



Estils d'inversió

Tradicionalment, els agents financers han dividit en tres els estils d'inversió en renda variable: inversió en valor, inversió en creixement i inversió en qualitat.

A grans trets, la inversió en valor consisteix a buscar companyies que cotitzen amb un descompte significatiu respecte al seu valor intrínsec. Les empreses que s'engloben dins d'aquest estil acostumen a tenir valoracions inferiors al seu valor raonable, i és aquí on rau el seu atractiu.

La inversió en creixement consisteix a buscar companyies que siguin capaces de mantenir un creixement dels ingressos notablement elevat en termes relatius al llarg del temps. Aquesta tipologia d'empreses sol formar part de sectors que tenen un creixement estructural (per exemple, la digitalització), o bé són companyies amb capacitat disruptiva (Airbnb i la indústria hotelera).

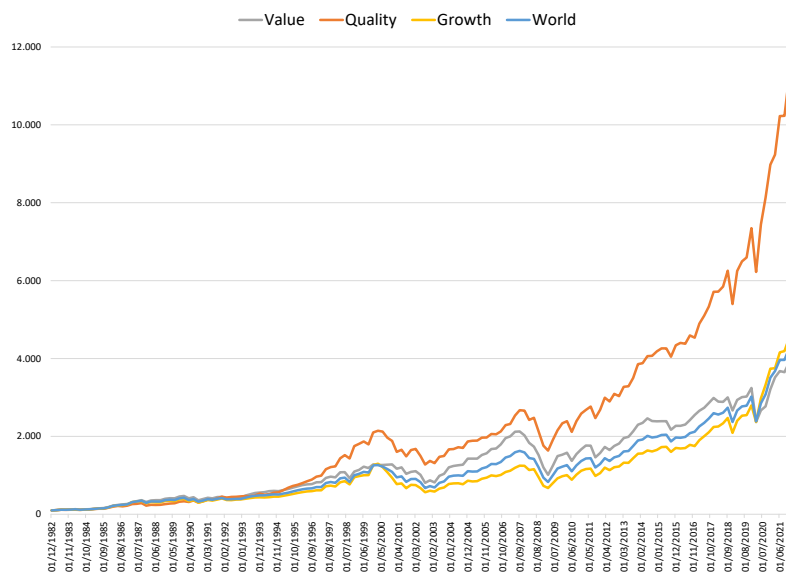
Per la seva banda, les companyies de qualitat compten amb models de negoci duradors que s'emparen en barreres d'entrada i avantatges competitius sostenibles. Les empreses de qualitat solen tenir uns marges i uns retorns sobre el capital invertit elevats, un nivell baix de palanquejament financer i una certa descorrelació amb el cicle econòmic.

MSCI –un dels proveïdors de referència a escala mundial d'índexs de renda variable– ha elaborat la metodologia següent per formar els índexs que configuren els tres estils d'inversió: MSCI Value, MSCI Growth i MSCI Quality.

	MSCI Value	MSCI Growth	MSCI Quality
Variable 1	Book value to price	Creixement a llarg termini del BPA	Return on equity (ROE)
Variable 2	12m forward earnings to price	Creixement a curt termini del BPA	Creixement estable dels beneficis
Variable 3	Dividend yield	Creixement intern actual (ROE i payout ràtio)	Palanquejament financer
Variable 4	-	Creixement històric del BPA	-
Variable 5	-	Tendència del creixement històric dels ingressos per acció	-

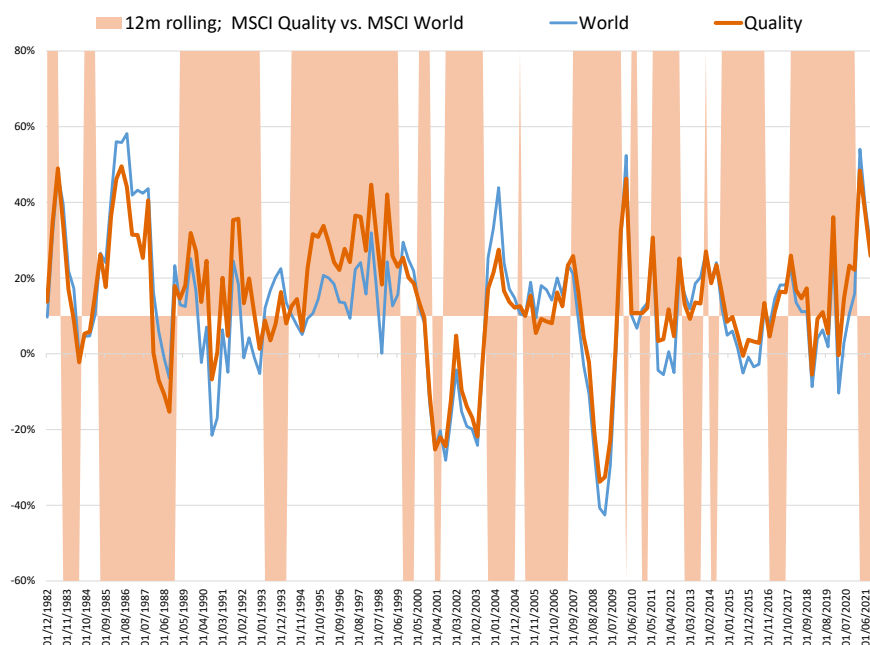
Per tal d'establir quin estil d'inversió ha estat històricament més atractiu en termes de risc retorn, analitzarem l'històric del comportament dels índexs MSCI Value, MSCI Growth i MSCI Quality, així com el del conjunt del mercat (MSCI World).

MSCI ha calculat el rendiment històric dels tres estils d'inversió des de desembre de 1982 fins al tancament de març d'aquest any, mesurat en dòlars nord-americans. Com es pot observar, el rendiment net anualitzat des d'aleshores de l'MSCI Quality (12,5 %) és clarament superior al de l'índex agregat (MSCI World, 9,9 %), així com al de l'MSCI Growth (9,9 %) i al de l'MSCI Value (9,8 %).



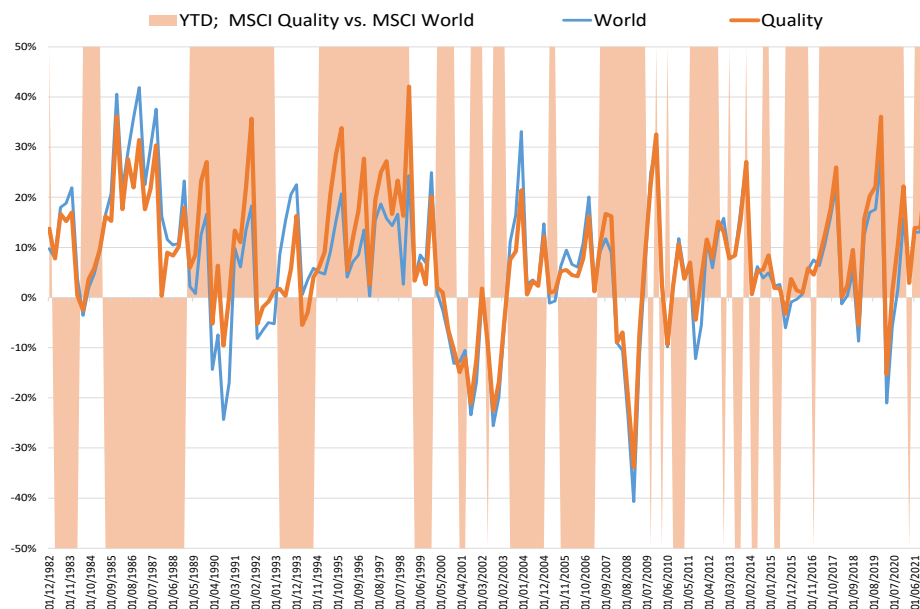
A més, a Caixa d'Enginyers Gestió hem analitzat la consistència del millor comportament de l'índex MSCI Quality respecte a l'MSCI World per avaluar els riscos implícits d'aquest estil d'inversió respecte al conjunt del mercat.

En el gràfic següent es mostra el rendiment a 12 mesos al tancament trimestral de l'estil d'inversió en qualitat, juntament amb el de l'índex agregat. D'altra banda, l'àrea ombrejada assenjala els períodes en els quals el rendiment a 12 mesos al tancament trimestral de l'MSCI Quality ha estat superior o inferior a l'MSCI World. La conclusió és que el rendiment a 12 mesos de l'estil d'inversió en qualitat al tancament trimestral ha superat l'índex en el 62 % de les vegades des de 1981.





D'altra banda, hem volgut analitzar la consistència en termes de rendiment anual (YTD). En el gràfic següent es mostra el rendiment del començament d'any ençà al tancament trimestral de l'estil d'inversió en qualitat, juntament amb el de l'índex agregat. En aquest cas, l'MSCI Quality ha tingut un millor comportament que l'MSCI World en termes YTD en el 61 % de les vegades.



Així mateix, el rendiment a 3 anys de l'estil d'inversió en qualitat al tancament trimestral ha superat l'índex en el 75 % de les vegades durant el període analitzat, en el 78 % de les vegades a 5 anys i en el 100 % de les vegades a 10 anys.

Per tant, la conclusió és que l'estil d'inversió en qualitat obté uns rendiments superiors a la resta d'estils d'inversió (valor i creixement), així com a l'índex agregat. D'altra banda, la inversió en qualitat mostra més consistència –i, per tant, menys risc– tant en termes anualitzats com pel que fa al rendiment del començament d'any ençà. No obstant això, és necessari tenir en compte que l'estil d'inversió en qualitat ha tingut un comportament inferior al de l'índex agregat durant períodes relativament amplis, com ara el de 1985 al 1988 o el de 2003 al 2007.

Els motius que hi ha al darrere d'aquest millor comportament són variats i complexos. A Caixa d'Enginyers Gestió considerem que hi ha un motiu que destaca per sobre de la resta: la durabilitat del model de negoci.

Els negocis de qualitat estan protegits per barreres d'entrada i avantatges competitius que assegurin (i) l'estabilitat i permanència de la companyia al llarg dels cicles econòmics i (ii) l'obtenció d'un creixement, uns retorns i uns marges superiors als del conjunt del mercat. En aquest sentit, val la pena recalcar que, si bé en la metodologia utilitzada per MSCI per classificar l'estil d'inversió en qualitat no inclou el creixement, nosaltres el considerem una part inherent dins dels aspectes quantitatius i qualitatius de les companyies de qualitat.

En definitiva, el fet de comptar amb un model de negoci resilient i que creixi per sobre del conjunt del mercat assegura un millor comportament que l'índex de referència, ja que, a llarg termini, el múltiple de cotització perd rellevància.



En aquest sentit, d'acord amb un estudi realitzat per Ash Park, un inversor podria haver pagat un PE de 281 vegades per L'Oréal el gener de 1973 i haver batut l'MSCI World fins al tancament de setembre de 2019 (any en què finalitza l'estudi). D'acord amb dades de Bloomberg, el creixement del benefici per acció de L'Oréal durant els últims 20 anys fins al tancament de 2021 ha estat del 398 % (8,4 % anual), mentre que el de l'MSCI World ha estat del 320 % (7,4 %). Conseqüentment, el rendiment de la companyia francesa durant el període (415 %; 8,5 % anual) ha estat millor que el de l'índex (222 %; 6,0 % anual).

Durant els últims 10 anys, l'MSCI Quality ha cotitzat amb un PE a 12 mesos de 18,2, mentre que l'MSCI World ho ha fet a 16,0. Aquesta prima en la valoració, equivalent al 14 %, està més que justificada atesa la durabilitat del model de negoci de les companyies de qualitat. És lògic pensar que si una empresa determinada té més esperança de vida, el preu a pagar sigui superior atès que el risc de valor terminal és més baix. A més, en un entorn macro en constant canvi, la visibilitat a futur de les companyies de qualitat es contraposa amb el pessimisme dels agents financers (inversors, analistes, etc.). Aquest fet permet batre les expectatives del mercat de manera relativament recurrent, cosa que justifica la prima en valoració.

Si bé la metodologia quantitativa utilitzada per MSCI per filtrar les empreses de qualitat ens sembla correcta, a Caixa d'Enginyers Gestió tractem d'incorporar aquests i altres aspectes tant quantitatius com qualitatius amb l'objectiu d'identificar les companyies de qualitat.

Començant pels aspectes quantitatius, els paràmetres principals que tenim en compte a l'hora d'analitzar les companyies són (i) els retorns, (ii) els marges i (iii) el palanquejament financer. Tal com pot observar-se en la taula següent, les mètriques agregades dels diferents fons d'inversió de Caixa d'Enginyers Gestió són superiors a les dels seus respectius índexs de referència. Per tant, en l'aspecte quantitatiu, és possible afirmar que l'agregat de les companyies que formen els fons d'inversió de Caixa d'Enginyers Gestió és de més qualitat que les del conjunt del mercat.

Fonamentals carteres renda variable i mixtes

	Mitjana de CdE	Fonengin ISR	CE Environment ISR	CdE ODS Impact ISR	CE Renta	CE Global ISR	CE Emergentes	CE Borsa USA	CE Borsa Euro Plus	CE Iberian Equity
ROIC (%)	19,2%	25,7%	21,9%	23,2%	24,0%	21,6%	15,9%	12,0%	22,9%	5,6%
ROA (%)	9,2%	11,4%	13,1%	10,9%	4,8%	13,9%	9,6%	7,4%	5,8%	5,7%
ROE (%)	28,2%	50,2%	32,6%	33,7%	23,0%	32,5%	20,5%	24,6%	22,7%	13,7%
Marge Brut	47,1%	56,6%	57,5%	38,8%	59,3%	61,9%	37,4%	29,0%	39,8%	43,3%
Marge operatiu	25,7%	31,2%	30,0%	27,3%	18,3%	31,1%	29,7%	24,3%	19,3%	20,4%
Marge net	20,2%	23,8%	24,0%	25,4%	13,6%	24,9%	19,8%	20,3%	14,3%	15,9%
Deute Net/EBITDA	0,48	0,31	0,78	1,50	0,27	0,61	-3,21	1,15	0,10	2,80
Deute Total/Actius Totals	22,7%	27,1%	19,6%	23,5%	23,1%	21,2%	16,8%	26,3%	18,8%	27,7%
FCF Actual	4,00%	4,63%	3,91%	3,60%	4,22%	4,37%	3,60%	2,85%	4,20%	4,65%
FCF Yield 2022	4,55%	5,93%	4,47%	3,25%	4,80%	4,91%	4,22%	3,25%	4,68%	5,46%
FCF Yield 2023	5,21%	6,36%	5,12%	4,65%	5,40%	5,59%	4,80%	3,52%	5,34%	6,12%
Creixement 2022	17,77%	28,05%	17,76%	10,60%	17,32%	17,27%	17,30%	13,08%	21,06%	17,50%
Creixement 2023	9,81%	7,26%	9,92%	8,34%	10,42%	9,88%	13,56%	6,38%	10,57%	12,00%
Creixement 2024	8,25%	6,00%	8,78%	9,63%	8,06%	8,77%	12,00%	5,90%	9,13%	6,00%
PE Actual	23,23	24,60	24,59	23,45	27,38	23,35	24,50	17,72	24,36	19,10
PE 2022	19,54	17,70	20,69	21,86	19,98	19,83	18,60	18,89	21,75	16,60
PE 2023	17,39	16,64	18,28	19,41	18,49	17,30	16,00	16,46	18,31	15,60



Amb l'objectiu de classificar els diferents avantatges competitius, a Caixa d'Enginyers Gestió hem realitzat una llista en la qual englobem les companyies que formen els diferents fons d'inversió. Hem sintetitzat els diferents avantatges competitius en cinc grans blocs: actius intangibles (Disney, Novo Nordisk o S&P Global), efecte xarxa (Alphabet, Visa o Booking), cost de canvi (Accenture, Microsoft o Autodesk) i avantatge de costos (Inditex, Applied Materials o Tractor Supply).

Sobre la base d'allò explicat fins ara i tenint en compte la tipologia predominant en les carteres d'inversió de Caixa d'Enginyers Gestió, esperem que els fons d'inversió que gestionem tendeixin a comportar-se millor que la mitjana del mercat i, a més, de manera més consistent. No obstant això, som conscients que pot haver-hi períodes en els quals l'estil d'inversió en qualitat es comporti pitjor que l'índex agregat. Per això, tractem d'aprofitar totes les oportunitats que ens ofereixi el mercat, sigui quin sigui l'estil d'inversió.

En un entorn macroeconòmic com l'actual, en el qual la persistència inflacionària i l'enduriment de les condicions monetàries per part dels principals bancs centrals suposen un vent desfavorable per al mercat, considerem que les empreses de qualitat estan perfectament posicionades per comportar-se millor en termes relatius. Tal com s'ha descrit en aquesta nota, les companyies de qualitat tenen un palanquejament financer baix, uns marges elevats, descorrelació amb el cicle macroeconòmic i capacitat de fixació de preus; tots ells atributs desitjables en un entorn d'increments dels tipus d'interès i de pujades generalitzades en el nivell de preus.

Finalment, val la pena assenyalar que l'estil d'inversió en qualitat convergeix amb la inversió socialment responsable (ISR). Això és així perquè els models de negoci de l'estil d'inversió en qualitat solen ser poc intensius en termes de consum energètic, atès que les companyies de perfil cíclic i/o industrial solen estar lligades a l'estil d'inversió en valor. A més, les companyies de qualitat tendeixen a buscar l'excel·lència en tots els aspectes del model de negoci, entre els quals s'inclouen els aspectes mediambientals, socials i de governança.

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.*