

# GVC Gaesco Small Caps FI. 2018: Gran divergencia Beneficios / Cotizaciones



**Jaume Puig.** CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión y Gestor de Fondos de Inversión

En lo que llevamos del año 2018 y hasta el día 25 de octubre, el Fondo [GVC Gaesco Small Caps, FI](#), ha tenido un descenso del -20,05% en su clase A. El Fondo, el año pasado, proporcionó una rentabilidad del +25,25%, en esa misma clase.

**La cuestión que pretendemos dilucidar con esta nota es si el descenso de las cotizaciones en lo que llevamos de año responde a un empeoramiento real de la situación empresarial, o bien si se trata del típico movimiento de mercado irracional, en el cual se cotiza un falso temor.** Históricamente cuatro de cada cinco descensos importantes de los mercados financieros son de esa última clase, y acaban con una pronta recuperación de los niveles existentes antes del descenso.

En el Fondo GVC Gaesco Small Caps, FI **tenemos inversiones efectuadas en un total de 59 empresas, todas ellas de la zona euro.** Los países con una mayor presencia son Holanda, Alemania, Austria, España y Francia, y los sectores más representados son el industrial, el de consumo

discrecional, el de materiales, el de constructoras y el de tecnología.

**En 50 de las 59 empresas que tenemos en la cartera, los beneficios del año 2019 son superiores a los del 2017. Estas empresas suponen el 85,2% del patrimonio del fondo**

El conjunto de estas empresas tuvo un beneficio de 1.855 millones de euros en el año 2017, una previsión de 2.412 millones de euros para el año 2018, y de 3.012 millones de euros para el año 2019. **Los beneficios aumentan pues un 30% en el año 2018, un 24,8% en 2019, y un total de un 62,4% entre los años 2017 y 2019.**

En las 9 empresas restantes, el beneficio esperado para el año 2019 es inferior al beneficio del año 2017. Distingamos tres grupos:

- Por una parte, **aquellas empresas en que el beneficio del año 2019 es ligeramente inferior al del año 2017**, aunque muy similar, y que estas pequeñas diferencias se deben principalmente a variaciones en los precios de las materias primas. **Se trata de cuatro empresas que suponen el 8,1% del patrimonio del Fondo:** Las griegas Motor Oil (de 317 millones de beneficio neto en 2017 a 267 millones en 2019) y Gekterna (de 62,3 a 59,4 millones), la portuguesa Corticeira Amorim (de 73,8 a 68,0 millones), y la alemana Kloeckner (de 73,1 a 726, millones). Todas ellas son empresas de mucha calidad, y en ambas pretendemos acumular acciones en debilidad.
- Por otra parte, **otras dos empresas en las que si bien el nivel de ventas se mantiene estable, el margen cae temporalmente y, por lo tanto, los beneficios caen en 2019 respecto a 2017. Suponen el 2,4% del patrimonio del Fondo.** Se trata de la empresa austríaca del sector del azúcar y de fruta preparada, Agrana, y de la empresa alemana de fabricación de equipo médico para los sectores médico, de seguridad y aeroespacial, Draegerwerk. Dos empresas sobre las que pretendemos acumular acciones en debilidad.
- **Finalmente otras tres empresas, que suponen el 3,1% del patrimonio del Fondo**, que o bien tienen un producto innovador muy novedoso, del que aumentan fuertemente las ventas sin haber alcanzado aún el umbral de rentabilidad (La alemana de aislamientos térmicos va-Q-tec), o que están en reestructuración de su negocio (la holandesa líder en Europa de tiendas de colchones Beter Bed, y la empresa de supermercados DIA con tiendas en España, Brasil y Argentina). En esta última estamos tomando una posición después del fuerte descenso que ha tenido, dado que no teníamos acciones anteriormente. **Hemos mantenido reuniones a lo largo del año con todas ellas, y nuestra idea es mantener las posiciones en las mismas**, dado que les apreciamos un recorrido importante. **En los casos de reestructuración es**

**habitual que el mercado se centre más en los beneficios de corto plazo de los años inmediatos que en el propio resultado de la misma.**

Es fácilmente dilucidable que la gran mayoría de las empresas del Fondo lo están haciendo muy bien, que por supuesto los beneficios del conjunto de las empresas en las que invertimos están creciendo a unos buenos niveles, muy superiores al crecimiento medio histórico y que el descenso de las cotizaciones no tiene nada que ver con su realidad empresarial.

Los múltiplos de valoración del Fondo son bajos. A 30 de septiembre, el PER del año 2018 era de 14,5 y el del año 2019 de 13,6. Por supuesto, con el descenso de las cotizaciones del mes de octubre los múltiplos son aún más bajos. Las empresas del Fondo están en su conjunto muy baratas.

Conocemos bien que las Small Caps son, en general, más sensibles a los descensos dado su escaso volumen negociado. Con unas pocas acciones negociadas, los precios pueden tener unas oscilaciones muy grandes. Ahí es precisamente donde radica la oportunidad.

**Los descensos del Fondo en lo que llevamos del año 2018 no responden a la realidad empresarial de las empresas que lo conforman, con crecimientos de beneficios superiores a los dos dígitos tanto para este año como para el siguiente. Por todo ello estimamos que es un gran momento para tomar posiciones en el Fondo.**

---

## Los últimos días de la “gota” malaya

**Jaume Puig.** *CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión y Gestor de Fondos de Inversión*

A cierre del día 24 de octubre, y en lo que llevamos del año 2018, el índice Eurostoxx 50 ha caído un -10,7%. Otras bolsas como la italiana han caído un -15,4%, el Ibex-35 un -13,6%, o el Dax alemán un -13,4%.

En relación a los mismos, efectuamos los siguientes comentarios:

**1. Estos descensos se han producido en el siguiente contexto:**

- **Fuerte crecimiento económico mundial del +3,7%** previsto para los años 2018 y 2019 según la reciente estimación del Fondo Monetario Internacional. Se trata de un crecimiento superior a la media histórica (+3,4%), igual al del año 2017, y el más alto desde el

- año 2011. No debemos olvidar, además, que este aumento se produce desde los niveles máximos históricos de PIB Mundial.
- **Fuertes crecimientos de los beneficios empresariales de las empresas europeas.** Los beneficios por acción de las empresas europeas (índice Stoxx 600) crecen un 20,1% en el año 2018, y un 67% en el período comprendido entre 2017 y 2021.
  - **Existencia de una elevada confianza empresarial en la Zona Euro** (nivel 19,6), que supera a la media histórica (9), a la vez que no alcanza los niveles problemáticos que supondrían un exceso de confianza (30). Los empresarios tienen un elevado grado de confianza dado que tanto sus ventas como sus márgenes están evolucionando muy bien. Sus temores a futuro vienen por la subida de las materias primas, que aún no ha llegado a niveles preocupantes. Previsiblemente, y en función de las 131 reuniones con empresas cotizadas de todo el mundo que hemos mantenido este año, pensamos que más que afectar a los márgenes, las empresas trasladarán estos aumentos de costes a los precios de venta.
  - **Múltiplos bajos de valoración, antes y después del descenso.** El PER 2018 del Eurostoxx 50 es de 13,0 y el PER 2019 es de 11,7. El del Dax alemán es de 12,2 y 10,9, respectivamente y el del Ibex 35 es de 11,5 y 10,6. Sobran las palabras.
  - **Depreciación del euro frente al dólar de un 5,1%** durante el año 2018, aumentando así la posición competitiva de las empresas exportadoras de la Zona Euro. El dólar/euro cotizaba a 1,2005 en diciembre 2017 y ahora está en 1,1392.
  - **Existencia de un bajo volumen negociado** en los mercados. Los volúmenes de negociación de los mercados europeos son los que había en el período 2002/2005. Se trata, pues, de descensos sin volumen.
  - **Existencia de unos niveles de volatilidad inferiores a la media histórica.** Si bien la volatilidad ha subido respecto a la registrada en 2017 (que fue inusualmente baja como las registradas en los años 1995, 1996 y 2005), es inferior a la media y, por supuesto, muy inferior a la registrada en los años verdaderamente problemáticos como fueron los períodos del 2000 al 2003 o del 2008 al 2011. Se trata, pues, de descensos sin volatilidad.
  - **La coexistencia con unas bolsas norteamericanas planas en el año.** El índice S&P 500 ha tenido una rentabilidad del -0,65% y el índice Nasdaq ha subido un +2,97% en lo que llevamos de año. En el caso del índice S&P500, el aumento de beneficios por acción previstos entre el período 2017 y 2021 es del +66,9%, muy similar al de las empresas europeas, e igualmente superior a la media histórica de crecimiento de los beneficios empresariales. Sus múltiplos PER, sin embargo, son muy superiores (16,3 en 2018 y 14,8 en 2019). Curiosamente, tienen un crecimiento similar de beneficios empresariales, unos múltiplos superiores y una mejor evolución bursátil.

En otras palabras, se han producido unos descensos repentinos que se

producen dentro de una coyuntura macroeconómica y empresarial muy favorable.

2. A lo largo del año han ido saliendo diferentes **argumentos teóricos** para justificar los movimientos erráticos del mercado. Los principales han sido:

- **Los hipotéticos efectos nocivos de la subida de los tipos de interés sobre las bolsas.** Como ya comentamos en su momento, si bien las subidas de tipos perjudican desde el momento cero a la renta fija, no pasa lo mismo con la renta variable. En este caso hay que distinguir dos fases. En las primeras subidas de tipos, las que constituyen una mera normalización, suben tanto los tipos de interés como las bolsas simultáneamente. En esa situación estamos y va para largo. Los tipos de interés están muy lejos de los niveles normalizados con la inflación. No es hasta la segunda fase de la subida de tipos que las bolsas empiezan a notar sus efectos adversos. Estamos muy lejos de llegar a ella, quizás dentro de dos o tres años.
- **La guerra comercial impulsada por Donald Trump.** Los hechos han evidenciado la gran diferencia existente entre la amenaza y la realidad (acuerdos con Méjico, Canadá, o la escasa magnitud de los nuevos aranceles), en lo que es un estilo de negociación que busca una posición inicial de ventaja que ha quedado al descubierto. Se aprecia un interés real último en que se instale capacidad productiva en EEUU. Claramente EEUU deja al margen de las amenazas de guerra comercial a países como Japón (con un superávit comercial con EEUU sostenido en el tiempo, si bien con una notable presencia de centros de producción de empresas japonesas en EEUU), centrándose en China (superávit comercial creciente y falta de centros de producción chinos en EEUU), o en segundo término en Europa. Precisamente las empresas europeas tienen una multiplicidad de centros de producción en EEUU, y por lo tanto disponen de una gran capacidad de respuesta ante la amenaza de guerra comercial. La cotización de las empresas europeas exportadoras ha caído como si no la tuvieran.
- **La política italiana.** Curiosamente, la gran discusión se centra en si el déficit público italiano va a tener un techo en el 2,4%, como sostiene el gobierno italiano, o si por el contrario ese nivel podría ser superado en la práctica, como puedan pensar las autoridades europeas. En cualquier caso, la discusión de los presupuestos va para largo, y cualquier acontecimiento relevante, como por ejemplo la poco probable no continuidad del actual gobierno, no ocurriría antes de enero 2019. Lo sorprendente del caso es que si bien la atención del mercado está actualmente centrada en la prima de riesgo del bono italiano, debería estar centrada en la rentabilidad que ofrece su deuda. Su bono a diez años, por ejemplo, está proporcionando una rentabilidad del +3,54%, sin duda muy inferior a la que proporcionará una vez los

tipos de interés se hayan normalizado. En lo que a renta variable se refiere, les sorprendería saber lo poco que sale la palabra “gobierno” en nuestras conversaciones con las empresas italianas, sin duda acostumbradas a la inestabilidad política.

- **La devaluación de la Lira Turca y del Peso Argentino en verano.**

Como he comentado ya en otros foros, estas dos divisas deben devaluarse periódicamente frente a las divisas fuertes como el euro o el dólar sencillamente porque tienen unas tasas de inflación muy superiores, de doble dígito. En esta ocasión en particular, en lo que a la lira turca se refiere, el descenso del verano situó a su divisa en una posición de excesivamente barata según la paridad del poder adquisitivo. Su descenso fue desmesurado, a la vez que motivado por un par de temas políticos simultáneos. Debería transcurrir un año de tiempo con su divisa tan baja antes de que se generaran problemas en una economía fuerte como la turca, y en especial, a aquellos agentes endeudados con divisas fuertes. Transcurridos sólo dos meses del peor momento de la cotización de la lira turca, que fue a mediados de agosto, la lira turca ha recuperado un poco más de la mitad del terreno perdido. Por supuesto, dado que las tasas de inflación de los países emergentes se sitúan entre el 4% y el 4,5% y son, por tanto, muy inferiores a las cifras de doble dígito de Turquía o Argentina, cualquier traslado de los descensos de estas dos divisas al resto de divisas emergentes carece de fundamento.

El día 8 de julio, el índice Eurostoxx 50 estaba plano en el año, y el día 27 de septiembre caía un -1,5%, luego **el descenso se ha generado en un período de unas escasas 19 sesiones, unos 27 días en total.** ¿Qué ha habido de nuevo tras el día 27 de septiembre? De hecho, nada. Estamos ante una especie de “totum revolutum”, en la que se entremezclan las causas. Es un momento donde las percepciones se imponen temporalmente a los datos, por no catalogarlo directamente como un episodio de “fake news”.

Uno de los argumentos más rocambolescos que se utilizan es el de que el ciclo económico favorable pueda estar llegando a su fin dado únicamente... el tiempo transcurrido. Abundan los comentarios del tipo “este ciclo económico favorable está durando ya más de lo habitual”. Luego, el tema no está ya en decir que la economía va mal, lo cual es evidente que no es cierto, sino simplemente que “irá mal”.

A parte de las evidentes intencionalidades que se muchas veces se esconden detrás de estos titulares, comentar que esa duda queda despejada en las reuniones con la empresas que mantenemos. Vemos a los empresarios en modo inversor, están invirtiendo el exceso de caja que generan y que no reparten en su propio negocio. Las inversiones son moderadas en cuanto a cuantía y en cuanto a tipología de inversión. Los empresarios están situados en lo que podríamos denominar un modo de CAPEX Consciente. No han llegado aún a la fase que previsiblemente llegará en unos años de CAPEX Inconsciente. El principal motivo es que



guardan memoria de la crisis económica de hace una década. Es demasiado reciente como para obviarla.

Los análisis de la duración de los ciclos económicos deberían tener en cuenta que su duración depende de lo intensa que haya sido la crisis anterior. Puesto que esta última fue especialmente intensa, el ciclo económico favorable debería ser esta vez más largo de lo habitual. De nuevo, fácilmente podría durar unos dos o tres años más, como mínimo.

### 3. En función de todo ello nuestro **posicionamiento inversor** es el siguiente:

- Sabemos que **el 80% de los descensos bursátiles que se producen son injustificados**, son falsos temores que el mercado cotiza temporalmente y que al no ser ciertos se recuperan en unos pocos meses. Pensamos, por todo lo dicho, que estamos en uno de estos casos. Demasiados motivos teóricos para justificar una caída. **Todo es nada**. Si hubiera un motivo lo suficientemente potente, no harían falta más.
- Conocemos sobradamente muchos casos en los que un mercado cayó fuertemente incluso sin noticias...para tener posteriormente una fuerte recuperación. Recordamos, especialmente, los episodios de agosto del 2002 o de agosto del 2011, por ejemplo.
- Sabemos igualmente que **la media de los descensos dura unos 29 días totales, incluyendo festivos, de los que hemos transcurrido ya 27**.
- Sabemos que **el próximo 1 de noviembre se inicia el medio año bursátil bueno**, donde se gesta la práctica totalidad de la rentabilidad bursátil en términos históricos. El que va de finales de octubre a finales de abril.

Por todo ello, y por otras consideraciones parecidas, en los Fondos de Inversión y SICAVS que gestionamos nuestro posicionamiento es claro y meridiano: **Euro que entre en cualquiera de nuestros fondos, euro que estaremos invirtiendo de forma inmediata**. Sabemos que el mercado bursátil tiene la particularidad de que es de los pocos mercados en que muchos compradores no aprovechan las rebajas. Esperamos que entre nuestros inversores sea distinto y sí lo hagan. Nosotros lo haremos.

Esperamos que la “gota” malaya que supone el continuado descenso de estos días, sin volatilidad, esté cerca de su final. Creemos estar ante sus últimos días.

Por cierto, espero que se hayan apercibido ya, dado que he introducido una “fake news” en el título. No existe la gota malaya, o bien es la gota china o bien la bota malaya. En cualquier caso, es otro de los ejemplos en que los que lo que una mayoría de personas pueda pensar... simplemente pueda no ser cierto.

---

## ¿No pudiste asistir a la conferencia de GVC Gaesco en Madrid?

Aquí tienes el vídeo de la conferencia de GVC Gaesco en Madrid: **Perspectivas Financieras 2019: ¿Inversión en Valor o en Crecimiento?**

Tuvo lugar el jueves 18 de octubre en el Auditorio Rafael del Pino – Madrid.

**Víctor Peiro**, Director General de Análisis de GVC Gaesco Beka, y **Jaume Puig**, Director General de GVC Gaesco Gestión, analizan la situación actual de los mercados financieros y ofrecen una visión estratégica para los próximos meses.

---

## Quien quiera vender bancos tiene que hacerlo cuando los tipos ya hayan subido

Entrevista de Estrategias de Inversión a **Jaume Puig**, Director General de GVC Gaesco Gestión.

“Existen oportunidades en un Ibex 35 que vale un 40% más de lo que cotiza”

---

## GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI – Entre los Fondos de Inversión



# españoles más rentables del primer semestre



Tal y como publica **FundsPeople** en su artículo "[Seis de los 10 Fondos Españoles más rentables del semestre invierten en tecnología](#)", parece ser que el sector estrella este año y uno de los caladeros favoritos de los expertos es el de **tecnología**. El Nasdaq acumula una rentabilidad del 15% en 2018 mientras el Dow Jones apenas avanza un 1%, un buen hacer que se ve reflejado también en las carteras de los Fondos de Inversión: según los datos que ofrece Morningstar, seis de los 10 mejores productos del primer semestre invierten en compañías tecnológicas.

A pesar del buen arranque de año que tuvieron los mercados, el temor a una guerra comercial entre Estados Unidos y China, unido a la inestabilidad política en países como España e Italia, ha lastrado las rentabilidades del mercado. **Los más de 1.700 fondos que hay domiciliados en España registraron, según los datos de Morningstar, una caída media del 0,89% hasta el mes de junio**. Sin embargo, quien hubiera escogido uno de los mejores productos habrá podido ganar hasta un 12%.

**[GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI Clase A](#)** es la última excepción entre los 10 Fondos de Inversión más rentables. Un producto que acumuló una **rentabilidad del 9,02% en el primer semestre** gracias a invertir en compañías del sector turismo. Este producto toma como referencia el índice Stoxx Global 1800 Travel & Leisure index Usd, que incorpora a 81 empresas del sector ocio y turismo de todo el mundo.

Gestora	Fondo	Categoría	Rentabilidad primer semestre 2018 %
---------	-------	-----------	-------------------------------------

Caixabank Asset Management SGIIC	Caixabank Comunicaciones Estándar FI	RV tecnología	12,16
Gescooperativo SGIIC	Rural Tecnológico Renta Variable FI	RV tecnología	11,66
Renta 4 Gestora SGIIC	Renta 4 Multigestión Andrómeda V. Cap FI	Mixto flexible	11,47
Gesiuris Asset Management SGIIC	Valentum FI	RV Europa	9,55
Bankinter Gestión de Activos SGIIC	Bankinter EE.UU. Nasdaq 100 R FI	RV tecnología	9,04
<a href="#">GVC Gaesco Gestión SGIIC</a>	<b>GVC Gaesco 300 Places Worldwide A FI</b>	RV consumo	<b>9,02</b>
Mediolanum Gestión SGIIC	Mediolanum Small & Mid Caps España S FI	RV España	8,63
Mutuactivos SGIIC	Mutuafondo Tecnológico A FI	RV tecnología	8,56
Kutxabank Gestión SGIIC	Kutxabank Bolsa Nueva Eco. Estándar FI	RV tecnología	8,08
BBVA Asset Management SGIIC	BBVA Bolsa Tecn. y Telecom. FI	RV tecnología	7,93

*Fuente: FundsPeople. Datos de rentabilidades de Morningstar*

---

## Breve análisis del Fondo GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI



**Jaume Puig.** *CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión y Gestor de Fondos de Inversión*

**El turismo global tiene más capacidad de crecimiento que el crecimiento global de las economías**

La tasa de crecimiento económico mundial es una media. **Existen sectores de actividad que crecen por encima de esta media, y el turismo global es claramente uno de ellos.** Desde el año 1995 hasta el año 2017, la tasa de crecimiento anualizado del PIB mundial ha sido del +3,76%, mientras que **la tasa de crecimiento anualizado del turismo global ha sido del +4,26%.** Esto va a seguir sucediendo en el futuro.

**¿Qué tipo de empresas se seleccionan para el Fondo [GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI](#)?**

En primer lugar, que tenga una actividad nicho con una especialidad

clara. En segundo lugar, que la gerencia sea de largo plazo, para lo cual son especialmente útiles las reuniones con la Dirección de las empresas en las que invertimos. **En lo que llevamos del año 2018 hemos hecho ya 67 reuniones con empresas cotizadas.** En tercer lugar, que la cotización sea inferior a nuestra valoración fundamental. Por último, y como caso muy específico de este Fondo, **computamos a cuántos de los 300 lugares del mundo más visitados por el turista global da servicio la empresa** en cuestión. De Ahí el nombre del fondo.

**Huimos de las empresas sobrevaloradas según nuestro propio modelo de valoración.**

### Casos de éxito en cartera

En el año pasado destacaría a **Save**, la empresa que gestiona los aeropuertos de Venecia. La teníamos en cartera a un precio de coste de 12 euros por acción, y nos la oparon el año pasado a 21 euros por acción. Acudimos a la OPA tras considerar como justo el precio ofertado. **En este año destacaría a Norwegian**, línea aérea líder en low cost de larga distancia. Su cotización se ha visto muy beneficiada por el interés de IAG en adquirirla que se explicitó hace poco más de un mes. Hemos vendido el 37% de la posición a un precio superior a los 300 NOK, frente a los 179 NOK en los que cotizaba antes de conocerse la noticia, pero mantenemos el resto, dado que creo que la compañía tiene un gran futuro con independencia de que se acabe materializando o no la OPA.

### Últimas incorporaciones en la cartera del Fondo

El flujo de dinero nos ha permitido aumentar las posiciones en numerosas empresas en las que ya teníamos exposición: **Accor, Carnival, Dufry, Sabre, Meliá, Visa**, etc.

### ¿Qué sectores son los más ponderados en la cartera?

De un total de 14 subsectores de actividad en los que estamos invertidos, **los cinco subsectores más ponderados en el fondo son los hoteles (21%), las aerolíneas (16%), las empresas de reservas (16%), las tiendas de aeropuertos (6%) y los cruceros (6%).**

### ¿Cuál es el estilo de gestión de riesgo?

Nuestra gestión del riesgo se basa en la **monitorización continuada del descuento fundamental del Fondo.**

### ¿Cómo afecta el precio del crudo en el turismo global?

Para que el precio del crudo tenga algún efecto negativo bien sobre el crecimiento económico mundial, bien sobre el sector del turismo global en particular, la factura del petróleo debería suponer más del 4% del PIB mundial, lo cual no sucede por debajo de los 100 dólares por barril.

**Las plataformas de alquiler vacacional como AriBnb, ¿Son un caso de**

## éxito de la tecnología aplicada al turismo?

Me encantan las empresas que apalancan su modelo de negocio en la tecnología, les proporciona escalabilidad y un elevado beneficio por empleado. Me encantaría que estuviera ya cotizando, aunque lo realmente relevante, en su momento, será su precio. Si supera a la valoración no la compraremos, y esperaremos la oportunidad. **Se trata de un sector donde las oportunidades de inversión suelen surgir.**