



Carta trimestral 3T2019

Altair European Opportunities

Situación general

El trimestre ha estado marcado por la política monetaria expansiva del BCE, cada vez menos efectiva y haciendo más difícil una vuelta atrás. Aunque el mercado pueda haber reaccionado positivamente, la realidad es que estas medidas se toman por el deterioro económico, como se ha visto en la reciente reducción de las previsiones de crecimiento. Además, estas medidas tienen efectos colaterales no deseados como la penalización de una asignación ineficiente de recursos, y el sinsentido de que una gran cantidad de bonos tengan tipos de interés negativos. Es precisamente esta disposición por parte de los inversores a invertir a tipos negativos lo que da idea del deseo buscar un refugio, aunque esto tenga un coste. Se echa de menos una política fiscal más agresiva, que tan buenos efectos ha tenido en la economía estadounidense o que ha hecho a Francia destacar respecto a otros países de la UE.

La guerra comercial entre EE.UU. y China sigue siendo un motivo de preocupación por su impacto en el comercio mundial y por extensión sobre el negocio de compañías europeas. Además EE.UU. ha impuesto recientemente aranceles a productos de la Unión Europea, por las ayudas a Airbus. En este sentido España ha sido uno de los países más perjudicados.

A nivel político el cambio de gobierno en Italia desactiva, al menos temporalmente, uno de los frentes abiertos de la Unión Europea. Sin embargo, esto lo compensa con creces todo lo que rodea al Brexit, incluida una posible salida no negociada del Reino Unido de la UE y la crisis constitucional que el actual gobierno británico ha causado en el país. Además, las tensiones políticas continúan cociéndose a fuego lento en otros muchos países europeos (Alemania, España, Francia, Italia, etc.), con el denominador común del populismo. Fuera de Europa la situación no es mejor como muestra: 1) el posible proceso de destitución del presidente Trump en EE.UU.; 2) las protestas de la población en países de América del Sur o en Hong Kong; 3) la tensión creciente en Oriente Medio y el Golfo Pérsico; 4) el grave deterioro de las relaciones entre Corea del Sur y Japón, etc.

Mercado de renta variable

Respecto a la inversión en renta variable europea, el tema que ocupa al Altair European Opportunities (AEO), existen varios aspectos a reseñar.

Por un lado, el impacto de los bajos tipos de interés en las valoraciones. Hay una clara relación inversa entre la rentabilidad de los bonos y las valoraciones de compañías que tienen una gran visibilidad respecto a sus



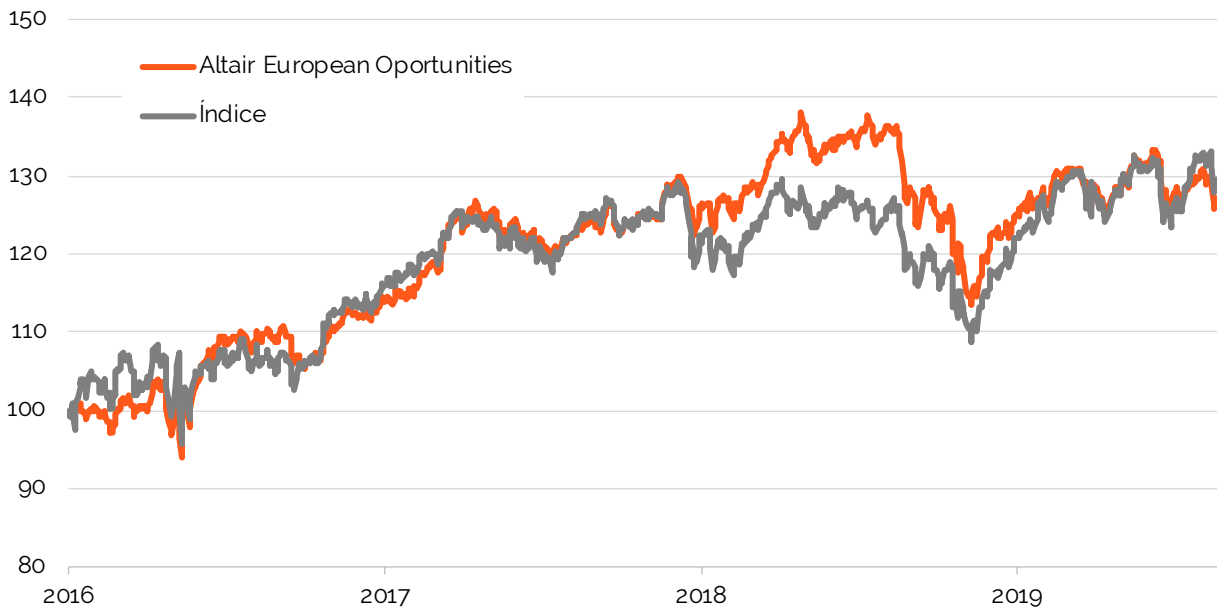
flujos de caja futuros. Esto incluye a las compañías de crecimiento, a aquellas con negocios de larga duración (eléctricas, gestores de infraestructuras), negocios con clientes cautivos (servicios de mantenimiento, software), y a compañías de consumo no cíclico (alimentación, bebidas). Muchas de estas compañías cotizan a los múltiplos más altos de la década.

Por otro lado, muchas compañías industriales o de servicios están sufriendo una presión en precios que no pueden compensar, resultando en bajadas de sus márgenes de beneficio. En ciertas industrias, como en automoción, la menor demanda viene concatenada con cambios regulatorios (limitación de emisiones), que a su vez obligan a cambios tecnológicos (vehículo eléctrico), causando una situación muy incómoda para los gestores. Se requieren grandes inversiones, pero con baja rentabilidad inicial y poca visibilidad sobre la duración del período necesario para recuperar lo invertido. El resultado es que las valoraciones de este tipo de activos están en mínimos de la década.

También es de reseñar el fenómeno de la creciente indexación en renta variable, es decir la compra de productos que tratan de replicar el desempeño de índices bursátiles o segmentos específicos del mercado, ya sea vía fondos, ETFs o cualquier producto de similar naturaleza. Esto favorece a las empresas de mayor tamaño y, a veces, provoca significativas y crecientes diferencias de valoración entre compañías de un mismo sector a medida que el fenómeno se retroalimenta. Por poner un ejemplo, tomamos dos compañías de alta calidad en el sector de seguros: Allianz y Catalana Occidente (GCO). En el momento que escribimos estas líneas, la primera capitaliza cerca de 87.000 millones de € (sube más de un 17% en el año) y forma

parte, según FactSet, de 293 ETFs y 163 índices. GCO capitaliza más de 3.300 millones de € (cae alrededor del 12% en el año), está presente en 23 ETFs y 48 índices. La primera cotiza a 10,4 veces el beneficio esperado de los próximos 12 meses mientras que la segunda lo hace a 8,8 veces, el mínimo de los últimos 5 años. Y sin embargo, entre 2009 y 2018, Allianz ha logrado crecer su beneficio por acción a un ritmo del 5,7% al año, contra un 14,8% al año Catalana Occidente. Allianz tiene más de 24.000 millones de € de deuda, mientras Catalana Occidente tiene alrededor de 200 millones de € de deuda. Este es el tipo de distorsiones a las que lleva la indexación, y Catalana Occidente es el tipo de compañía en la que invertimos.

A partir de finales de agosto, muchos de los sectores que peor lo habían hecho en bolsa en lo que llevamos de año, han rebotado con fuerza. Daba la impresión de que el mercado finalmente favorecía a los sectores con valoraciones más atractivas. Sin embargo, a finales de septiembre este cambio ha perdido fuerza y a principios de octubre hemos visto una reversión de la tendencia.



Evolución de Altair European Opportunities

Nuestra filosofía de inversión está enfocada en invertir en compañías en las que vemos valor. Preferimos empresas de calidad, líderes en sus sectores, con buenas perspectivas a largo plazo, fuerte generación de caja y, niveles conservadores de deuda. El objetivo es tener aproximadamente dos tercios de nuestra cartera en este tipo de valores. El tercio restante lo invertimos de manera más oportunista, en compañías que si bien no cumplen todos estos requisitos, ofrecen una buena relación entre el riesgo asumido y la potencial recompensa.

En el tercer trimestre al AEO ha subido un 0,2% antes de gastos, lo que compara con un 2,6% para el Stoxx Europe 600 Net Return. En los 9 primeros meses del año el fondo se ha revalorizado un 14,3% antes de gastos comparado con un 19,5% para el Stoxx Europe 600 Net Return.

Durante el trimestre, hemos salido de varias compañías industriales, ante las peores perspectivas, y también de Philip Morris, ya que perdimos la confianza en el equipo gestor por el intento de fusión con Altria. Hemos invertido en empresas cuyas valoraciones nos resultaban atractivas y en las que a la vez esperamos un cambio de tendencia. Estas incluyen: Elis, Osram Licht, Repsol, BME, SAP y Ubisoft. Creemos que nuestra cartera actual es más defensiva de la que teníamos a principios del trimestre, lo que se encuadra en nuestra expectativa de un mercado más incierto en la última parte del año.

Los mayores contribuidores al fondo durante el tercer trimestre del año han sido la empresa de seguridad informática Avast (0,72%), el líder mundial en el suministro de equipos para producir semiconductores ASML (+0,68%), y la empresa alemana Osram Licht (+0,50%), que ha recibido sucesivas OPAs y en la que acabamos vendiendo nuestra posición a finales de septiembre.



Mayores contribuidores (trimestre)		Mayores detractores (trimestre)	
AVAST	0,72%	DEVOTEAM	-0,60%
ASML	0,68%	SANDVIK	-0,48%
OSRAM	0,50%	GESTAMP	-0,40%

Los principales detractores trimestrales han sido la empresa de componentes de automoción Gestamp (-0,40%), la empresa de máquina herramienta Sandvik (-0,48%), y la compañía de tecnologías de la información Devoteam (-0,60%). En el caso de Gestamp, no percibimos correctamente la dimensión del deterioro que ha producido en el negocio la caída del volumen ventas de automóviles. En Sandvik vendimos la posición, a raíz de la salida de dos de los máximos responsables del negocio, lo que frecuentemente indica peores perspectivas en una empresa, como quedó demostrado en sus resultados del segundo trimestre. Finalmente, Devoteam sorprendió con una rebaja de expectativas, aunque entendemos que la reacción del mercado ha sido excesiva y esperamos que recupere parte de lo perdido.

Empleamos la mayoría de nuestro tiempo en seguir los valores que tenemos en cartera y en analizar y valorar en detalle compañías potencialmente atractivas. Aunque este proceso no siempre resulta en decisiones de inversión, nos permite ir expandiendo y documentando nuestro conocimiento en industrias y compañías que en el futuro podrían pasar a formar parte de nuestra cartera a precios más adecuados.

Mayores posiciones	
GRIFOLS	4,5%
ASML	3,56%
CATALANA OCCIDENTE	3,37%
LOGISTA	3,34%
DEUTSCHE BOERSE	3,13%