

## Carta anual: *Intermoney Variable Euro*

Escribir esta carta supone un ejercicio enriquecedor que nos sirve para repasar y reflexionar con ustedes lo acontecido durante el año que dejamos. Mi principal objetivo es que entiendan cuál es nuestra filosofía de inversión basándome en hechos reales.

Cerramos un nuevo capítulo intenso, lleno de aventuras, trampas y obstáculos que enriquecen nuestra historia escrita diariamente. **El año 2016 nos ha ofrecido una nueva lección de cómo se comportan los seres humanos ante eventos extraordinarios o situaciones inesperadas**, donde las emociones influyen y guían sus decisiones de inversión.

A continuación paso a detallar los eventos más destacados del año:

- Enero-Febrero. **Las materias primas y China**: El círculo vicioso de la caída precio de materias primas por la menor demanda del mayor consumidor mundial de materias primas: China. El pánico se desataba en las bolsas mundiales, registrando las bolsas europeas fuertes caídas en torno al 18%.
- Junio. **Brexit**: El “cisne negro” del año provocaba unas caídas generalizadas en bolsa en un día del 10%. Reino Unido decide dejar la UE, provocando un terremoto político y un precedente peligroso.
- Noviembre. **Trump** gana las elecciones en EEUU. El candidato republicano considerado una amenaza para la economía de mercado global será el nuevo Presidente de EEUU. Las bolsas abren con caídas moderadas, en torno al 4%, para cerrar el día en positivo.

A estos sucesos destacables, habría que añadirles otros generadores de incertidumbre, tales como: ataques terroristas, avance del populismo en Europa y estafas contables o “malas praxis” perpetradas por equipos directivos deshonestos.

**¿Cómo actuamos en dichas situaciones?:**

**Nuestro “ADN” inversor nos permite aprovecharnos de los momentos de pánico, donde la volatilidad hace acto de presencia y la irracionalidad campa a sus anchas.** ¿Cómo?: Intentando separar el grano de la paja, manteniendo una actitud fría y reflexiva que nos permite alejarnos del “ruido” externo. Como saben, en momentos de estrés, aparecen voces oportunistas interesadas con el objetivo de contaminar las emociones para obtener su propio beneficio. Nuestro consejo es que no se deje contagiar emocionalmente en momentos de elevada irracionalidad, tanto al alza como a la baja.

**El componente emocional es una variable clave en el comportamiento de las bolsas en el corto plazo.** Tal y como he comentado en varias ocasiones, el ser humano necesita certidumbre, es decir, tener la sensación interna de entender y controlar su entorno para actuar en consecuencia. Por tanto, **ante cualquier “cisne negro”, el ser humano se asusta y sobreacciona.** Esta explicación es adaptable al comportamiento de las bolsas en el corto plazo. Para que lo entiendan con un ejemplo real, el *Brexit* provocó una venta masiva e indiscriminada de compañías durante tres días, generando unas oportunidades de inversión muy razonables. En este corto periodo de tiempo, daba la sensación de que colapsaba la economía europea y la Eurozona se desintegraba. Poco más de dos meses después, un gran número de compañías habían recuperado el nivel *preBrexit*, o incluso cotizaban por encima de dicho nivel.

En nuestro caso, aprovechamos los días posteriores para aumentar el peso en un número determinado de compañías: *Smurfit Kappa*, *Sonae*, *Navigator*, *Randstad* y *Plastic Omnium* e incorporar compañías nuevas a cartera: *Tubacex*, *Ryanair* y *Ferrovial*.

**Otra gran lección que nos deja este año es no tomar decisiones de inversión basadas en lo que pronostican las encuestas**, ya que suele ser una fácil manera de perder dinero. El *Brexit* y la victoria de *Trump* son dos buenos ejemplos.

### Filosofía de inversión

**Nos autodenominamos inversores con mentalidad empresarial**, es decir, nuestro horizonte temporal de medio-largo plazo en la toma de decisiones de inversión está alineado con el de un equipo directivo sensato. Como saben, el plan estratégico de una compañía tiene una vida media entre tres y cinco años. Por tanto, se antoja necesario ser pacientes para recoger los frutos en este periodo.

**No hay que perder la perspectiva de que comprar acciones de una compañía significa ser los dueños de una parte del capital de dicha compañía**. Por tanto, como tal, es razonable permanecer un tiempo prudente para beneficiarnos de la creación de valor en el tiempo.

**Nuestra filosofía de inversión se basa en conocer en detalle cómo gana dinero una compañía, quién la gestiona y cuánto valor crea para los accionistas**. Para ello, la herramienta más eficaz es la lectura y el análisis de memorias anuales, entrevistas a ejecutivos, así como nuestra propia experiencia personal como consumidores. Por último, realizamos nuestra propia valoración prudente, basada en datos actuales y transacciones reales de mercado. Por tanto, no nos dedicamos a predecir el futuro realizando proyecciones de beneficios a muy largo plazo.

En resumen, tratamos de conocer en profundidad cómo de bueno es un negocio y por qué el mercado nos lo ofrece con un descuento irracional. Esta última parte es la esencia del éxito en la inversión. Entrando en detalle, **es de sentido común entender que para generar rentabilidades por encima de la media de forma consistente, el gestor deberá tomar decisiones de inversión diferentes a la media**. Por tanto, seleccionará compañías que cumplen con sus exigencias, aparentemente “poco atractivas” con recomendaciones generales de venta.

¿Por qué no las quiere el consenso de mercado?: Por diferentes motivos:

- Porque son pequeñas (poca cobertura de analistas), por ejemplo: *Fluidra*.
- Porque cotizan en un país con un perfil macroeconómico débil, por ejemplo: *Portugal*.
- Porque han tenido problemas puntuales de rentabilidad por eventos extraordinarios (climatología, terrorismo, retraso de pago de un cliente, etc).
- Porque el *management* ha realizado un trabajo deshonesto en el pasado, engañando a los accionistas, por ejemplo: *Volkswagen*.
- Porque existe una sobreoferta irracional en un sector *commodity* en un ciclo económico bajista, por ejemplo: níquel, cobre, cemento, etc.

## Idea de inversión en 2016



Este año, tras deliberar qué ejemplo de inversión compartir con ustedes, nos hemos decantado por **Tubacex**. La razón principal radica en que reúne varios motivos comentados en la lista anterior. Por tanto, se antoja como un muy buen ejemplo que representa lo comentado con anterioridad.

Antes de pasar a desglosarles nuestro razonamiento sobre dicha inversión, me gustaría realizar una breve descripción sobre **Tubacex**: Compañía de perfil industrial con 53 años de historia a sus espaldas **especializada en la fabricación de tubos sin soldadura en acero inoxidable y altas aleaciones y superaleaciones de níquel**. Cuenta con instalaciones industriales en España, Austria, EEUU, Italia, China e India, así como una red de oficinas comerciales repartidas por todo el mundo. Como podrán imaginar, cuenta con una clara vocación exportadora (**92% del negocio viene fuera de España**).

Poniéndoles en situación, **la cotización de la compañía cayó un 67,44%** desde el máximo (4,33€) alcanzado el 18/09/2014 hasta el mínimo (1,41€) marcado el 20/01/2016. Nosotros decidimos invertir días después de conocerse el resultado del *Brexit*. Exactamente, el martes 28 de junio, **pagando un precio de 2,16€**.

¿Qué cotizaba el mercado?

- **Castigo generalizado a todas las compañías relacionadas con el negocio del petróleo**, sin discriminar por tipo de productor.
- El ciclo bajista del precio del petróleo se traduce en una reducción de inversiones (*Capex*) en el sector *Oil&Gas*. Por tanto, paralización y cancelación, especialmente, de proyectos relacionados con en el negocio de extracción y producción (*Upstream*).
- **Perfil financiero débil** con un ratio de endeudamiento elevado (*DN/Ebitda: 5,9X*).
- Empresa pequeña (*Small Cap*) poco seguida por el consenso global de mercado con recomendaciones masivas de venta.
- Valoración de empresa (*EV*) por debajo del capital empleado (destrucción de valor).

¿Qué vemos nosotros?

- Oferta integral y diferencial basada en productos *Premium* de alto valor añadido (OCTG'S y umbilicales). **El equipo directivo ha implementado un plan estratégico clave en la historia de la compañía en los últimos años**, articulado en desvincularse del producto "commodity". Dicha estrategia ha permitido ganar cuota de mercado a nivel global (2º productor mundial con un 20%), especialmente en Asia (66% de las ventas actuales)
- Cartera de clientes de primer nivel (*Total, BP, Repsol, Saudi Aramco, Chevron, Exxon..*) que ha sido ampliada en los últimos años gracias a la diversificación por líneas de negocio, **especialmente en generación eléctrica** (40% de las ventas actuales). **La homologación de dichos clientes refleja una ventaja competitiva sostenible**.
- Desde el punto de vista de la demanda, es razonable pensar que las inversiones en la industria productora y transformadora del petróleo, tanto en mantenimiento como en aumento de capacidad, han de incrementarse en el medio plazo. ¿Por qué?: El incremento del consumo energético en países emergentes y la aparición de nuevas tecnologías (*fracking*) obligan a ser más eficientes.

- El ratio *DN/Ebitda* actual es alto de manera coyuntural como consecuencia de la adquisición el año pasado de **dos compañías estratégicas en Italia (IBF: 67%) e India (Prakash: 67,5%)**, cuya puesta en valor no se ha hecho efectiva. El Grupo continúa teniendo una posición financiera sólida que le permitiría hacer frente a las necesidades financieras de los próximos 3-4 años, incluso en el peor de los escenarios.
- *ROCE* actual anormalmente bajo (7,5%) sometido a una intensa presión debido al entorno depresivo de mercado. No obstante, cierre de 2016 con esperada generación de caja positiva y mejora de márgenes operativos en los últimos trimestres de año. De cara a una normalización de precios de petróleo, las ventas de productos de valor añadido junto con la eficiencia en los procesos productivos y mejora del fondo de maniobra impulsará el *ROCE* a niveles razonables (12%).

En definitiva, **Tubacex es una empresa clásica de nicho de mercado con fuertes barreras de entrada**. El tamaño del mercado global de este tipo de productos altamente especializados en la industria de tubos de acero es muy reducido (300K Toneladas), generándose de forma natural un oligopolio. ¿Por qué?: **Porque las grandes compañías petroleras, gasísticas o químicas homologan a un reducido número de proveedores** que, éstos, a su vez, invierten grandes cantidades anuales de dinero en I+D (*Tubacex*: €200 Mn en los últimos cinco años), lo que se convierte en un círculo virtuoso.

### Fallo de inversión 2016

En este trabajo, hay momentos dolorosos y frustrantes que suponen una pérdida irreversible de capital. Siendo transparentes y honestos, intentamos aprender de nuestros errores y analizar en profundidad cuáles han sido las razones del incumplimiento de nuestra tesis de inversión. Este año queremos destacar la venta forzosa de **Sacyr**, donde acumulamos una pérdida del 25%. Las conclusiones a las que hemos llegado son las siguientes:

- Subestimamos la elevada correlación entre la evolución de *Repsol*, es decir, del precio del petróleo y la propia cotización de *Sacyr*. ¡Parecía una compañía petrolera más!
- Nivel de apalancamiento elevado que limitaba los planes de crecimiento de la propia compañía. Imposibilidad de acudir a nuevos concursos de licitación de infraestructuras.
- Problemas de cobro en diferentes proyectos de construcción de relevancia internacional que tensionaban el fondo de maniobra, mermando la capacidad de generación de caja.

### Ejemplo real de toma de decisión forzada por causas extraordinarias.

Por último para que entiendan mejor cómo actuamos ante situaciones de estrés imprevistas, queríamos compartir con ustedes un caso real sucedido a comienzos de 2016.

Les pongo en situación, una mañana del día 14 de enero saltaba la noticia sorpresa de que varios funcionarios de la Dirección General de la Competencia, del Consumo y de la Represión del Fraude del Ministerio de Economía habían entrado por sorpresa en el cuartel general de *Renault* en *Paris*. El fantasma del “escándalo *Volkswagen*” hacía acto de presencia, saltando las alarmas en mercado ante la posibilidad de que *Renault* también estuviera implicada en “malas praxis”. La cotización recogió dicha noticia con un severo castigo en directo, en torno al 16%.

Ante la pérdida absoluta del control de la inversión, **decidimos vender toda nuestra posición en el acto**, tras conocer dicha noticia. A cierre de sesión, informamos puntualmente a nuestros partícipes sobre nuestra actuación y los motivos que nos habían hecho tomar dicha decisión.

A pesar de la venta forzosa, informar de que el precio de compra fue de 53€, generando una rentabilidad final de la inversión de un 37,7% en apenas un año y medio.

### Comportamiento del fondo en 2016

A pesar de la elevada volatilidad registrada en el año, **Intermoney Variable Euro ha registrado un retorno positivo anual de 8,06%**, superando a todos los índices de referencia europeos con dividendos. **Este buen comportamiento pone en valor nuestra estrategia de inversión basada en seleccionar compañías que cuentan con ventajas competitivas sostenibles**, pagando por ellas un precio inferior a su valor intrínseco.

AÑO	IM Variable Euro	Eurostoxx 50 (Ex div)	Ibex 35 (Ex div)	Eurostoxx 50 (Div Neto)	Ibex 35 (Div Neto)
2013	21.47%	17.95%	21.42%	22.50%	26.28%
2014	1.57%	1.20%	3.66%	4.71%	7.48%
2015	13.52%	3.85%	-7.15%	7.20%	-4.39%
2016	8.06%	0.70%	-2.01%	4.70%	1.70%
Acumulada	44.62%	23.70%	15.91%	39.11%	31.07%
Media	11.15%	5.93%	3.98%	9.78%	7.77%

### Perspectivas para el año 2017

Tratar de predecir el futuro es ocioso, tal y como hemos podido comprobar en 2016 con los eventos ya comentados. **Este año que comenzamos es especialmente importante para el proyecto común Europeo**. Entrando en detalle, se celebrarán elecciones en tres de las cinco economías más potentes de la Eurozona: Holanda (15 de marzo), Francia (23 de abril 1ª vuelta y 7 de mayo 2ª vuelta) y Alemania (septiembre-octubre). A esto hay que añadir la puesta en escena de *Trump* en *EEUU* y la evolución del proceso de desconexión de *Reino Unido* y la *UE*. Por tanto, sin querer ser adivino, **es razonable pensar que un elevado componente político influya en el compartimento de las bolsas en periodos cortoplacistas, generando ineficiencias de mercado aprovechables**.

Otra cuestión diferente que nos preocupa bastante **es la formación artificial en Europa de una burbuja en renta variable**. Todos sabemos que la búsqueda desesperada de rentabilidad por parte de los ahorradores particulares y actores institucionales se ha convertido en el "Santo Grial". Para satisfacer esta necesidad, muchas gestoras de fondos han lanzado productos, o modificado folletos para ampliar el peso en activos denominados de "más riesgo". Por tanto, no es descabellado pensar en dicha posibilidad, más si cabe, **cuando el objetivo por mandato del BCE es crear inflación**. Veremos que sucede, a día de hoy, no percibimos este escenario.

Sin más, me despido deseándoles un buen año y recordándoles que pueden consultar nuestra información y actualidad en nuestro blog: [https://www.finect.com/group/intermoney\\_gestion\\_sgiic](https://www.finect.com/group/intermoney_gestion_sgiic).

Un abrazo.

**Álvaro Cubero**

Gestor del fondo: **Intermoney Variable Euro**.



## **Grupo CIMD**

Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S.A.

**Príncipe de Vergara, 131, 3º planta.**

**28002 Madrid**

**Tel.: + 34 91 432 64 00**

**Fax: + 34 91 432 64 51**

**email: [iic@grupocimd.com](mailto:iic@grupocimd.com)**

**[www.imgestion.com](http://www.imgestion.com)**