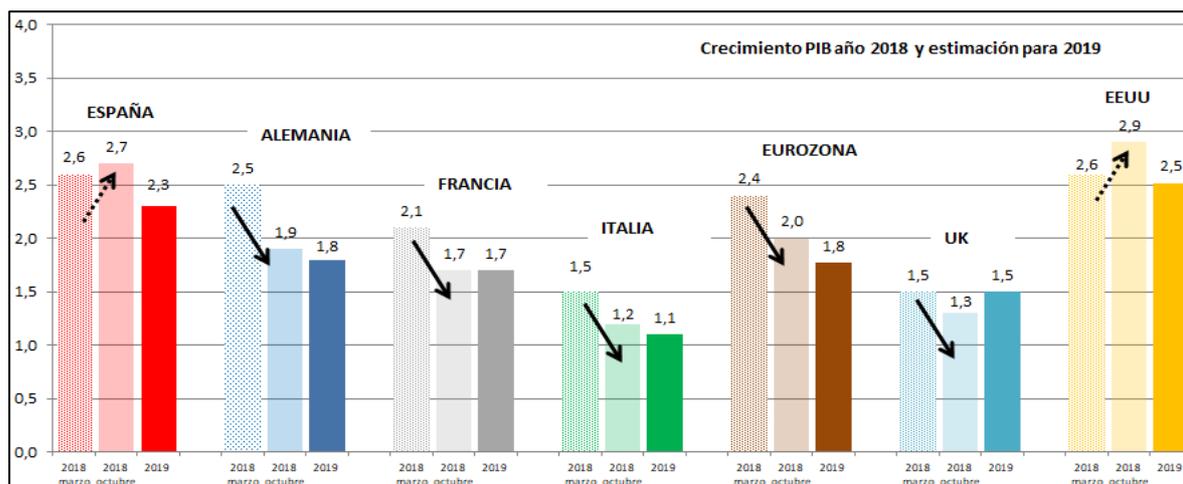
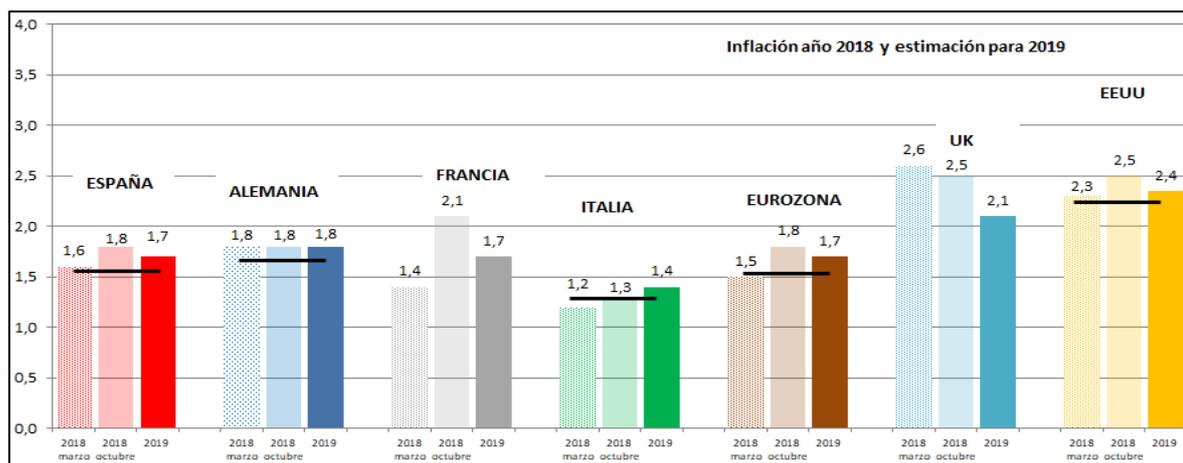


Durante el tercer trimestre del año se ha acentuado la **desaceleración del crecimiento económico**, a excepción de EEUU. Nadie cuestiona que, salvo España, para el resto de países de la Eurozona el crecimiento en 2018 va a ser menor que el inicialmente previsto en el primer trimestre de este año. Alemania quizás sea uno de los países con un mayor retroceso debido a su marcado carácter exportador, viéndose afectado por las tensiones comerciales generadas por EEUU y la debilidad en los datos económicos presentados por China, cuya economía transita hacia crecimientos del 6-6.5%. Como es razonable con los datos que tenemos, no es lógico plantearse que estemos en la antesala de una recesión económica en este momento, dado que el crecimiento mundial sigue anclado por encima del 3.5% para los próximos 18 meses, tomando como válidas las proyecciones del Banco de España.

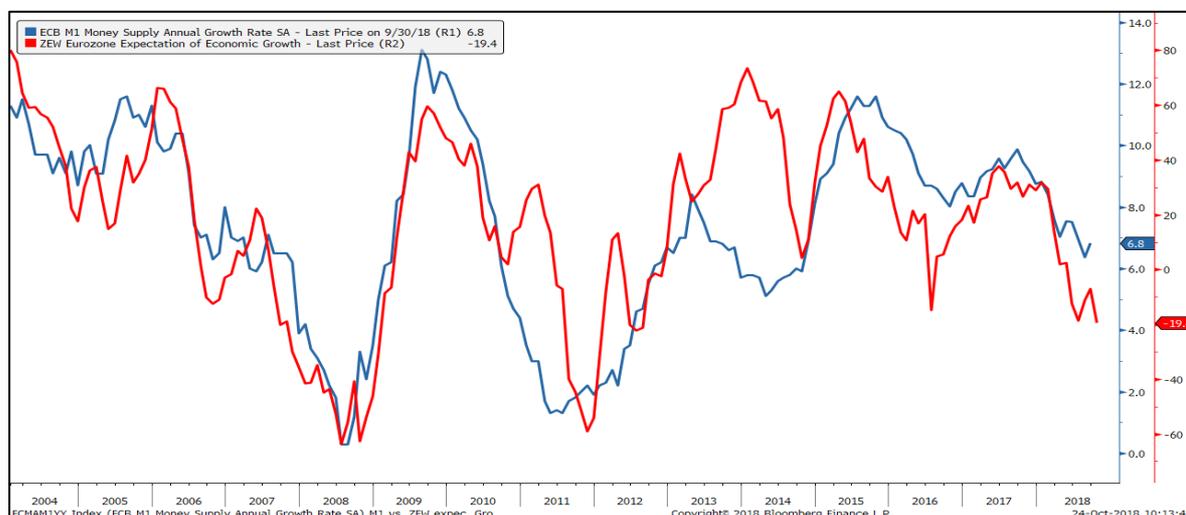
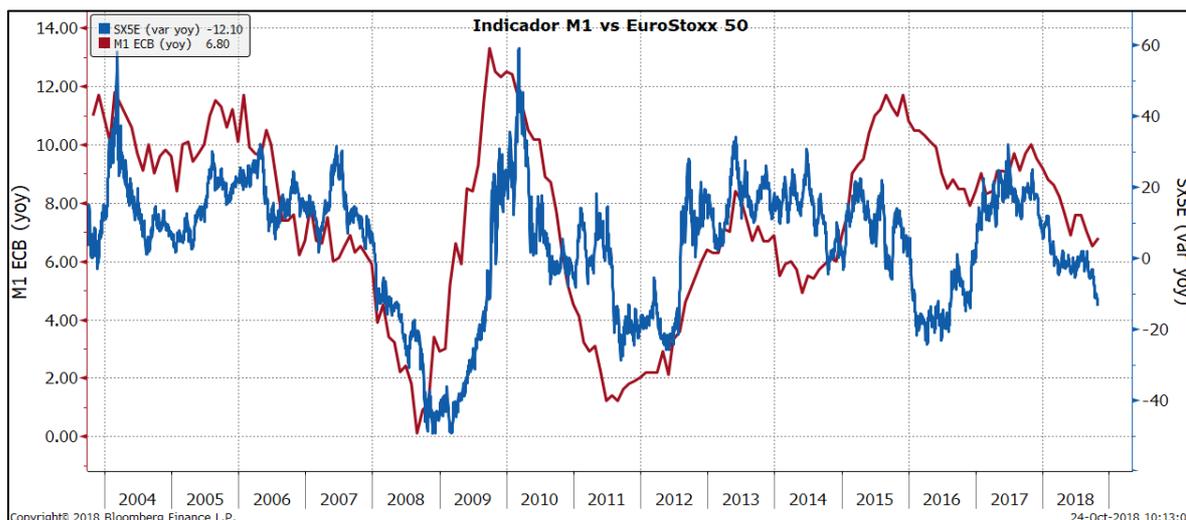


En relación a los **datos de inflación**, incluso con variaciones interanuales positivas del precio del petróleo (Brent) superiores al 30%, en Europa los datos nos indican que el objetivo del BCE del 2% no se ve amenazado, siendo un hándicap para aquellos agentes que promulgan la necesidad de subir los tipos de interés en este momento. Me da la sensación que el BCE o cambia sus referencias para subir los tipos o no tendrá una justificación para situarlos en un nivel similar a anteriores ciclos económicos.



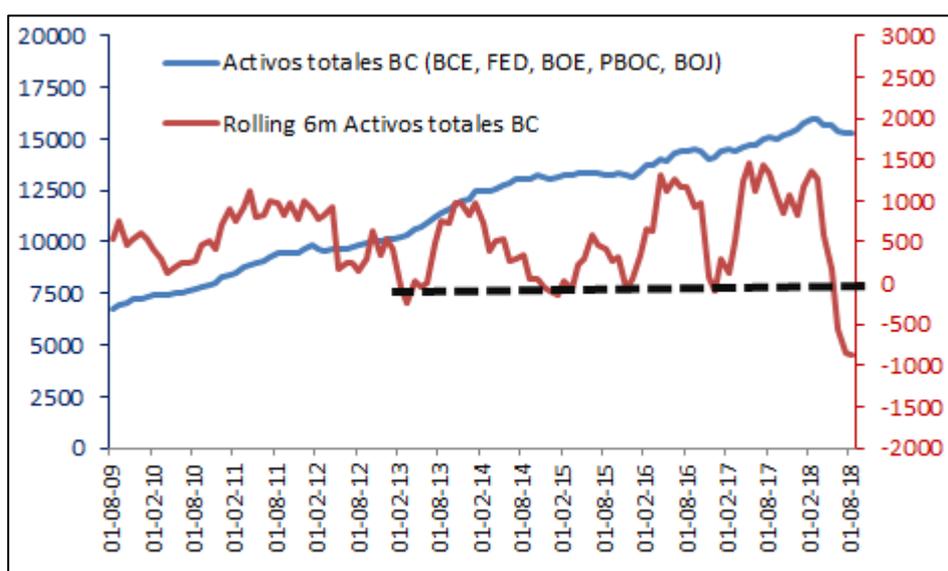
Precio BRENT	dic-17	nov-17	oct-17	sep-17	ago-17	jul-17	jun-17	may-17	abr-17	mar-17	feb-17	ene-17	Precio medio	2017
	66,87	63,57	61,37	57,54	52,38	52,65	47,92	50,31	51,73	52,83	55,59	55,7		55,20
Precio BRENT	dic-18	nov-18	oct-18	sep-18	ago-18	jul-18	jun-18	may-18	abr-18	mar-18	feb-18	ene-18	Dif.	2018
82,0	82,0	82,0	79,0	77,42	74,25	79,44	77,59	75,17	70,25	65,78	69,05	75,79		37%
Var. Precio yoy	23%	29%	34%	37%	48%	41%	66%	54%	45%	33%	18%	24%		

Uno de los nuevos elementos de riesgo para los próximos meses es la **normalización de la política monetaria en Europa**. El BCE ya ha comunicado que, a final de este año, terminará su programa de expansión monetaria tras inyectar más de 2.6 billones de euros. El indicador monetario de la M1 muestra una fuerte correlación con la variación interanual del índice Euro Stoxx 50 y como se puede apreciar en el gráfico primer gráfico, desde finales de 2017 ambas referencias se han desacelerado. De igual forma sucede con la encuesta realizada por el Instituto ZEW sobre las expectativas de crecimiento económico en la Eurozona, la cual no da señales de estabilización en el sentimiento de los agentes económicos (segundo gráfico). En el caso de Alemania, este indicador ha mostrado en el mes de octubre el nivel más bajo desde agosto del año 2012.

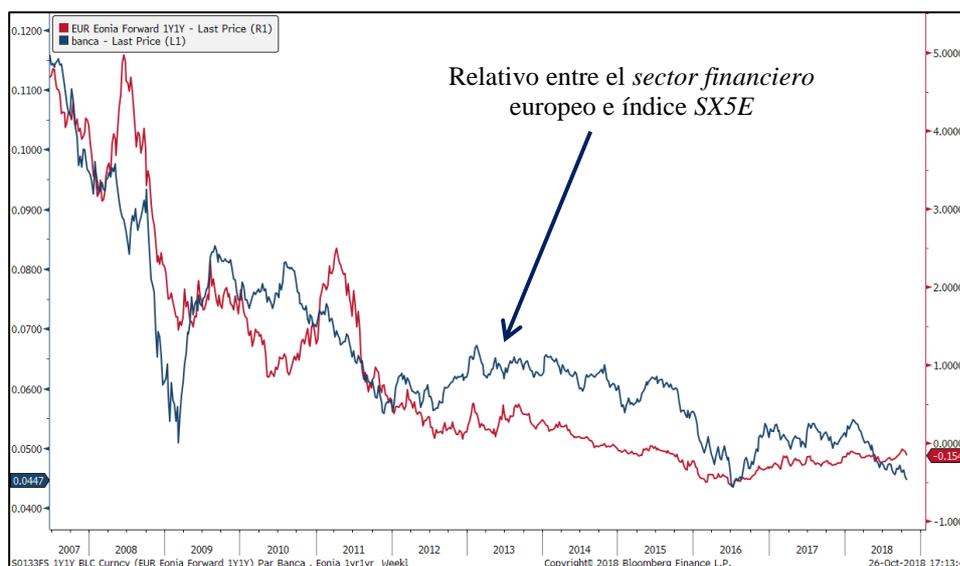


La reducción del ritmo de expansión monetaria no es sólo un problema en Europa. Si la media mensual durante el año 2017 de compras agregada por parte de FED, BCE, BoE y BoJ fue de \$157bn, durante este último trimestre del año será apenas de \$35bn entre los cuatro Bancos Centrales, entrando en terreno negativo el año que viene, lo que podrían ser muy malas noticias para los activos de riesgo, subvencionados al existir un comprador marginal en el mercado en los últimos 10 años. La transición va a traer un nuevo marco de volatilidad superior al actual, de ahí que sea clave la fortaleza de los beneficios o el potencial margen de mejora en márgenes para garantizar la sostenibilidad de los niveles actuales de bolsa.

¿Existe una relación entre el balance de los bancos centrales y las subidas en precio de los activos de riesgo, véase renta fija y renta variable? En mi modesta opinión sí, al menos en esta última fase del mercado. Si pensamos en la renta variable, se puede afirmar que el impacto sobre los costes financieros a la baja es claro (manteniendo tipos al 0% o en niveles muy reducidos), además de la alegría generada que lleva a pagar un múltiplo mayor por los beneficios empresariales al no existir activo alternativo. Ese activo alternativo sería la renta fija pero claro, los Bancos Centrales han estado comprando como si no hubiera un mañana reduciendo la yield implícita de los bonos. En el siguiente gráfico que he preparado de forma más artesanal, con datos de los cinco principales Bancos Centrales que han utilizado la alquimia del QE, queda patente como estamos entrando en una nueva etapa en cuanto a la liquidez que ha inundado el mercado. El rolling a 6 meses del balance agregado de los Bancos Centrales (línea de color rojo) nos muestra como en los últimos 3 meses se está drenando liquidez del mercado de forma sustancial, algo que no ha sentado bien a los activos de riesgo.



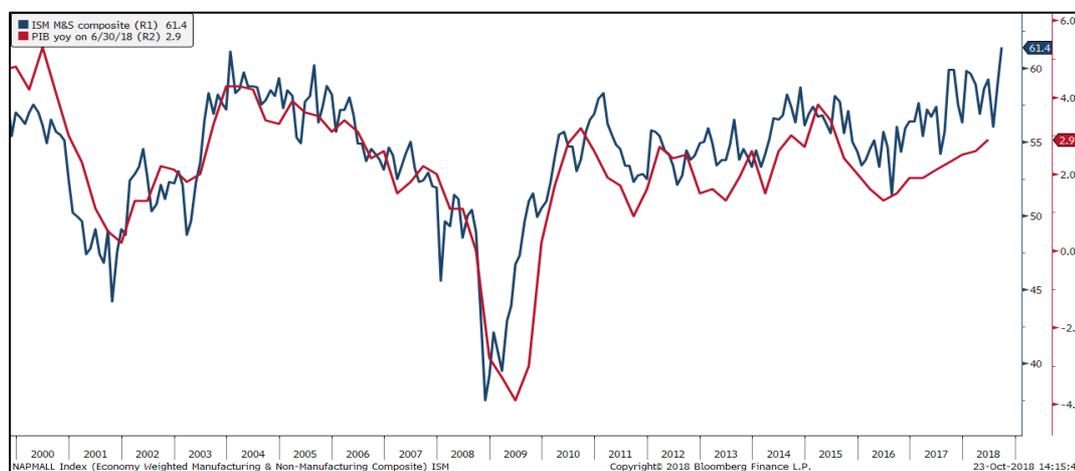
¿Es importante que los Bancos Centrales procedan a deshacer las medidas implementadas (vía expansión de balance o vía tipos al 0%)? Si hay un sector que debería verse beneficiado en ese caso es el sector bancario, de mantenerse la relación abajo indicada.



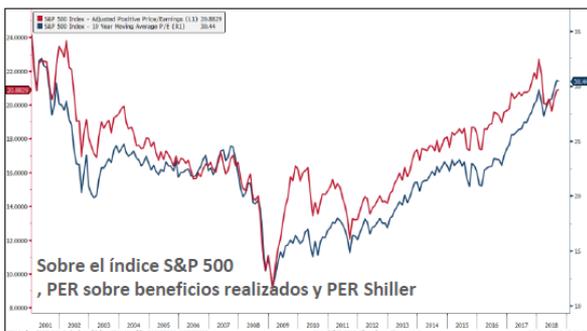
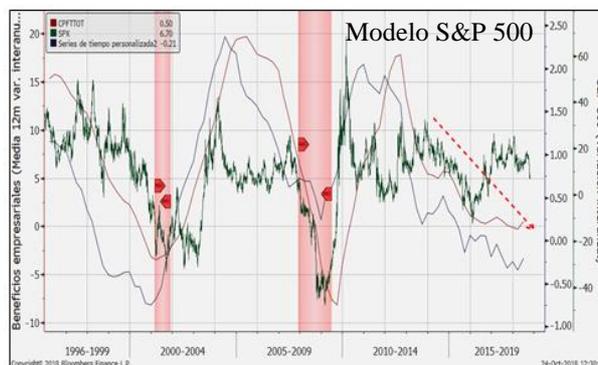
El otro elemento de riesgo, cada vez más recurrente por el alza de partidos políticos “anti-establishment” en los países europeos, es la **implosión** de sus **mercados de deuda**. El último caso lo tenemos con Italia, cuyo nuevo Gobierno ha modificado al alza los objetivos de déficit público sobre la base de un conjunto de medidas que difícilmente justificarán los crecimientos económicos que permitan un nivel de recaudación que sustente los mismos. La elasticidad de determinadas medidas de gasto sobre el crecimiento económico es clave para justificar una mejora de la productividad que acabe filtrándose en un mayor crecimiento del PIB. En este sentido, a pesar de la insistente compra marginal de deuda pública por parte del BCE, durante los últimos meses las referencias en Italia han entrado en un nuevo marco de valoración con repuntes de la rentabilidad y caídas en precio. El bono italiano con un spread sobre el bono alemán que supera los 300 puntos básicos, ha provocado que el mercado haya puesto en precio que el rating asignado a la deuda italiana cotiza como el conjunto de empresas privadas con calificación crediticia de high yield en Europa, algo difícil de entender teóricamente.



**EEUU sigue “priced for perfection”.** En términos de crecimiento, si la tasa anualizada en el segundo trimestre marcó el 4.1%, en el tercer trimestre ha sido del 3.5% y atendiendo a los diferentes datos económicos que vamos conociendo en el mundo empresarial (ISM), es muy factible que mantenga ese ritmo hasta final de año. El impulso fiscal está también detrás del crecimiento de beneficios experimentado este año, a falta de conocer un trimestre de resultados, cuya cifra final podría recoger una subida superior al +22% frente a 2017, lo que nos lleva a un EPS del S&P 500 de \$162 (16.7x PER).



La lectura del ISM manufacturero, en niveles máximos de los últimos 31 años, ya está recogiendo implícitamente un crecimiento del PIB mayor del 4%, de nuevo niveles máximos en dicho periodo. ¿Es sostenible?, ¿dónde está el riesgo en este momento, en una mejora adicional o en una decepción para los posibles trimestres? La evolución del ISM manufacturero guarda una interesante relación con la variación interanual de la renta variable americana medida por el índice S&P 500 en puntos. Incluso si asumimos que el ISM registra niveles de 61 durante todo el año que viene (*priced for perfection*), el índice S&P 500 debería subir aproximadamente un 16% o 400 puntos cuando el consenso está considerando una subida de beneficios del 10%, es decir, el PER debería de expandirse otro 6%, estando en máximos de los últimos 20 años. Adicionalmente, las estimación de crecimiento de ventas se sitúa en el 5.5% para 2019, lo que denota una nueva ampliación de márgenes empresariales para llegar al 10% de crecimiento de beneficios. Dos consideraciones merece la pena destacar aquí: a) Los márgenes operativos están en el 13.5% cerca de los niveles máximos de los últimos 25 años (13.8%); b) La inflación de salarios, encarecimiento de los costes de financiación y un precio del petróleo por encima de 80 dólares no son buenos compañeros de viaje. La FED ha endurecido la política monetaria y la curva implícita recogida en Bloomberg nos indica niveles del 3.25-3.50% para el año que viene, además de continuar con la reducción del balance (-\$50bn desde el mes de agosto de este año).



Uno de los modelos internos de valoración que manejo del índice S&P 500 es el arriba indicado. Éste nos muestra la relación entre su variación interanual con la evolución de los beneficios empresariales (índice de medición trimestral CPFTTOT Index suavizado media 12 meses) y la diferencia del deflactor del PIB sobre los costes laborales unitarios, también suavizada 12 meses; lo que me lleva a concluir que el índice tiene un fair value de 2300-2400 puntos en términos de valoración. Soy consciente que desde mediados de 2017 estas relaciones planteadas no han funcionado, pero el resto de indicadores siguen apuntando en este sentido. Con estas consideraciones, en este momento el planteamiento es mantener la cobertura de la cartera con el mercado americano, ya que en Europa creo que sí se ha puesto en precio en gran medida la debilidad de los datos económicos que tenemos encima de la mesa y anteriormente hemos enunciado.

En cualquier caso, en la tabla adjunta elaborada por el banco americano BofA Merrill Lynch con datos a cierre de septiembre, se aprecia como con cualquier métrica que se revise, existe un grado de sobrevaloración relevante del índice S&P 500 por encima de la media histórica.

Metric	Current	Average	Avg. ex. Tech Bubble	Min	Max	% Above (below) avg	Z-Score	History
Trailing PE	20.8	16.2	15.5	6.7	30.5	29%	1.0	1960-present
Trailing GAAP PE	23.6	19.2	18.3	6.7	122.4	23%	0.4	1960-present
Forward Consensus PE	16.7	15.3	14.3	9.8	25.1	9%	0.4	1986-present
Trailing Normalized PE	22.2	19.0	17.6	9.2	33.9	16%	0.6	9/1987-present
Median Forward P/E	16.7	15.1	14.8	10.0	20.5	11%	0.8	1986-present
Shiller PE	33.1	16.9	16.2	4.8	44.1	96%	2.4	1881-present
PIBV	3.58	2.50	2.29	0.98	5.34	43%	1.1	1978-present
EV/EBITDA	12.5	10.1	9.6	6.0	15.0	25%	1.2	1986-present
Trailing PEG	1.25	1.45	1.43	0.93	2.21	-14%	-0.9	1986-present
Forward PEG	1.01	1.22	1.20	0.82	1.67	-18%	-1.2	1986-present
P/OCF	14.7	10.6	9.9	5.4	19.0	38%	1.3	1986-present
P/FCF	25.8	28.2	24.9	12.9	65.7	-8%	-0.2	1986-present
EV/Sales	2.56	1.86	1.76	0.86	2.91	38%	1.4	1986-present
ERP (Market-Based)	692	475	491	136	880	46%*	1.2	11/1980-present
Normalized ERP	392	304	348	-91	965	29%*	0.4	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.57	0.63	0.63	0.17	2.30	-9%*	-0.2	1953-present
S&P 500 in WTI terms	41.5	23.9	21.2	2.7	109.0	74%	1.1	1960-present
S&P 500 in Gold terms	2.45	1.59	1.34	0.17	5.48	54%	0.7	1966-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	1.00	1.00	0.94	0.75	1.71	1%	0.0	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.20	0.60	0.56	0.22	1.30	101%	2.2	1964-present

Como se muestra a continuación, el principal factor que ha mermado la **rentabilidad de Ibercaja Alpha** es haber utilizado como cobertura de la cartera para reducir la exposición a renta variable los índices americanos y no los europeos. Se ha errado en la ejecución, no en el análisis de exceso de valoración en el activo a tenor de las caídas generalizadas en bolsa. La cartera de valores por el contrario, con sus errores y aciertos, ha tenido un comportamiento en línea con la exposición mantenida. En este sentido, aquí tenemos el segundo factor que ha invalidado un mejor comportamiento del fondo hasta la fecha, ya que durante 2018 el alpha generada por la selección de empresas ha sido muy reducido, a diferencia de lo que ha ocurrido desde que inicie la gestión del Ibercaja Alpha en el año 2013.

<b>Rentabilidad Ibercaja Alpha (enero - 26/10/18)</b>	<b>-9,00%</b>
<b>CARTERA CONTADO (Prales. Posiciones - Exposición media 80%)</b>	<b>-5,88%</b>
Shire	0,90%
Ericsson	0,82%
Rocket Internet	0,70%
Whitbread	0,60%
Seibu Holdings	0,35%
Europcar	-0,75%
Pandora	-0,85%
Daimler	-0,95%
Telecom Italia	-1,10%
Vodafone	-1,30%
<b>CARTERA DERIVADOS</b>	<b>-0,98%</b>
Cobertura con índices S&P 500 y Nasdaq 100	-2,40%
Estrategias trading	1,22%
Estrategias opciones	0,20%
<b>CARTERA IIC`S FONDOS</b>	<b>-0,24%</b>
<b>EXPOSICIÓN DIVISA</b>	<b>0,15%</b>
<b>LIQUIDEZ / RENTA FIJA / OTROS</b>	<b>-2,05%</b>

*Implicitamente, utilizar como cobertura de la cartera de contado para bajar la exposición neta EEUU frente a Europa ha supuesto la pérdida de un -8,00%*

En el mismo periodo evaluado en el cuadro anexo, los **índices de renta variable** han registrado el siguiente comportamiento: Eurostoxx 50 -10.53%, Ibex 35 -13.57%, Dax -13.65%, S&P 500 -0.37% y Nasdaq 100 +6.89%. Adicionalmente, el índice MSCI World ex EEUU ha registrado una caída del -12.92%.

A **nivel sectorial** en Europa, destaca en el lado positivo tan solo un sector: oil & gas con +4.04%. En el lado negativo, los peores resultados se los llevan telecomunicaciones -17.31%, automóviles & componentes con una rentabilidad de -22.39% y bancos con -24.03%. La referencia para los datos anteriores es el índice Stoxx 600. En **divisas**, destaca la apreciación del dólar frente al euro en un 5.20% y de la libra frente al euro en un 0.10%, en un año clave para la resolución del BREXIT.

Durante los últimos meses, el trabajo con la **cartera de renta variable** ha sido en primer lugar concentrar las posiciones y esfuerzos en aquellas empresas donde tengo un mayor grado de convicción en el potencial de revalorización aprovechando la corrección del mercado, y en segundo lugar aumentar el grado de liquidez intrínseca en el conjunto de la cartera. La sensación que da el mercado es que puede convertirse en una auténtica ratonera cuando desaparezca la liquidez, y el primer activo afectado han sido las acciones denominadas small caps o de pequeña capitalización. En aquellas empresas de este tipo que mantengo en cartera, sin noticias públicas y habiendo presentado “ok”, las caídas han sido de doble dígito, lo que no se puede entender salvo con una presencia de vendedores forzosos liquidando posiciones. Dentro de esta tipología de empresas pequeñas, se han vendido las acciones de **JM AB**, **McCarthy Stone**, **Orion** con ganancias y con pérdidas de un solo dígito tras decepcionar el plan estratégico presentado (o la falta del mismo) por el actual management en **Matas** y **Suedzucker**. En el caso de **Tripadvisor**, **Luxottica**, **Royal Mail**, Ericsson o **Ahold**, se han alcanzado nuestros precios objetivos obtenidas revalorizaciones de doble dígito, especialmente acusado en el caso de **Ericsson**, empresa que en el año acumula una subida del 55% y desde mínimos del año pasado del 90%. **Luxottica** salió de la cartera tras la fusión aprobada con Essilor. En el caso de **Roche** y **Gilead**, pese a no alcanzar nuestros precios objetivos salieron también de la cartera consolidando ganancias, reduciendo exposición a un sector con un muy buen comportamiento relativo y liberando presupuesto para concentrar las ideas del resto de la cartera. Por último, **Telefónica** también ha salido de la cartera tras menos de doce meses sin obtener rentabilidad incluyendo el cobro de dividendos. Si bien es verdad que se ha reducido el endeudamiento en los últimos años, las dinámicas competitivas de los mercados donde opera han empeorado y prefiero concentrar la exposición en valores como Vodafone y Telecom Italia dado su peor comportamiento.

Entradas / Aumento		Salidas	
Samsonite	Volkerwessels	Telefonica	Tripadvisor
Daifuku	Playtech	Acciona	Luxottica
	Vodafone	Acerinox	Suedzucker
	Mota Engil	JM AB	Royal Mail
	Whitbread	McCarthy & Stone	Ericsson
		Matas	Roche
		Essity	Ahold
		Orion	Gilead
		Metro	

Durante las últimas semanas hemos tenido noticias positivas de alcance en **WHITBREAD**. El pasado 31 de agosto Coca Cola anunció que había alcanzado un acuerdo para adquirir Costa Coffee por 3.9bn de libras. Esa cifra supone valorar a 16.4x EV/EBITDA la unidad de negocio, múltiplo que ninguno de los 21 analistas que seguían la compañía (21+1 si me incluyo) teníamos en nuestro modelo. Ese múltiplo supone pagar una prima respecto a Starbucks, cuando todos presuponíamos que merecía cotizar con un descuento por su riesgo concentrado en un único país (UK) ignorando sus planes de crecimiento en China. La transacción está prevista que se cierre durante 2019 y tras restar los costes asociados a la misma, dejará 3.8bn de libras para, entre otros objetivos, devolver el capital a los accionistas, bajar el nivel de endeudamiento, rebajar el déficit del plan de pensiones y hacer frente al compromiso de pago para desarrollar el plan de crecimiento de Premier Inn en Alemania. La acción recogió ese día la noticia subiendo un 14% o 600p hasta 4596, cuando tan solo la prima sobre el múltiplo pagado supone 800p. Esta operación significa eliminar uno de los principales riesgos que tenía la compañía, ya que tanto el LFL como el margen en Costa Coffee acumulaban 18 meses de caída; es decir, desde mi punto de vista el múltiplo para el resto de la compañía debería de subir en el modelo de valoración.

Whitbread es una compañía ahora 100% dependiente de su negocio hotelero Premier Inn (con marcas incipientes como Hub y ZIP) además de su división de F&B (food and beverage). Si tomamos como referencia el EBITDA generado para este año por la compañía (manteniéndose la dinámica de los resultados presentados el pasado día 23 de octubre), valorando a 10.5x Premier Inn y 7x la división de negocio F&B, y teniendo en cuenta la caja adicional disponible que será repartida en los términos establecidos en el CMD del mes de febrero 2019, existe margen de seguridad suficiente para mantener la empresa como primera posición de Ibercaja Alpha.

Estuve el pasado mes de septiembre con la compañía en sus oficinas de Londres revisando el plan de negocio y las sensaciones fueron buenas y alineadas con nuestros intereses como accionista. Hay cuatro puntos clave para mantener la empresa en cartera con un potencial retorno del 10.5% CAGR en los próximos tres años:

- 1) Premier Inn es líder en UK en el segmento low cost de hoteles, distribuye a través de sus canales sin intermediarios (OTAs) más del 95% de sus reservas y tiene un margen operativo superior al resto de operadores. Adicionalmente, está comenzando en Alemania un plan de crecimiento en un mercado atractivo, si bien dilutivo en márgenes en el ramp-up de lanzamiento. Sin poderse cuantificar por su baja presencia, está lanzando dos nuevos tipos de establecimientos como Hub y ZIP (<https://www.youtube.com/watch?v=OBVD9Cak1Vvk>) para adecuarse a los nuevos clientes potenciales y adaptarse a los costes crecientes de instalación.
- 2) Whitbread ha lanzado sendos programas de contención y reducción de gasto para equilibrar las subidas en costes como consecuencia de la inflación de salarios e impuestos. Prácticamente cumplido el objetivo, Whitbread ha comunicado otros 50m de libras para 2019 y 2020.
- 3) Whitbread va a repartir entre 2.5-3bn de libras vía dividendo y recompra de acciones.
- 4) En la valoración de los activos inmobiliarios (no realizable pero no ignorable) en el último CMD en febrero de 2016, la compañía comunicó que era de 4.2-5.1bn (página 13 memoria anual). Si tomamos en consideración la expansión realizada y el capex utilizado hasta la fecha desde entonces, es muy factible que se sitúe usando una yield implícita del 4% por encima de 5bn (hay analistas que utilizan más de 6.5bn de libras). Actualmente esa cifra supone el 60% de la capitalización de la compañía.

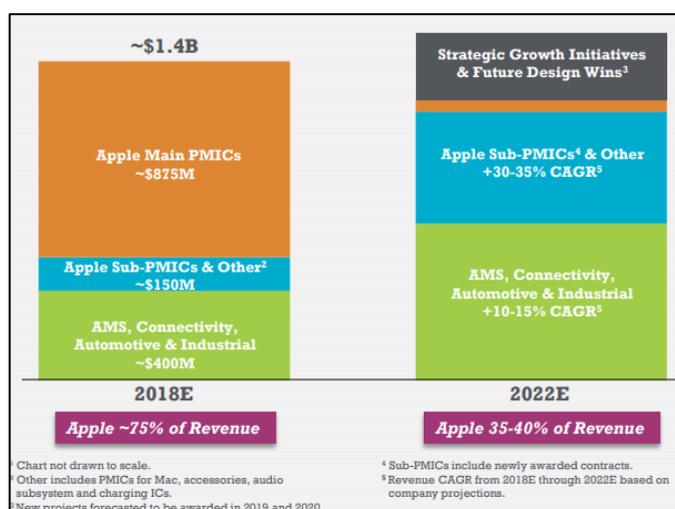


En el mes de septiembre, aprovechando el viaje a Londres para ver a Whitbread, estuve con **DIALOG SEMICONDUCTOR**. En la anterior carta trimestral anterior ya comenté extensamente la idea inversión pero merece la pena dedicar unas líneas ya que en la primer parte del año ha sido un fuerte detractor de rentabilidad. La internalización por parte de Apple conocida antes del verano de uno de los PMICs (Power Management Integrated Circuits) en los nuevos modelos de iPhone (modelo XS Max) ha supuesto la pérdida de ese negocio para Dialog, cuyo impacto puede suponer \$75m de ventas para este año. Otra de las noticias de impacto fue que Dialog descartó la adquisición de Synaptics (empresa norteamericana), hecho que hubiera planteado dudas de apalancamiento considerables. Ya por último, y quizás lo más importante, en el mes de octubre nos despertamos el día 10 con un acuerdo con Apple muy relevante para nuestros intereses como accionistas que pasamos a explicar a continuación.

Hay dos puntos que me gustaría destacar del acuerdo alcanzado con Apple ([https://www.dialog-semiconductor.com/sites/default/files/press\\_release\\_10.10.18\\_final.pdf](https://www.dialog-semiconductor.com/sites/default/files/press_release_10.10.18_final.pdf)):

- 1) Dialog recibirá \$300m por ceder la licencia de los PMICs que actualmente está utilizando Apple (dos de los tres nuevos modelos y toda la gama anterior), traspasar varios centros de producción así como 300 empleados dedicados a este segmento de negocio. Esta unidad de negocio, cuya cifra se espera para este año de \$875m, la compañía asume que reportará cero euros en el periodo 2021-2022.
- 2) Dialog recibirá otros \$300m como adelanto del pago por futuro negocio, incluyendo nuevos contratos asignados en la categoría sub PMICs, con unas tasas de crecimiento CAGR 30-35% para los próximos 4 años partiendo de una base de negocio de \$150m.

Adicionalmente, hay que conocer que las otras unidades de negocio no dependientes de Apple van a generar este año \$400m de ventas, y Dialog ha confirmado que espera un crecimiento CAGR entre el 10-15% también los próximos 4 años. Teniendo en cuenta la posición de caja, que con las cifras presentadas se aproximará en 2019 a €1bn (a 19 euros capitaliza hoy la compañía €1450m, es decir el 69% será caja neta sobre capitalización), la compañía ha decidido lanzar un programa de recompra de acciones una vez presente los resultados del tercer trimestre de este año.



El próximo 1 de noviembre habrá un CMD con inversores que se espera sirva para ofrecer una guía sobre el dato que nos falta en la ecuación, los márgenes de las diferentes líneas de negocio. En cualquier caso, si un inversor está dispuesto a pagar 1x EV/ventas o 10.5x EV/EBIT o 10x PER ex cash sin asumir una expansión de márgenes la valoración a valor presente es superior a los 26€.

Un saludo,  
Javier Rillo Sebastián, CFA