



RENTAMARKETS NARVAL – Tercer trimestre de 2021

Estimado inversor:

La rentabilidad de Rentamarkets Narval en los tres primeros trimestres de 2021 ha sido del 9,5%, mientras que la de la bolsa europea, medida con el índice Stoxx 600, ha sido del 16,1%. Durante los dos últimos trimestres, el fondo acumula un retorno del 0,3% y la bolsa europea del 7,1%. Aunque la rentabilidad anual se acerca a nuestro objetivo de doble dígito, en los últimos meses ha sido inferior que la que cabría esperar en un entorno de renta variable como el que estamos viviendo.

El objetivo de este informe es explicarles los motivos por los que creemos que Narval es una excelente oportunidad de inversión en estos momentos. Para ello lo hemos organizado en tres partes. En la primera explicaremos la evolución del fondo desde su inicio, contextualizando los retornos generados con la estrategia de inversión. En la segunda nos centraremos en el entorno de mercado y del momento actual de la cartera. En la tercera y última comentaremos nuestras perspectivas como gestores del fondo y como partícipes.

Narval a largo plazo

Desde el nacimiento del fondo, siempre hemos insistido en la importancia de invertir pensando en periodos de tres, cinco o más años. Pero no confundamos largo plazo con empecinamiento. A pesar de nuestro pensamiento largoplacista, constantemente buscamos nuevas inversiones que sean capaces de mejorar la cartera, bien porque ofrecen más rentabilidad, bien porque ofrecen menores riesgos.

Debido a este planteamiento, a lo largo de 2019 fuimos orientando parte de la cartera hacia nuevas oportunidades de inversión en empresas de calidad que volvían a cotizar a valoraciones atractivas después de mucho tiempo. En aquellos meses compramos empresas como Atlas Copco, Corteva, Richemont o Knorr-Bremse y vendimos otras como Aegon, BIC, BT Group o Lagardere. Ese primer proceso de reposicionamiento parcial del fondo se completó a principios del tercer trimestre de 2019, mejorando significativamente la rentabilidad que Narval había obtenido hasta la fecha. El segundo proceso de rotación parcial ocurrió al año siguiente. Con la pandemia de 2020 el mundo cambió de golpe y tuvimos otra excelente oportunidad para terminar la formación de una cartera de alta calidad y aprovechar unos precios que semanas atrás eran inimaginables. En aquel periodo compramos empresas excelentes a precios de ganga –como Assa Abloy, Booking, Christian Dior o Compass– y liquidamos las últimas posiciones en empresas cíclicas de menor calidad que quedaban en el fondo –como ThyssenKrupp, Covestro o Carrefour–. Las posiciones restantes son las incorporaciones realizadas a lo largo del presente año –con empresas como Allfunds, Alfa Laval, JDE Peet’s o Brambles–.

De las 41 compañías que forman actualmente la cartera, seis fueron incorporadas en 2018, dieciocho en 2019, diez en 2020 y siete en 2021. El nuevo foco estratégico iniciado en 2019 nos ha centrado en empresas de calidad superior a la media que cotiza a precios razonablemente ventajosos. Este nicho del mercado ofrece rentabilidades más atractivas con un riesgo limitado y ha sido clave para entender la mejoría del rendimiento de Narval desde 2019. Así, desde finales del tercer trimestre de 2019, el fondo acumula subidas cercanas al 38%, frente a casi un 21% del



mercado europeo. Desde que implementamos la nueva estrategia centrada en la calidad de los negocios, salvo en momentos puntuales como el actual, el fondo ha tenido muy buen comportamiento, mejorando sensiblemente la rentabilidad que acumulaba desde su inicio y superando a la de su índice de referencia.

Por otro lado, el equipo de gestión de Narval es un equipo particular debido a los lazos familiares que nos unen a los dos gestores. Somos primos y muchos de los partícipes de este fondo son personas de nuestro entorno familiar. Este es un motivo adicional para, además de buscar rentabilidad, actuar siempre con prudencia y tratar de proteger el capital cuando las condiciones de mercado empeoran. Nuestra estrategia de control de riesgos ha funcionado bien en los dos periodos de caídas importantes que han ocurrido desde el inicio del fondo: el primero, en el último trimestre de 2018 y, el segundo, en el primer trimestre de 2020. En la primera de esas dos crisis, el mercado europeo cayó un 15,7% mientras que Narval se dejó un 12,4%. En la pandemia, en el peor momento, los mercados cayeron un 31,7% y Narval un 22,1%. Gracias al control de las pérdidas, el fondo recuperó niveles pre-Covid en un corto espacio de tiempo y obtuvo rentabilidades positivas antes que el mercado. En otras palabras, nuestra actitud defensiva durante las caídas nos permitió salir al ataque desde un posicionamiento ventajoso.

La estrategia de Narval tiene, por tanto, dos objetivos: obtener rentabilidades satisfactoriamente altas a largo plazo y proteger el capital durante periodos de caídas. Analizando el comportamiento del fondo durante los últimos tres años, podemos estar satisfechos con la consecución de ambos.

Narval a corto plazo

En lo que llevamos de 2021, la rentabilidad del fondo se acerca a los objetivos de doble dígito que perseguimos. Sin embargo, durante los dos últimos trimestres, la cartera sólo ha rentado un 0,3% frente al 7,1% de la bolsa europea. No estamos obsesionados con los índices, pero creemos que son un buen termómetro del momento del mercado y en uno como el actual debemos ser más ambiciosos.

Cuando el entorno es favorable para las bolsas, suele haber cuatro motivos de preocupación ante el peor comportamiento de un fondo a corto plazo: primero, si las empresas en las que invierte tienen malos resultados; segundo, si está sufriendo pérdidas abultadas en dos o tres posiciones individuales que lastran al conjunto de la cartera; tercero, si ha hecho demasiadas operaciones, con cambios lesivos y erráticos en el posicionamiento; y cuarto, si la estrategia de gestión del riesgo canibaliza la rentabilidad generada con la cartera de acciones. En caso de que no se dé ninguna de estas cuatro señales de alarma, los periodos en los que un fondo se queda rezagado constituyen una buena oportunidad de inversión.

En el caso de Narval, los resultados de nuestras empresas están siendo mayoritariamente buenos debido a tres factores: primero, por el crecimiento en sus ventas; segundo, por los programas de reducción de costes e incrementos de eficiencia implantados en 2020; y, tercero, por las quiebras de algunos competidores importantes. Empresas como Atlas Copco, Alcon, Kuehne+Nagel o Siemens Healthineers han superado ampliamente los números que obtuvieron en 2019. Otras, como Ryanair, Compass, Booking o InterContinental Hotels, por la naturaleza de su negocio, están lejos de niveles pre-Covid, pero sus fundamentales están mejorando. Para los próximos años, nos parece conveniente combinar empresas que ya se encuentran en un entorno de normalidad con otras en las que aún pesan las secuelas económicas de la pandemia. Las primeras nos harán ganar dinero con sus planes de inversión y con su capacidad innovadora, mientras que las segundas lo harán con la recuperación de su propia actividad. En segundo lugar,



durante estos dos últimos trimestres no hemos sufrido caídas abultadas en los precios de ninguna de nuestras inversiones que pudieran lastrar al conjunto del fondo. Las tres posiciones que más rentabilidad han restado fueron Phillips (-42pb), JDE Peet's (-40pb) y SKF (-34pb) y las tres que más rentabilidad han aportado fueron Otis (+54pb), Ashtead (+50pb) y Siemens Healthineers (+50pb). La diversificación de la cartera es una herramienta esencial para reducir el riesgo individual de cada inversión. En tercer lugar, hemos introducido pocos cambios en cartera en estos meses: Allfunds, Brambles y Regeneron. Tampoco hemos alterado la distribución del fondo entre empresas cíclicas y defensivas, ni entre las distintas tesis de inversión, manteniendo una estructura de cartera casi idéntica a la que teníamos al cierre del primer trimestre. En cuarto lugar, la estrategia de control de riesgos no ha interferido en la generación de rentabilidad, pues en este periodo hemos mantenido los niveles de inversión más altos de toda la historia de Narval. Nuestra predisposición a la bolsa es claramente alcista en un entorno de crecimiento, recuperación de beneficios e inflación. No es fácil explicar por qué, en una cartera de acciones formada por 41 empresas, con diez nacionalidades distintas, con presencia en todos los continentes, con exposición a casi todos los sectores de actividad y en un entorno de bolsa alcista, no está pasando nada –ni para bien, ni para mal–.

Hay algunos factores coyunturales que podrían explicar esta apatía. Primero, la exposición de Narval a empresas alemanas y suecas, dos de los mercados europeos que menos han subido en los últimos meses. Segundo, por el mayor peso que tenemos normalmente en los sectores de salud y consumo por encima del financiero y el energético, que han sido los sectores líderes en este periodo. Tercero, porque las carteras que tienen un sesgo más extremo hacia el valor o el crecimiento lo están haciendo mejor que las carteras diversificadas como la de Narval. Cuarto, porque el mercado está premiando hoy compañías de menor tamaño, mientras que nosotros siempre invertimos en grandes empresas. Quinto, porque después de un 2020 muy bueno, los precios de nuestras acciones están haciendo una pausa, como ocurre con frecuencia después de años tan extraordinarios como el pasado. En nuestra opinión, no hay una causa fundamental que indique que el posicionamiento del fondo sea estructuralmente incorrecto. Todos son factores coyunturales que tarde o temprano se invertirán.

Perspectivas y posicionamiento

Lo descrito en las dos secciones anteriores de este informe nos hace pensar que la cartera de Narval se encuentra en una situación favorable y aprovechable. Nuestras empresas van bien y sus acciones se han quedado rezagadas respecto a sus propios resultados corporativos y respecto al resto del mercado. En otras palabras, nuestras acciones se han puesto baratas y han perdido parte de la prima con el que suelen cotizar las compañías de calidad. Mientras sus resultados sigan yendo bien, es de esperar que el precio de sus acciones suba tarde o temprano. Por tanto, como gestores del fondo, no creemos necesario hacer ningún cambio relevante en la cartera para mejorar su rentabilidad, mientras la marcha de las compañías siga siendo buena. Si nunca hemos hecho movimientos de cartera pensando en los dos próximos trimestres, mucho menos los haremos pensando en los dos anteriores. Nuestro posicionamiento es adecuado, así que lo mantendremos hasta que su valor aflore.

Como partícipes del fondo, en cambio, estamos siendo más activos. Juan Díaz-Jove ha realizado aportaciones adicionales durante las semanas anteriores a la publicación de este informe y José Díaz las hará durante las siguientes. En un mercado tan efervescente como el actual, tenemos una cartera de empresas buenas y circunstancialmente baratas. Así se lo hemos comunicado a familiares, amigos y compañeros de trabajo cuando nos preguntan: no está pasando nada malo, no está pasando nada preocupante. Sencillamente, todavía no está pasando nada y de ahí la oportunidad que se nos presenta.



Estamos satisfechos con los resultados que ha generado la estrategia de Narval durante los últimos tres años, con rentabilidad compuesta anual del 8,4%. En 2019 obtuvimos un 8,1% de rentabilidad, en 2020 fue del 16,9% y, por el momento, en 2021 es del 9,5%. Sin embargo, como les hemos explicado en este informe, creemos que el momento actual ofrece una buena oportunidad para incrementarla significativamente.

Un cordial saludo.

José Díaz Vallejo
Juan Díaz-Jove del Amo

***Naturaleza de este material:** Este documento únicamente contiene información sobre nuestros fondos. Para atender a este servicio el cliente deberá realizar un test de idoneidad previo. 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 Rentas y Seguros, 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 Rentas y Seguros, S.A. Igualmente, todos los nombres comerciales, marcas o signos distintos de cualquier clase contenidos en este documento están protegidos.*