



RENTAMARKETS NARVAL – segundo trimestre de 2019

Resumen del trimestre

A cierre de junio de 2019, Rentamarkets Narval acumula una rentabilidad del 6,15% frente al 16,47% del STOXX600. El fondo tiene un nivel de inversión del 91,43% y está formado por 38 empresas, con una capitalización media de 21.000M€. Las acciones de mejor comportamiento en el trimestre fueron FAES, Atlas Copco, Adecco y Signify, mientras que las peores fueron ThyssenKrupp, Nokia, Schaeffler y Laurent-Perrier.

Cambios en la cartera

En el trimestre hicimos más cambios en la cartera de lo habitual. Vendimos Aegon, Kingfisher, Valeo, Aggreko, Boskalis, BIC, BASF, Fiskars, Halfords, Lagardere y BT Group. Compramos Knorr-Bremse, Corteva, Fuchs, Richemont, Total, Philips, Smiths, Danone, Volvo, SKF, Kuehne + Nagel y Ryanair.

En lo que se refiere a la rotación de cartera, si una empresa pasa el proceso de análisis y resulta ser mejor inversión que otra que ya tenemos, planteamos la compra de una y la venta de la otra. El control de riesgos juega un papel importante en cuestiones como la diversificación, el tamaño de las posiciones, la iliquidez de los activos, etcétera; pero la lógica básica que hay detrás de la operativa es así de sencilla. Esto explica la alta rotación del trimestre, pues se pusieron a tiro empresas que antes no lo estaban. Algunas las seguimos desde hace años, como Richemont, Volvo, Total, SKF y Ryanair; otras las descubrimos más recientemente, como Smiths Group, Kuehne + Nagel o Fuchs. Después de revisar el caso, Danone y Philips ofrecen más valor del que pensábamos. Por último, Corteva y Knorr-Bremse empezaron a cotizar en bolsa hace poco tiempo.

No es normal que en un mismo trimestre aparezcan tantas ideas de inversión. Pero cuando lo hacen hay que aprovecharlas, precisamente por nuestra vocación largoplacista y no a pesar de ella. Si en los próximos trimestres no ocurre nada raro, el nivel de rotación se reducirá a niveles más normales.

Compra de Knorr-Bremse (KB)

KB es una compañía alemana que fabrica sistemas de frenado para trenes y camiones y capitaliza unos 15.000M€. Es la mejor empresa del sector, por lo que ha crecido más que su mercado durante las últimas dos décadas. Su cuota en trenes se acerca al 50% (vs. 15% de su inmediato competidor) y en camiones llega al 32% (vs. 23%). El sector goza de una estructura competitiva muy favorable gracias a sus fuertes barreras de entrada, como regulaciones, homologaciones, capacidad industrial, intensidad de capital y reputación.

Pero el mayor atractivo de KB es su capacidad de innovación. Al ser quien más invierte en I+D (en el caso de trenes, más del doble que su siguiente competidor) es capaz de elevar el estándar de calidad con cada nuevo ciclo de producto y, con él, su precio medio de venta. Como los sistemas de frenado son un componente ultracrítico, tener un producto superior implica ganar cuota en cada ciclo de reposición. Pero eso no es lo mejor. Lo mejor es que conforme sus productos van haciéndose más complejos, menos empresas ajenas a KB son



capaces de hacer su mantenimiento. Así que su peso en el *mix* de ventas va creciendo año a año. En la actualidad, el 34% de sus ingresos viene por este servicio, elevando los márgenes totales del grupo y rebajando su intensidad de capital. Esto le permite invertir más en I+D, cerrando así su círculo virtuoso.

La innovación es la base de su modelo de negocio; es lo que le permite ganar cuota de mercado y potenciar su mantenimiento. El resultado es una mayor cautividad del cliente y la generación de ingresos más predecibles. Un detalle: el operador ferroviario es el cliente del fabricante del tren; es decir, quien encarga originalmente el sistema de frenado no es quien va a pagar su mantenimiento. Este trío de intereses juega a favor de KB. Cerramos el trimestre con un 3% de la cartera invertido en esta compañía.

Venta de BIC

La tesis de BIC se basaba en la fortaleza de su división de mecheros, su escala industrial y la capilaridad de su red de distribución. Por el deterioro del entorno competitivo en la división de cuchillas y algunos problemas en la de bolígrafos pensamos que podíamos comprar un buen negocio coyunturalmente barato. Si los mecheros aguantaban, la compañía tendría capacidad para afrontar sus problemas. Pero los mecheros fallaron. El deterioro se acentuó durante el final de 2018 y principios de 2019, cruzando la línea roja que según nuestra tesis no debía cruzar.

Además, BIC hizo dos movimientos que no nos gustaron. El primero fue un intento baldío de presión al regulador europeo para impedir la competencia de los productores chinos, por tener menores estándares de seguridad. Entendemos la jugada, pero recurrir al regulador en esas circunstancias es una señal de debilidad. El segundo fue el anuncio del plan a 2022. Nos encantan las tesis de inversión basadas en ciclos de capex y reposicionamiento. Somos especialistas en esta estrategia y es la que más abunda en la cartera. Pero precisamente por eso, sabemos dos cosas: 1) son procesos largos que tienden a complicarse, así que no suele ser buena idea comprar el plan en el momento de su anuncio; y 2) esos planes salen mejor en un entorno operativo favorable; si se hacen en periodos problemáticos, las debilidades que temporalmente produce el plan se acentúan significativamente.

Estos motivos explican la desinversión de BIC.

Estrategia y posicionamiento

Estamos viviendo un periodo de darwinismo corporativo salvaje. Las empresas líderes transforman la forma de hacer negocios y el resto sobrevive amoldando sus modelos al nuevo entorno. Las empresas más rígidas están condenadas. En la era del darwinismo corporativo, el *rigor mortis* no es una consecuencia de lo que ha pasado, sino un anuncio de lo que va a pasar.

Las empresas evolucionan a través de sus inversiones¹. Nuestras posiciones en el sector de distribución, H&M y Richemont, están redefiniendo su capacidad logística y reforzando sus canales online. Philips y Adecco, a pesar de operar en sectores muy diferentes, ambas utilizan

¹ Ver el paso 2 de nuestro proceso de análisis en este enlace:
<https://www.youtube.com/watch?v=DuoFCjaeNzY>



el I+D para dotar a sus productos y servicios de un valor añadido al que sus competidores más débiles no pueden llegar. En el caso de BMW o Schaeffler, la inversión en I+D es más extrema pues su sector se está enfrentando a un cambio estructural sin precedentes.

Algunas de nuestras empresas optan por hacer su cambio estratégico bruscamente: Bayer comprando Monsanto, ThyssenKrupp poniendo en valor su división de ascensores o Corteva separándose de DowDuPont. En los sectores más competitivos, invertimos en compañías con posiciones estratégicas mejores que las de sus rivales: Ryanair se enfrenta a empresas con modelos de negocio que no están preparados para competir contra ella; la robotización de Electrolux está reduciendo la ventaja en costes que tenían los fabricantes de países emergentes; los competidores de Inchcape no son capaces de ofrecer la capilaridad global que buscan sus clientes, ni de igualar unas relaciones comerciales tan duraderas como los 50 años del caso de Toyota.

Muchas de nuestras inversiones son empresas que tienen altas cuotas de mercado y que cuentan con bases de producto instaladas muy extensas. Sus posiciones de dominio nacen de una capacidad de innovación mayor que la de sus competidores, lo que les permite elevar los estándares del sector y tener la mejor oferta disponible. Así retienen a sus clientes, consiguen capital para seguir innovando y cierran este círculo virtuoso, reactivándolo con cada nuevo ciclo de reposición. Por último, a medida que sus productos van teniendo más valor añadido, menos empresas ajenas a ellas son capaces de encargarse de su mantenimiento.

Knorr-Bremse, Atlas Copco o Smiths Group, tienen divisiones de mantenimiento muy potentes, que incrementan los márgenes y reducen la intensidad de capital de sus negocios. Recientemente, la capacidad de análisis de los datos de su base instalada, les está permitiendo desarrollar un servicio post-venta proactivo (que se anticipa a la avería) frente al tradicional reactivo (que se limita a repararla). Con esta propuesta diferencian aún más su oferta de la competencia e incrementan la cautividad de sus clientes.

Además de consideraciones estratégicas como las anteriores, es muy importante el precio que se paga por un negocio. Nuestras oportunidades están en la *zona de nadie*, fuera del radar de inversores valor y de inversores de crecimiento. Invertimos en empresas grandes de calidad media-alta con valoraciones medias-bajas. La evolución de sus negocios pone a las probabilidades de nuestro lado.

El nivel de coberturas a cierre de trimestre es bajo, aunque iremos incrementando su peso gradualmente si su coste sigue cayendo. Respecto a las divisas diferentes al euro, tenemos cubierto el dólar y la libra, dejando libre la exposición a la corona sueca y al franco suizo. Por último, para garantizar la calidad de nuestro proceso de análisis, este es íntegramente realizado por el equipo de gestión. El presupuesto del fondo para análisis externo es de cero euros.



Conclusión

El número de oportunidades de inversión que identificamos en el trimestre fue anormal pero bienvenido. Hemos mejorado el perfil del fondo casi de golpe: tenemos compañías de mayor capitalización, liquidez y calidad. Las nuevas incorporaciones nos han permitido, además, incrementar la diversificación de la cartera sin sacrificar su retorno potencial.

Con casi 18 meses de vida, tenemos un sentir mixto sobre los resultados de nuestra estrategia. Durante la última parte de 2018, el control de riesgos funcionó de la forma esperada: nos permitió mantener las pérdidas dentro de nuestros límites y aportó liquidez en un buen momento para reinvertirla². Sin embargo, el fondo aún tiene que demostrar una capacidad de revalorización superior al 6% que acumula en lo que llevamos de año y al -1,47% de los últimos doce meses.

Invertir es hacer que el capital trabaje para alcanzar nuestros objetivos financieros personales. Estos objetivos son inalcanzables si perdemos demasiado dinero³ o si no ganamos lo suficiente. Invertir de manera conservadora implica medir el riesgo, pero en ningún caso conformarse con una rentabilidad baja. Nuestras ambiciones a largo plazo han de ser siempre las máximas. En el campo de batalla en el que nos batimos, el escudo es tan importante como la espada; la supervivencia y la victoria son inseparables.

Pepe Díaz y Juan Díaz-Jove

DISCLAIMER. *Naturaleza de este material: Este documento únicamente contiene información sobre nuestras carteras de fondos. Para atender a este servicio el cliente deberá realizar un test de idoneidad previo, y firmar el mandato de gestión. Este material no debe ser considerado en modo alguno una oferta, recomendación, asesoramiento, análisis financiero, invitación a invertir, ni de ninguna otra forma entenderse como base para tomar decisiones de inversión. Exención de responsabilidad: Ni Renta Markets SV, S.A. ni sus representantes o asesores responderán en forma alguna de daños que se deriven del uso de este documento o de su contenido o que traigan causa en cualquier otra forma del mismo. El lector es el único responsable de su interpretación, uso o decisiones de inversión. Derechos reservados: Todos los derechos de propiedad intelectual e industrial de estas páginas son titularidad de Renta Markets SV, S.A. Igualmente, todos los nombres comerciales, marcas o signos distintos de cualquier clase contenidos en este documento están protegidos.*

² Durante el último trimestre de 2018, sufrimos una caída del 7,73% frente a la pérdida media del 12,30% de los principales índices europeos.

³ Hay un punto de no retorno que las pérdidas no deben cruzar. De las pérdidas sufridas al superar ese nivel sólo se puede salir incrementando el nivel de riesgo de la estrategia. Esa es, exactamente, la posición forzada que hay que evitar.