



RENTAMARKETS NARVAL – Segundo trimestre de 2020

Estimado inversor:

Pocos periodos de la historia bursátil han sido tan cambiantes como el actual. El primer trimestre de 2020 supuso una ruptura total con lo sucedido en 2019. Los resultados del segundo trimestre, que incluyen dos meses totales de encierro y paralización económica, agrandarán aún más la brecha respecto a 2019. Pero éstos han quedado obsoletos antes, incluso, de su publicación, pues el flujo de noticias corporativas adelanta unas aperturas mayoritarias - aunque todavía no totales - que no quedarán reflejadas en las cuentas de las empresas hasta el tercer trimestre. Si la duda de los mercados en marzo se centraba en la duración y el impacto de una crisis sin precedentes, hoy el debate está en saber cuál será el ritmo de la recuperación. En los últimos seis meses el mundo ha cambiado tres veces. El objetivo de este informe es explicar el posicionamiento del fondo y la estrategia que estamos siguiendo para invertir en este entorno.

Durante el segundo trimestre de 2020 la rentabilidad de Rentamarkets Narval fue del +13,4%. Con ella, alcanza una rentabilidad anual del +0,75%, superior a la de los principales índices europeos como el Stoxx600, con un -12,1%, Eurostoxx50, con un -12,4%. Las compañías que mayor rentabilidad han aportado este trimestre fueron Dupont, KWS y Brenntag, mientras que las mayores detractoras fueron Compass, InterContinental Hotels y Nokian Renkaat. La cartera queda formada por 46 compañías, siendo las de mayor peso Smiths Group, Swiss Re y Compass. Durante el trimestre se han incorporado a la cartera Otis Elevator y Booking, ambas norteamericanas.

Lo que estamos viviendo es una crisis de apalancamiento operativo. No está generada por elevadas valoraciones de las bolsas, como en el 2000, ni por una cuestión financiera, como en 2008, ni por una quiebra soberana, como en 2011. Los problemas a los que se enfrentan las empresas son producidos porque sus ventas, sencillamente, se han esfumado. A diferencia de anteriores ocasiones, el epicentro de esta crisis está en la primera línea de la cuenta de resultados.

El análisis financiero dice que, cuando se contraen las ventas de una empresa, los costes fijos fagocitan su liquidez a mucha velocidad. La secuencia es sencilla: caen las ventas, colapsan los márgenes, la generación de caja se vuelve negativa y, por este punto, el problema llega al balance de la empresa. Normalmente, el movimiento de circulante mitiga el drenaje de liquidez. Pero durante los confinamientos muchas empresas no han podido contar con esta opción. No han sido pocas las empresas de alta calidad, absolutamente solventes antes del Covid, que por su apalancamiento operativo han tenido que ampliar capital o pedir ayudas públicas. Narval tiene algunas en cartera, como Compass, InterContinental Hotels o Adidas, aunque también se dan ejemplos significativos fuera de ella, como es el caso de Amadeus.



En lo que llevamos de año, las empresas de Narval han implementado drásticos planes de contingencia. Primero, el 90% ha cancelado sus guías para el año debido a la ausencia total de visibilidad. Segundo, el 60% ha reducido la retribución a sus accionistas, suspendiendo o retrasando el pago de dividendos y de recompras de acciones. Tercero, el 70% ha anunciado recortes en sus planes de inversión, centrándose en los proyectos más críticos que sustentan su estrategia de largo plazo. Cuarto, casi la totalidad de nuestras compañías ha iniciado planes de contención de costes fijos, impactando, por ejemplo, en los alquileres que pagan por sus instalaciones, en sus presupuestos de marketing, en el sueldo de sus directivos y, lamentablemente, en la contratación de sus empleados. Quinto, la implantación del teletrabajo ha sido masiva y, aparentemente, ha tenido buenos resultados. Sexto, el negocio online ha resultado vital para las empresas que pueden desarrollarlo, por contraposición a los servicios de mantenimiento que exigen desplazamiento físico de personas que, en casos como el de Assa Abloy, llegó a desaparecer casi por completo en los peores momentos del año. En resumen, prácticamente todas las empresas de Narval han hecho lo que cabría esperar en un entorno como el actual. A pesar de ello, todas han mantenido sus compromisos de inversión en I+D, sin los cuales serían incapaces de competir en el futuro, con o sin Covid.

Pero el apalancamiento operativo es una carretera de doble sentido. Cuando las ventas dejan de caer, las dinámicas anteriores se invierten rápidamente: los márgenes se recuperan, la generación de caja vuelve a ser positiva y la liquidez llega de nuevo a los balances. Los programas de inversión se reanudan y, de manera paulatina y desigual según zona geográfica y sector, la actividad reaparece. Este impacto positivo será más evidente a lo largo del tercer trimestre, aunque ya lo viene anticipando el flujo de noticias lanzado por las compañías durante las últimas semanas. Así, empresas como H&M han pasado de tener el 80% de sus tiendas cerradas en el peor momento del confinamiento a sólo el 7% a finales de junio; en el caso de Adidas, del 70% de sus tiendas cerradas pasaron a abrir casi el 70% a principios de junio; por otro lado, compañías como FAES Farma o GlaxoSmithKline han trabajado a ritmo normal durante la mayor parte del año. Así que, aunque hay grandes variaciones dependiendo del sector de actividad, la apertura está siendo generalizada.

Las bolsas han seguido la hoja de ruta marcada por la crisis de apalancamiento operativo, tanto en la caída inicial como en la recuperación desde los mínimos de marzo. La economía ha pasado - está pasando - por el típico proceso de purga que experimenta en cada recesión: menor actividad, colapso de los márgenes, reducción de inversiones, caídas en las bolsas, ajuste del mercado laboral, planes de estímulo anunciados por gobiernos, apoyo de los bancos centrales y mucho miedo entre los inversores. Es en momentos como este cuando el mercado ofrece las mejores oportunidades de compra.

La purga del Covid-19 es más profunda de lo que parece. Muchos mirábamos con preocupación al experimento monetario iniciado tras la última crisis y a los abultados endeudamientos públicos; pensábamos que el sistema era tremendamente frágil y que no estaba preparado para afrontar un *shock* como los que le golpean periódicamente. Pero, a pesar de que lo visto en 2020 supera cualquier referencia, la rueda ha seguido girando. Si hace un año nos hubieran contado lo que nos esperaba, los gestores de Narval habríamos dicho que la depresión económica sería inevitable. Craso error. Incluso los más escépticos hemos de admitir que el sistema económico y financiero ha resultado ser más resistente de lo que parecía. Este es un cambio relevante.



En este contexto, el posicionamiento de Narval es positivo. Si bien los mercados ya han hecho el dinero rápido que ocurre tras cada pánico, ahora, por delante, queda la paulatina recuperación de la crisis para generar rentabilidad futura. El nivel de exposición del fondo es del 87% y cuenta con una cartera de empresas de alta calidad, bien compensada entre modelos defensivos (43% de las inversiones, con empresas como GlaxoSmithKline, Gerresheimer, KWS, Bunzl o Smiths Group) y cíclicos (46% de las inversiones, con Atlas Copco, Epiroc, Christian Dior, Assa Abloy o Asthead). Completamos la cartera con un 11% de las inversiones en posiciones satélites más tácticas, como Adecco, Elis o Metrovacesa. La combinación de empresas defensivas y cíclicas se refuerza con la inversión en empresas de tipo valor (BMW o Bayer), de tipo crecimiento (Booking o Siemens Healthineers) y de tipo recurrente (Knorr-Bremse u Otis Elevator). Tener una composición de cartera equilibrada es necesario para que sea capaz de generar rentabilidades robustas en la mayor cantidad de escenarios posibles.

La incorporación de Otis Elevator Company refuerza el peso de compañías con ingresos recurrentes de la cartera. Empezó a cotizar recientemente, tras su escisión de United Technologies. Es atractiva porque combina aspectos defensivos – como la recurrencia de ingresos de su servicio de mantenimiento de ascensores – y ofensivos – como el crecimiento de su base de ascensores instalada en regiones donde el mantenimiento todavía no es obligatorio. El crecimiento de esta base instalada reduce el margen hoy, pero está creando un potente mercado en el que desarrollar su modelo de mantenimiento de alto margen y rentabilidad. Además de Otis, dentro del fondo empresas como Knorr-Bremse, Atlas Copco, Epiroc o Smiths Group también presentan este perfil de recurrencia en ingresos y crecimiento.

Nos despedimos con la atención puesta en el flujo de noticias y en los resultados del segundo trimestre que se irán publicando durante las próximas semanas.

José Díaz Vallejo

Juan Díaz-Jove del Amo

DISCLAIMER. 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.