

El ojo del huracán

Con el país atravesando una dura recesión económica y la Unión Europea en apuros, podríamos entender que Francisco García Paramés de Bestinver tuviera una perspectiva pesimista del panorama de inversiones, pero no es el caso.

INVESTOR INSIGHT



Gestión de Activos de Bestinver
(De izda. a dcha.) Álvaro Guzmán, Fernando Bernad y Francisco García Paramés

Nota de la redacción: Viéndolo desde fuera, quizá uno piense que cunde la desconfianza entre los gestores europeos de inversiones, que se aferran desesperadamente a lo que tienen mientras el destino de la Unión Europea pende de un hilo. Sin embargo, la imagen es muy distinta si se aprecia desde el interior, como describe Francisco García Paramés, de Bestinver. Siendo uno de los inversores más importantes de Europa (su emblemático Bestinfond ha obtenido una rentabilidad neta del 15,7% al año desde su creación en 1993, frente al 8,5% del índice de referencia español y global), García Paramés gestiona 5.500 millones de euros en activos desde su sede en Madrid. Recientemente nos hemos vuelto a reunir con él y con los gestores Fernando Bernad y Álvaro Guzmán para comprobar cómo se desenvuelven en el difícil panorama actual de inversión. ¿Con cautela? Sí. ¿Con miedo? En absoluto.

Han pasado muchas cosas desde la última vez que hablamos [VII, 26 de noviembre de 2008]. ¿Ha puesto en duda alguno de sus principios del value investing durante este tiempo?

Francisco García Paramés: La base de lo que hacemos, invertir a largo plazo en acciones baratas en relación con su flujo de caja libre normalizado, no ha variado y lo más probable es que no cambie en el futuro. Pero eso no significa que no hayamos evolucionado como inversores. Por ejemplo, a pesar de que no lo atribuiría directamente a la crisis, hemos pasado de seguir claramente el estilo de value investing de Benjamin Graham a adoptar otro que se parece más al de Phil Fisher y Warren Buffett, en el sentido de que estamos concediendo más importancia a la calidad del negocio. No sé, quizá cuando se es más joven, a uno sólo le importa que sea barato y conseguir dinero rápidamente. Pero según vas madurando, te das cuenta de que adquirir empresas a un precio razonable con una rentabilidad del capital elevada y constante suele funcionar un poco mejor.

Nuestro segundo ajuste ha sido estar más concentrados. En nuestra cartera global teníamos entre 100 y 120 valores, pero ahora contamos con unos 50 y los 15 más importantes representan el 70% de la cartera. Cuanto más concentres tus energías, más seguro tienes que estar de todo (barreras de entrada, apalancamientos, amenazas). Cada compañía en la que mantenemos una posición importante deberá ser un negocio muy seguro por naturaleza.

¿Es más difícil calcular ahora el flujo de caja de las empresas europeas?

Álvaro Guzmán: Si te fijas en nuestras compañías típicas, no dedicamos muchos esfuerzos a prever las ganancias. Una empresa típica sería Schindler Holding [SCHN:SW], de ascensores, que cuenta con barreras de entrada y es difícil de copiar. Nos sentimos a gusto con un caso como éste al asumir un crecimiento de volumen del 1-2% y un crecimiento de precios entre el 0 y el 1%, que se traduce en un crecimiento anual del EBITDA de un 4-5%. No es necesario que seamos más agresivos con casi todas nuestras inversiones.

Yo distinguiría entre los negocios cíclicos con y sin barreras de entrada. Cuando la cuota de mercado es estable, si el tamaño de la tarta varía, dispones de datos históricos que te permiten normalizar. Invertimos en la empresa francesa aeroespacial y de material de defensa Thales [HO:FP], que está claramente influida por los cambios que se producen en los presupuestos destinados a defensa, pero sus márgenes también se han visto afectados por una serie de contratos mal negociados por el equipo de gestión anterior. El nuevo CEO ha organizado el modo en que la empresa consigna los gastos y negocia los contratos, por lo que esperamos que el margen EBIT normalizado aumente de un 6% a un 8% , aunque seguirá siendo inferior al 10% de sus rivales. Al realizar esta suposición, comprobamos que la acción se encuentra bastante infravalorada. Si además el gasto en defensa vuelve a los niveles normales, lo que es probable que suceda, va a ser la guinda del pastel.

Compárelo con las empresas en las que no hay barreras competitivas y en las que la cuota de mercado puede variar enormemente de un año para otro. Se trata normalmente de empresas de productos no especializados en las que no hay un claro liderazgo en términos de productos baratos, son difíciles de normalizar y en las que no estamos muy interesados.

¿Qué aspectos macroeconómicos les proporcionan información acerca de su forma de invertir a día de hoy?

FGP: A veces podemos dar más valor a este aspecto que a otros, y diría que en la actualidad nos encontramos en una época difícil. En gran parte, cómo acabe todo en Europa dependerá de las decisiones que tomen los políticos, que son casi imposibles de prever.

Dedicamos muchos esfuerzos a averiguar cómo va a crecer China. Dado que su crecimiento se basa en el ahorro y en la mejora de la productividad, seguimos siendo optimistas con respecto a la sostenibilidad de su expansión económica. Aunque el crecimiento económico de China disminuya, si comparas el crecimiento absoluto de su PIB previsto con el PIB esperado de los países europeos vulnerables, no hay color. En nuestra opinión, centrarse demasiado en lo que ocurre en España e incluso en lo que ocurre en Europa te puede proporcionar una perspectiva errónea.

Por eso contamos con empresas globales. Acerinox [ACX:SM] es una empresa de acero inoxidable con sede en España, pero acaba de instalar una planta de 600.000 toneladas de capacidad en Malasia para proporcionar sus servicios a los países asiáticos aparte de China (se trata de un mercado de 600 millones de personas). A pesar de lo que ocurre en Europa, esta empresa lleva varios años creciendo anualmente entre un 5 y un 6%.

¿Todavía cuentan con un analista en Shanghai?

FGP: Sí, lleva allí cuatro años. Eso nos obliga a ir allí a aprender. Prácticamente si inviertes en cualquier sector del mundo, tienes que saber lo que ocurre en China, tanto si eres una empresa que deseas vender a ese país como para saber qué competencia puede surgir de allí.

También nos estamos familiarizando con los valores chinos y aunque no hemos invertido aún en la China continental, hemos invertido en la empresa taiwanesa Yungtay Engineering [1507:TT], que desarrolla buena parte de su actividad en China. Es una empresa de ascensores, un sector que conocemos muy bien gracias a haber invertido en empresas europeas como Schindler y Kone. Nos sentimos muy a gusto con su gobierno corporativo, y creemos que nos proporciona una buena posición en un sector que nos gusta y en un lugar en expansión.

¿Ha cambiado la representación geográfica de su cartera?

Fernando Bernad: Como hemos puesto más énfasis en las empresas que son realmente globales,

llevamos dos años reduciendo nuestra exposición a la zona euro. En cuanto a la presencia económica de las empresas en las que invertimos (que calculamos fijándonos en la rentabilidad y el EBITDA), nuestra exposición a la zona euro se ha reducido al 42% desde el 54% de hace dos años. Las siguientes regiones a las que más estamos expuestos son los mercados emergentes con un 20% (desde el 14% de 2010), Norte América con un 17% y Reino Unido con un 11%.

Además de la exposición global, ¿hay algún sector que les parezca especialmente atractivo?

FB: No mucho. Por ejemplo, las cinco mayores posiciones que tenemos actualmente (BMW [BMW:GR], Exor [EXP:IM], Thales,

SOBRE CHINA:

Prácticamente si inviertes en cualquier sector del mundo, tienes que saber lo que ocurre en China.

la empresa de servicios de información Wolters Kluwer [WKL:NA] y Schindler) se encuentran, en su mayoría, en distintos sectores y trabajamos con ellos por motivos concretos relativos a cada empresa. Así es como solemos funcionar.

FGP: Hay sectores que seguimos evitando, generalmente aquellos en los que no sabemos qué sucederá dentro de diez años. Eso es lo que nos preguntamos cada vez que invertimos y el principal motivo por el que evitamos empresas de tecnología y sectores con una dinámica cambiante. Actualmente no vemos oportunidades en el mercado inmobiliario y tampoco nos sentimos muy cómodos con las compañías financieras debido al apalancamiento y a la dificultad a la hora de entender bien las cifras.

¿Podrían describirme detalladamente su inversión en Exor, uno de sus cinco posiciones más importantes?

AG: Es el holding de inversiones de la familia italiana Agnelli, que tiene participaciones en negocios globales difíciles de copiar y que son, en su mayoría, fáciles de valorar. La primera es SGS [SGSN:VX], una empresa suiza cotizada que, junto a Bureau Veritas y Intertek, lidera el sector de la inspección, análisis y verificación de productos, procesos y servicios a nivel mundial. Obtiene un 50% de rentabilidad sobre el capital y su mercado lleva años siendo un tripolio.

El segundo negocio más importante es Fiat Industrial [FI:IM], que fabrica camiones y mecanismos de transmisión de movimiento y que, gracias a CNH, es el segundo mayor fabricante de equipo agrícola del mundo tras John Deere. También se trata de una empresa difícil de imitar, dada la importancia de las marcas y la extensa red de distribución necesaria para el mantenimiento y las reparaciones.

Luego está Fiat Auto [F:IM], que ha tenido muy mala publicidad debido a sus problemas financieros y con los sindicatos de Italia, pero que, en general, su situación no es tan negativa. Por ejemplo, gana mucho más dinero en Brasil de lo que pierde en Italia. Adquirió Chrysler cuando nadie la quería y ha conseguido mejorar su situación. Las verdaderas joyas de Fiat Auto son Ferrari y Maserati: marcas únicas que juntas obtienen entre 400 y 500 millones de euros en ganancias brutas.

Si nos fijamos únicamente en el valor de estas tres empresas de Exor, y les sumamos el valor (calculado de forma conservadora) de empresas más pequeñas como Cushman & Wakefield (broker inmobiliario), Alpitour (turoperadora italiana) y Sequana (distribuidora de papel), obtenemos un valor de 31-32€ por cada acción de Exor. Si ajustamos dichos valores de mercado al alza (principalmente para reflejar el valor añadido de CNH y Ferrari/Maserati), creemos que cada acción de Exor vale más de 40€, lo que contradice el precio actual en el mercado para las acciones preferentes (unos 17€).

Al parecer hay cierta controversia sobre la juventud y la inexperiencia del Director Ejecutivo de Exor, John Elkann, hijo de una Agnelli, ¿les preocupa?

PERSPECTIVA DE INVERSIÓN

Exor
(Milán: EXP:IM)

Empresa: Sociedad de inversión controlada por la familia italiana Agnelli, cuyas principales participaciones incluyen a Fiat, Fiat Industrial, SGS y Cushman & Wakefeld, entre otras.

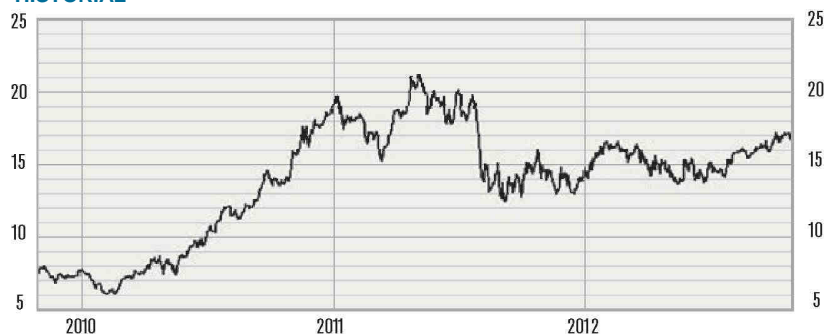
Información sobre las acciones
(a 30/10/12, Tipo de cambio: \$1 = €0,770):

Cotización €16,94
Rango de fluctuación en 52 semanas €12,87 – €17,57
Rentabilidad por dividendo 2,3%
Capitalización bursátil €4.590 millones

Criterios de valoración
(a 30/10/12):

	EXP
NAV por acción (a 30/6)	€25,64
Descuento al NAV	34,3%

HISTORIAL



EN POCAS PALABRAS

A pesar de que esta sociedad de inversiones dirigida por la familia italiana Agnelli está invirtiendo grandes sumas en "negocios difíciles de copiar, en su mayoría, son fáciles de valorar", comenta Álvaro Guzmán, el mercado se muestra muy poco impresionado. Basándose en sus estimaciones de valor intrínseco, calcula que el valor total de las acciones de la empresa está muy por encima de los €40.

Fuentes: Informes de la empresa y otra información pública disponible

AG: Hay un par de cuestiones que habría que aclarar al respecto. En primer lugar, la persona más importante a nivel operacional a la cabeza del grupo Fiat es Sergio Marchionne. Unos le odian y otros le adoran, pero nosotros consideramos que ha demostrado ser un operador muy capaz y un astuto asignador de capital. Se lo está jugando todo en Italia advirtiéndole de que si no podemos ganar dinero produciendo en el país, nos iremos. Es difícil saber qué va a pasar al final, pero apoyamos su postura.

En cuanto a John Elkann, es joven y no tiene una trayectoria muy larga, pero creemos que las decisiones que ha venido tomando demuestran que es consciente de qué tiene valor y que tiene un don para la asignación de capital. La separación de Fiat Industrial y Fiat Auto era un proyecto bastante complicado y, sin embargo, consiguió llevarlo a cabo con éxito. Actualmente está trabajando en la fusión completa de Fiat Industrial con CNH, empresa que tampoco será fácil pero que hará que el valor del negocio combinado sea más transparente y tenga una gestión más responsable.

En cuanto a las inversiones, su adquisición de Cushman & Wakefeld no fue muy oportuna, pero en 2013 esta empresa obtendrá más beneficios que en 2007. Ciertamente, todavía no ha cometido ningún error importante en lo que respecta a las inversiones.

Si consideramos el valor y la calidad subyacentes de estos activos y su valoración de mercado, el hecho de que John Elkann no tenga una larga trayectoria profesional es un riesgo que podemos asumir.

Hoy en día se habla mucho de que los inversores tienen que prepararse para los riesgos de cola, como la implosión de la zona Euro. ¿Cómo definiríais vuestra preparación ante este tipo de eventos excepcionales?

FGP: Naturalmente, cuando el mercado esté un poco flojo, nos desplazaremos de acciones algo más cíclicas a otras más defensivas. Si nuestras acciones de BMW han subido un 100%, venderemos algunas para comprar acciones de [la cadena de supermercados británica] Tesco, que han caído un 20%. Sin embargo, el hecho de que hoy día todo el mundo hable de los riesgos de cola me hace pensar que todos estamos ya bastante preparados para afrontarlos. El problema lo tuvimos hace cinco años cuando nadie hablaba de este tipo de riesgos. Creo que en general estamos mucho menos preparados para un periodo de expansión continuada en algunos países del mundo.

Nuestra postura es que la mejor manera de defenderse de las perturbaciones financieras a largo plazo es invertir en activos reales. De todos los activos reales que podemos adquirir, nosotros preferimos las acciones de empresas con grandes barreras de entrada al mercado que durante muchos años crearan valor y nos protegerán de las malas perspectivas. Creemos que las compañías que poseemos nos cubren en cualquier escenario, ya sea más o menos halagüeño. La rentabilidad media del capital de las empresas de nuestra cartera es del 40%, pero cotizan a 7,5x beneficios. Quizá este periodo no sea tan interesante como los momentos de pánico, como a principios de 2009, pero creemos que la reticencia a invertir en la bolsa está creando grandes oportunidades.

Activos gestionados (€)	1.049.458.891	Lanzado en enero de 1993
AÑO	BESTINFOND	COTA DE REFERENCIA
1993	43,91%	46,67%
1994	5,28%	-11,70%
1995	10,33%	12,30%
1996	41,01%	38,96%
1997	41,01%	42,22%
1998	30,00%	37,19%
1999	-10,91%	16,22%
2000	13,03%	-12,68%
2001	20,47%	-6,39%
2002	8,17%	-23,10%
2003	38,20%	27,44%
2004	29,89%	18,70%
2005	28,53%	22,58%
2006	26,70%	15,35%
2007	-2,23%	-0,18%
2008	-42,14%	-40,34%
2009	60,20%	25,68%
2010	19,22%	7,16%
2011	-10,33%	-6,15%
31/10/2012	11,34%	7,51%
Beneficios desde 1993	1688,26%	398,69%
Rentabilidad media anual	15,68%	8,45%



c/ Juan de Mena 8

28014 Madrid

+34 91 595 91 51

Bestinver@bestinver.es