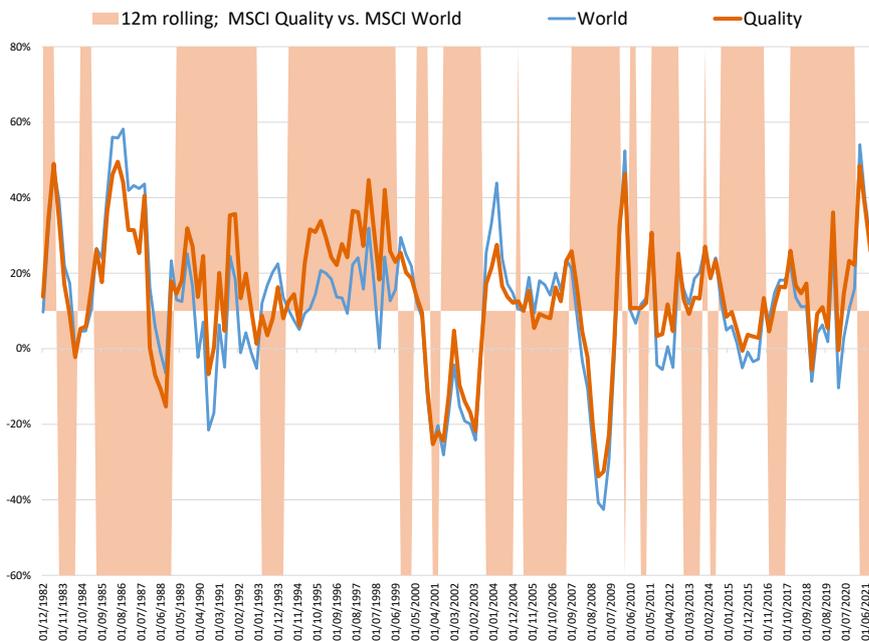
Para establecer qué estilo de inversión ha sido históricamente más atractivo en términos de riesgo retorno, analizaremos el histórico del comportamiento de los índices MSCI Value, MSCI Growth y MSCI Quality así como el del conjunto del mercado (MSCI World).

MSCI ha calculado el rendimiento histórico de los tres estilos de inversión desde diciembre de 1982 hasta el cierre de marzo de este año medido en dólares estadounidenses. Como es observable, el rendimiento neto anualizado desde entonces del MSCI Quality (12,5%) es claramente superior al del índice agregado (MSCI World, 9,9%) así como al del MSCI Growth (9,9%) y al del MSCI Value (9,8%).

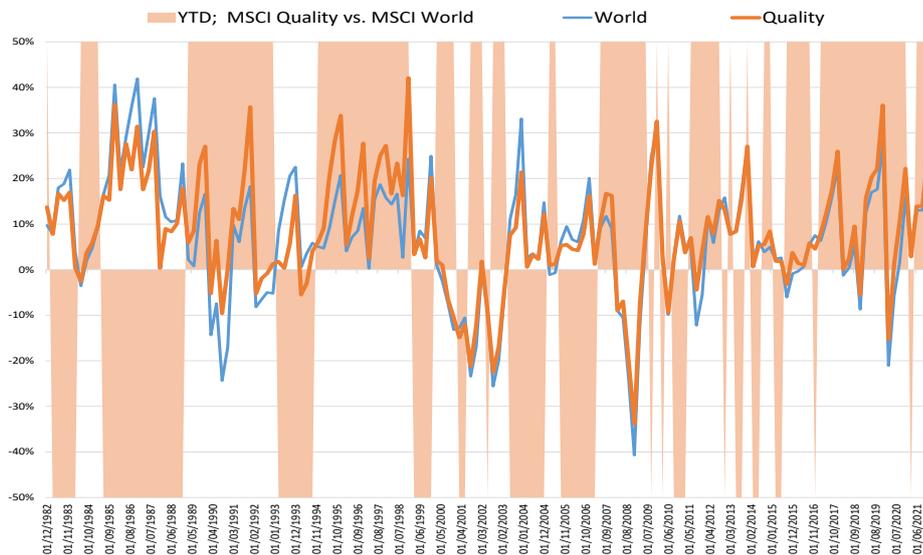


Además, en Caja de Ingenieros Gestión hemos analizado la consistencia del mejor comportamiento del índice MSCI Quality con respecto al MSCI World para evaluar los riesgos implícitos de este estilo de inversión con respecto al conjunto del mercado.

En el siguiente gráfico se muestra el rendimiento a 12 meses a cierre trimestral de estilo de inversión en calidad junto con el del índice agregado. Por otro lado, el área sombreada señala los períodos en los que el rendimiento a 12 meses a cierre trimestral del MSCI Quality ha sido superior o inferior al MSCI World. La conclusión es que el rendimiento a 12 meses del estilo de inversión en calidad a cierre trimestral ha superado al índice en el 62% de las ocasiones desde 1981.



Por otro lado, hemos querido analizar la consistencia en términos de rendimiento anual (YTD). En el siguiente gráfico se muestra el rendimiento en lo que va de año a cierre trimestral del estilo de inversión en calidad junto con el del índice agregado. En este caso, el MSCI Quality ha tenido un mejor comportamiento que el MSCI World en términos YTD en el 61% de las ocasiones.



Asimismo, el rendimiento a 3 años del estilo de inversión en calidad a cierre trimestral ha superado al índice en el 75% de las ocasiones durante el período analizado, en el 78% de las ocasiones a 5 años y en el 100% de las ocasiones a 10 años.

Por tanto, la conclusión es que el estilo de inversión en calidad obtiene unos rendimientos superiores al resto de estilos de inversión (valor y crecimiento) así como al índice agregado. Por otro lado, la inversión en calidad muestra una mayor consistencia –y, por tanto, un menor riesgo- tanto en términos anualizados como por lo que respecta al rendimiento en lo que va de año. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que el estilo de inversión en calidad ha tenido un comportamiento inferior al del índice agregado durante periodos relativamente amplios tales como el de 1985 al 1988 o el de 2003 al 2007.

Los motivos que subyacen detrás de este mejor comportamiento son variados y complejos. En Caja de Ingenieros Gestión, consideramos que existe un motivo que destaca por encima del resto y es la durabilidad del modelo de negocio.

Los negocios de calidad están protegido por barreras de entrada y ventajas competitivas que aseguran (i) la estabilidad y permanencia de la compañía a lo largo de los ciclos económicos y (ii) la obtención de un crecimiento, unos retornos y unos márgenes superiores a los del conjunto del mercado. En este sentido, merece la pena recalcar que, si bien en la metodología utilizada por MSCI para clasificar el estilo de inversión en calidad no incluye el crecimiento, nosotros lo consideramos una parte inherente dentro de los aspectos cuantitativos y cualitativos de las compañías de calidad.

En definitiva, el hecho de contar con un modelo de negocio resiliente y que crezca por encima del conjunto del mercado asegura un mejor comportamiento que el índice de referencia ya que, a largo plazo, el múltiplo de cotización pierde relevancia.

En este sentido, de acuerdo con un estudio realizado por Ash Park, un inversor podría haber pagado un PE de 281 veces por L’Oreal en enero de 1973 y haber batido al MSCI World hasta el cierre de setiembre de 2019 (año en que finaliza el estudio). De acuerdo con datos de Bloomberg, el crecimiento del Beneficio por acción de L’Oreal durante los últimos 20 años hasta el cierre de 2021 ha sido del 398% (8,4% anual) mientras que el del MSCI World ha sido del 320% (7,4%); consecuentemente, el rendimiento de la compañía francesa en el periodo (415%, 8,5% anual) ha sido mejor que el del índice (222%, 6,0% anual).

Durante los últimos 10 años, el MSCI Quality ha cotizado con un PE a 12 meses de 18,2 mientras que el MSCI World lo ha hecho a 16,0. Esta prima en la valoración, equivalente al 14%, está más que justificada dada la durabilidad del modelo de negocio de las compañías de calidad. Es lógico pensar que si una empresa determinada tiene una esperanza de vida mayor, el precio a pagar sea superior dado que el riesgo de valor terminal es menor. Además, en un entorno macro en constante cambio, la visibilidad a futuro de las compañías de calidad se contraponen con el pesimismo de los agentes financieros (inversores, analistas, etc.). Este hecho permite batir las expectativas del mercado de manera relativamente recurrente, justificando la prima en valoración.

Si bien la metodología cuantitativa utilizada por MSCI para filtrar las empresas de calidad nos parece correcta, en Caja de Ingenieros Gestión tratamos de incorporar estos y otros aspectos tanto cuantitativos como cualitativos con el objetivo de identificar las compañías de calidad.

Empezando por los aspectos cuantitativos, los principales parámetros que tenemos en cuenta a la hora de analizar las compañías son (i) los retornos, (ii) los márgenes y (iii) el apalancamiento financiero. Tal y como puede observarse en la siguiente tabla, las métricas agregadas de los diferentes fondos de inversión de Caja de Ingenieros Gestión son superiores a sus respectivos índice de referencia. Por tanto, a nivel cuantitativo, es posible afirmar que el agregado de las compañías que conforman los fondos de inversión de Caja de Ingenieros Gestión es de mayor calidad que las del conjunto del mercado.

Fundamentales carteras renta variable y mixtas

	Promedio CdE	Fonengin ISR	CI Environment ISR	CdE ODS Impact ISR	CI Renta	CI Global ISR	CI Emergentes	CI Bolsa USA	CI Bolsa Euro Plus	CI Iberian Equity
ROIC (%)	19,2%	25,7%	21,9%	23,2%	24,0%	21,6%	15,9%	12,0%	22,9%	5,6%
ROA (%)	9,2%	11,4%	13,1%	10,9%	4,8%	13,9%	9,6%	7,4%	5,8%	5,7%
ROE (%)	28,2%	50,2%	32,6%	33,7%	23,0%	32,5%	20,5%	24,6%	22,7%	13,7%
Margen Bruto	47,1%	56,6%	57,5%	38,8%	59,3%	61,9%	37,4%	29,0%	39,8%	43,3%
Margen operativo	25,7%	31,2%	30,0%	27,3%	18,3%	31,1%	29,7%	24,3%	19,3%	20,4%
Margen neto	20,2%	23,8%	24,0%	25,4%	13,6%	24,9%	19,8%	20,3%	14,3%	15,9%
Deuda Neta/EBITDA	0,48	0,31	0,78	1,50	0,27	0,61	-3,21	1,15	0,10	2,80
Deuda Total/Activos Totales	22,7%	27,1%	19,6%	23,5%	23,1%	21,2%	16,8%	26,3%	18,8%	27,7%
FCF Actual	4,00%	4,63%	3,91%	3,60%	4,22%	4,37%	3,60%	2,85%	4,20%	4,65%
FCF Yield 2022	4,55%	5,93%	4,47%	3,25%	4,80%	4,91%	4,22%	3,25%	4,68%	5,46%
FCF Yield 2023	5,21%	6,36%	5,12%	4,65%	5,40%	5,59%	4,80%	3,52%	5,34%	6,12%
Crecimiento 2022	17,77%	28,05%	17,76%	10,60%	17,32%	17,27%	17,30%	13,08%	21,06%	17,50%
Crecimiento 2023	9,81%	7,26%	9,92%	8,34%	10,42%	9,88%	13,56%	6,38%	10,57%	12,00%
Crecimiento 2024	8,25%	6,00%	8,78%	9,63%	8,06%	8,77%	12,00%	5,90%	9,13%	6,00%
PE Actual	23,23	24,60	24,59	23,45	27,38	23,35	24,50	17,72	24,36	19,10
PE 2022	19,54	17,70	20,69	21,86	19,98	19,83	18,60	18,89	21,75	16,60
PE 2023	17,39	16,64	18,28	19,41	18,49	17,30	16,00	16,46	18,31	15,60

Con el objetivo de clasificar las diferentes ventajas competitivas, en Caja de Ingenieros Gestión hemos realizado un listado en las que englobamos las compañías que conforman los diferentes fondos de inversión. Hemos sintetizado las diferentes ventajas competitivas en cinco grandes bloques: activos intangibles (Disney, Novo Nordisk o S&P Global), efecto red (Alphabet, Visa o Booking), coste de cambio (Accenture, Microsoft o Autodesk) y ventaja de costes (Inditex, Applied Materials o Tractor Supply).

En base a lo anteriormente explicado y dada la tipología predominante en las carteras de inversión de Caja de Ingenieros Gestión, esperamos que los fondos de inversión que gestionamos tiendan a comportarse mejor que el promedio del mercado y, además, de manera más consistente. Sin embargo, somos conscientes de que puede haber periodos en los que el estilo de inversión en calidad se comporte peor que el índice agregado y por ello tratamos de aprovechar todas las oportunidades que nos ofrezca el mercado, cualquiera que sea el estilo de inversión.

En un entorno macroeconómico como el actual, donde la persistencia inflacionaria y el endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de los principales bancos centrales suponen un viento desfavorable para el mercado, consideramos que las empresas de calidad están perfectamente posicionadas para comportarse mejor en términos relativos. Tal y como se ha descrito a lo largo de esta nota, las compañías de calidad tienen un apalancamiento financiero bajo, unos márgenes elevados, des correlación con el ciclo macroeconómico y capacidad de fijación de precios; todos ellos atributos deseables en un entorno de incrementos de los tipos de interés y de subidas generalizadas en el nivel de precios.

Por último, merece la pena señalar que el estilo de inversión en calidad converge con la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Esto es así ya que los modelos de negocio del estilo de inversión en calidad suelen ser poco intensivos en términos de consumo energético dado que las compañías de perfil cíclico y/o industrial suelen estar ligadas al estilo de inversión en valor. Además, las compañías de calidad tienden a buscar la excelencia en todos los aspectos del modelo de negocio, entre los que se incluyen los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza.

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.