



RENTAMARKETS NARVAL – Primer trimestre de 2021

Estimado inversor:

La comunicación con periodicidad trimestral nos obliga a comentar lo ocurrido en los mercados durante periodos cortos, aun cuando la estrategia de inversión de Narval tiene un horizonte temporal largo. Lo que pretendemos con este informe es tenerles al tanto de lo ocurrido durante los primeros tres meses de 2021, enmarcándolo dentro de la estrategia del fondo y de nuestra visión de largo plazo.

Durante los últimos dos trimestres, como explicaremos, el buen comportamiento de Narval ha sido posible gracias a la fuerte apreciación de sus inversiones en empresas cíclicas de calidad; sin embargo, en los dos trimestres anteriores, el fondo tuvo un comportamiento también excelente gracias a sus inversiones en buenas empresas defensivas. Narval se ha comportado bien en ambos entornos de mercado no porque los gestores hayamos sido capaces de identificar puntualmente cada cambio de régimen, sino porque el diseño de su cartera está pensado para que el fondo lo haga bien en la mayor parte de escenarios posibles. Ese matiz estratégico es mucho más relevante que cualquier movimiento trimestral.

Rentamarkets Narval durante el primer trimestre de 2021

Durante el primer trimestre de 2021, las bolsas han continuado con el movimiento alcista que iniciaron en noviembre de 2020. Entonces, con el anuncio de las vacunas, el mercado interpretó que había llegado el final de la crisis de la covid y que a partir de ese momento se asentaban las bases para un escenario de fuerte crecimiento económico. En consecuencia, las empresas más cíclicas han subido con fuerza y han tenido un comportamiento relativo superior al de las defensivas, pues en un entorno de recuperación generalizada, las primeras son capaces de hacer crecer sus beneficios con mayor rapidez y en mayor cuantía que las segundas.

Por nuestro convencimiento de que para invertir bien conviene no hacer movimientos extremos ni audaces, nuestra cartera siempre mantiene un equilibrio entre empresas cíclicas de calidad y empresas defensivas de calidad. Ese equilibrio nos exime de tratar de predecir los giros de mercado a corto plazo y, al mismo tiempo, nos permite beneficiarnos de ellos cuando tienen lugar. Con esta estrategia pretendemos huir de comportamientos extremos, para bien o para mal, y generar valor de manera consistente y sostenible. Así, en el primer trimestre de 2021, Narval acumula unas ganancias del 8,72% mientras que las bolsas europeas, tomando como referencia al Stoxx600, se han apreciado un 8,20% en el mismo periodo. El comportamiento del fondo ha sido impulsado por empresas cíclicas como Kuehne + Nagel, Epiroc, Asthead y Atlas Copco, que acumulan subidas superiores al 30% en lo que va de año. Por el lado negativo tenemos a Adidas y Fuchs Petrolub –con caídas del 6,5% y del 5% respectivamente– acompañadas por empresas más defensivas, como Knorr-Bremse, Beiersdorf, Gerresheimer o Bunzl, que prácticamente no se han movido respecto a sus precios de inicio del año. Nuestras tesis de largo plazo en estas compañías no han cambiado, pero entendemos que, en este entorno de recuperación, el mercado prefiere comprar nombres cíclicos antes que los defensivos. Eventualmente esto cambiará.



Creemos conveniente no cargar todo el capital del fondo en los sectores más cíclicos por varios motivos. Primero, porque la duración y la profundidad del actual movimiento del mercado es inescrutable y no es prudente jugárselo todo a una carta. Segundo, puesto que el objetivo del fondo es generar rentabilidad en la mayor parte de escenarios posibles, es necesario mantener siempre un sesgo equilibrado entre diferentes tipos de empresas. Tercero, porque un error de cálculo en una cartera sobre cargada de posiciones cíclicas puede tener efectos devastadores sobre el capital si el entorno cambia (no conviene olvidar lo vivido en 2020). Y, cuarto, porque mientras el mercado siga comprando lo cíclico y vendiendo lo defensivo, seremos capaces de aprovechar la oportunidad de adquirir empresas defensivas de calidad a buenos precios. Nuestra estrategia de largo plazo es clara y seguiremos aprovechando los movimientos que experimenta mercado a corto plazo para reforzarla.

Movimientos y estructura de la cartera

En el trimestre hemos hecho algunos cambios en la cartera. En lo que respecta a las empresas de sesgo defensivo, vendimos GSK y compramos JDE Peet's e IFF. Por la parte de empresas cíclicas compramos Alfa Laval y vendimos Adecco. Nos deshicimos de GSK, reconociéndolo como un error de inversión, por haber sobreestimado su capacidad para regenerar una anquilosada cultura corporativa. Su comportamiento estratégico durante la pandemia nos ha parecido decepcionante y su equipo directivo se ha mostrado pasmosamente complaciente. JDE Peet's nos gusta por su estrategia de marcas locales y regionales (Saimaza y Marcilla son dos de sus marcas más conocidas en España), por su red de distribución y por su capacidad de innovación (destaca el rendimiento de su red Peet's, por ejemplo). Siendo el segundo grupo cafetero mundial, detrás de Nestlé, ocupa una buena posición en un sector atractivo para los próximos cinco o seis años. En IFF, la posición resulta de la fusión de la división de biociencia de DuPont – de la que ya éramos accionistas– con la antigua IFF, creando el líder en una industria de fuerte crecimiento, donde existen importantes ventajas de escala en I+D y en distribución. La sustitución de Adecco por Alfa Laval responde al refuerzo de la tesis de Crecimiento Rentable, manteniendo la exposición al ciclo económico, pero en mejores términos. Nos sigue gustando Adecco, pero Alfa Laval nos gusta más.

El nivel de inversión del fondo es del 91% aproximadamente y, a cierre del trimestre, tenemos 45 compañías. La estrategia de Narval opta por una estructura de cartera diversificada, por contraposición a una estructura concentrada. Las carteras concentradas están formadas por pocos valores con altos pesos individuales cada uno. Este tipo de estrategias, cuando salen bien, se ven beneficiadas por un reducido grupo de posiciones extraordinarias capaces de liderar el comportamiento de toda la cartera. Por el contrario, cuando salen mal, una o dos posiciones son capaces de arrastrar al fondo al terreno de la pérdida irrecuperable. Este planteamiento de *enfermería o puerta grande* es propio del arte de la lidia, pero no del arte de la inversión. En nuestro ámbito, y para nuestro capital, preferimos que el éxito dependa de la estrategia en su conjunto y evitar, siempre, la posibilidad de que un error puntual limite las opciones estratégicas de Narval.

Respecto a nuestro posicionamiento, es similar al del trimestre pasado, como pueden ver en la matriz de gestión.



	CICLO DEMANDA	CICLO OFERTA	REPOSICIONAMIENTO	CICLO INVERSIONES	INGRESO RECURRENTE	TOTAL
NÚCLEO DEFENSIVO	8%	3%	4%	12%	19%	46%
NÚCLEO CÍCLICO	23%	2%	3%	9%	9%	46%
SATÉLITES	4%	0%	0%	4%	0%	8%
TOTAL	35%	5%	7%	25%	28%	100%

Nuestra expectativa es que la rentabilidad en el corto plazo seguirá estando condicionada por el comportamiento de los sectores cíclicos frente al de los sectores defensivos. A largo plazo, en cambio, será más relevante la maduración de las tesis de inversión.

Posicionamiento

Además de la vuelta al crecimiento, el otro gran cambio de narrativa ocurrido junto al anuncio de las vacunas es la vuelta a la inflación. Para gestionar Narval no hacemos predicciones macroeconómicas, pero eso no quiere decir que ignoremos la macro: en el entorno actual nos planteamos cómo afectaría un entorno de precios inflacionista a la cartera. Para afrontar esta cuestión expondremos los detalles de nuestra tesis de Crecimiento Recurrente, que aglutina casi un tercio de nuestras inversiones. Esta parte de la cartera no fue creada en base a una expectativa inflacionista, sino por las fortalezas de los modelos de negocio de sus empresas ante diferentes escenarios macro; el inflacionista es uno de ellos. Bajo esta tesis tenemos doce empresas de sectores como el industrial, cuidados de la salud, agrícola, servicios o químico. A pesar de operar en sectores muy diferentes, estas compañías presentan importantes claves comunes:

1. Son empresas altamente innovadoras, líderes en cada sector.
2. Son empresas con bajas necesidades de reinversión para mantenerse y crecer.
3. Son empresas con algún tipo de negocio recurrente, como servicios de reparación o mantenimiento post-venta de los productos que ellos mismos fabrican y venden.

La confluencia de estos tres rasgos genera un modelo de negocio muy rentable. Por el esfuerzo innovador, los productos de estas empresas son de alta calidad (los mejores en cada uno de sus sectores), por lo que van ganando cuota de mercado en cada ciclo de reposición. A medida que la cuota de mercado va creciendo, su base instalada de productos aumenta y, con ella, la potencialidad de su negocio de mantenimiento y servicio post-venta. Este es un negocio predecible, escalable, de margen alto y de bajas necesidades de reinversión, que genera una buena cantidad de dinero con el que la empresa puede financiar su I+D y seguir siendo líder en innovación. El liderazgo en innovación provoca el nacimiento de un nuevo ciclo de reposición y de nuevas ganancias de cuota. La innovación produce el crecimiento y el servicio aporta la recurrencia en una relación de continuo refuerzo mutuo.



Estos negocios parten de una plataforma escalable, con costes fijos y con capacidad para crecer conforme la base instalada de productos aumenta. Pero no todas las empresas con negocios post-venta de mantenimiento son capaces de generar estas dinámicas tan positivas; para ello es necesario que estén basados en una cultura de producto fuertemente innovadora. Cuanto más sofisticados sean los nuevos productos, mayor valor generarán para los clientes y más difícilmente serán mantenidos por terceros. Esto refuerza la relación entre empresa y cliente, hasta el punto de que es el propio técnico de mantenimiento quien, durante sus visitas periódicas, explica al cliente los nuevos productos desarrollados y sus bondades. Es decir, colaboran incentivando el ciclo de reposición de los productos gracias a la confianza forjada con los clientes a lo largo de décadas de relación. Ese es un activo intangible irreplicable y que no aparece en los balances de estas empresas. Las sinergias que se producen dentro de este modelo de negocio, entre sus facetas de diseño e innovación, producción y ensamblaje, y venta y servicio post-venta crean una combinación que permite repercutir costes a los clientes tanto si el entorno es inflacionista, como si no lo es.

Para los inversores de largo plazo, la cultura de innovación juega un papel esencial, pues necesariamente tenemos que colocar nuestro dinero en empresas con futuro. Empresas como Assa Abloy –que ha pasado de ser una empresa fabricante de puertas a un proveedor de sistemas de control de flujo de personas– o Epiroc –una empresa de maquinaria para la minería cuya visión es tener minas sin mineros, totalmente digitalizadas– están revolucionando sus respectivos sectores desde las posiciones de liderazgo que actualmente ocupan. Además, gracias al uso extensivo de la tecnología están transformando su experiencia histórica en datos analizables. Con ello, impulsan nuevos servicios de mantenimiento proactivo que, además de maximizar la eficiencia de sus productos, refuerza la relación con –y la cautividad de– sus clientes. No hace falta, por tanto, invertir en empresas incomprensibles que no ganan dinero para beneficiarse de negocios tecnológicos e innovadores. Nosotros los estamos encontrando en sectores tan tradicionales como los mencionados y a valoraciones atractivas.

Respecto a su valoración, estas compañías cotizan con prima respecto al resto del mercado casi siempre. Esto no quiere decir que estén caras, sino que sus negocios son de una calidad superior a la media del mercado, gracias a la unión entre crecimiento y recurrencia y a los múltiples círculos virtuosos de los que gozan y que ya hemos explicado. Mientras sus primas sigan siendo razonables y no canibalicen la capacidad de generación de valor a largo plazo de estas empresas, no hay motivos para deshacernos de ellas. Evidentemente no esperamos que tengan un comportamiento bursátil estelar todos los trimestres, pero a largo plazo nos parece un buen modelo de negocio en el que tener invertido nuestro capital.

Además, estas compañías presentan varios aspectos positivos en un entorno inflacionista. Fruto de su esfuerzo innovador, gozan de poder de fijación de precios debido a la calidad de sus productos. Tienen un modelo de negocio basado en retener al cliente y en crear una relación que incentive la renovación constante de los productos –con las consiguientes subidas de precios–. La cautividad que provoca el servicio recurrente de post-venta y su estructura de costes, junto a la baja intensidad de capital de su negocio, son factores adicionales de robustez ante un hipotético escenario inflacionista. Si ese es el escenario macro al que nos enfrentamos, creemos que son empresas capaces de comportarse bien en él. Este grupo representa, aproximadamente, un tercio de nuestra cartera y está formado por nombres como Knorr-Bremse, Atlas Copco, Epiroc, Assa Abloy, Smiths Group y Alcon, entre otras.



Este primer trimestre de 2021 fue especial para nosotros pues Narval cumplió su tercer año. Se trata de un hito importante para un fondo de inversión, porque empieza a ser un plazo relevante para comprobar la marcha del proyecto y el funcionamiento de su estrategia a medio plazo. Estamos satisfechos en ambos aspectos. El fondo nació con dos millones de euros de activos bajo gestión. Hace un año, en pleno confinamiento, apenas llegábamos a los tres millones de euros, mientras que hoy nos acercamos a los doce millones y contamos con la confianza de 429 partícipes. Respecto a la rentabilidad obtenida durante los últimos tres años, Narval acumula una ganancia anualizada del 8,47% y todos sus inversores se encuentran ganando dinero actualmente. Dado lo convulso del periodo, estamos satisfechos con la rentabilidad, pero nuestros objetivos de largo plazo siguen siendo superiores. Por último, este trimestre hemos alcanzado acuerdos de distribución con MyInvestor, Arquia Profim Banca Privada, Mapfre Gestión Patrimonial, Seguros El Corte Inglés, Selfbank y Caser, de tal forma que los inversores interesados ya pueden contratar Rentamarkets Narval a través de dichos comercializadores.

Un cordial saludo,

Pepe Díaz Vallejo
Juan Díaz-Jove del Amo

DISCLAIMER. *Naturaleza de este material: Este documento únicamente contiene información sobre nuestros fondos. 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.*