

Los últimos doce meses nos han dejado fuertes pérdidas en todos los índices bursátiles (EuroStoxx 50 -14.34%, Ibex 35 -14.97%, S&P 500 -6.24%, MSCI World -10.44%) que no hemos logrado esquivar como participes de Ibercaja Alpha (-8.72%). Aquellos activos más expuestos a los principales focos de riesgo han sufrido en mayor medida, por citar algunos tenemos a las *acciones de pequeña capitalización* (riesgo de iliquidez: contracción del balance de los bancos centrales), compañías del *sector del automóvil y componentes* (negociación comercial entre EEUU y China, regulación WLTP, desaceleración en China), *compañías inglesas* (BREXIT) o el *sector financiero* (retraso en la subida de tipos por parte del BCE). En el siguiente enlace hay una nota que preparé con un mayor análisis sobre las causas y consecuencias de la desaceleración económica en el pasado semestre, especialmente en Europa: https://media.ibercaja.net/fondos/articulos/ART_20190110_01.pdf.

El año 2018 ha borrado la rentabilidad obtenida para los participes de Ibercaja Alpha desde prácticamente 2015 por lo que no cabe duda que el balance no puede ser bueno, tanto como gestor del fondo así como participe. Soy de la opinión que periodos negativos como el año pasado suavizan los rendimientos pero no nos desvían del objetivo de revalorización de nuestro patrimonio financiero. Al igual que las empresas son entes en movimiento y como accionistas confiamos en la realización de valor en el largo plazo, no existe una ventana óptima para vender participaciones, salvo por necesidades de liquidez, en un vehículo que intenta maximizar el potencial de rentabilidad implícito en la cartera diariamente.

A pesar de que el resultado de Ibercaja Alpha ha sido mejor en términos relativos que las abultadas pérdidas obtenidas en los principales índices bursátiles es justo constatar cuál ha sido el principal foco que nos ha distraído rentabilidad en 2018. La decisión que tome a la hora de cubrir la cartera de renta variable en su mayoría con derivados de EEUU en lugar de Europa provocó pérdidas que suponen el 65% de la minusvalía total anual o el 87% si incluimos los costes asociados a la gestión del fondo. EEUU finalmente corrigió como pensaba, desde máximos un -15% el S&P500 o un -18% el índice tecnológico Nasdaq; pero Europa, con los problemas anteriormente comentados, no fue capaz de contener las pérdidas lo que influyó negativamente en nuestra cartera. Por lo tanto, la primera decisión tomada en este nuevo año ha sido implementar las medidas necesarias para contener este problema, alineando más la cartera de contado a la cobertura con futuros. En términos agregados durante 2018, la exposición media bruta ha sido del 79% y neta de derivados un 21%. Un breve comentario a las cuatro posiciones que más nos han aportado y distraído rentabilidad.

SHIRE fue objeto de una opa por parte de la empresa japonesa TAKEDA a un precio de 46.9 libras, recibiendo una parte en cash y otra en acciones del comprador. El resultado de la operación nos ha permitido obtener unas plusvalías superiores al 28% (+1.20% sobre el liquidativo) en esta posición. Hemos sido especialmente activos en la utilización de opciones (ventas de put) para hasta, en seis ocasiones, obtener un “dividendo extra” cobrando la prima aprovechando las dudas que existían sobre la aprobación por parte de los accionistas de ambas compañías. En cualquier caso, aunque el precio ofrecido por TAKEDA no refleja nuestra valoración sobre SHIRE (≈60 libras), esta operación nos ha permitido recuperar en una acción que en marzo cotizada a 35 libras. Tras la conversión que ha tenido lugar en los primeros días de enero, el peso de la posición ha bajado del 4.5% a menos del 2% y continuamos evaluando el potencial del nuevo grupo farmacéutico japonés TAKEDA.

ERICSSON también ha contribuido de forma positiva al rendimiento de la cartera. Con una revalorización superior al 50% en 2018, nos ha permitido cristalizar una rentabilidad del +0.82% tras vender la totalidad de la posición entorno a las 80 coronas suecas, siendo nuestro cambio medio de SEK60. Iniciamos la posición en este valor en el año 2013 y desde entonces, el precio ha oscilado entre SEK108 y SEK42, nivel mínimo que alcanzó el año pasado con la entrada del nuevo equipo directivo. Börje Ekholm, CEO de ERICSSON, ha sido clave en la transformación del negocio. No solo por la confianza que en su momento puso en su trabajo, alineando su interés con el de los accionistas tras comprar en repetidas ocasiones acciones en el mercado.

El plan estratégico presentado para 2020 (margen EBIT del 10% frente al 2.8% en 2017) ha permitido junto con los cambios implementados una fuerte y rápida recuperación de los mismos y la puesta en valor de una compañía de calidad. Creo que en los niveles actuales el precio de la acción (EV/EBIT 12x 2020) no descuenta todavía el negocio a desarrollar 5G pero he preferido no permanecer invertido en este momento en la industria y recoger las plusvalías obtenidas. Durante los últimos dos años nos hemos reunido hasta en cuatro ocasiones con la compañía en varios seminarios organizados en España y Londres y el interés constatamos que ha ido creciendo en la compañía, lo que me hace ser más cauto tras la recuperación del precio de la acción.

La tercera empresa que más nos ha aportado rentabilidad ha sido **WHITBREAD**, con una revalorización en el año del 14.5%, lo que para Ibercaja Alpha ha supuesto una rentabilidad del +0.75%. Especialmente contento he de decir que me siento con esta idea de inversión expuesta en el foro de gestores e inversores *Iberian Value 2018* en el mes de abril en Madrid. Adjunto noticia descriptiva de ese día: (https://www.elconfidencial.com/multimedia/fotos/mercados/2018-04-13/javier-rillo-ibercaja-gestion_1549738/). Así mismo, en el siguiente link se puede consultar la presentación realizada, recupero una imagen del análisis de negocio realizado sobre la compañía: <https://es.slideshare.net/Unience/presentacin-de-whitbread-por-javier-rillo-ibercaja-gestin>.

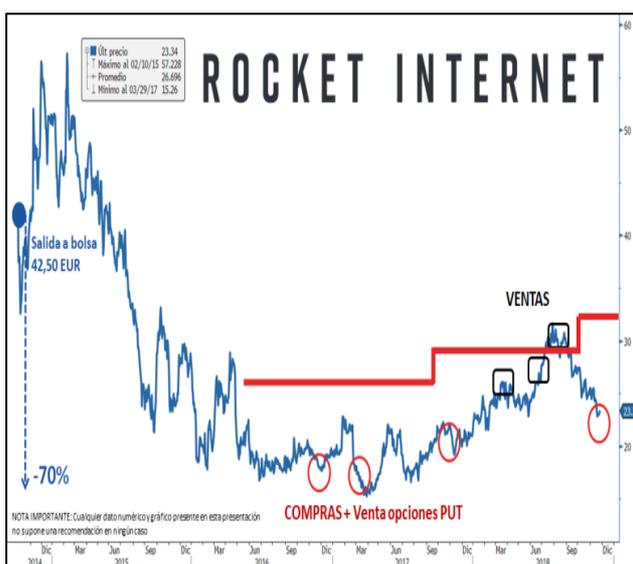
VENTAJAS COMPETITIVAS	DIFICULTADES "TEMPORALES"	VALORACIÓN																																							
<p>» ROCE 15,5% > WACC</p> <p> PREMIER INN Líder en el segmento low cost ≈ 800 hoteles (supera al segundo competidor inmediato en 225 hoteles)</p> <p> COSTA COFFEE Líder en cuota y márgenes EBIT</p>	<p>» LFL negativo. "Canibalización" nuevas aperturas</p> <p>» BREXIT + Impuestos. Presión en márgenes</p> <p>» COSTA COFFEE Entrada competidores</p> <p>» PREMIER INN "Economics" de la entrada en Alemania</p>	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th colspan="3" style="background-color: #0056b3; color: white;">Cifras de crecimiento</th> </tr> <tr> <th></th> <th style="background-color: #0056b3; color: white;">CAGR 10YR (2007-2017)</th> <th style="background-color: #0056b3; color: white;">CONSENSO 2018-2020</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>REVENUES</td> <td>10,2%</td> <td>7,4%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>22,0%</td> <td>6,3%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>14,6%</td> <td>6,3%</td> </tr> <tr> <td>DPS</td> <td>12,2%</td> <td>6,1%</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>16,4%</td> <td>8,0%</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th colspan="3" style="background-color: #0056b3; color: white;">Ratios de valoración</th> </tr> <tr> <th></th> <th style="background-color: #0056b3; color: white;">CONSENSO 2019</th> <th style="background-color: #0056b3; color: white;">DESCUENTO MEDIA ÚLTIMOS 5YR</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PER</td> <td>13,6x</td> <td>-21,3%</td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>8,4x</td> <td>-19,9%</td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>11,5x</td> <td>-17,4%</td> </tr> <tr> <td>EV/Revenues</td> <td>2,1x</td> <td>-21,1%</td> </tr> </tbody> </table>	Cifras de crecimiento				CAGR 10YR (2007-2017)	CONSENSO 2018-2020	REVENUES	10,2%	7,4%	EBITDA	22,0%	6,3%	EBIT	14,6%	6,3%	DPS	12,2%	6,1%	EPS	16,4%	8,0%	Ratios de valoración				CONSENSO 2019	DESCUENTO MEDIA ÚLTIMOS 5YR	PER	13,6x	-21,3%	EV/EBITDA	8,4x	-19,9%	EV/EBIT	11,5x	-17,4%	EV/Revenues	2,1x	-21,1%
Cifras de crecimiento																																									
	CAGR 10YR (2007-2017)	CONSENSO 2018-2020																																							
REVENUES	10,2%	7,4%																																							
EBITDA	22,0%	6,3%																																							
EBIT	14,6%	6,3%																																							
DPS	12,2%	6,1%																																							
EPS	16,4%	8,0%																																							
Ratios de valoración																																									
	CONSENSO 2019	DESCUENTO MEDIA ÚLTIMOS 5YR																																							
PER	13,6x	-21,3%																																							
EV/EBITDA	8,4x	-19,9%																																							
EV/EBIT	11,5x	-17,4%																																							
EV/Revenues	2,1x	-21,1%																																							

La venta de Costa Coffee a Coca Cola por 3.9bn de libras junto con la entrada de dos inversores activistas americanos en el capital ha posibilitado la puesta en valor de una empresa ignorada por el mercado. Sin detenerse a analizar la situación en detalle, eran lógicas las reticencias que podían existir para invertir en esta compañía: dos negocios sin sinergias bajo un único holding, inflación en costes y entrada de nuevos competidores en dos industrias con altos retornos, riesgo geopolítico (BREXIT) y

una comunicación con los inversores cuanto menos deficiente en cuanto a la asignación de capital por parte del equipo directivo, sin una presencia en el mismo de un dueño con mayoría. Desde las primeras compras que realizamos a 44 libras en 2015 hasta las 31 libras en diciembre de 2016 nos han permitido construir una posición importante hasta superar el 6% del patrimonio durante este año.

A los precios de cierre del año 2018 (GBP45.79) no tenemos un problema de valoración pese a la subida registrada, por lo que esperamos pacientemente al CMD que en el mes de febrero la compañía tendrá con inversores. Además del anticipo anunciado de 500m de libras en un plan de compra de acciones hasta la presentación de resultados anuales, quedan pendientes posiblemente en torno a 2200-2400m de libras por entregar al accionista traduciendo el mensaje dado entre líneas por la compañía. Es decir, buenas noticias sin olvidar el otro negocio que tiene Whitbread, la cadena hotelera de low cost Premier Inn, a la cual creo que se le debe de aplicar un múltiplo de 11x EBITDA sin valorar la opcionalidad de crecimiento que tienen las inversiones realizadas en Alemania. En el mes de octubre estuve sentado con la compañía en sus oficinas de Londres y las sensaciones y previsiones de negocio fueron satisfactorias.

La última acción a mencionar con retornos muy satisfactorios durante 2018 es **ROCKET INTERNET**, idea presentada a los clientes de Ibercaja Banco en nuestro evento anual celebrado en Madrid el pasado mes de noviembre. La empresa entró en la cartera de Ibercaja Alpha en diciembre del año 2016. 2018 fue un año de más a menos como el mercado, evolucionando la acción desde los 20 euros hasta 31.34, es decir, una subida superior al 50% para caer posteriormente hasta los 19.5 euros en el mes de diciembre. Precisamente, como viene indicado en el gráfico inferior, por encima de 29 euros aprovechamos para vender dos tercios de la posición tras alcanzar nuestro precio objetivo (línea de color rojo). El descuento actual consideramos que es lo suficientemente atractivo para retomar la idea de inversión.

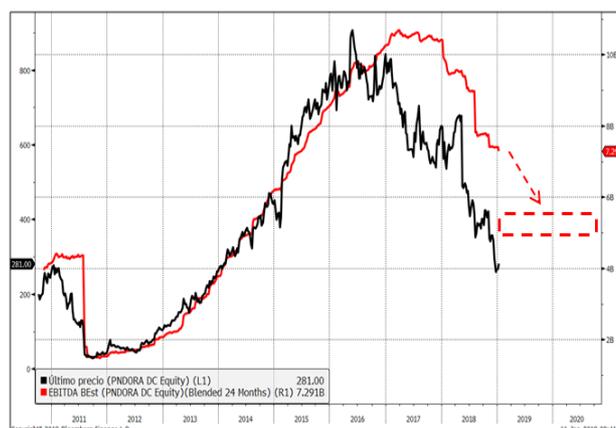


ROCKET INTERNET es una empresa “sencilla” de analizar utilizando un modelo de suma de partes. En 2017 el mercado no recogía ni este nivel de valoración y la oportunidad de generar valor era muy clara. Si sumamos las participaciones en empresas cotizadas que ha ido sacando al mercado progresivamente en estos últimos 18 meses (Delivery, Hello Fresh, Home 24 o Westwing) junto con las inversiones realizadas sin disclosure en empresas tecnológicas americanas (400m), solo nos falta añadir la caja cifrada en 2.000 millones de euros para llegar a la capitalización actual de la compañía.

¿Qué está ignorando el mercado? Las inversiones realizadas en empresas no cotizadas como Jumia o GFG, la participación en Traveloka o el fondo de capital riesgo del cual es inversor ROCKET INTERNET. Adicionalmente, una familia involucrada tanto en la gestión, tomando decisiones empresariales inteligentes, y en el capital, cuyo CEO ha realizado compras entre junio y julio a 28 euros o la propia compañía que utilizo parte de la caja en recomprar a uno de los principales inversores un 4,5% de la compañía a 24 euros en el mes de abril. En resumen, de los 20 euros a los que cotizaba en diciembre, 16 euros tienen la consideración de caja por nuestra parte, el colchón de seguridad es relevante.

El primer error de inversión en 2018 fue **PANDORA**, acumulando minusvalías de -1.75% para la cartera de Ibercaja Alpha. La evolución y descontrol por parte del management del canal de inventarios en las franquicias de la marca ha sido muy negativa. Ello ha provocado que, desde que empezamos a construir la posición, la compañía ha realizado dos profit warnings o bajada de beneficios no esperada. En la última presentación de resultados del tercer trimestre, rebajó las guías de crecimiento de ventas al 2-4%, con un objetivo de EBITDA del 32%. Previamente ambos objetivos estaban en el 7-10% y 35% respectivamente. A día de hoy, tras abandonar el equipo directivo la compañía en el segundo trimestre, todavía no hay un nuevo CEO, y los directivos interinos han sido los encargados de recortar drásticamente los objetivos de crecimiento tanto en nuevas tiendas como en adquisición de franquicias hasta que el LFL vuelva a terreno positivo (dato que estaba en septiembre en -3%). Para financiar nuevos planes de marketing con el objeto de acelerar las ventas, se lanzó un programa de ahorro de costes y eficiencia adicional a los DKK350m comunicados en el segundo trimestre. En términos de balance, PANDORA presenta una deuda contenida por debajo de una vez EBITDA, es decir, existe margen de maniobra para apalancar el futuro crecimiento de la compañía. El FCF actual, con unas asunciones muy conservadoras, es superior al 10%.

El precio de PANDORA a los niveles actuales (DKK265, línea de color negro), ¿qué magnitudes económicas está descontando? Caída de ventas durante los próximos 7 años del 1%, contracción progresiva del margen EBITDA de otros 700 puntos básicos hasta el 25% graficado en la imagen adjunta (el objetivo dado por la compañía para 2018 es del 32%, frente al 37.5% que obtuvo en 2017) y todo ello utilizando un tasa de descuento del 11% en un modelo de descuento de flujo de caja.



Considero que vender a estos niveles creo que no es razonable dado el terrible escenario que asume implícitamente el precio de la acción. Salvo que el modelo de negocio esté roto, mi principal inquietud, pese al riesgo de reseteo de guías tras la esperada llegada del nuevo CEO y presentación de resultados del último trimestre, mantengo la posición en la compañía. La mera estabilización de las principales métricas supondría un re rating dados los múltiplos a los cuales cotiza con cifras ya estresadas para 2019 (EV/EBITDA 6.75x, PER 7x, rentabilidad por dividendo 5.5%).

El peor sector del año pasado en términos de rentabilidad en Europa, atendiendo al índice Stoxx 600, fue autos, con una caída del 28%. En la cartera hemos tenido históricamente, en mayor o menor medida, exposición a esta industria altamente intensiva en capital y el año 2018 no fue una excepción. En este caso, **DAIMLER** ha sido la segunda acción que más nos ha detruido rentabilidad en los últimos doce meses (-1.40%). Demasiados frentes abiertos han aparecido en el sector: protocolo de emisiones WLTP, subida de costes laborales y materias primas, intercambio de tarifas arancelarias entre EEUU y China, regulación sobre emisiones CO2 en Europa y una desaceleración económica que afecta a uno de los principales bienes de consumo que necesita financiación, en un entorno de encarecimiento de la misma. Es decir, el coctel perfecto para ver multitud de profit warnings en la industria, dos de ellos en el caso de **DAIMLER**.

En este momento o queda una fuerte revisión a la baja de las estimaciones de los analistas, o no podemos ignorar como la acción en 2015 ganando el mismo dinero que el esperado para 2019 cotizaba más de un 50% por encima del nivel actual. En este momento, la rentabilidad por dividendo es del 7,5% lo que supone un payout del 50% (por encima de la guía dada por la compañía que se sitúa en el 40%). Aplicando un múltiplo en una situación normalizada (en 2018 los one-offs supondrán más de €2000 millones) de 0.35 veces ventas a sus tres divisiones (Mercedes-Benz cars, Mercedes-Benz Vans, Daimler Trucks & Buses) y 1.0 vez valor en libros a su división de servicios financieros, se alcanza holgadamente el precio donde estaba la acción en 2015.



Soy consciente que ahora mismo es complicado construir este escenario dado el ruido y las incertidumbres que existen en este sector. Da la impresión que comienza a descontarse un escenario en la industria como el que tenemos en el sector de telecomunicaciones, donde las empresas destinan doble dígito sobre ventas a inversión que posteriormente tienen muchas dificultades para rentabilizar.

Otro de los sectores que han decepcionado durante 2018 ha sido telecomunicaciones. En un año de fuertes caídas hubiera sido deseable que una industria con baja exposición al ciclo se hubiera comportado con un carácter más defensivo. **VODAFONE** nos ha drenado un -1.10% de rentabilidad. El deterioro sufrido en el negocio en España, donde acaba de comunicar un recorte del 25% de la plantilla, junto con la subasta de espectro en Italia que ha elevado los costes asociados al futuro negocio de la compañía han sido los detonantes de un mal comportamiento. En este entorno, **VODAFONE** comunicó la adquisición de los activos europeos de Liberty, lo que añadió más presión en la sostenibilidad del dividendo, algo clave en este tipo de compañías cuya presencia accionarial busca un retorno estable de los beneficios generados.

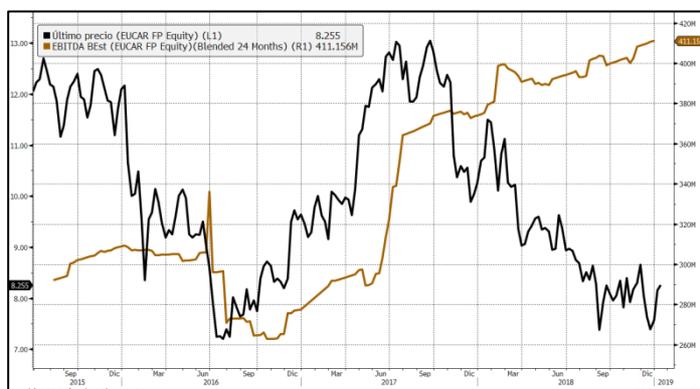
Nuestra opinión es que las medidas anunciadas de recorte de costes y los planes de eficiencia son suficientes para la sostenibilidad del dividendo, superior al 8.5%. En el escenario que tenemos de valoración no incluimos una gran mejora (sí estabilización) de las dinámicas en España (Mas móvil) e Italia (Illiad) por parte de los competidores. La acción cotiza a 11x EV/Cash Flow operativo, mínimos de los últimos 5 años, cuando su media se sitúa en 16.0x. Nos gustaría ver una recuperación del crecimiento orgánico del EBITDA durante 2019, tras contraerse del 7.9% al 2.7%^e en el último periodo.

En los principales mercados donde opera VODAFONE, Inglaterra y Alemania, no vemos una entrada de nuevos competidores ni un sobre-precio a pagar en las subasta de espectro programadas para los sucesivos años, lo sucedido en Italia debería ser un hecho aislado. Me parece razonable aplicar 13x FCFE a un negocio como VODAFONE, lo que permitirá volver a ver niveles por encima de 200. En términos de EV/EBITDA, uno de los principales múltiplos que se utilizan para analizar el sector, el valor se sitúa en mínimos de los últimos 20 años.



La última compañía que me gustaría destacar es **EUROPCAR**, la cual nos acompaña en la cartera desde el año 2015, fecha en la que empezó a cotizar en bolsa a 12.25 euros. Desde entonces, la compañía y el sector han sufrido una gran transformación. Los inversores hasta este momento ignoran y asignan una baja probabilidad a la consecución de los objetivos marcados para 2020 por EUROPCAR como se puede apreciar en el siguiente gráfico, en el cual relacionamos precio de la acción y EBITDA 2020 estimado por el consenso de analistas que siguen la empresa. Esos objetivos, confirmados cada trimestre por EUROPCAR, suponen lograr unas ventas de 3000 millones de euros y un margen EBITDA del 14%.

	2015	2020 ^e		Variación	
		Guía oficial	Consenso	Δ	CAGR
Ventas	2135	3000	3100	41%	7,7%
EBITDA	251	420	411	67%	10,4%
Beneficio Neto	39		216	454%	40,8%
FCF	31		180	481%	42,2%
Deuda neta	235		586	149%	20,1%
Nº Acciones	143		161	13%	2,4%
EPS	0,32		1,39	334%	34,1%
		2015	Cierre 2018	Δ	
Precio acción		12,5	7,57	-39%	



La información contenida en el presente documento es una comunicación de carácter comercial, de carácter genérico y no personalizada. En consecuencia, nada de lo contenido en el mismo debe considerarse como una recomendación, directa o indirecta, para realizar una o más operaciones relativas al instrumento financiero al que se refiere. Existe a su disposición un folleto del fondo que puede obtenerse gratuitamente en www.ibercaja.es

Si analizamos la evolución de los principales comparables cotizados, las empresas americanas Avis y Hertz, a pesar de tener un modelo de negocio basado en una mayor tenencia en propiedad de vehículos como parque para alquilar y por lo tanto un mayor endeudamiento asociado, la evolución con Avis ha sido muy similar, solamente destacando EUROPCAR frente a Hertz. Miremos a 2020 donde EUROPCAR tiene presentado un plan estratégico. El EBITDA estimado según los analistas será de 887m, 679m y 411m para Avis, Hertz y EUROPCAR respectivamente, lo que avala teniendo en cuenta la deuda asociada que el perfil de riesgo es muy inferior en el caso de EUROPCAR. El mercado no está valorando este punto, claramente. A pesar de las minusvalías que nos ha costado la posición en 2018 (-0.85%), el trabajo que he hecho en analizar la empresa junto con las reuniones y llamadas que he tenido con el equipo directivo me han llevado a reforzar la misma aprovechando la debilidad en el precio de la acción. Si el grado de cumplimiento en 2020 es del 100% de los objetivos, y no tengo razones para pensar que no será así, estamos comprando este negocio a unos múltiplos muy ventajosos: 4.6x EV/EBITDA o 6x PER (prefiero utilizar la primera métrica dado el apalancamiento de la industria). La deuda que tiene la compañía a nivel corporativo es la que hace referencia la cifra entre 550-600m para 2020, fuera de balance asociado a los contratos de alquiler con los fabricantes de vehículos la cifra es 10x superior, y crece a medida que crece el negocio como es lógico. A cierre del año 2017 la deuda en balance se situó en 767m de euros pero la gran generación de caja permite un desapalancamiento superior a 100m al año con el pago de dividendo. Recientemente, dado el grado de infravaloración que tanto nosotros como la compañía considera presenta el precio actual, decidió impulsar un plan de recompra de acciones de hasta 45m de euros con un precio máximo de 10 euros a ejecutar en los próximos meses.

Antes de acabar esta carta trimestral, me gustaría destacar que el potencial de la cartera que tenemos en este momento es superior al 13% anualizado para los próximos tres años, lo que nos ofrece garantías de tener a buenos precios, negocios que considero reúnen la calidad suficiente para ser accionistas en este momento.

Un saludo,
Javier Rillo Sebastián, CFA