



Posicionament carteres RV Fons CE Gestió

Enfocament quantitatiu

25 de gener de 2022

Els mercats no han iniciat massa bé la seva marxa el 2022. Així, quan gran part del mercat advocava per assignacions elevades cap als actius de risc, aquests han tingut un comportament negatiu durant els primers moviments de l'any.

Tot i que les causes que expliquen aquest comportament són de diferent índole, potser la més significativa prové dels moviments en les corbes de tipus d'interès pel canvi en el to comunicatiu de la Reserva Federal després d'observar com els nivells d'inflació continuen despuntant fora de la seva zona de control. Per tant, fruit d'aquests augments en els rendiments dels bons, s'està produint una forta rotació de fluxos des dels segments que prefereixen els inversors i que millor comportament han tingut durant els últims anys, els actius de llarga durada (entre aquests, les accions de creixement), cap als segments més castigats, al capdavant amb menys durada (entre aquests, les accions amb baixes valoracions).

Aquest moviment està provocant un fort rebalanceig en el mercat, fins al punt que les últimes companyies, malgrat tenir un component més cíclic, de menys qualitat i moltes vegades exposades a variables exògenes als propis negocis, aconsegueixin valoracions fins i tot superiors a les que abans cotitzaven les accions de creixement.

Donat l'estil d'inversió GARP, *growth at reasonable price* en les seves sigles en anglès o creixement a preu raonable, que utilitzem en les nostres carteres, aquestes s'estan veient penalitzades per la rotació cap a companyies de menys qualitat.

No obstant això, un punt crític és que l'evolució dels fonamentals de les companyies no ha canviat significativament, i els fonamentals romanen sòlids o molt sòlids. En el nostre cas, les companyies que formen les carteres encara experimenten una forta activitat, amb la qual cosa s'incrementen les seves vendes i s'hi mantenen els marges operatius en nivells sòlids gràcies a la seva posició de lideratge en les seves respectives indústries. Addicionalment, una de les preocupacions del mercat en la conjuntura actual, l'impacte inflacionista dins de les estructures de costos de les companyies, hauria de veure's mitigada per la seva capacitat de fixació de preus i pels nivells baixos o controlats de deute.

Per tant, unint el moviment de rotació amb la solvència dels fonamentals, el que s'està produint és un procés de *derating*, o de compressió de les valoracions, amb la qual cosa s'obre una finestra d'oportunitat que, encara que no és agradable d'experimentar, solidifica les expectatives de rendiment per als pròxims anys.



Per veure-ho amb més detall, **reflectim en format taula tant els fonamentals com les valoracions per a les nostres estratègies de renda variable** i les dels seus índexs de referència.

	Mitjana CdE	CE Environment ISR	CdE ODS Impact ISR	Fonengin ISR	CE Renta	CE Global ISR	CE Emergentes	CI Borsa USA	CE Borsa Euro Plus	CE Iberian Equity	MSCI World	MSCI Emerging Markets	S&P 100	Euro Stoxx 50	IBEX 35
ROIC (%)	19,5%	24,2%	23,2%	20,2%	19,9%	23,0%	15,9%	22,2%	19,0%	7,5%	14,8%	11,6%	9,2%	4,2%	4,3%
ROA (%)	11,2%	14,9%	14,0%	11,5%	7,4%	15,1%	12,3%	14,8%	4,7%	5,8%	2,3%	2,9%	3,8%	1,5%	0,9%
ROE (%)	35,2%	45,3%	39,0%	52,7%	19,0%	47,0%	23,7%	53,5%	22,2%	14,3%	14,7%	14,6%	20,9%	11,9%	10,2%
Marge Brut	48,3%	58,3%	42,8%	42,9%	55,5%	61,7%	38,2%	36,4%	53,4%	46,1%	33,3%	27,5%	38,9%	36,3%	45,4%
Marge operatiu	23,8%	28,7%	23,9%	25,6%	27,1%	28,3%	27,3%	24,1%	17,4%	12,2%	13,8%	13,5%	17,5%	17,8%	14,9%
Marge net	19,1%	23,1%	17,5%	20,2%	22,1%	22,9%	22,7%	20,4%	13,4%	10,0%	10,4%	11,1%	14,2%	12,5%	10,1%
Deute Net/EBITDA	0,55	0,72	0,72	1,05	1,26	1,13	-0,70	0,36	0,39	0,05	0,93	0,33	0,58	3,44	5,41
Deute Total/Actius Totals	23,3%	23,9%	23,5%	26,1%	27,9%	23,1%	12,3%	24,6%	26,7%	21,5%	22,9%	19,5%	25,0%	23,9%	31,2%
FCF Actual	3,32%	3,59%	3,35%	3,40%	3,62%	3,56%	2,58%	2,78%	3,46%	3,52%	3,48%	7,05%	3,24%	4,20%	3,19%
FCF Yield 2022	3,96%	4,28%	3,90%	3,90%	4,16%	4,29%	3,60%	3,28%	4,24%	4,02%	4,02%	7,40%	3,90%	4,50%	3,58%
FCF Yield 2023	4,60%	4,87%	4,42%	4,38%	4,89%	4,86%	4,40%	3,82%	5,05%	4,70%	4,55%	7,77%	4,43%	6,30%	3,80%
Creixement 2021	20,89%	21,31%	19,75%	12,44%	20,01%	24,46%	25,30%	20,06%	23,12%	21,53%	9,29%	11,77%	12,71%	17,80%	8,97%
Creixement 2022	13,93%	13,39%	12,37%	7,78%	14,18%	13,02%	21,33%	12,53%	14,96%	15,81%	5,12%	6,00%	7,76%	9,80%	12,07%
Creixement 2023	10,30%	11,08%	9,30%	6,07%	10,38%	10,95%	17,04%	10,50%	10,26%	7,15%	4,29%	5,37%	6,20%	6,30%	6,34%

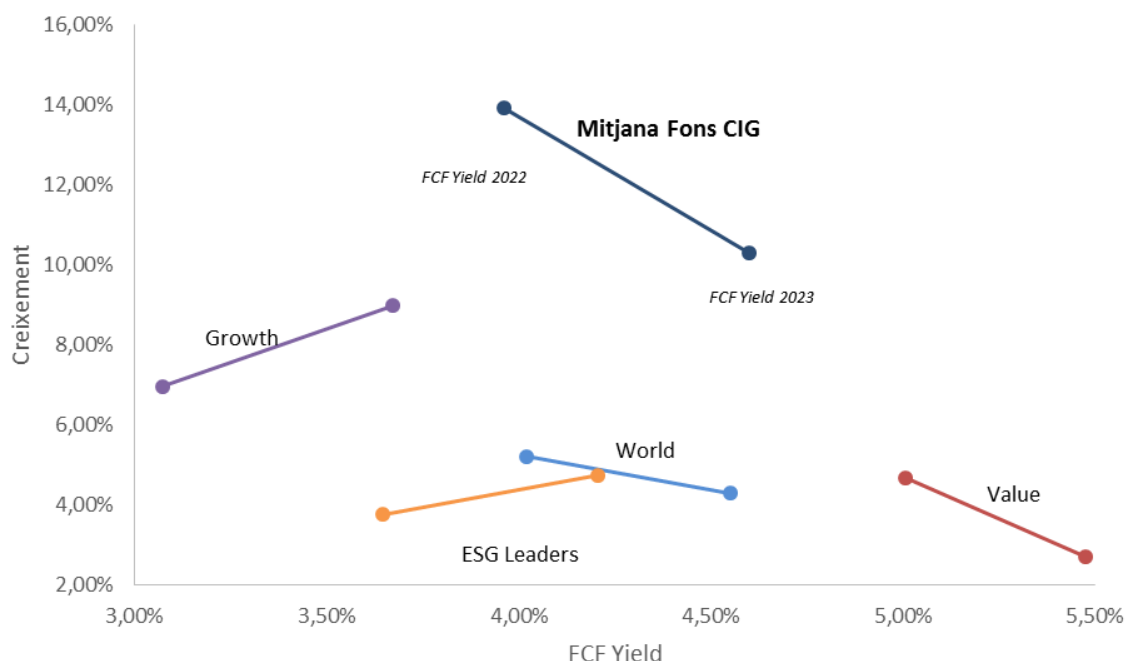
Font: Caixa Enginyers Gestió amb dades de Bloomberg del 24.01.2022. Exceptuant l'IBEX 35, s'utilitzen ETF representatius a efectes comparatius per als *benchmarks*.

Com veiem en l'anterior taula, s'hi poden extreure tres conclusions principals:

- **Els nostres models de negoci són superiors.** Si observem la mitjana de les nostres carteres, com a norma general aquestes operen amb millors marges i millors rendibilitats que els seus universos d'inversió.
- **La qualitat financera és netament millor.** En termes de palanquejament financer, les companyies que formen les carteres tenen nivells de deute clarament inferiors respecte als seus índexs de referència. A banda de la flexibilitat més gran que això atorga, és precisament en períodes d'estrès com el que experimentem durant la pandèmia quan aquest punt es posa clarament en relleu.
- **El creixement dels negocis és molt superior a la mitjana del mercat.** Els negocis es continuen beneficiant de diferents vents de cua gràcies a estar immersos en diferents tendències de creixement secular.

El punt més discutible, i al qual ens hem estat enfrontat durant els últims trimestres, són les valoracions. Òbviament, en tractar-se de negocis superiors, aquests han de tenir associades primes en la valoració. No obstant això, cal recalcar que, encara que aquestes primes van aconseguir màxims en les seves valoracions durant la segona part del 2021, han iniciat des de llavors un procés de caiguda fins als nivells actuals.

Per posar en relleu els punts anteriors, creiem interessant utilitzar un gràfic de dues dimensions: una dimensió és el creixement d'ingressos i l'altra és el rendiment per flux de caixa. En el gràfic s'observa com la mitjana de carteres de Caixa Enginyers cotitza amb un binomi valoració/creixement netament superior al que cotitza la mitjana de mercat. Com a exemple, el rendiment per flux de caixa de l'any 2023 per a la mitjana de fons de CEG és del 4,60 %, amb un creixement esperat en vendes del 10 %, enfront del rendiment del 4,55 % i creixement del 4,3 % per al conjunt de mercat (MSCI World).



Font: CE Gestió amb dades de Bloomberg. Cada color indica un índex diferent, sent cadascun dels punts representatiu del FCF Yield i Creixement d'ingressos esperat d'aquest índex l'any 2022 i 2023 respectivament. El punt més cap a l'esquerra de cada color indica l'any 2022, mentre que el segon punt indica el 2023. Els índexs seleccionats són el MSCI World, el MSCI World Value, el MSCI World Growth i el MSCI World ESG Leaders respectivament. La mitjana de Fons CEG indica la mitjana de tots els fons del grup CdE.

D'altra banda i no per això menys rellevant, mantenim unes mètriques ASG en els nostres fons que sobrepassen folgadamente les pròpies del conjunt de mercat, el qual es mesura de la mateixa manera que les companyies que integren l'MSCI World.

Fons	Qualificació Externa	Ambientals			Bon Govern		Socials		Impacte en els ODS	
	Sostenibilitat Morningstar	Petjada carboni	Intensitat de carboni	Consum aigua	Independència Consell	Dones Consell	Hores Formació	Rotació emprats	% Cartera Corporativa amb Impacte positiu als ODS	Cartera Corporativa amb Impacte positiu als ODS per cada millon d'ingressos
Fonengin ISR, FI	★★★★★	52	52	763	84%	36%	31	11%	58%	105.859
CE Environment ISR, FI	★★★★★	16	28	3.239	85%	37%	25	11%	54%	100.976
CdE ODS Impact ISR, FI	★★★★★	35	35	3.440	84%	34%	28	9%	81%	165.831
CE Global ISR, FI	★★★★★	11	18	5.902	86%	38%	22	10%	51%	106.772
CE Renta, FI	★★★★★	69	73	158	85%	39%	23	11%	55%	160.219
CE Premier, FI	★★★★★	77	65	4.335	80%	35%	28	11%	65%	93.217
CE Borsa Euro Plus, FI	★★★★★	14	14	103	87%	39%	20	11%	32%	79.572
CE Borsa USA, FI	★★★★★	16	19	6.408	86%	35%	24	9%	44%	34.722
CE Iberian Equity, FI	★★★★★	82	73	1.554	70%	33%	22	11%	48%	63.946
CE Emergentes, FI	★★★★★	67	54	634	62%	17%	34	11%	37%	26.344
CE Fondtesoro, FI	★★★	19	23	529	77%	34%	24	9%	100%	26.686
Mitjana CE Gestió	4,51	34	41	3.248	83%	36%	27	11%	54%	87.548
MSCI World Index	-	145	188	6.970	77%	31%	33	12%	60%	116.597

Font: Caixa Enginyers Gestió amb dades a 31.12.2021



Finalment, paga la pena destacar que el soroll encara és molt alt, i les diferents variables en les quals el mercat està posant el focus en l'actualitat, com, per exemple, la fi de les polítiques expansives, no eximeixen de risc, especialment tenint en compte moltes altres amenaces que planegen sobre l'economia, com poden ser la mateixa pandèmia, la desacceleració econòmica a la Xina o el potencial front bèl·lic que s'està desencadenant a Ucraïna.

Amb tot això, des de Caixa Enginyers Gestió mantindrem el focus en l'equilibri de les carteres amb l'objectiu de continuar navegant en aquest entorn amb escassa visibilitat i ple de reptes de la forma més reeixida possible, sense perdre de vista el nostre objectiu de protegir el patrimoni dels partícips i amb la voluntat de compondre el capital a llarg termini a través d'una aproximació socialment responsable.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, el dia d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.A.U., en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni citant-ne les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.G.I.I.C., S.A.U. *All rights reserved.*



Caixa d'Enginyers
Gestió



PRI Principles for
Responsible
Investment

EnginyersFONS.com
Caixa d'Enginyers Gestió