TR3A Asset Management

Valores de los que enamorarse

14 de febrero de 2023

Ascención Gómez

Directora de Renta Fija

Crelan

Hay que tener en cuenta que cuando uno está enamorado no ve los defectos del otro, y eso nosotros como gestores de grandes patrimonios, no nos lo podemos permitir. Tenemos que ser lo suficiente escépticos como para liquidar las posiciones en cualquier momento ante alguna noticia negativa. Por experiencia, sabemos que cuando a uno le gusta demasiado una empresa suele minimizar y justificar las noticias no positivas y acaba siendo el último en darse cuenta de la nueva situación.

Nuestro objetivo es conseguir el mayor retorno posible con el menor riesgo/volatilidad para nuestros clientes.

Aun así, hay ideas que nos hacen mirarlas con buenos ojos:

CRELAN, 5.375% a 10/2025, es un bono senior non preferred de un banco belga agrícola llamado CRELAN. Es un banco cooperativo rural de tamaño pequeño, con 55B de activos, muy bien capitalizado, con un nivel de CET1 del 20,8% y tasa de morosidad muy baja, de tan solo el 0,87%.
Hemos estado comprando el bono durante el mes de enero a rentabilidades cercanas al 6% siendo investment grade (Baa3) y con menos de 2,5 años de duración.

Lo más importante y novedoso de este año es que con la situación actual de los tipos de interés, y por primera vez en más de 10 años, se pueden comprar bonos o pagarés de empresas muy sólidas tipo Iberdrola o Santander a un año al 3,5%.

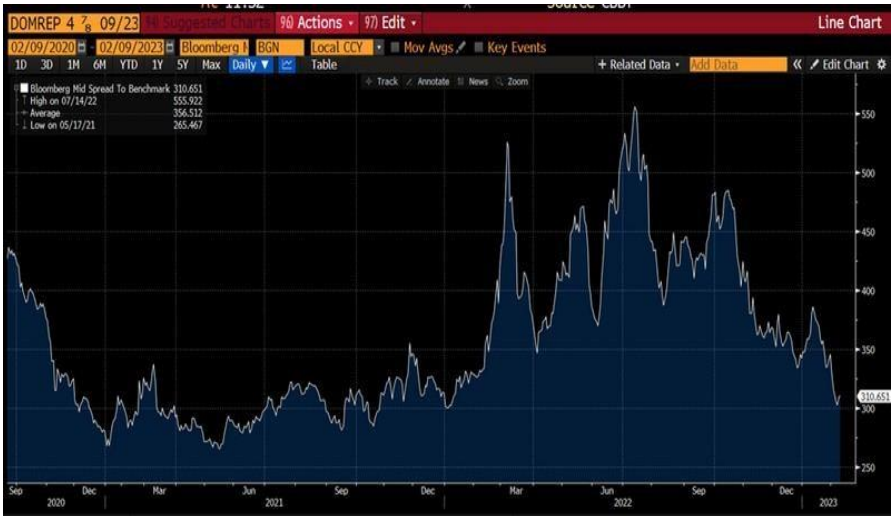
Pedro Pérez-Riu

Director de Deuda Mercados Emergentes

República Dominicana

Es difícil encontrar en el universo de mercados emergentes una historia de éxito más interesante que la de este país caribeño. De hecho, el IMF ha elogiado tanto la resiliencia de su economía durante la pandemia, como la calidad de las políticas económicas desde finales del 2020. La República Dominicana presenta altas tasas de crecimiento económico, políticas fiscales prudentes, un proceso desinflacionario ya muy avanzado y un sectorexterno extremadamente sólido en el que el turismo, las transferencias y la entrada de capital extranjero garantizan una acumulación de reservas sostenida y extremadamente robusta desde el punto de ratios de cobertura. El proceso de consolidación macroeconómica ha situado las ratios de deuda pública y de deuda externa en un proceso de reducción acelerada que asegura continuas mejoras en la capacidad de pago del país. Y le sitúa en una clara senda de mejora del rating soberano en los próximos 5 años.

Creo que la situación externa y los niveles de deuda ya sitúan al país en el umbral pre investment grade. Esperamos que los diferenciales de crédito continúen apretándose en los próximos dos años.



Fuente: Bloomberg

Antonio Toribio

Gestor Senior de Renta Fija

CriteriaCaixa

Unos bonos que me gustan son los de CriteriaCaixa. Es un holding compuesto por: una cartera bancaria, principalmente por acciones de Caixabank; una cartera industrial y de servicios formada por Naturgy, Aguas de Barcelona, Cellnex, Telefónica, los aparcamientos Saba y otras participaciones minoritarias; y también por una cartera inmobiliaria. Los motivos por los que me gustan es que tienen una buena calificación crediticia (Baa2/BBB+), además puedes invertir en otras compañías y al tener una participación elevada en Caixabank poder sacar beneficio de hacer valor relativo de los bonos de Caixabank y los de Criteria.

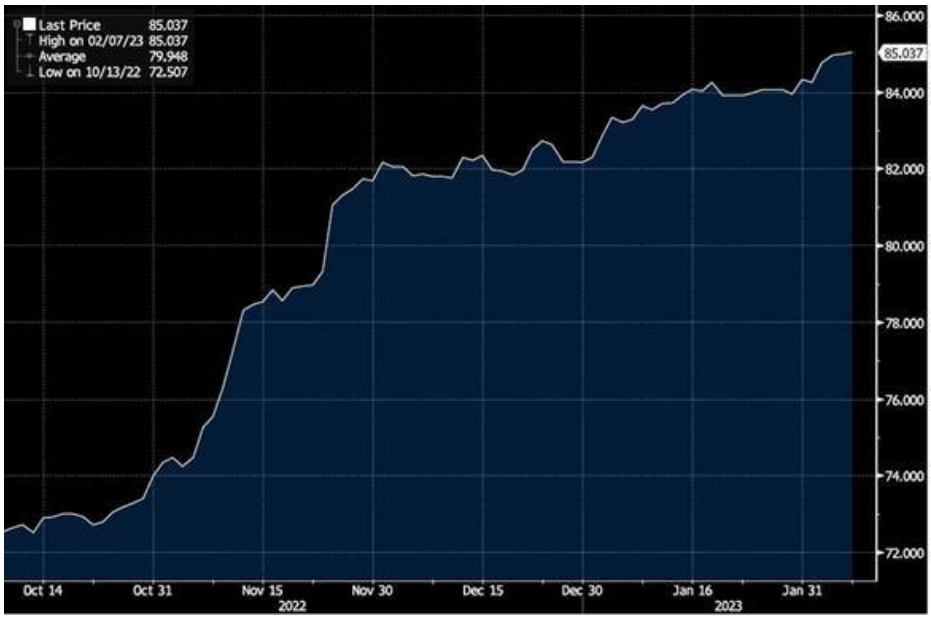
Muchas veces hemos comprado Caixabank y vendido Criteria con un pick up interesante y meses después deshacer o hacer la posición contraria con una buena diferencia de rentabilidad. En las holdings una métrica importante es el Loan-to-value, la cantidad de deuda respecto al valor actual de la cartera del holding. Niveles por debajo del 20% son niveles buenos, actualmente en el 19%.

Álvaro Mata

Analista Senior de Crédito

WEPA

Este nombre del que vamos a hablar no es nuevo para nosotros. Lo expusimos como ideade inversión en un webinar en octubre de 2022. Desde entonces, el bono ha subido 13 figuras o un 17%, lo que nos hace seguir enamorados de él.



Fuente: Bloomberg

WEPA es, por tamaño, el tercer fabricante más grande de Europa de papel de uso doméstico, y el primero en fabricación de marca blanca.

Su cuota de mercado es del 25% en Alemania y del 8% en Europa.

La marca blanca supone 2/3 de la venta de este tipo de productos en Europa.

2021 y 2022 han sido años difíciles como consecuencia de la subida del precio de sus principales materias primas (celulosa, papel reciclado y energía), además de la dificultad del traslado de este coste a sus clientes.

Álvaro Mata

Analista Senior de Crédito

Desde el 2T de 2022 se ha visto que el cliente ha tenido mayor aceptación al incremento de los precios, que, sumado a la estabilización del coste de las materias primas, han hecho que WEPA mejore sus márgenes. Esperamos un 4T 2022 récord en EBITDA, y un 2023 donde se beneficiarán de los márgenes obtenidos por la estabilización del coste de las materias primas y el incremento de precios sobre el cliente. Durante los últimos años han invertido en el incremento de la capacidad de producción, lo cual les permitirá reducir mucho el capex en 2022 y 2023, y beneficiará a la reducción de la deuda, y del apalancamiento, que esperamos este por debajo de 5x tan pronto como enmarzo 2023 vs. 7.4x en septiembre 2022.

A medio plazo esperamos que su apalancamiento neto esté alrededor de 3x.

Pensamos que es un negocio poco cíclico y con el viento de cara para los próximos trimestres.

Nuestras expectativas:

(Euro mm)	2020	2021	2022e	1Q 2023e	2023e
Sales	1.254	1.205	1.596	392	1.755
Adj. EBITDA	174	93	103	25	140
Deuda neta	569	574	600	600	560
Apalancamiento neto	3.3x	6.2x	5.8x	4.8x	4x

Jaime Martí

Analista Sénior de Crédito

Jyske Bank

A mediados de 2022 la entidad danesa Jyske Bank alcanzó un acuerdo para comprar los activos del banco sueco Svenska Handelsbanken en Dinamarca, dentro de la estrategia dedesinversión de este último en territorio danés. Jyske Bank es el segundo banco en Dinamarca, la cuarta entidad hipotecaria y uno de los tres mayores proveedores de leasing, siendo un banco sistémico en el país.

La integración se concretó a finales de año incorporando 43 oficinas complementarias geográficamente a las 82 existentes, 600 empleados a sumar a los 3.200 que ya poseía laentidad, 130.000 nuevos clientes y unos DKK66bn de activos.

La adquisición supone (aproximadamente) incrementar el tamaño de Jyske Bank en un 20% y consolidar su posición como banco sistémico en Dinamarca. El impacto a medio plazo por sinergias podría suponer un incremento del 25% sobre beneficios.

Debido al incremento en RWA derivados de la adquisición, la entidad ha tenido que ajustar al alza sus niveles de capital. Los niveles de capitalización de salida eranextraordinariamente fuertes, con un ratio CET1 por encima del 17% que cae a corto plazo hasta niveles del 14% para ir incrementándose orgánicamente hacia el rango de 15-17%, sin necesidad inmediata de ampliaciones de capital.

Asimismo, el incremento artificial de la adquisición obliga a realinear los niveles de AT1, T2y en particular de deuda senior para cumplir con los requisitos MREL del regulador.

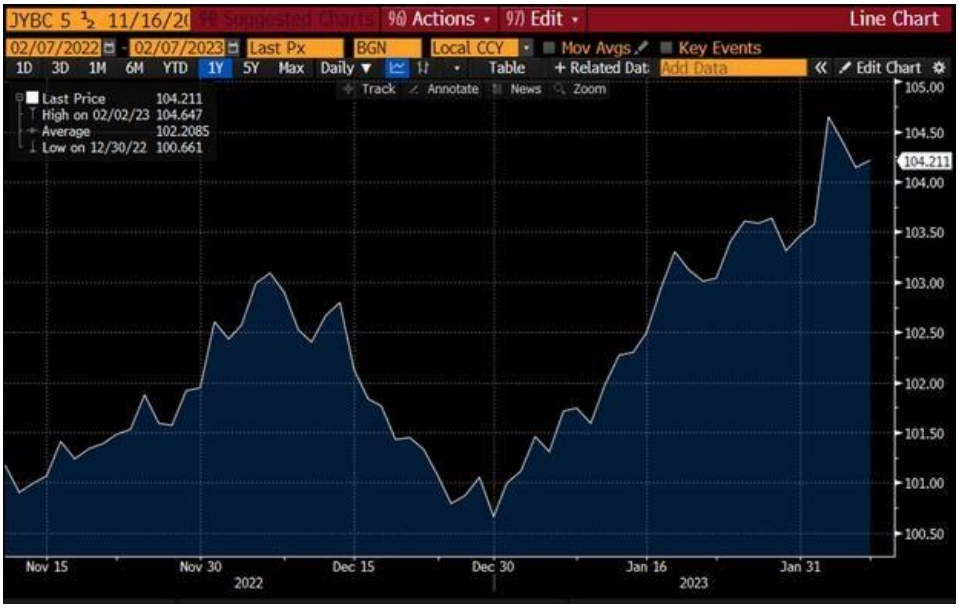
Estas necesidades transitorias de emisión de capital regulatorio de Jyske Bank han ofrecido una oportunidad única de entrar en un nombre que ya estaba optimizado en términos de capital, en particular en las emisiones extra de deuda senior en euros.

En este contexto, se produce la emisión del bono JYBC 5 ½ 11/16/27 a mediados de noviembre de 2022, que incorporamos con convicción a nuestra cartera, y que se ha comportado extraordinariamente bien con un precio actual superior al 104.

Jaime Martí

Analista Sénior de Crédito

Este movimiento supone una fuerte revalorización del bono en tan solo tres meses para un yield actual de 4 ¼ en un bono de alto rating A2/BBB+, en un emisor líder en Dinamarca,altamente capitalizado y localizado en un país con buenas expectativas macroeconómicasen términos relativos y alta disciplina fiscal, con rating máximo de Aaa/AAA/AAA por las tresprincipales agencias de rating.



Fuente: Bloomberg

Jordi Armengol

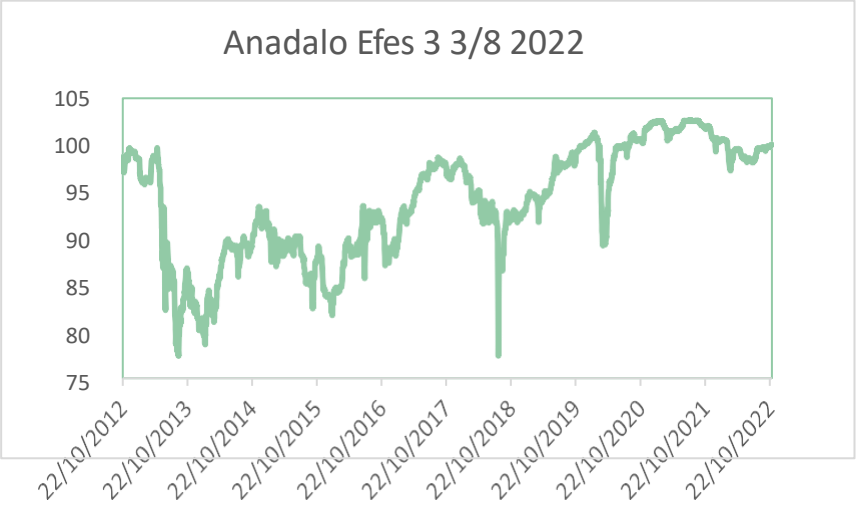
Gestor de Mercados
Emergentes / Analista Senior

Anadolu Efes

Aunque pase el tiempo y nos vayamos llenando de experiencias, nadie olvida su primeravez. En mi caso, el primer bono que analicé fue el primario (hace poco más de 10 años): laemisión de la cervecera turca Anadolu Efes. Aun no habiendo invertido en su salida debido al precio siempre se me ha quedado grabado como un nombre de altísima calidad (no envano, conservo el Investment Grade durante mucho tiempo a medida que el soberano turco iba perdiendo calidad crediticia) con un negocio estable, disciplina financiera y siendo la propietaria de una de las embotelladoras de Coca-Cola.

Si bien en el primer momento no pudo ser debido a que la emisión salió algo cara, posteriormente se dieron situaciones propicias en las que sí invertimos. Durante los años nos topamos con sorpresas en el entorno. A lo mejor para mantener el "romance" interesante (en los que se incluyen crisisglobales, golpes de estado fallidos, políticas monetarias poco ortodoxas y guerras). A pesar de haber una recompra parcial por la refinanciación, el bono se pagó sin problemas al vencimiento después de 10 años y, si bien he analizado muchísimas más emisiones desde entonces.

¿Quién puede olvidar la primera?



Fuente: Bloomberg

Victor Vilaseca

Analista de Renta Fija

Cellnex

Cellnex es líder europeo en torres de telecomunicaciones con 103 mil torres en 12 países europeos. Su negocio consiste en prestar servicios a las principales operadoras móviles gracias a sus infraestructuras de telecomunicaciones inalámbricas. Es un negocio muyestable y por el que se puede apostar en tiempo de inflación e incertidumbre económica por la recurrencia de sus ingresos y sus contratos a largo plazo. Una vez finalizan estos contratos, las operadoras suelen renovarlos por los costes asociados a cambiar de infraestructura. El 65% de sus contratos están ligados a la inflación y el resto tienen subidas fijas anuales del +1-2%. Además, los costes energéticos de las torres los paga normalmenteel cliente. Y todo esto, sumado a un crecimiento orgánico anual esperado de +6-7% en ingresos y de +10-12% en Ebitda para los siguientes años.
El principal riesgo de Cellnex para la renta fija era su alta deuda, para financiar el elevado ritmo de crecimiento y adquisiciones. Sin embargo, en el último año ha puesto como principal objetivo conseguir ser investment grade por la agencia de rating S&P (ya lo es por Fitch), y se ha comprometido a reducir la deuda y su ritmo de compras. Debería conseguirlo entre 2023 y 2024.

Su liderazgo, la recurrencia de los ingresos y las expectativas futuras hacen de Cellnex un valor para enamorarse un buen tiempo: empezará a generar caja positiva en 2024 y esperan reducir toda la deuda en 2034. Esto siempre que no haya una OPA antes.

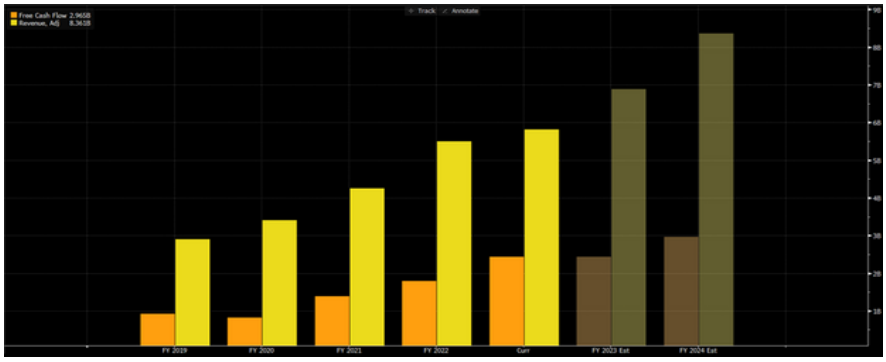
Federico Battaner

Director de Renta Variable España
y Fondos de Pensiones

Palo Alto Networks (PANW)

"Los que de corazón se quieren sólo con el corazón se hablan" (D. Francisco de Quevedo). Y así empezó esta historia de amor con Palo Alto Networks. Todo empezó en el 2018 ... La compañía es líder en el negocio de la ciberseguridad, con una cartera declientes muy potentes y a la vez diversificada. Para ponernos en perspectiva de la tesis, losbeneficios han crecido de forma sostenible durante los últimos 10 años a una tasa anualizada... ¡superior al 30% pasando de 250 millones de beneficio en 2012 a 5.5 billones (estadounidenses) en 2022! Incluso en el año 2020 con la pandemia, crecieron de forma positiva a una tasa del 17%, número envidiable para muchos otros sectores del mercado. Estos datos dan al accionista la seguridad de la ventaja competitiva de Palo Alto y, además,las perspectivas de crecimiento siguen siendo atractivas para los próximos 3 años, lo que podría situar sus beneficios cerca de los 10 billones para 2025.

Es importante destacar la buena gestión de su equipo directivo. No sólo por cómo han hecho crecer su negocio sino por cómo han gestionado estos beneficios, incrementando el Free Cash Flow de la compañía de forma sostenida. Podemos verlo en el siguiente gráfico:



Crecimiento de Revenues y FCF de PANW US desde 2019 hasta 2024 estimado. Fuente: Bloomberg

Si algo me enamora de una acción es saber que "me habla con el corazón" y así lo muestra cuando la empresa dispone de más FCF (free cash flow) para seguir creciendo y generando valor y retorno para sus accionistas.

Xavier Brun

Director de Renta Variable Europa

Louis Vuitton

Cuando piensas en un regalo para San Valentín, suele venir un regalo especial, prácticamente único, que no pueda ser regalado en otro momento. Justo estas características residen en las marcas de Louis Vuitton. La empresa de lujo dueña de marcas como Louis Vuitton, Loewe, Christian Dior, Bulgari o Dom Perignon, se permite el lujo, valga la redundancia, de aumentar los precios cada año. Por ejemplo, en 2022, cuando en el mundo se hablaba de los problemas de la inflación, de las cadenas de suministro y del cierre de China, la empresa aumentó ventas un 23% y beneficios un 17%. Y no son excepcionales, la empresa ha aumentado beneficios un 300% en los últimos años. Nuestro particular San Valentín llegó el año pasado, donde incrementamos bastante en los fondosal regalarnos el mercado una oportunidad de lujo, llegó a cotizar a múltiplos de beneficios de 17x, desde entonces la empresa se ha revalorizó un 50%.

Fuente: Bloomberg

Joan Borrás

Gestor Renta Variable /
Analista Senior

CIE Automotive

CIE Automotive es una empresa española especializada en la fabricación de piezas y componentes para automóviles. La compañía tiene una fuerte presencia tanto en el mercado europeo como en el norteamericano, dos de los mayores mercados automovilísticos del mundo.

Una de las razones principales por las que CIE Automotive es una buena inversión es su fuerte desempeño financiero. La compañía ha reportado constantemente un crecimiento sólido de los ingresos, impulsado por su creciente base de clientes y la creciente demanda de sus productos. CIE Automotive también ha demostrado su compromiso con mantenerun balance saludable, con un sólido ratio de deuda a equity, lo que le brinda estabilidadfinanciera y flexibilidad.

Otra razón, es su enfoque en la innovación y la I+D. La compañía invierte una parte significativa de sus ingresos en investigación y desarrollo, lo que le ayuda a mantenerse por delante de sus competidores y brindar a sus clientes, productos y servicios de vanguardia. Esta inversión en I+D ha permitido a CIE Automotive desarrollar una ámplia cartera de propiedad intelectual, incluyendo patentes y marcas registradas, lo que aumenta aún más la competitividad de la compañía y protege su posición en el mercado.

Además, CIE Automotive cuenta con un equipo de gestión altamente capacitado y experimentado, que tiene un historial comprobado de navegar con éxito en la industria automovilística. Este equipo de liderazgo experimentado está bien posicionado para tomar decisiones estratégicas, que continuarán impulsando el crecimiento y el éxito de la compañía.

En conclusión, CIE Automotive es una buena oportunidad de inversión por varias razones,incluyendo su fuerte desempeño financiero, su enfoque en la innovación y la I+D, y su equipo de gestión experimentado. Dada la fuerte posición de la compañía en el mercado y sus perspectivas de crecimiento, es una compañía que los inversores deben considerar para sus carteras.

Javier Gil

Analista de Renta Variable España
y Fondos de Pensiones

Alphabet

¿Qué me "enamora" de esta acción? Su situación actual. Alphabet se encuentra infravalorada a medio plazo tras las caídas en el precio de la acción durante el año 2022. ¿En qué me baso para decir que se encuentra infravalorada?

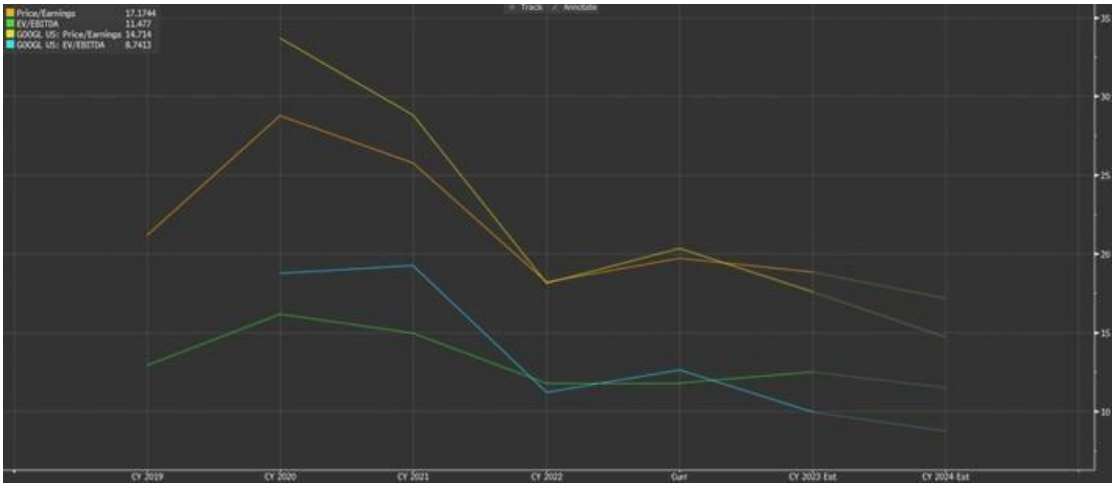
Primero, los fundamentales de la compañía siguen siendo fuertes. Su negocio de publicidad online sigue siendo líder mundial a pesar de las estimaciones de ralentización para este ejercicio 2023. El resto de negocios han tenido tendencia positiva, destacando loscrecimientos de Cloud (>30% YoY) y, además, ganando cuota de mercado a Amazon (AMZN US) y Microsoft (MSFT US), sus principales competidores en este negocio. El mercado ha castigado el precio por la esperada ralentización en su crecimiento, pero claramente sigueteniendo unos fundamentales en sus negocios muy competitivos.

Segundo, Google dio un guidance en sus resultados del 4Q22 que mercado salió a castigarpor esperar un recorte en costes más agresivo. Pero ¿realmente merecía ese castigo el precio de la acción? Se espera que Google crezca a mid-double digit en BPA a 2024 y es una de las pocas acciones del S&P500 que, a día de hoy, pueden estimar estos números. Estohace que Alphabet cotice a un múltiplo cercano a PER x15-x16 y EV/EBITDA x10-x11 de 2024,lo que me lleva al pilar de la tesis:

Alphabet cotiza a múltiplos por debajo del S&P500 en 2024. La compañía ha demostradodurante años ser capaz de crecer de forma muy rentable y sostenible y con unos negociosque mantienen o incluso amplían sus ventajas competitivas respecto a sus peers. ¿DeberíaAlphabet cotizar con descuento frente al S&P tal y como ha puesto en precio el mercado? Mi convicción es la contraría, que debería ser con prima respecto a la media del índice y es precisamente esta cotización actual lo que me hace estar positivo en el valor que esta compañía retornará a sus accionistas.

Javier Gil

Analista de Renta Variable y
Fondos de Pensiones



Cotización en múltiplos de Alphabet (GOOG US) frente al S&P500. Fuente: Bloomberg

Omar Kher

Analista Renta Variable

Teleperfomance

La conocí entorno al 2018, entonces era una empresa muy enfocada a servicios de call center, donde era líder mundial y poco a poco iba desarrollando su vertical de servicios devalor añadido con la reciente compra de Language Line Solutions.

Teleperformance poseía muchas de las características que gustan a un gestor. Gran mercado y fragmentado que le va a permitir crecer orgánicamente durante mucho tiempo,buena conversión de ventas a caja, y una acertada gestión del capital con compras de servicios adicionales y de gran valor para sus clientes.

A cierre de 2021 las ventas de la compañía han crecido entorno un 14% anual durante losúltimos 5 años y el beneficio por acción lo ha hecho un 20%. Además, pese al importante crecimiento, la deuda de la compañía siempre ha estado bajo control.

Otro punto a destacar, es la alineación de intereses entre el equipo directivo y los accionistas gracias a la figura de Daniel Julien, fundador de la compañía, quien todavía ostenta una participación del 2% en ella. Esta participación hoy está valorada en más de Eur300M.

Los amores de verano son intensos, pero las grandes historias de amor se forjan con tiempo y confianza. Nuestro dinero, tiempo y confianza está depositado en Teleperformance, valor con el que esperamos seguir creciendo y aprendiendo.

Pol Tusquets

Director de Fondo de Fondos

Pictet TR-Agora

Pictet TR-Agora es un fondo market neutral con un enfoque long/short en compañías europeas de gran capitalización y muy líquidas. El objetivo del fondo es proporcionar rentabilidades positivas a lo largo del ciclo económico y es en momentos de caída de mercado cuando demuestra su capacidad de preservación de capital, manteniendo una beta muy reducida, de alrededor de 0.1 y por lo tanto muy baja correlación con el mercado de renta variable.

Las clásicas carteras mixtas de renta fija y renta variable siguen y seguirán siendo válidas,pero podemos mejorar la diversificación de las mismas, introduciendo soluciones alternativas y de mayor rendimiento. El oro puede ser un activo interesante, así como estrategias event driven, multi strategy, market neutral, volatilidad, long/short equity u otras. Sobre todo, para las épocas en que la correlación entre los activos tradicionales espositiva, tal y como ocurrió en los años 90, donde la correlación fue positiva y del 0,45 durante una gran parte de la década. O en momentos puntuales de risk off o stress comofueron 2018 y 2020, el fondo que les presento obtuvo un 4,1% y un 8,1% respectivamenteesos años.

La filosofía de inversión se basa en la creencia de que la creación de alfa se puede generar a partir de la anticipación de los catalizadores, que influyen en el comportamiento de las acciones mediante un análisis fundamental en profundidad (industria, valoración, gestiónempresarial).

La estrategia busca catalizadores en tres principales áreas:

- Eventos corporativos: Fusiones o adquisiciones, reestructuraciones, reparación de balances, cambios en equipos directivos, con un horizonte temporal de medio/largo plazo.

- Las operaciones oportunistas dentro de una industria con catalizadores que incluyen:eventos de liquidez / cambios en la base de accionistas, tendencias estacionales de laindustria y divergencia temporal y amplia en las expectativas de ganancias.

Pol Tusquets

Director de Fondo de Fondos

- Los ganadores/perdedores estructurales tienden a ser de naturaleza a más largo plazo e incluyen los siguientes catalizadores: exposición a oportunidades de crecimiento/declive estructural, equilibrio insostenible de oferta/demanda, falta de poder de fijación de precios, factores macroeconómicos favorables o desfavorables y / o impulsores de políticas y factores positivos o negativos. cambios de regulación.

Ferran Belmonte

Analista de Fondo de Fondos

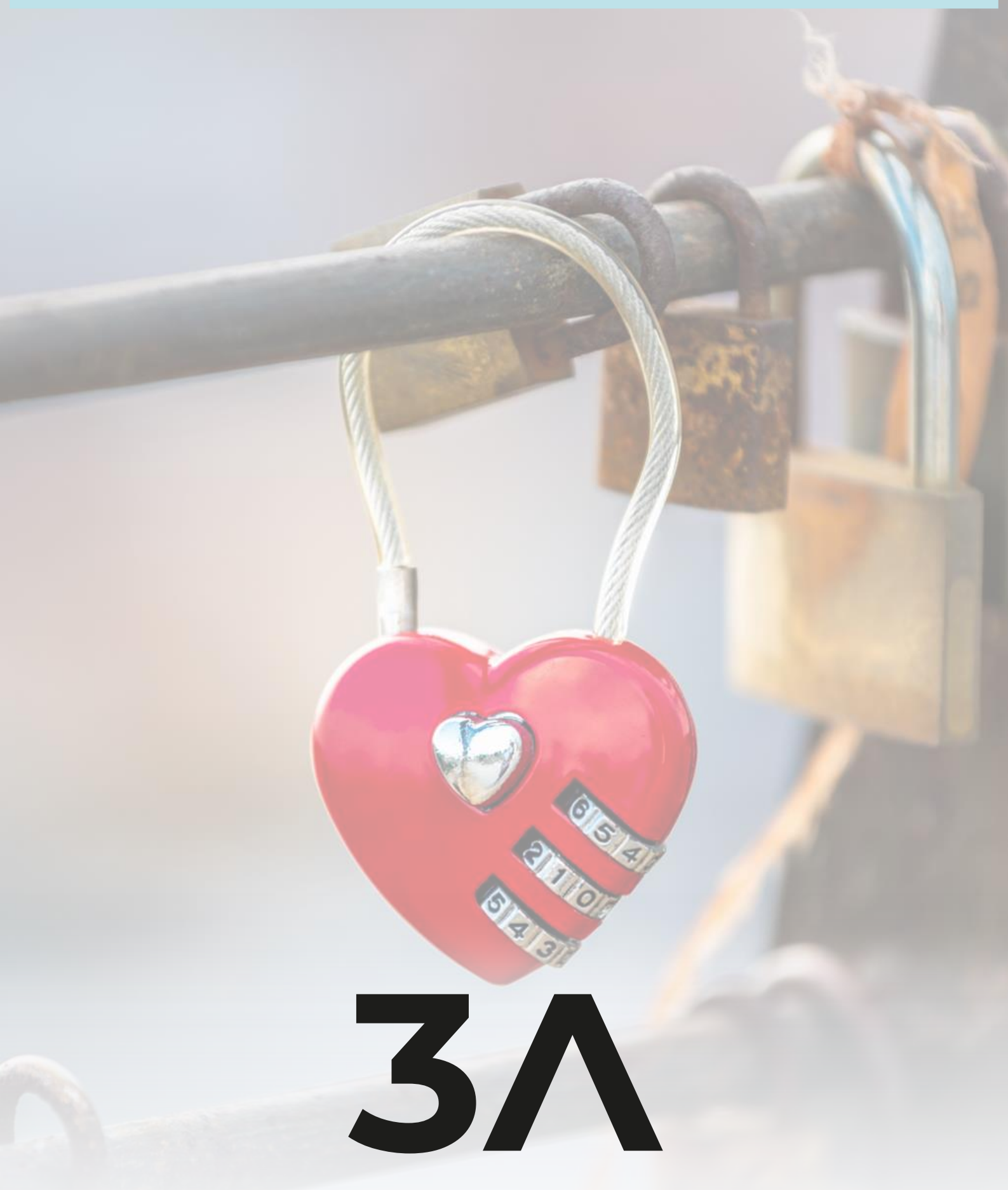
Seilern America

El fondo Seilern America fue una historia de amor a primera vista. Pese a que en el año 2018 era un fondo poco conocido, nos aparecía como uno de los mejores fondos de rentavariable americana en nuestros análisis. Esta historia siguió cuando la agencia de valoresde Capital Strategies nos presentó el fondo y nos puso en contacto con los gestores y conTassilo Seilern, el actual CEO de la gestora. Fue ahí donde conocimos de primera mano elproceso de inversión de Seilern y el funcionamiento de la gestora. Tienen un proceso deanálisis basado en las 10 reglas de oro, donde analizan modelos de negocio. Para aquellos interesados en este modelo de análisis recomiendo el libro de Peter Seilern: "Tan solo los mejores lo logran".

Después de realizar este análisis, se encuentra lo que ellos llaman "El universo Seilern". Esun universo de unas 70 compañías de las cuales los gestores de los distintos fondos componen sus carteras concentradas en unas 20 compañías.

Lo que más me gusta del fondo es la coherencia con la que toman todas sus decisiones,porque tienen muy claro lo que hacen y que llevan mucho tiempo haciéndolo del mismomodo. A la vista está de que los resultados les han dado la razón, tanto en el crecimientode los activos bajo gestión como en las rentabilidades obtenidas.

Fuente: Bloomberg



Este documento no es un Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIIC: https://treaam.com/