



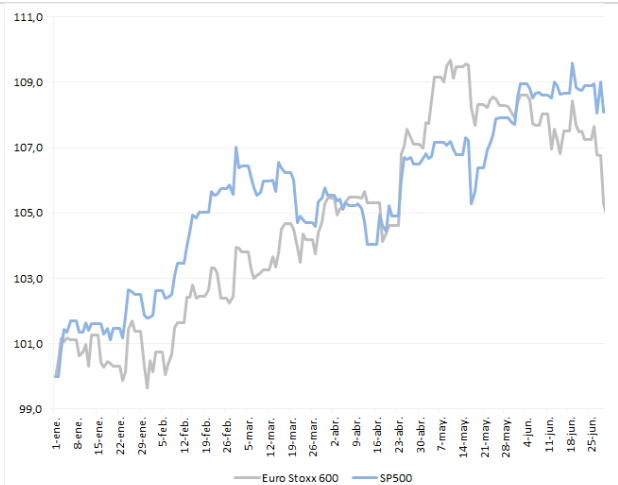
## Carta al inversor

Son muchos los cambios que estamos experimentando en 2017. Por un lado, el mercado de renta variable, después de unos años mostrando un favoritismo claro por Estados Unidos, ha empezado a apostar más claramente por el mercado europeo (al menos, hasta mayo). Todo ello, a pesar de los riesgos del Brexit, las políticas proteccionistas de Trump, el referéndum italiano y las elecciones francesas. Por otro lado, el mercado de renta fija ha empezado a descontar subidas de tipos y, por ello, los precios de los bonos han caído. Finalmente, y en el pantanoso terreno de las divisas, el Dólar ha perdido fuerza frente al Euro.

En primer lugar, **en cuanto a la renta variable**, el dicho anglosajón *Sell in May and go away* (vende en mayo y permanece fuera del mercado), ha dado en el clavo. El Euro Stoxx 600 subía hasta el 10 de mayo un 9,2% (máximo del año). En los dos meses posteriores ha corregido un 3,6%, dejando la rentabilidad en lo que llevamos de año en el 5,8% (3 de julio).

Curiosamente, el S&P 500 subía "sólo" un 6,3% hasta el 10 de mayo, pero tocando máximos el 19 de junio, y con una subida del 8,7% en lo que llevamos de año. Por tanto, el S&P 500 se ha comportado mejor en estos meses de corrección y ahora está por encima de los índices europeos (en moneda local, ya que en euros hubiera estado plano en el año).

Gráfico 1. Euro Stoxx 600 vs S&P 500



Fuente: Bloomberg

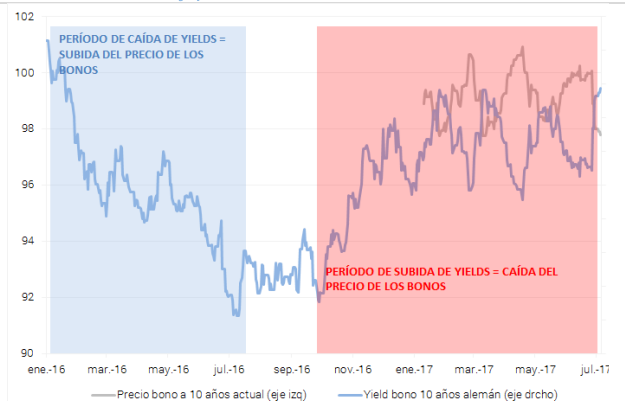
En nuestra anterior carta al inversor de abril, ya estábamos advirtiendo de las valoraciones excesivas que estábamos viendo en renta variable americana (primas importantes sobre valoraciones históricas). En cuanto a Europa, sin estar especialmente barata, esas primas eran menores. Este hecho junto con las mejores perspectivas macro de ciertos países con peso en Europa (Alemania, Francia, España...) nos llevó a ir incrementando el peso de las acciones europeas frente a las americanas. Por ello, hemos terminado el semestre con unos pocos nombres americanos reduciendo nuestra exposición a Dólar desde casi un 30% a algo menos de un 10%.

En segundo lugar, y en **el mercado de renta fija**, podemos decir que no ha habido un mercado tan complicado en los últimos años. Decimos esto, porque las políticas de tipos bajos en Europa y en EE.UU. han creado una burbuja de valoración sinigual y buscar rentabilidades positivas en este campo es harto complicado.

En este sentido, el fin de las políticas monetarias expansionistas en EE.UU. (el famoso "tapering") da pie a subidas de tipos por parte de la Fed. Así, a mediados de marzo, la Fed subía un cuarto de punto (0,25%). Esto tiene efecto en los bonos y sus precios se ajustan a la baja para ofrecer esa rentabilidad.

Además, los incesantes rumores en Europa sobre el fin de estas mismas políticas dirigidas por Draghi, han hecho que los tipos se ajustaran al alza, con el efecto negativo resultante en el precio.

Gráfico 2. Yield y precio del bono a 10 años alemán



Fuente: Bloomberg



A este hecho se une la ardua tarea de intentar invertir en activos de calidad (rating crediticio > BBB), con duración media-corta (sin vencimientos muy largos, que son los que más descuentan los movimientos de tipos) y con rentabilidad razonable.

Finalmente, **el Dólar ha perdido fuelle versus el Euro** de manera bastante llamativa: si a principios de 2017 se cotizaba a 1,04, en estos momentos lo encontramos en 1,14, o lo que es lo mismo, un 8% de depreciación. Por supuesto, esto afecta, de forma negativa, a la rentabilidad de los activos denominados en dólares.

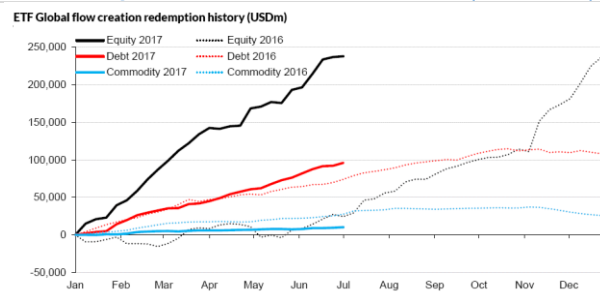
Gráfico 3. El dólar se ha depreciado un 8%



Fuente: XE

Pero, ¿cómo se queda, toda esta literatura, reflejada en un solo gráfico? Mirando los flujos de ETPs (fondos que replican índices, divisas, materias primas y renta fija, entre otros) en el primer semestre del año, vemos que la renta variable ha captado más fondos, muy por encima de la renta fija u otros como los de *commodities* (ver gráfico 4).

Gráfico 4. ¿Dónde va el dinero del inversor? (1/1 – 30/6)



Fuente: Kepler Cheuvreux con datos de Bloomberg

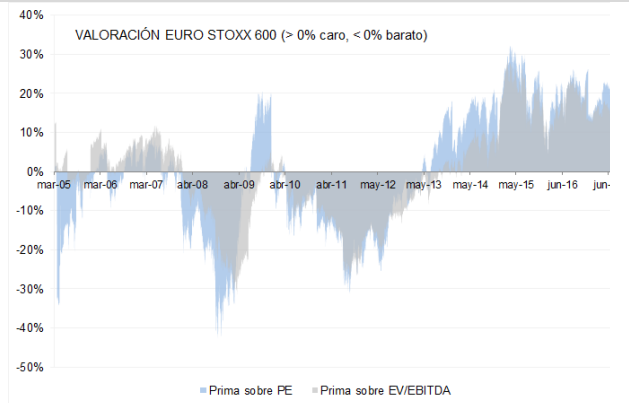
Mirando el gráfico de arriba, es significativa la evolución en la captación de fondos en renta variable

y renta fija de este año, comparada con la de 2016. Esto explicaría la buena evolución de la renta variable este año. Pero, ¿y la renta fija?, ¿cómo es posible que la renta fija tenga rentabilidades pírricas si el mercado parece haber demandado incluso más activos de esta categoría que en el año pasado?

Bien, creemos que la respuesta no es obvia, pero sí es lógica. Básicamente, el inversor huye de rentabilidades pírricas hacia mercados donde esas rentabilidades son más "holgadas". Es decir, ha habido un creciente interés en bonos *high-yield* (mayor *yield*, mayor riesgo) y en mercados donde la rentabilidad era superior a la europea, como es el caso del mercado americano.

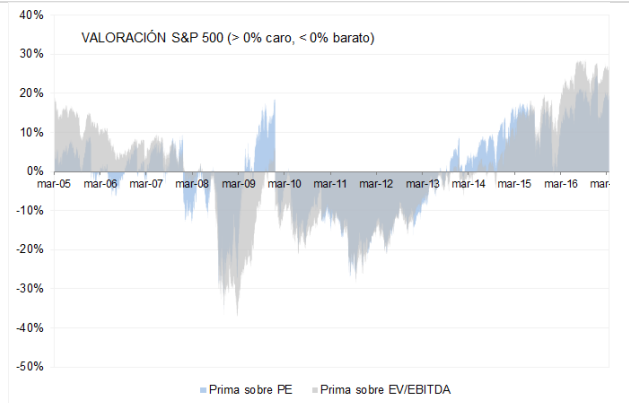
¿Cómo quedan las valoraciones de los mercados después de toda esta amalgama de datos? La respuesta es sencilla: siguen caros.

Gráfico 5. El Euro Stoxx 600 no está barato



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6. Pero el S&P 500 está más caro aún



Fuente: Bloomberg

Como vemos en los gráficos 5 y 6, tanto el mercado europeo como el americano, cotizan con primas respecto de sus medias históricas (en PER y EV/EBITDA). De todas formas, el mercado americano presenta primas mucho más elevadas que el Euro Stoxx 600 (~30% vs ~20%).

Por tanto, y dado lo expuesto anteriormente, parece que el mercado europeo debería comportarse de forma más positiva al estar “menos caro” que el americano.

En toda esta vorágine de datos, información y movimientos, ¿qué hemos hecho desde Value Tree?

En primer lugar, **hemos mantenido una posición destacada de liquidez** y seguimos **priorizando compañías con poco endeudamiento, buen momento de resultados y con fuerte generación de caja** respecto de su valor en bolsa (e.g. *Free Cash Flow (FCF) Yield* o Flujo de Caja Libre respecto del valor empresa).

En segundo lugar, **hemos intentado buscar “fuera de la caja”,** intentando identificar compañías **poco seguidas, o en procesos de cambio potentes** con claros catalizadores en el medio plazo. Esto último, nos ha llevado a adoptar, en ciertas ocasiones, criterios “Value” y “Contrarian”, al mismo tiempo.

Así, y respecto a las posiciones de **renta variable**, este trimestre pasado, detectamos una oportunidad en **Tom Tailor**, una cadena de ropa alemana. La compañía está inmersa en un proceso de reestructuración muy profundo. Éste le ha llevado a hacer una ampliación de capital para poder llevar a cabo su plan RESET. Con un FCF yield del 10%, y muy poco seguida por el mercado, creemos que los beneficios de este plan no están descontados en el precio de las acciones.

También entramos en **Telepizza**, ya que desde la OPV las acciones cayeron de forma contundente (-34%) y pensamos que las razones de esa caída estaban demasiado manidas: poca claridad en el crecimiento y coste de la materia prima (queso) al alza. Dando muestras de crecimiento ya en los resultados del 1T17, y con una mejora de los márgenes en el medio plazo a medida que se diluye el efecto de una materia prima más cara, pensamos que hay una oportunidad

de inversión. Su FCF yield está entre el 6% y el 9%.

Después de una fuerte caída en el precio de las acciones (decepción en el mercado por rebaja de estimaciones en 2016 – el temido *profit warning*) y con unos resultados poco llamativos en 1T17, entramos en **GEA Group**. Esta compañía alemana es el principal proveedor de maquinaria en el sector de granjas lácteas. Además, tiene una exposición significativa al sector de procesados lácteos (Nestlé, Danone...), alimentación y bebidas y otros. El problema surgió con la primera de las mencionadas divisiones, cuando el precio de la leche bajó de forma significativa en 2016 y los granjeros dejaron de invertir. Pensamos que la compañía puede vender esta división, al no generar sinergias con el resto y darle más ciclicidad. Esto sería un potente catalizador para las acciones. Mientras, GEA Group tiene un FCFy del 6-7%.

Otra de las ideas destacadas en las que hemos decidido entrar es **Pandora**, la compañía danesa que diseña y fabrica joyas. Después de una caída de las acciones de más del 25% en el año, posiblemente debido al sentimiento del consumidor americano y a la evolución de las materias primas, pensamos que estos riesgos están ya suficientemente recogidos en el precio de las mismas. De todas formas, somos conscientes que puede quedar algún trimestre más con resultados mediocres. Aun así, las acciones ofrecen un FCFy superior al 7%.

Cabe destacar **Tubacex**, uno de los nombres con especial relevancia en nuestras carteras. A finales de mayo fue noticia, ya que la compañía se había adjudicado un contrato de USD 600mn por tres – cuatro años para suministrar tubos de altísimo valor añadido a Irán. Este contrato tiene un margen EBITDA cercano al 20%. Hay que tener en cuenta que las ventas anuales de la compañía son €450 - €500mn y tiene un margen medio del 6-7%. Por tanto, este contrato, es un hito histórico e impacta de manera sobresaliente en la valoración de la compañía.

Por otra parte, decidimos salir de **BCP**, después de haber estado en nuestras carteras desde principios de año y tras una revalorización del ~55%. El banco, inmerso en un profundo proceso de reestructuración, tiene el gran reto de conseguir bajar el coste del riesgo. Pensamos que sí lo conseguirá, aunque después de la

mencionada revalorización, muchas de las bondades de la historia que hay detrás ya están descontadas.

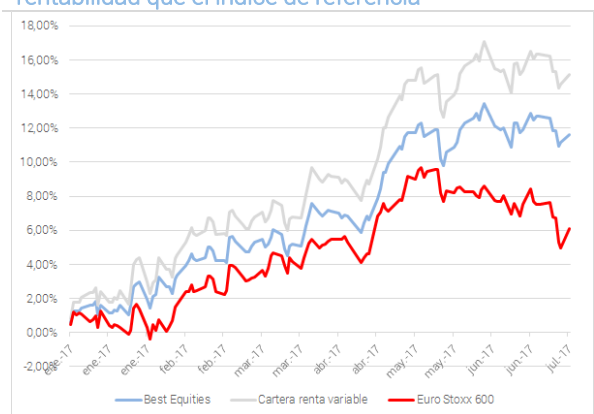
También salimos de **Eutelsat**, tras una revalorización del 30%. Cuando apostamos por las acciones, éstas habían retrocedido casi un 11% hasta los €16.8. Después de varias comunicaciones por parte de la dirección de la misma, haciendo más foco en la generación de caja y ahorro de costes, las acciones empezaron a reaccionar más positivamente, llegando a nuestro precio objetivo.

Ha habido otras entradas y salidas, pero las mencionadas son las más significativas. En total, **ninguna compañía pesa más del 4%** en nuestra cartera más agresiva (hasta 100% de renta variable).

Como hemos comentado al principio, mantenemos un **20% en liquidez**. El 80% restante está repartido en un **72% en compañías europeas y el 8% en compañías americanas**.

En resumen, este 1S17, **la cartera de acciones, ha subido un 15,2%** (vs el Euro Stoxx 600 +6,1% hasta 3/7). El compartimento luxemburgués **Value Tree Best Equities** (cartera de acciones más liquidez y costes) ha subido un **11,7%** (ver gráfico 7). El dólar nos ha quitado 1,2% de rentabilidad.

**Gráfico 7. Nuestra selección de valores obtiene mejor rentabilidad que el índice de referencia**



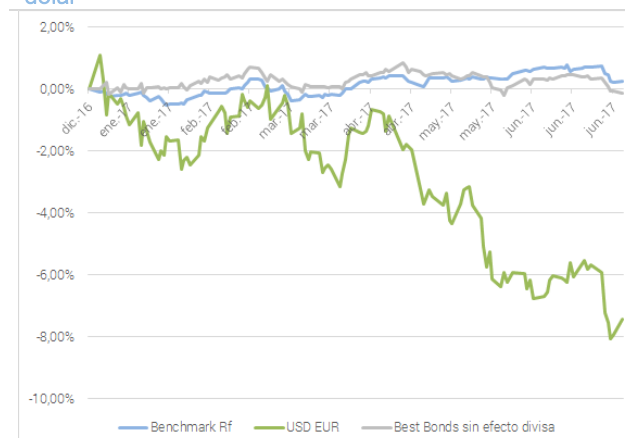
Fuente: Value Tree con datos de Bloomberg

En renta fija, **nuestra selección de bonos ha funcionado**, a lo largo de estos primeros seis meses, **relativamente bien**. Es decir, la rentabilidad obtenida es muy parecida a la obtenida por el *Benchmark*.

De esta manera, la rentabilidad del mismo es del 0,24%, mientras que la rentabilidad de nuestra selección de bonos queda en el -0,14%. La diferencia se justifica, principalmente, por los gastos del compartimento. De todas formas, nuestra exposición a Dólar detrae ~100pbs de rentabilidad, dejando a nuestro compartimento de selección de bonos en terreno negativo (-1,2%) (ver gráfico 8).

**La razón de tener exposición a renta fija en dólares**, es porque los tipos están más altos al otro lado del Atlántico. De esta manera, se puede invertir en un país con rating AAA pero con *yields* aceptables (~2%-2,5%)

**Gráfico 8. Nuestra renta fija, impactada por la caída del dólar**



Fuente: Bloomberg y Value Tree

En este difícil contexto, hemos intentado **buscar rentabilidad controlando las duraciones** (a duraciones más largas, más volatilidad y riesgo, y viceversa). Así, y en general, nuestra **duración media** al acabar el trimestre se ha situado en **3,7 años**.

Por otra parte, sigue siendo difícil minimizar el riesgo si se quiere, a la vez, maximizar la rentabilidad. Así pues, seguimos escudriñando el mercado en busca de **emisiones con una rentabilidad a vencimiento razonable** (~2% - 3% o superior), pero dentro de lo que se denomina **investment grade** (emisiones con una calificación crediticia superior a BBB de S&P). De esta manera, la rentabilidad a vencimiento (YTM) de nuestra cartera de bonos es del 1,19%.

Entre los movimientos más significativos encontramos la compra de un **bono del gobierno portugués**, con un YTM de 1,44% y vencimiento a

15/04/2021. Las mejores perspectivas de la economía lusa, la restructuración del sector bancario y la estabilidad del gobierno, hacen que hayamos encontrado esta oportunidad de inversión.

Por otra parte, incluimos un bono de **TVO (Teollisuuden Voima Oy)**, una telecom finlandesa, con vencimiento de 2019 y con un YTM de 0,28%. Una de las razones por las que entramos en este bono, fue para reducir duración.

Incorporamos una emisión de **Arión Bank**, un banco islandés, con vencimiento a 2019 y un YTM del 0,35%.

Evidentemente, estos dos bonos, como se ha comentado, se compraron para reducir duración y mitigar el riesgo a una subida de tipos en la curva.

Por otra parte, se han incorporado otros bonos con YTM entre el 1.2% y 1.6% y con vencimientos entre 2021 y 2023.

Como vemos, la estrategia que hemos seguido ha sido intentar compensar vencimientos con *yields* razonables, con otros vencimientos más cortos para controlar la duración.

En general, las ventas de posiciones, han seguido dos pautas:

- 1) porque la emisión ha llegado a su vencimiento o,
- 2) porque no ofrecían ya rentabilidad a vencimiento.

De esta manera, mantenemos una **posición del 21% en liquidez**, con el 67% de las posiciones denominadas en euros. De todas formas, la cartera de bonos cuenta con una elevada diversificación, ya que **ninguna posición en líneas pesa más del 2%**.

En este sentido, los inversores europeos tienen claro que, tarde o temprano, el fin de las políticas expansivas del BCE (*tapering*) ocurrirá y los tipos subirán.

A día de hoy y para los próximos meses, **seguiremos manteniendo la misma exposición en las carteras a la espera de un momento mejor** para incrementar dicha exposición (incrementar duración, básicamente).

Estando a su entera disposición para cualquier información complementaria, le saludamos atentamente.

El equipo de gestión y análisis de Value Tree A.V.