

Europa, valor y GRANOLAS

17 de junio de 2020



En un mundo globalizado resulta complicado que industrias que compiten en precio y no en calidad puedan tener éxito, máxime si operan en países con elevados costes de producción en relación con el resto del mundo y, especialmente, con los países emergentes. En este sentido, Europa empezó el siglo con una exposición elevada a sectores intensivos en capital los cuales han perdido paulatinamente buena parte de sus ventajas competitivas en detrimento de otros países o regiones más competitivos como pueden ser China o el Sureste asiático.

Por otro lado, una de las grandes tendencias del siglo XXI ha sido la revolución tecnológica, donde el foco del capital ha pasado de estar en los activos físicos a los activos intangibles. Esta transición hacia la digitalización económica y sectores con una mayor influencia de la propiedad intelectual ha dejado al continente europeo desprevenido y, debido a los bajos niveles de emprendimiento y conformidad con el statu quo actual, se ha quedado claramente rezagada en términos de liderazgo empresarial en detrimento de Estados Unidos y, más recientemente, de China.

Todo lo anterior ha provocado profundos cambios estructurales desde todos los ángulos económicos, siendo los mercados de acciones y, en particular, la composición de los índices de acciones, uno de los más afectados. Así, durante las últimas décadas el desempeño de los principales índices de renta variable norteamericana y europea ha sido radicalmente distinto, destacando el liderazgo de las acciones estadounidenses frente al resto, incluidas las europeas. Si bien existen varios motivos que

explican tal comportamiento, la diferencia en términos de exposición a sectores tradicionales y sectores ligados con el cambio tecnológico ha desempeñado un papel fundamental en los retornos históricos obtenidos por los mercados de renta variable. No obstante, consideramos que siguen existiendo nichos de mercado en los que las compañías europeas se mantienen a la vanguardia en términos de dominio empresarial frente a otros continentes, veamos algunos ejemplos.

Por lo que respecta al sector Tecnológico, sin duda el gran vencedor en lo que llevamos de siglo ha sido Estados Unidos. Las conocidas FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft y Alphabet) han sido las protagonistas absolutas de la última década, llegando a tener una capitalización bursátil de \$5,2 trillones en enero de este año, equivalente al 19% del S&P 500, que compara con \$3,7 trillones de capitalización bursátil del EuroStoxx 50 en el mismo mes. A pesar de la clara supremacía estadounidense, el sector tecnológico tiene la característica de contar con muchos 'ángulos' y un factor común: la mayoría de estos 'ángulos' son monopolios u oligopolios. El principal motivo de esta característica es que los principales fosos económicos que emanan de este sector (efecto red y coste de cambio entre otros) tienden a provocar un escenario donde el ganador acapara (casi) todo el mercado. Gracias a ello, algunos segmentos tecnológicos han sido y siguen siendo liderados de manera clara por compañías europeas. Es el caso de la industria de software de Planificación de Recursos Empresariales (ERP) cuyo dominio lo acapara la compañía alemana SAP, la industria de maquinaria de fabricación litográfica necesaria para la producción de semiconductores cuyo liderazgo depende en exclusiva de la compañía holandesa ASML o la industria de Sistemas Globales de Distribución turísticos (GDS) en la que la compañía española Amadeus mantiene la superioridad frente al resto de competidores.

Otro de los sectores destacados es sector salud europeo en el que como el estadounidense tienen un peso relativo del 14% dentro del correspondiente índice Bloomberg 500, el cual engloba las 500 compañías más importantes de cada región (Europa y Estados Unidos). La salud resulta un sector de vital importancia para el ser humano puesto que puede mejorar o alargar la vida del paciente por lo que muy probablemente cuente con un viento de cola que permanecerá en el largo plazo. Además, el sector farmacéutico es capaz de generar valor debido a su alto grado de innovación así como por las patentes, la escala y la recurrencia, que protegen la evolución del modelo de negocio. Fruto de estas características, las empresas farmacéuticas suelen contar con márgenes muy elevados así como con ratios de retorno (por ejemplo, el ROIC) de primera categoría. En este sentido, compañías europeas líderes en sus respectivos campos de medicina como Novo Nordisk (diabetes, Dinamarca) o Roche (oncología, Suiza) han sido capaces de generar un rendimiento superior al de los índices estadounidenses durante los últimos 20 años.

Otro de los sectores eminentemente europeos y de donde se puede extraer valor añadido es el del consumo de productos de lujo, cuya historia y legado permiten explotar la intangibilidad de las marcas. De acuerdo con la lista de las 100 marcas más poderosas del mundo elaborada por Forbes, 6 de estas pertenecen al sector del Lujo, todas tienen su origen en el Viejo Continente (Louis Vuitton, Gucci, Hermès, Cartier, Rolex y Chanel) y todas ellas pertenecen a compañías radicadas en Europa como LVMH, L' Oreal o Kering. De hecho, de acuerdo con McKinsey, más del 40% de la producción mundial de artículos de lujo se realiza en Italia. Por otro lado, muchas de estas marcas nacen a mediados del siglo XVIII con lo que replicar su identidad es prácticamente imposible. Este tipo de compañías crecen tanto por el incremento en términos absolutos del número de personas que pasan a formar parte de la clase media en países emergentes –especialmente en China- como por el deseo aspiracional de comunicar el status al que el portador de la marca pretende que se le relacione -un factor que ha cobrado especial relevancia con la aparición de las redes sociales-.

Si bien es cierto que Europa carece de empresas consideradas de “crecimiento” como las FAANG también lo es que los índices han cambiado radicalmente durante los últimos años acompañando los cambios tendenciales que se producen en la economía real. Así, hace 20 años, las 10 compañías más grandes de Europa por capitalización bursátil eran empresas de telecomunicaciones, bancos y petroleras. Actualmente no hay ninguna compañía que forme parte de estos sectores entre el Top10 de los principales índices de renta variable. Por otro lado, 10 compañías dentro del índice EuroStoxx 600 han logrado acumular el mayor peso relativo dentro del índice de las últimas décadas. Todo ello nos lleva a hablar del término acuñado por Goldman Sachs: las GRANOLAS.

Las GRANOLAS son las 11 compañías europeas más grandes por capitalización bursátil (Glaxosmithkline, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oreal, LVMH, Astrazeneca, SAP y Sanofi). Estas compañías comparten 3 características: (i) tienen balances relativamente sólidos, (ii) unos ingresos relativamente recurrentes y superiores a los de la media del mercado y (iii) ofrecen buenos rendimientos de dividendos. Como puede observarse en el siguiente cuadro, las métricas de estas compañías son claramente superiores a las del índice de referencia.

	Sector	ROIC	ROE	ROA	Margen bruto	Margen EBITDA	Margen Neto	ND / EBITDA 2021e	RPD (%)
GLAXOSMITHKLINE	Farmacéutico	17,5%	62,9%	7,3%	64,9%	27,2%	13,8%	1,8	4,8%
ROCHE	Farmacéutico	34,2%	44,7%	16,7%	70,1%	35,0%	22,0%	-0,2	2,8%
ASML	Tecnológico	18,5%	21,5%	12,0%	44,7%	27,8%	21,9%	-0,4	0,8%
NESTLE	Bienes de consumo	16,2%	23,1%	9,5%	49,8%	21,3%	13,6%	1,5	2,6%
NOVARTIS	Farmacéutico	11,5%	24,7%	9,3%	70,4%	29,4%	24,1%	0,5	3,5%
L'OREAL	Lujo	17,3%	13,3%	9,1%	73,0%	24,3%	12,6%	-0,8	1,6%
LVMH	Lujo	18,5%	20,8%	8,4%	66,2%	30,5%	13,4%	0,8	1,3%
ASTRAZENECA	Farmacéutico	9,1%	14,3%	2,6%	79,8%	27,6%	5,5%	1,3	2,6%
SAP	Tecnológico	12,6%	14,2%	6,9%	69,7%	27,6%	12,1%	0,5	1,4%
SANOFI	Farmacéutico	3,8%	4,8%	2,5%	68,2%	17,8%	7,5%	0,8	3,6%
AVERAGE		15,9%	24,4%	8,4%	65,7%	26,8%	14,6%	0,6	2,5%
EUROSTOXX 600		4,1%	8,5%	1,0%	30,6%	15,3%	5,8%	3,6	3,0%

Fuente: Bloomberg

Por otro lado, como hemos ido desgranando a lo largo del presente informe, 10 de las 11 compañías que conforman el término GRANOLAS pueden ser englobadas en los 3 sectores descritos: farmacéutico, tecnológico y lujo. Desde Caja de Ingenieros Gestión creemos firmemente que a pesar de la idiosincrasia en la composición de los índices de renta variable europeos, existen suficientes oportunidades en compañías líderes europeas que con toda probabilidad serán capaces de beneficiarse de las principales tendencias de crecimiento secular durante los próximos años, independientemente de su país de origen.

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.