

CI Bolsa USA, confianza en el modelo

5 de abril, 2018

Estilos de inversión

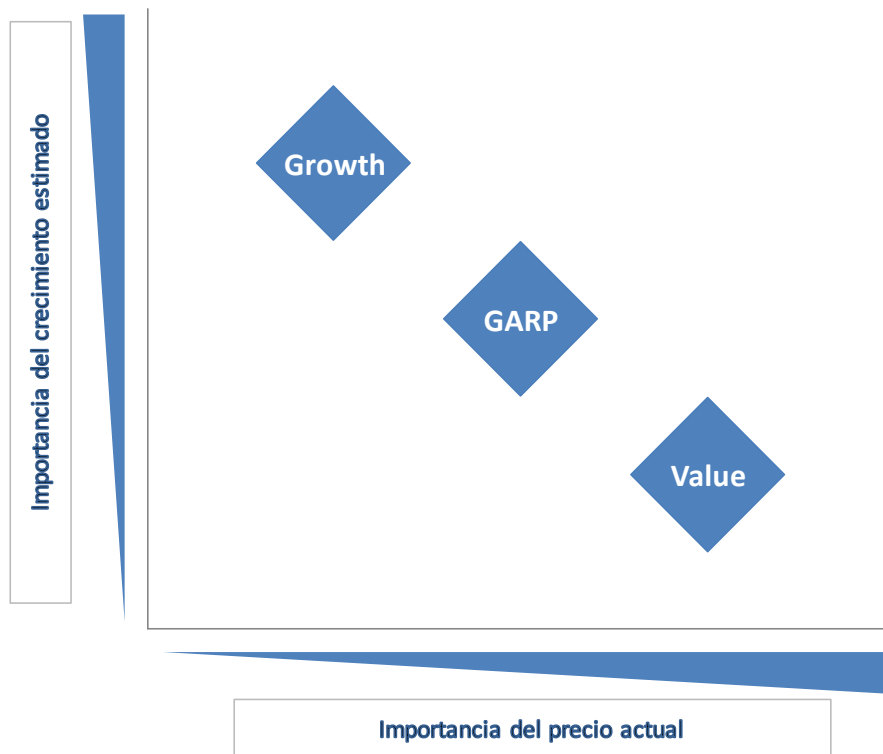
La primera decisión que debe tomar todo inversor es decidir cómo quiere invertir. El primer paso en este proceso es determinar si confía en el análisis técnico, es decir la interpretación de gráficos de precios de acciones, o en el análisis fundamental, es decir estudiar en profundidad las compañías. El segundo paso es determinar el horizonte de inversión. Desde Caja de Ingenieros Gestión consideramos que la mejor opción para dar valor a nuestros partícipes es tomar nuestras decisiones de inversión como si compráramos toda la compañía, en definitiva, conociendo todos los pormenores de la compañía y la industria que pueden afectarle pensando en el largo plazo. Bajo la perspectiva del análisis fundamental y de largo plazo existen dos grandes estilos de inversión:

- *Value*: El principal atractivo de estas compañías se encuentra en la diferencia de estimaciones en relación a la evolución de la rentabilidad a medio plazo y su impacto en el precio de las acciones.
- *Growth*: El principal atractivo de estas compañías se encuentra en la capacidad de hacer crecer sus beneficios en proporciones elevadas

Los fondos de Caja de Ingenieros Gestión se basan en un punto intermedio entre estos dos estilos conocido como filosofía GARP (*Growth at Reasonable Price*). De este modo se balancean los principales riesgos de inversión que subyacen en los estilos *value* y *growth* sin menoscabar la rentabilidad final. Los aspectos más destacados de este estilo de inversión son:

- **Búsqueda de crecimiento sostenible gracias a sus ventajas competitivas**
- **Ajustar el precio a pagar al crecimiento**
- **Horizonte de largo plazo para crear valor día a día**

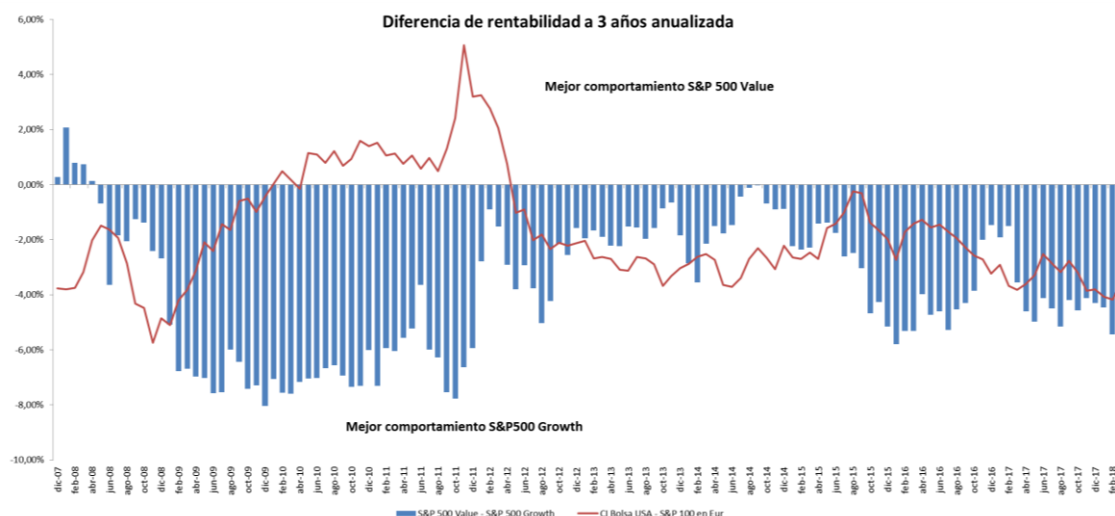
Los diferentes estilos se podrían clasificar de la siguiente manera



Evolución del mercado USA

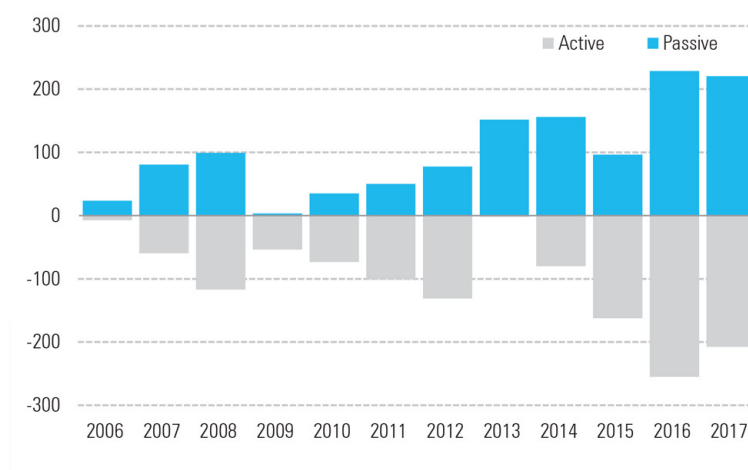
Tras la crisis de 2008, con un entorno de baja inflación y bajo crecimiento el foco del mercado se situó sobre aquellas que mantenían un perfil *growth*, compañías con altos crecimiento aunque también con valoraciones más exigentes, frente a aquellas que mantienen un perfil *value*, compañías tradicionalmente líderes de la economía con crecimientos similares al PIB y valoraciones más atractivas.

En ese entorno, las oportunidades de inversión en el segmento *growth* abundaban; sin embargo, las preferencias del mercado por estas compañías fueron más allá de lo que consideramos razonable, desafiando uno de los pilares de nuestra filosofía: **pagar un precio justo por el crecimiento**. La falta de alternativas *growth* a precio razonable introdujo un sesgo *value* en la composición del fondo que, de momento, no ha ofrecido los resultados esperados.



En los últimos tres años, esta tendencia se ha visto potenciada por dos situaciones que han afectado a otro de nuestros pilares, **una diversificación adecuada**. En primer lugar, el trasvase de fondos desde la gestión activa, aquella que busca generar valor a través de diferenciarse del índice, hacia la gestión pasiva, aquella que simplemente invierte en el índice, genera una acumulación de capitales en las posiciones presentes en los índices. En segundo lugar, la atracción por las compañías de tecnología ha propiciado que estas copen las principales posiciones en los índices y lideren el mercado. En el contexto actual, una diversificación adecuada puede ser un lastre pero es importante asumir que **situaciones excepcionales no se mantendrán para siempre** ya que el final de estas siempre es abrupto e intentar predecir cuándo sucederá está fuera de nuestro alcance. En ese momento, los beneficios de la diversificación aparecerán.

Active vs. Passive U.S. Equity Flows (\$ Billion)



Source: Morningstar Direct Asset Flows

Desenlace frente a proceso de inversión

Toda situación vital que finaliza con un evento medible podemos diseccionarla en dos partes: proceso y desenlace. El proceso es la metodología empleada para alcanzar un fin mientras que el desenlace es el resultado final. Un buen proceso aumenta las probabilidades de obtener un buen desenlace; sin embargo, un buen desenlace se puede deber a las habilidades del gestor, a la suerte o a una serie de factores aleatorios que están fuera de nuestro control.

Desde Caja de Ingenieros Gestión estamos convencidos de que lo más importante es centrarse en aquello que podemos controlar para incrementar nuestras posibilidades de obtener buenos resultados. Es decir, profundizar en el conocimiento de las compañías, entender con mayor claridad las dinámicas globales y estudiar sin descanso nuevos matices de valoración que permitan evolucionar una filosofía de inversión sólida y consolidada.

Nuestro proceso de inversión nos permite interpretar la aleatoriedad de los mercados y poder tomar decisiones racionales sin dejarnos guiar por el desenlace final.

En qué tipo de compañías invertimos

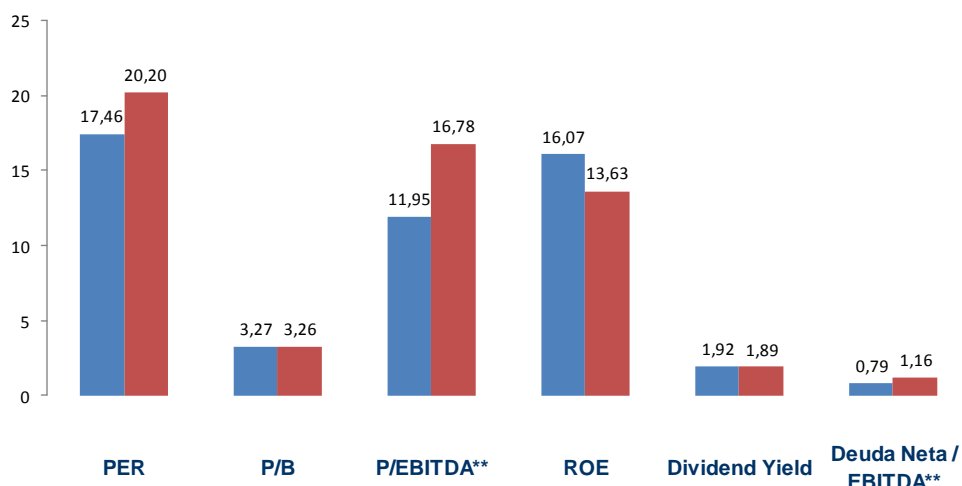
Como muestra de nuestra aproximación GARP a la inversión analizaremos dos compañías que mantenemos en cartera: Supernus Pharmaceuticals y Williams-Sonoma.

Supernus podría ser considerada una empresa *growth*. Se centra en las enfermedades con pocos pacientes o bien tratamiento no convencionales que se enfocan a un nicho de pacientes que no hacen rentable la entrada de genéricos. Supernus únicamente tiene 2 medicamentos en comercialización Trokendi XR y Oxtellar XR, ambos destinados a tratar la epilepsia, pero se trata de los dos medicamentos con mejor aceptación del mercado y con aplicaciones adicionales, por ejemplo para combatir la migraña, que le permitirá ampliar el número de prescripciones. En cuanto a los medicamentos en estudio, Supernus está trabajando sobre enfermedades del sistema nervioso como el trastorno bipolar, el déficit de atención o la agresividad impulsiva desde un enfoque innovador que les permitirá crecer rápidamente sin atraer la competencia de las empresas de genéricos. Por ejemplo, no existe ningún medicamento aprobado por la FDA contra la agresividad impulsiva o la aplicación de medicamentos no estimulantes para tratar el déficit de atención ocupa el 92% del mercado mientras que el desarrollo de Supernus se basa en una mejora de la eficacia en medicamentos no estimulantes que pueda copar el 8% de los casos en los que no sea viable la aplicación estándar. Supernus consigue un ROE del 25%, no tiene deuda y estimamos un crecimiento del beneficio para los próximos cinco años del 20% anualizado, por todo ello cotiza a 34x PER.

Williams-Sonoma podría ser considerada una empresa *value*. Es el líder minorista multicanal de productos de alta calidad para cocinas, dormitorios y baños en Estados Unidos. Los productos para el hogar incluyen baño y almacenaje, ropa de cama, utensilios de cocina, muebles, iluminación y vajilla. La compañía opera a través de tiendas propias (49% ventas) y *direct-to-consumer business* (51% ventas), donde se incluye la venta a través de catálogo y venta online, su principal motor de crecimiento y más rentable. De hecho, Williams-Sonoma ha reducido su base de tiendas en un 8% desde 2009 pero sus ventas han crecido. Para apoyar el crecimiento de su negocio online, Williams-Sonoma está invirtiendo en tecnología y aprovechando los datos de clientes multicanal para mejorar la experiencia de compra. Está invirtiendo en marcas de alto crecimiento y más nuevas (particularmente West Elm) y continúa expandiendo rápidamente su alcance global a través de relaciones de franquicia, bien profundizando en las existentes o bien creando nuevas, y otras oportunidades. Williams-Sonoma consigue un ROE del 20%, tiene caja neta y estimamos un crecimiento del beneficio para los próximos cinco años del 3.5% anualizado, por todo ello cotiza a 14x PER.

Situación actual CI Bolsa USA

A pesar de que los resultados obtenidos últimamente no son los esperados, no hemos perdido ni un ápice de convicción en que el proceso es el adecuado y que los buenos resultados aparecerán más pronto que tarde. Así, el posicionamiento actual de la cartera nos ofrece la oportunidad de estar invertidos en compañías con ratios de rentabilidad superiores al mercado, menos endeudadas y a precios más atractivos.



CI Bolsa USA	17,46	3,27	11,95	16,07	1,92	0,79
S&P 100*	20,20	3,26	16,78	13,63	1,89	1,16

* Datos obtenidos del ETF iShares S&P 100 Index Fund a 28/02/2018

** Datos excluyendo valores financieros

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.