

CARTA TRIMESTRAL A NUESTROS INVERSORES

CUARTO
TRIMESTRE
2019

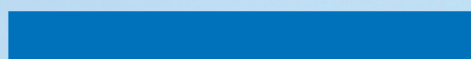
santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Índice

<u>01</u>	Comentario sobre coyuntura de mercados	3
<u>02</u>	Posicionamiento estratégico Fondos Mixtos	8
<u>03</u>	Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto	10
	Santalucía Selección Prudente	
	Santalucía Selección Equilibrado	
	Santalucía Selección Decidido	
	Santalucía Fonvalor Euro	
	Santalucía Retorno Absoluto	
	Santalucía Renta Variable Internacional	
<u>04</u>	Renta Variable	17
	Gama de fondos de Renta Variable	18
	Santalucía Ibérico Acciones	
	Santalucía Espabolsa	
	Santalucía Europa Acciones	
	Santalucía Eurobolsa	
	Análisis de nuestras carteras	22
	Estrategia Ibérica	
	Estrategia Europea	
	Comentario de empresas	24
	Árima Atos Befesa Cap Gemini Cellnex Elecnor ENCE Euronext Ferrovial Galp Gestamp Grifols Inditex Indra Jost Werke Loomis Pacific Drilling Prosegur Cash Prysmian Técnicas Reunidas Telefónica Teleperformance Tenaris Tubacex Verallia	
<u>05</u>	Renta Fija	35
	Comentario sobre coyuntura de mercados de Renta Fija	36
	Gama de fondos de Renta Fija	37
	Santalucía Renta Fija 0-2	
	Santalucía Renta Fija	
	Santalucía Renta Fija Dinámica	

01



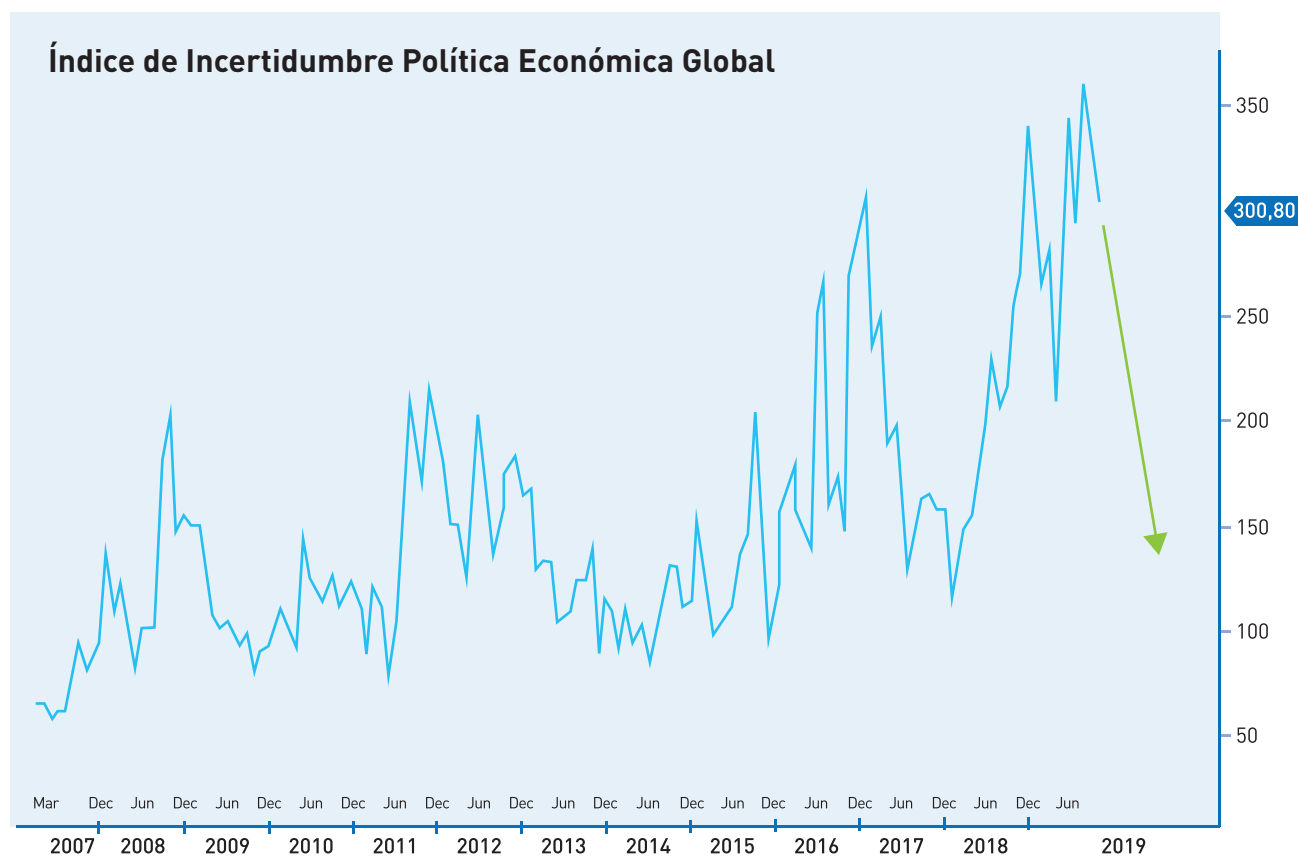
**Comentario sobre
coyuntura de mercados.
Perspectivas 2020**



RECUPERACIÓN FRENTE A RECESIÓN

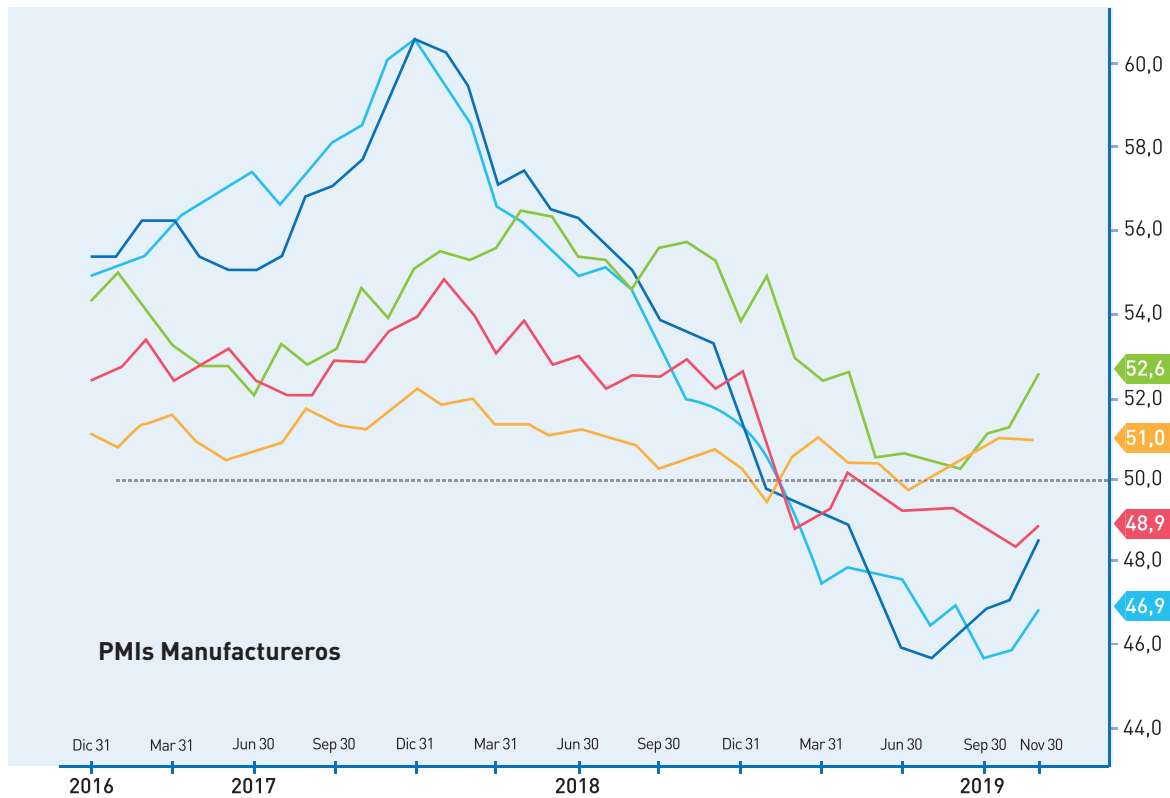
Arrancamos 2020 con el mismo nivel de optimismo con el que cerramos 2019, al menos desde el punto de vista de los mercados financieros, ya que la situación económica actual (que ha predominado a lo largo de 2019) dista mucho del positivismo reflejado por los activos de riesgo, que quizás han estado mucho más apoyados en las medidas de estímulo.

Con esta situación, **afrontamos el primer trimestre del año ante dos posibles escenarios económicos y de mercados que son totalmente contradictorios, aunque con la convicción de que la probabilidad de que se cumpla el escenario positivo (el de “recuperación”) es superior a la del escenario negativo (el de “recesión”)**. Ello se sustenta en algo que comienza siendo tan básico como la firma del acuerdo comercial entre EEUU y China y la menor incertidumbre asociada al Brexit, pero que realmente se basa en algo tan complejo como la menor incertidumbre política global, que por cierto se encuentra en máximos históricos, y cuya mejora se supone que propiciará una recuperación sostenida y moderada de la actividad económica e industrial a nivel mundial.



Fuente: Bloomberg

A priori, el primer trimestre de 2020 se configura como un período en el que los datos macroeconómicos y de actividad comercial seguirán siendo probablemente malos, pero que igualmente reflejarán una estabilidad en la desaceleración que servirá de punto de inflexión en la tendencia para el resto del año:



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg

- EEUU
- EMERGENTES
- JAPÓN
- EUROPA
- GLOBAL

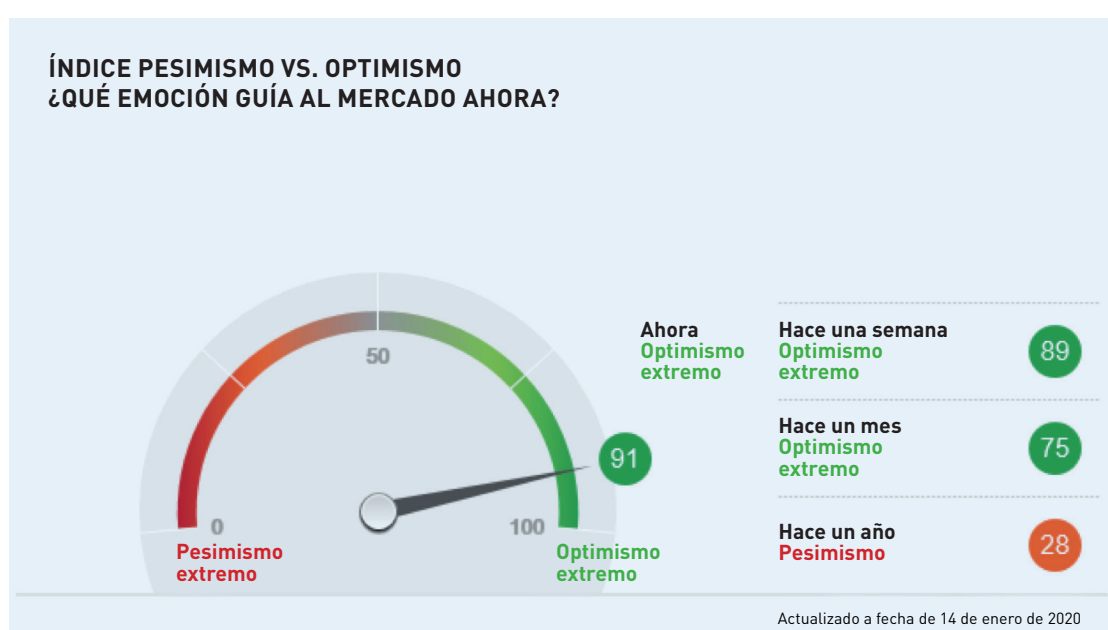
Por tanto, un entorno positivo y todavía favorable para los activos de riesgo, esto es, tanto para la renta variable (con sesgo cíclico) como para la renta fija (con sesgo hacia crédito y baja duración) y las materias primas:

Escenarios	Probabilidad	Características	Riesgos	Activos a favor	Activos a evitar
Recuperación	Alta	Expansión económica Política Monetaria restrictiva Inflación controlada	Burbuja en activos de riesgo Retirada de estímulos Alta inflación	Renta Variable (sesgo cíclico) Renta Fija (periféricos-inflación-crédito-baja duración) Commodities	Gobiernos "Core" Duración
Recesión	Baja	Contracción económica Política Monetaria expansiva Deflación	Burbuja crediticia Nuevos estímulos monetarios Política Fiscal expansiva	Gobiernos "Core" con duración activos refugios (cash-oro) Retorno Absoluto	Renta Variable Renta Fija (crédito) Commodities

No obstante, la madurez del ciclo económico de largo plazo (> 10 años de expansión) en un mundo que está cambiando (política y económicamente) y en el que el endeudamiento de los Estados sigue en aumento, hace que éste parezca más frágil que nunca, por lo que no debemos pasar por alto una serie de riesgos:

- Un aumento de las tensiones geopolíticas que lleven a la economía a un punto de no retorno (recesión prolongada).
- Que se ponga en duda la efectividad de las medidas de estímulo.
- Un repunte de la inflación que trastoque la acción de los Bancos Centrales.

El mayor riesgo para los mercados es que, dada la situación actual de elevada complacencia, la situación se convierta en extrema y que ello derive en una posible burbuja de activos de riesgo.



Fuente: CNN Fear & Greed Index (elaborado sobre la base de 7 indicadores de precios y momentum)

Por todo ello, nuestra misión será monitorizar los factores que marcarán el devenir de los mercados: la evolución del comercio global (proteccionismo y guerras comerciales), la evolución de las políticas expansivas (monetarias y fiscales) y la evolución de las elecciones presidenciales en EEUU que será un factor igualmente importante (al menos desde un punto de vista estadístico) ya que los años electorales han sido históricamente positivos, especialmente para la Renta Variable. A este respecto, el primer trimestre del año será probablemente el de mayores turbulencias políticas, tanto por el desarrollo de las primarias como por el proceso de "impeachment" iniciado por el Congreso.

EL GRÁFICO MÁS PREOCUPANTE

El gráfico a continuación refleja la fuerte disociación que se ha producido, desde mediados de 2019, entre el positivo comportamiento de la renta variable (en este caso de la bolsa americana) y la negativa evolución de las estimaciones de los beneficios empresariales.

Ello se ha debido a una fuerte expansión de múltiplos en base a las expectativas de recuperación económica asociadas a la resolución de la guerra comercial, así como al efecto FOMO ("Fear Of Missing Out") que el entorno de tipos negativos está provocando sobre la percepción de riesgo de los inversores, empujándoles a tomar posiciones de mayor riesgo para intentar generar rentabilidades positivas.



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg

■ ÚLTIMO PRECIO (EJE DCHO.) 3283,15

■ BENEFICIOS POR ACCIÓN (EJE IZQ.) 133,44

Con esta situación, sigue siendo lógico pensar en la falta de convicción del actual rally de activos de riesgo y en la elevada probabilidad de una corrección, algo que resultaría ser incluso sano en un mercado sobrecomprado, al menos hasta que se perciba la recuperación económica y se materialicen las mejoras en las estimaciones de beneficios que justifiquen esos múltiplos tan elevados.

02

Posicionamiento
estratégico
Fondos Mixtos

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Posicionamiento estratégico Fondos Mixtos							
AÑO 2020							
	---	--	-		+	++	+++
Renta variable					X		
Renta fija				X			
Alternativos			X				
Cash				X			
Renta variable							
España				X			
Europa							X
EE.UU.				X			
Emergentes						X	
Renta fija gobiernos							
Europa CORE	X						
Europa periferia							X
Renta fija crédito							
Investment grade					X		
High yield			X				

Renta Variable: seguimos ligeramente sobreponderados frente al nivel neutral de inversión (punto medio), esto es, al 70 % de la capacidad máxima de inversión, lo que supone un nivel de exposición:

- ✓ Del 20 % en los fondos de RF Mixta Prudentes (máximo 30 %).
- ✓ Del 45 % en los fondos de RV Mixta Equilibrados (máximo 50 %).
- ✓ Del 60 % en los fondos de RV Mixta Decididos (máximo 75 %).

El sesgo de la cartera sigue siendo hacia Europa, con un perfil “value”/cíclico”, en línea con nuestro escenario de gradual recuperación económica. Además, renovamos coberturas para protegernos en caso de una puntual corrección.

Renta Fija: seguimos neutrales, con un sesgo de cartera hacia crédito, bonos financieros y gobiernos periféricos. La duración de tipos sigue siendo baja (2,5 años).

Alternativos: seguimos positivos, con sesgo hacia activos de retorno absoluto líquidos (por su descorrelación frente a los activos tradicionales) y de deuda privada ilíquida (por su mayor rendimiento y menor volatilidad frente a la renta fija tradicional) en detrimento del capital riesgo e inmobiliario, donde nos preocupa la madurez del ciclo actual.

03

Gama de
Fondos Mixtos
y Retorno Absoluto



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA SELECCIÓN PRUDENTE

Descripción y comentario

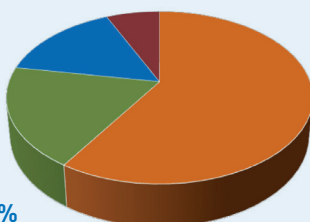
Fondo Mixto de perfil conservador, con una exposición neta actual en RV cercana al 20%, esto es, el 70 % de la capacidad máxima permitida (30 %). El resto se distribuye entre RF y liquidez a la espera de que una corrección bursátil genere más oportunidades de inversión en RV. La cartera no tiene sesgos regionales significativos y está construida desde una perspectiva global.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
1,68 %	5,92 %	5,92 %	1,94 %

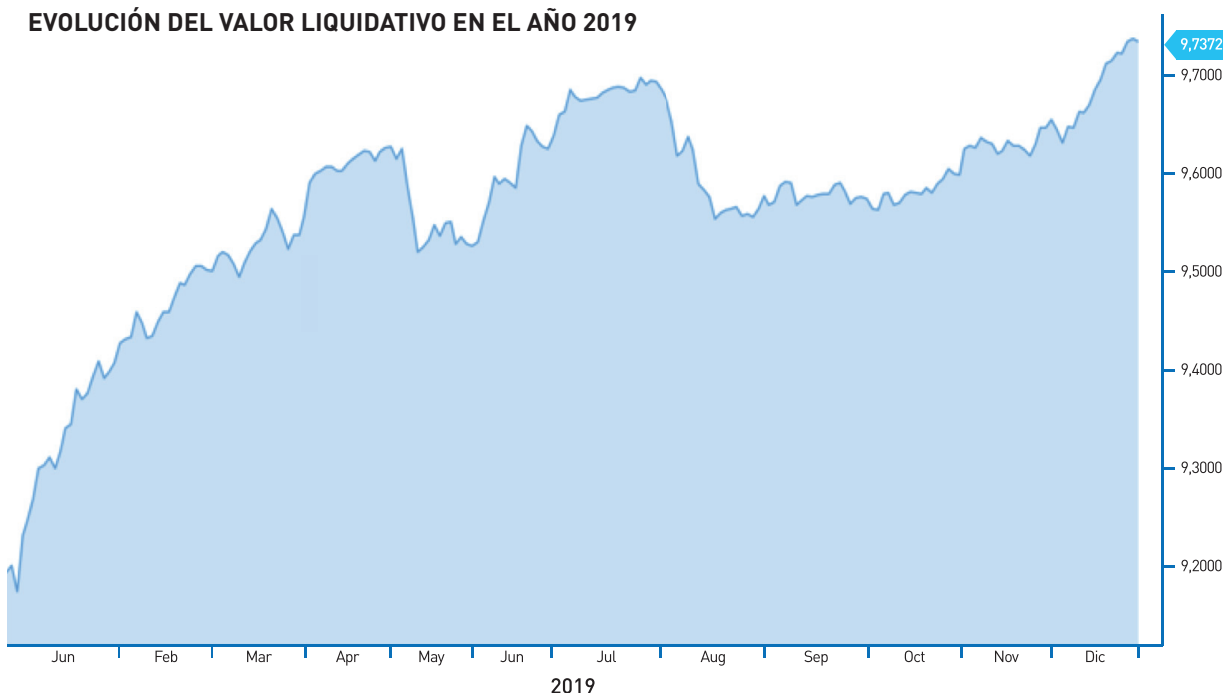
CARTERA: Tipo de Activo

- RENTA VARIABLE 18,81 %
- RENTA FIJA 58,99 %
- LIQUIDEZ 6,73 %
- RETORNO ABSOLUTO 15,48 %



ACTIVOS Y ESTRATEGIAS	% PESO
RENDA FIJA	58,99 %
RENDA VARIABLE	18,81 %
RETORNO ABSOLUTO	15,48 %
LIQUIDEZ	6,73 %
RF EUROPA	29,04 %
RF EE.UU.	0,00 %
RF EMERGENTES	2,99 %
RF GLOBAL	26,96 %
RV EE.UU.	2,61 %
RV EUROPA	5,36 %
RV EMERGENTES	3,60 %
RV GLOBAL	7,24 %
EURO	97,67 %
DÓLAR	2,33 %

EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA SELECCIÓN EQUILIBRADO

Descripción y comentario

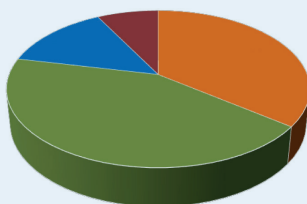
Fondo Mixto de perfil moderado, con una exposición neta actual en RV ligeramente superior al 40 %, esto es, el 70 % de la capacidad máxima potencialmente prevista (50 %). El resto se distribuye entre RF y liquidez a la espera de que una corrección bursátil genere oportunidades de inversión en RV. La cartera no tiene sesgos regionales significativos y está construida desde una perspectiva global.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
3,50 %	10,43 %	10,43 %	3,47 %

CARTERA: Tipo de Activo

- RENTA VARIABLE 42,94 %
- RENTA FIJA 35,47 %
- LIQUIDEZ 7,79 %
- RETORNO ABSOLUTO 13,80 %



ACTIVOS Y ESTRATEGIAS % PESO

RENDA FIJA	35,47 %
RENDA VARIABLE	42,94 %
RETORNO ABSOLUTO	13,80 %
LIQUIDEZ	7,79 %
RF EUROPA	14,90 %
RF EE.UU.	0,00 %
RF EMERGENTES	2,50 %
RF GLOBAL	18,07 %
RV EE.UU.	6,90 %
RV EUROPA	13,84 %
RV EMERGENTES	5,65 %
RV GLOBAL	16,55 %
EURO	96,41 %
DÓLAR	3,59 %

EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA SELECCIÓN DECIDIDO

Descripción y comentario

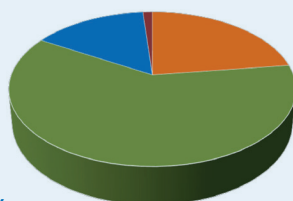
Fondo Mixto de perfil moderado, con una exposición neta actual en RV en torno al 60 %, esto es, el 70 % de la capacidad máxima permitida (75 %). El resto se distribuye entre RF y liquidez a la espera de que una corrección bursátil genere oportunidades de inversión en RV. La cartera no tiene sesgos regionales significativos y está construida desde una perspectiva global.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
4,20 %	13,54 %	13,54 %	5,18 %

CARTERA: Tipo de Activo

- RENTA VARIABLE 60,58 %
- RENTA FIJA 22,89 %
- LIQUIDEZ 1,27 %
- RETORNO ABSOLUTO 15,26 %



ACTIVOS Y ESTRATEGIAS	% PESO
RENTA FIJA	22,89 %
RENTA VARIABLE	60,58 %
RETORNO ABSOLUTO	15,26 %
LIQUIDEZ	1,27 %
RF EUROPA	0,00 %
RF EE.UU.	0,00 %
RF EMERGENTES	4,81 %
RF GLOBAL	18,08 %
RV EE.UU.	14,02 %
RV EUROPA	17,26 %
RV EMERGENTES	5,66 %
RV GLOBAL	23,64 %
EURO	96,69 %
DÓLAR	3,31 %

EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA FONVALOR EURO ★★★

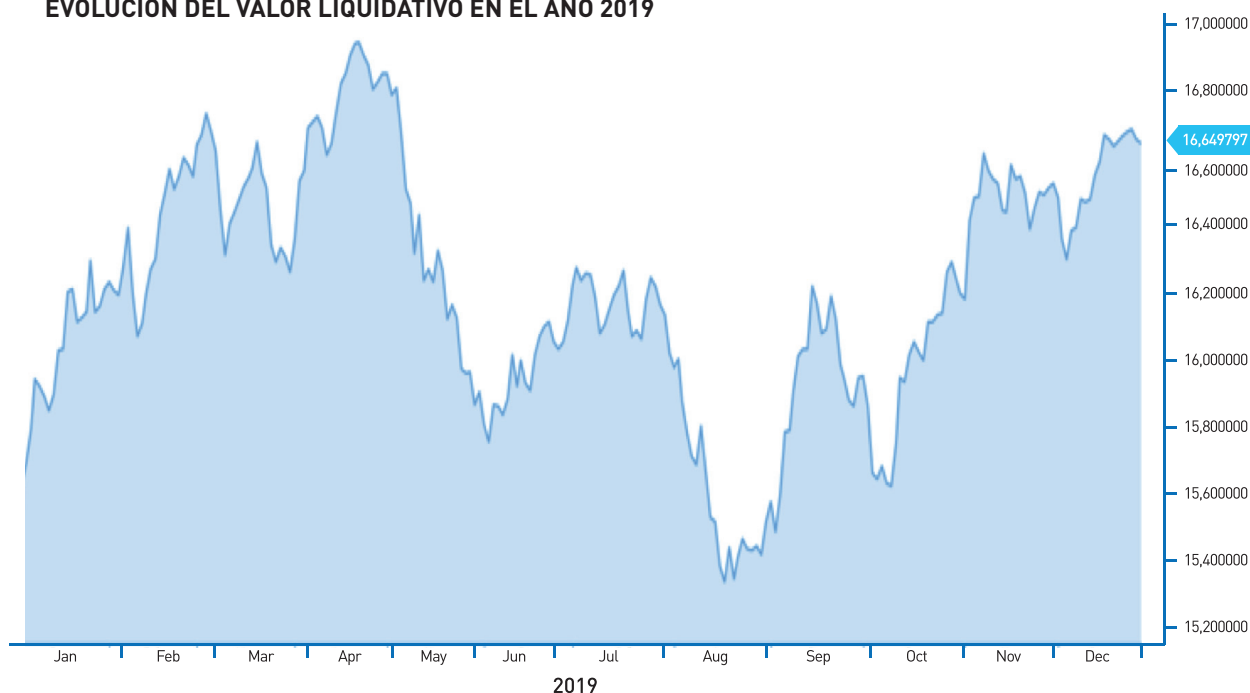
Descripción y comentario

Fondo mixto global y multiactivo, que puede invertir hasta un máximo del 75 % en renta variable. Actualmente, el nivel de exposición neta en RV se encuentra en el 50 %, a lo que añadimos coberturas como protección ante posibles caídas. La cartera está formada por una cesta de entre 40 y 45 valores, con foco en Europa y diversificada por sectores, con sesgo cíclico/value. En RF, la exposición neta es del 30 % en la actualidad y el sesgo de la cartera es flexible y oportunista, con una rentabilidad media del 3,6 % y una duración de tipos de 2,7 años.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años anualizada	Rentabilidad 5 años anualizada	Rentabilidad 10 años anualizada
4,37 %	8,02 %	8,02 %	5,66 %	0,30 %	3,12 %	6,57 %

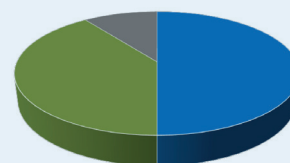
EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



Activos	% Peso
Renta fija	50,00 %
Renta variable	40,00 %
Retorno absoluto	0,00 %
Liquidez	10,00 %

TIPO DE ACTIVO

- RENTA FIJA 50,00 %
- RENTA VARIABLE 40,00 %
- LIQUIDEZ 10,00 %



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA RETORNO ABSOLUTO

Descripción y comentario

Fondo de Retorno Absoluto que destaca por su objetivo de obtención de rentabilidad positiva (no garantizada) en cualquier entorno de mercado y con un riesgo controlado. Igualmente destaca por su escasa correlación con los activos tradicionales de Renta Fija y Renta Variable. Aprovechando las subidas de la RF y la RV en 2019 hemos reducido las estrategias direccionales, con lo que, en la actualidad, tiene una Beta cercana a cero ("market neutral").

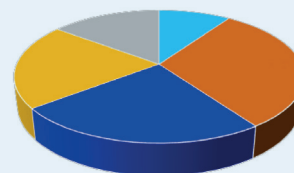
PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años anualizada	Rentabilidad 5 años anualizada
1,10 %	2,19 %	2,19 %	1,21 %	0,16 %	0,56 %

ESTRATEGIAS	% PESO
GLOBAL MACRO	9,5 %
RENTA FIJA	30,7 %
RENTA VARIABLE	24,2 %
MULTIESTRATEGIA	20,9 %
LIQUIDEZ	14,6 %
RF DIRECCIONAL	12,4 %
RF MARKET NEUTRAL	32,9 %
RV DIRECCIONAL	0,0 %
RV MARKET NEUTRAL	30,5 %
MULTI & MACRO DIRECCIONAL	24,2 %
EURO	94,7 %
DÓLAR	5,3 %

ESTRATEGIAS

- LIQUIDEZ 14,6 %
- MULTIESTRATEGIA 20,9 %
- RENTA FIJA 30,7 %
- RENTA VARIABLE 24,2 %
- GLOBAL MACRO 9,5 %



EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



GAMA DE FONDOS MIXTOS Y RETORNO ABSOLUTO

SANTALUCÍA RENTA VARIABLE INTERNACIONAL ★★

Descripción y comentario

Fondo de Renta Variable global cuya filosofía y estilo de gestión están basados en la asignación de pesos por países, por sectores, por factores y por estilos de gestión, en función de nuestra visión de los mercados. El fondo toma como referencia (“benchmark”) el índice MSCI World 100 % cubierto en euros. En la actualidad, el fondo presenta un sesgo “growth” hacia EE.UU. con una apuesta especial por Emergentes (India y LatAm) y hacia estrategias de gestión activa.

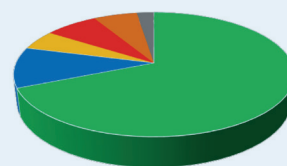
PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 4T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses	Rentabilidad 3 años anualizada	Rentabilidad 5 años anualizada	Rentabilidad 10 años anualizada
7,40 %	23,23 %	23,23 %	6,99 %	7,53 %	5,32 %	7,03 %

FONDO	BENCHMARK
EE.UU./GLOBAL	68,6 %
EUROPA	10,6 %
UK	5,2 %
JAPÓN	7,3 %
EMERGENTES/OTROS	6,0 %
LIQUIDEZ	2,4 %
EURO	97,4 %
DÓLAR	2,6 %

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

- LIQUIDEZ 2,4 %
- UK 5,2 %
- EMERGENTES / OTROS 6,0 %
- EUROPA 10,6 %
- EE.UU. / GLOBAL 68,6 %
- JAPÓN 7,3 %



EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



04



Renta Variable



GAMA DE FONDOS DE RENTA VARIABLE

SANTALUCÍA IBÉRICO ACCIONES ★★★★★

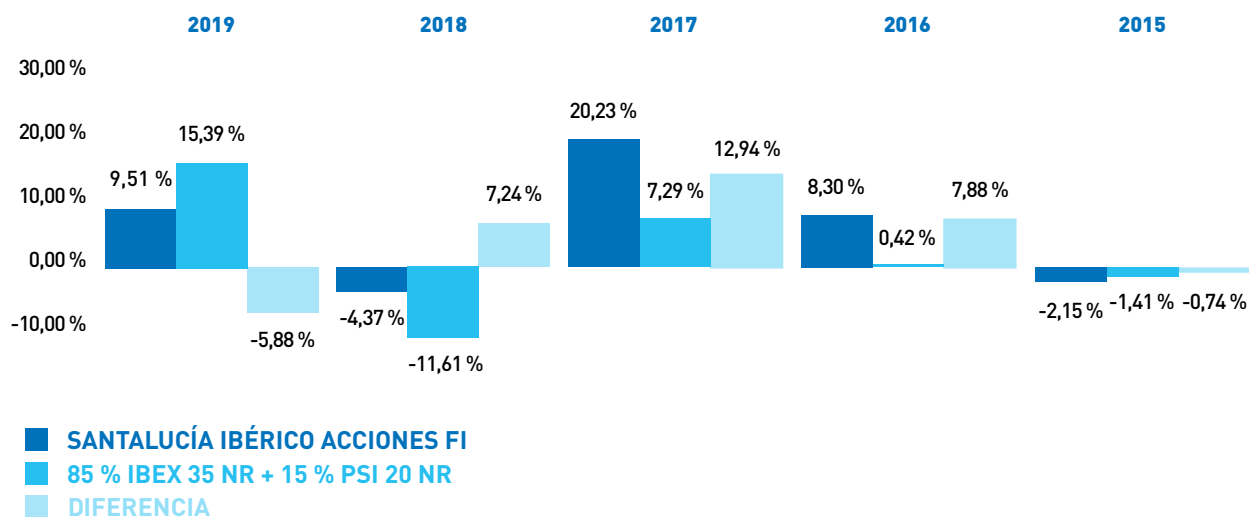
Comentario

En el cuarto trimestre de 2019, el fondo Santalucía Ibérico Acciones se ha apreciado un +8,44 %, mientras que su índice de referencia (85 % IBEX35 NR/15 % PSI 20 NR) se ha revalorizado un +4,43 %; consiguiendo nuevamente una rentabilidad superior a su índice. Los valores que más han contribuido a este rendimiento han sido Talgo, Indra y Vidrala. **El Santalucía Ibérico Acciones cierra 2019 siendo el mejor fondo a 3 años en su categoría, según datos de Inverco.**

RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Ibérico Acciones	9,51 %	25,91 %	N/A
Ibex 35 con dividendos netos	15,66 %	12,25 %	9,31 %
PSI con dividendos netos	13,88 %	21,76 %	24,84 %
Índice de referencia (85 % / 15 %)	15,39 %	13,68 %	11,64 %
	-5,88 %	12,23 %	N/A

Rentabilidades anuales vs. Benchmark



Principales posiciones %

Talgo	7,44 %
Técnicas Reunidas	5,42 %
Prosegur Cash	4,89 %
Alantra	4,86 %
Sonae	4,85 %

GAMA DE FONDOS DE RENTA VARIABLE

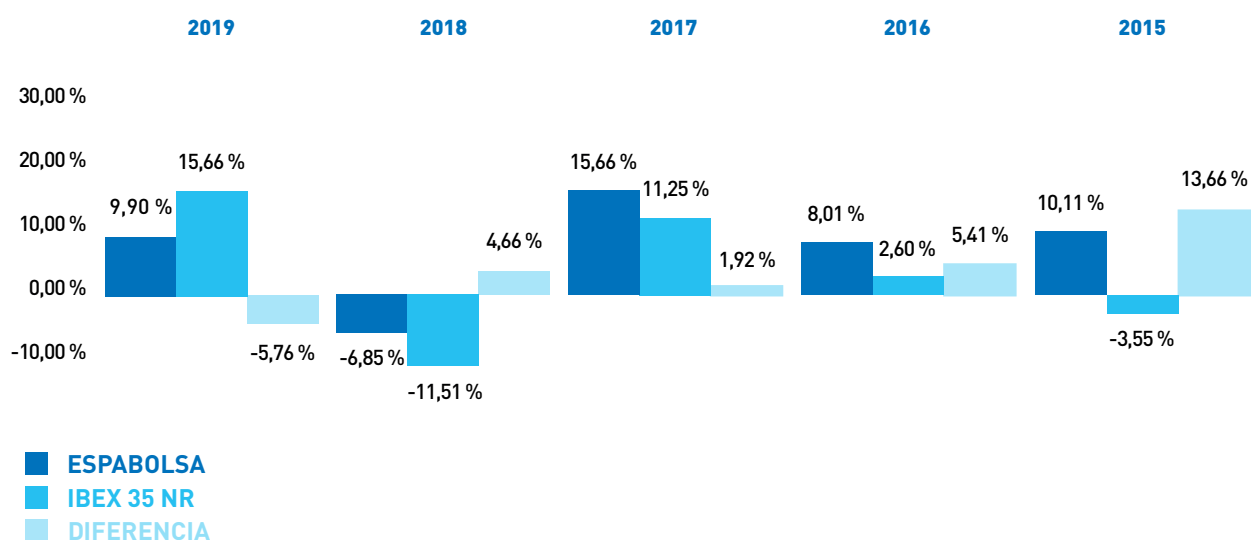
SANTALUCÍA ESPABOLSA ★★★★★

Comentario

El fondo Santalucía Espabolsa se revalorizó un 8,09 % en el último trimestre del año mientras que el Ibex 35 con los dividendos netos reinvertidos subió un 4,37 %. La gestión activa del fondo y la acertada selección de compañías como Talgo, Indra y Unicaja, todas con subidas superiores al 20 %, explican el buen comportamiento de la cartera en el periodo. Sin embargo, es el largo plazo lo que determina el éxito de una inversión. Más allá del movimiento de un trimestre, se siguen seleccionando compañías con crecimiento, visibilidad y rentabilidad que sean capaces de seguir generando valor al partícipe.

RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA			
	1 año	3 años	5 años
Santalucía Espabolsa	9,90 %	15,86 %	37,80 %
Ibex 35 con dividendos netos	15,66 %	12,25 %	9,31 %
	-5,76 %	3,61 %	28,49 %

Rentabilidades anuales vs. Benchmark



Principales posiciones %

Talgo	8,01 %
Técnicas Reunidas	5,44 %
Sonae	5,36 %
Indra	4,71 %
Prosegur Cash	4,59 %

GAMA DE FONDOS DE RENTA VARIABLE

SANTALUCÍA EUROBOLSA ★★★★★

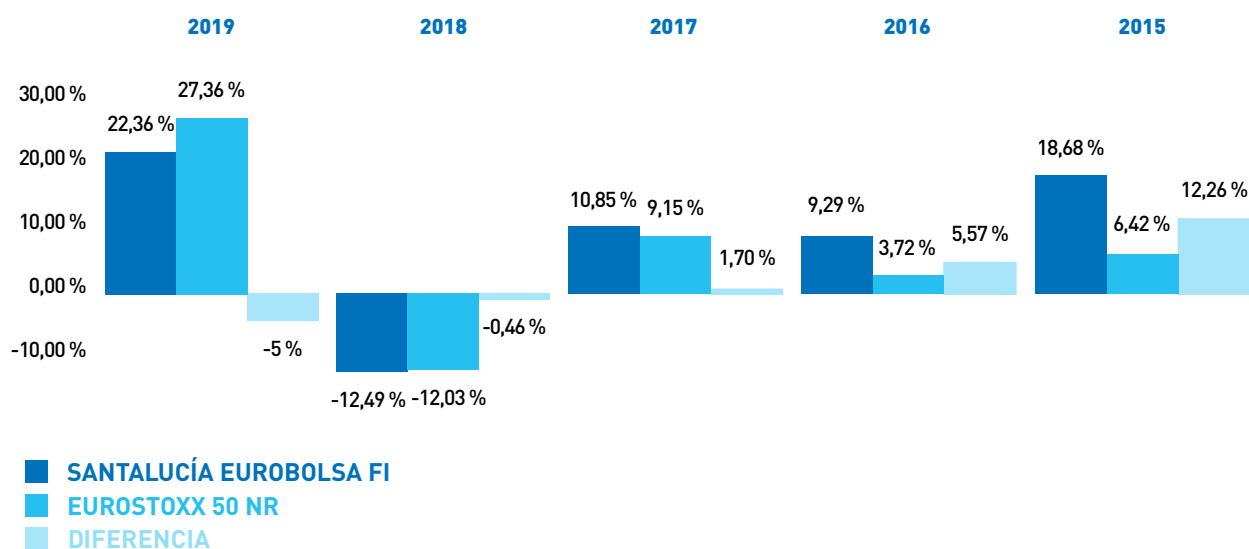
Comentario de gestión

El fondo se ha revalorizado un 6,42 %, por encima de su índice de referencia EUROSTOXX 50 NR, que ganó un 4,93 % en este último trimestre del año. Más de una decena de compañías que tenemos en cartera han subido más de un 10 %, entre ellas algunas con fuerte peso en el fondo, como Elis, IMCD o Boskalis.

RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Eurobolsa	22,36 %	18,55 %	53,76 %
Eurostoxx 50 con dividendos netos	27,36 %	24,65 %	33,64 %
	-5,00 %	-6,10 %	20,12 %

Rentabilidades anuales vs. Benchmark



Principales posiciones %

Elis SA	6,77 %
IMCD	5,05 %
Airbus	4,79 %
Cerved	4,06 %
Danieli & Co	4,02 %

GAMA DE FONDOS DE RENTA VARIABLE

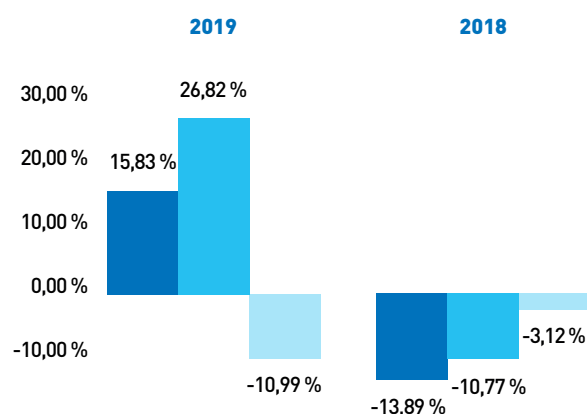
SANTALUCÍA EUROPA ACCIONES

Comentario

Durante el cuarto trimestre de 2019 el Santalucia Europa Acciones ha subido un 9,77 %, vs. una subida del 5,77 % del Stoxx 600 y una subida del 6,17 % del Stoxx 600 NR. Seguimos muy convencidos del gran potencial de nuestra cartera en el medio-largo plazo.

RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA			
	1 año	3 años	5 años
Santalucía Europa Acciones	15,83 %	N/A	N/A
Stoxx 600 con dividendos netos	26,82 %	25,13 %	39,52 %
	-10,99 %	N/A	N/A

Rentabilidades anuales vs. Benchmark



- SANTALUCÍA EUROPA ACCIONES FI
- STOXX EUROPE 600
- DIFERENCIA

Principales posiciones %

Elis	6,67 %
Intesa Sanpaolo	6,20 %
Danieli & Co	5,92 %
Cerved Group	5,64 %
Boskalis	5,37 %

Estrategia Ibérica

Santalucía Ibérico Acciones

Incorporaciones (+)

ÁRIMA

Incrementos (↑)

PROSEGUR CASH

ENCE

ELECNOR

GESTAMP

TUBACEX

Disminuciones (↓)

TELEFÓNICA

INDITEX

CELLNEX

Santalucía Espabolsa

Incrementos (↑)

PROSEGUR CASH

ENCE

GESTAMP

TUBACEX

Disminuciones (↓)

TELEFÓNICA

INDITEX

GALP

FERROVIAL

GRIFOLS

Estrategia Europea

Santalucía Eurobolsa

Incorporaciones (+)

- VERALLIA
- JOST WERKE

Incrementos (↑)

- BEFESA
- INDRA
- PROSEGUR CASH
- TENARIS

Disminuciones (↓)

- ATOS
- CAP GEMINI
- EURONEXT
- INDITEX
- TELEPERFORMANCE
- TELEFÓNICA

Salidas (-)

- PRYSMIAN

Santalucía Europa Acciones

Incorporaciones (+)

- VERALLIA
- JOST WERKE

Incrementos (↑)

- INDRA
- PACIFIC DRILLING
- TENARIS
- TÉCNICAS REUNIDAS

Disminuciones (↓)

- LOOMIS

Salidas (-)

- PRYSMIAN

ÁRIMA (+)

En el Santalucía Ibérico Acciones, hemos iniciado una posición en Árima, Socimi enfocada en comprar edificios de oficinas y activos logísticos exclusivamente en Madrid. El equipo de gestión proviene de Axiare Patrimonio: una historia de éxito que salió a cotizar en 2014 y que fue opada por Colonial en 2018, consiguiendo una rentabilidad cercana al 90 % para sus accionistas en menos de 4 años. El alineamiento de intereses entre el equipo directivo de Árima y sus accionistas es muy alto.

Árima se está focalizando en comprar activos de oficinas a las que les falta CAPEX. Una vez lo reposicionan, crean un producto de generación de rentas estables. Analizando los activos que están adquiriendo (por debajo de su coste de reposición) y la situación del sector (capacidad, evolución de rentas, falta de oficinas de calidad), creemos que en un plazo de 3-4 años nuestras TIR's rondarán el 12-13 %.

ÁRIMA

Estimación TIR's

12-13 %

ATOS (↓)

Reducimos exposición a esta compañía (en el Santalucía Eurobolsa) por valoración. Tras un mal año 2018 desde el punto de vista operativo, el retroceso de ventas en EE.UU. llevó a la compañía a preanunciar unos resultados por debajo de las estimaciones que habían guiado al mercado. El año 2019 ha mejorado operativamente, estabilizando el crecimiento en EE.UU. La compañía está ligeramente más barata que sus comparables. Sin embargo, está más expuesta a mercados en declive estructural, presenta un menor crecimiento y su segmento americano está enfocado a la reestructuración tras la compra y posterior absorción de Syntel. Estimamos que todavía tiene cierto recorrido desde el punto de vista operativo, pero con riesgos.

Los principales riesgos se centran en que la compañía apenas crezca debido a su exposición a negocios comoditizados y en que la generación de caja sea inferior a lo previsto.

BEFESA (↑)

Se han seguido aprovechando los movimientos del mercado para aumentar la posición en Befesa (en el Santalucía Eurobolsa). La compañía continúa en unos niveles operativos excelentes, con utilizaciones de capacidad en máximos. Han sido los movimientos en el precio del zinc los que han marcado la variación en la cotización de la compañía. Es comprensible que el mercado se fije en el precio del zinc, pero también es importante recordar que la compañía tiene cerrado el precio del 70 % de su producción hasta la segunda mitad de 2021.

Durante el año 2019, Befesa ha comenzado la construcción de sus nuevas plantas en China, de donde vendrá el crecimiento durante los próximos años. Es interesante recordar que el polvo de acería que recicla Befesa es un residuo del proceso de producción de acero en hornos de arco eléctrico. Esta tecnología se utiliza para obtener acero a partir de chatarra. En China se producen 920 millones de toneladas de acero (el 51 % de la producción global), de las cuales solo el 8 % se produce en hornos de arco eléctrico. Según se vaya desarrollando el país, e incrementando los volúmenes de chatarra, la tecnología de producción de acero evolucionará tal y como ha ocurrido en las demás regiones del planeta. Es por ello que tenemos el pleno convencimiento de que el crecimiento que ofrece la compañía, unido a la capacidad del equipo gestor de invertir capital a un retorno atractivo, finalizará con el mercado reconociendo un valor intrínseco muy superior. Befesa debería cotizar más cerca de los 50 € por acción.

CAP GEMINI (↓)

Reducimos exposición a esta consultora tecnológica francesa (en el Santalucía Eurobolsa). La compañía ha sido capaz de doblar sus beneficios y su margen EBIT en la última década, exhibiendo un alto retorno sobre el capital empleado. Aunque todavía tiene margen para mejorar su rentabilidad, éste cada vez es menor. Salvo que se produzca una recesión severa estimamos que este año la compañía será capaz de mantener una tasa de crecimiento vigorosa, cercana al 5 %. La empresa cotiza a 13x EV/FCF, múltiplo que refleja una buena valoración de este negocio.

CAP GEMINI

Cotización

13x EV/FCF

CELLNEX (↓)

Cellnex es la mayor compañía independiente de infraestructura de torres en Europa. Opera en España, Italia, Francia, Países Bajos, Suiza y Reino Unido, y controla la única red de transmisión de radio y televisión nacional independiente de España.

Seguimos considerando a Cellnex como una compañía magníficamente gestionada. Ha sabido aprovechar las oportunidades que han ofrecido las compañías de telecomunicaciones para mejorar su modelo de negocio pasando de ser un "real estate player" con torres en alquiler a través de acuerdos de arrendamiento, a ser un proveedor de soluciones a través de acuerdos de servicios, lo que le ha permitido aumentar la visibilidad de su crecimiento orgánico.

Se ha reducido la posición en la compañía (en el fondo Santalucía Ibérico Acciones) únicamente por valoración. Tras haber incrementado su valor en un 200 % desde precios de compra, hemos recogido ganancias. De esta manera, aunque confiamos en que Cellnex seguirá ejecutando su plan de crecimiento orgánico e inorgánico, nuestras potenciales tasas de retorno son menos atractivas que cuando se inició la posición a principios de 2017.

CELLNEX

Incremento de valor **200 %**

ELECNOR

Estimación valor acción **20 €/acción**
medio plazo

ELECNOR (↑)

Elecnor es una compañía con casi 60 años de historia y se encarga, a través de sus divisiones de ingeniería y concesiones, de llevar a cabo proyectos de ingeniería, construcción y servicios, así como la operativa de servicios en redes de transporte de energía, proyectos eólicos y plantas termosolares, entre otros. En nuestra opinión, la compañía lleva a cabo una operativa prudente y eficiente con el apoyo de su máximo accionista, S.I. Cantiles XXI, que dispone del 52 % de la compañía. Está enfocada en el crecimiento, siempre y cuando sea sostenible y conservador, como lo ha demostrado en situaciones específicas en el pasado.

Elecnor lleva años pasando su deuda desde la matriz a sus activos concesionales y energéticos. Esta operativa resta riesgo a la matriz, aportando flexibilidad para continuar su plan de crecimiento en dichos activos concesionales y energéticos.

En cuanto al riesgo asociado a la operativa de la compañía, un problema de ejecución en alguno de sus contratos podría afectar la valoración. No obstante, hasta la fecha nunca se le ha ejecutado un aval, lo que demuestra el carácter conservador de la empresa y ofrece cierto nivel de tranquilidad a sus accionistas.

Estimamos que la división de concesiones tiene un valor cercano a los 800 millones de euros (9,50 €/acción), que sumado a los 950 millones de euros (11,20 €/acción) aproximadamente de la ingeniería, supondría llegar a una valoración de alrededor de los 20 € por acción a medio plazo.

Por este motivo, hemos aprovechado las caídas que ha tenido el valor a inicios del trimestre -sin ningún problema aparente en el negocio-, para incrementar ligeramente nuestra posición en el Santalucía Ibérico Acciones.

ENCE (↑)

ENCE es uno de los principales productores de pulpa de fibra corta (BHKP: más barata de producir que la pulpa de fibra larga y más resistente), con cerca de 950.000 toneladas de capacidad instalada a través de sus plantas de Navia (Asturias) y Pontevedra (Galicia). A su vez, tiene una capacidad instalada para la generación de energía renovable de 332 MW, de los cuales 50 MW corresponden a generación termosolar, 13 MW a cogeneración con gas natural y 269 MW a generación con biomasa. Tiene una capitalización de mercado de 760 millones de euros, ventas de 800 millones y márgenes EBITDA alrededor del 25 %.

Hemos seguido aprovechando los niveles a los que cotiza el valor para incrementar nuestra exposición (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones y Santalucía Espabolsa). La presión sobre la cotización es causada, principalmente, por el precio actual de la pulpa como consecuencia de un decrecimiento en la demanda y el desestocaje proveniente de China (principal consumidor mundial de pulpa). En el equipo de Renta Variable de santalucía AM pensamos que los precios actuales de la pulpa no son sostenibles ya que los competidores de la industria que se encuentran en la parte alta de la curva de coste no pueden operar a dichos precios por un periodo prolongado de tiempo.

Adicionalmente, el aumento constante de la demanda en países emergentes no está siendo cubierta en su totalidad con nueva entrada de capacidad, al menos hasta 2022. En cuanto al riesgo inherente de su planta en Pontevedra, ENCE debería seguir contando con ella, al menos hasta 2032. En caso de que ENCE deba prescindir de dicha planta, confiamos en que la compañía sea remunerada por la inversión destinada a mantener la planta en funcionamiento a largo plazo y, para entonces, ya habrá cubierto parte de esa capacidad incrementando la de su principal planta ubicada en Navia.

Estimamos que una vez se normalice el precio de la pulpa unido a la entrada en producción de los nuevos activos energéticos que aportan recurrencia, ENCE debería poder generar alrededor de 120 millones de euros de flujo de caja anualmente. Nuestras TIR's a largo plazo serían del 14-15 %.

ENCE

Estimación flujo de caja	+ 120 M €
Estimación TIR's	14-15 %

EURONEXT (↓)

Hemos continuado reduciendo el peso de Euronext en el Santalucía Eurobolsa. La compañía continúa ejecutando perfectamente su estrategia y la subida de la cotización se ha visto acompañada de una mejora de beneficios y flujos de caja. Aun así, el mercado descuenta un crecimiento futuro superior al que se ha podido observar históricamente en la compañía, por lo que se está asignando un múltiplo superior a 20x flujo de caja. Creemos que es preferible tomar beneficios y reciclar el capital en ideas de inversión con mayor potencial.

FERROVIAL (↓)

Se ha tomado una parte del beneficio (en el Santalucía Espabolsa) en Ferrovial tras una revalorización superior al 50 % en 2019. Esta magnífica compañía dirigida por un gran equipo gestor ha conseguido aflorar un gran valor durante el año. Hemos aprovechado para reinvertir en otros valores que a nuestro juicio ofrecen un mayor potencial de revalorización.

FERROVIAL

Revalorización 2019 + 50 %

GALP (↓)

Galp es una petrolera portuguesa integrada. Sus principales activos productivos se encuentran en Brasil, Mozambique y Angola. La producción petrolera de la compañía lleva años creciendo a buen ritmo.

Se ha tomado algo del beneficio en la posición (en el Santalucía Espabolsa). El buen comportamiento de la acción, debido en parte al repunte del precio del crudo, ha brindado la oportunidad de reciclar el capital en otras oportunidades de inversión.

Operativamente la compañía sigue siendo un claro generador de caja, apoyándose en algunos de los mejores activos petroleros a nivel mundial.

GESTAMP (↑)

Gestamp se dedica al diseño, desarrollo y fabricación de componentes metálicos para el automóvil. Es líder en piezas metálicas para carrocerías y está entre los tres primeros a nivel mundial en la fabricación de piezas para chasis. Además, es una compañía relevante en mecanismos y motores eléctricos utilizados en la apertura de puertas, maletero y capó. Destaca a su vez en la tecnología "hot stamping"- motor de crecimiento de la compañía-, con más de 100 plantas en el mundo. Entró en este negocio a principios de la década de 2000 desarrollando una planta y posteriormente creciendo orgánicamente y comprando varias compañías del sector como SSAB Hard Tech y ThyssenKrupp Metalforming.

Durante el cuarto trimestre hemos aprovechado caídas generalizadas del mercado para aumentar ligeramente nuestra posición en la compañía (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones y Santalucía Espabolsa). La tesis de inversión se centra en la generación de caja. Tras varios años realizando un esfuerzo financiero muy alto invirtiendo en nuevas plantas, esperamos que Gestamp empiece a reducir nuevas aperturas, liberando caja y mejorando los márgenes como consecuencia de un menor "ramp-up" de las nuevas fábricas, generando así un impacto positivo en la generación de caja.

GRIFOLS (↓)

El buen comportamiento de la acción ha ofrecido una oportunidad de reinvertir (en el Santalucía Espabolsa) una parte de las ganancias en otras compañías. La cotización de la compañía ha empezado a acercarse a lo que consideramos que es el valor intrínseco del negocio.

INDITEX (↓)

Se ha reducido ligeramente la exposición a Inditex (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones, Santalucía Espabolsa y Santalucía Eurobolsa) tras el buen comportamiento durante el año. La compañía sigue mostrando unos retornos sobre el capital y unos márgenes muy superiores a los de la competencia.

El comportamiento de la compañía está siguiendo el guion esperado, con un crecimiento que ha retomado la velocidad de antaño apoyado por las ventas online que favorecen la ampliación de márgenes. Sin embargo, se reduce la posición al identificarse un mayor potencial de revalorización en otras compañías.

INDRA (↑)

Aumentamos exposición a esta compañía (en el Santalucía Eurobolsa y en el Santalucía Europa Acciones) aprovechando el retroceso en octubre que llevó a la compañía a una capitalización inferior a 1.300 millones. A ese nivel, Indra estaba cotizando por debajo de 5x EV/Ebitda y 7x PE.

La compañía ha sido un claro caso de "turnaround". En 2015 entró un nuevo equipo gestor liderado por D. Fernando Abril Martorell. La compañía se encontraba en números rojos y con un endeudamiento neto disparado, en más de 5x ND/Ebitda.

Desde un punto de vista funcional, Indra tiene dos divisiones: Soluciones e IT. La primera presenta unos márgenes saludables, mientras que la segunda viene de unos años de reestructuración y con clara mejora de márgenes, con el objetivo de acercarse al 5%. Esperamos que la empresa tenga un crecimiento orgánico en los próximos tres años cercano al 4% y un crecimiento del beneficio operativo (EBIT) del 10%. El crecimiento vendrá impulsado por Transporte & Tráfico y Defensa & Seguridad, y esperamos que sea de dígito simple alto. Estas dos unidades representan cerca del 40% de los ingresos y dos tercios del EBIT. Además, Servicios de IT mejorará su margen, impulsando la rentabilidad de la compañía. El "working capital" será más estable, situando la generación de caja en una media anual cercana a los 180 millones de euros, lo que permitirá mejorar la solvencia al rebajar el ratio de ND/Ebitda por debajo de uno. Consideramos que con esta inversión obtendremos una revalorización superior al 40% en los próximos tres años.

INDRA

Estimación crecimiento	4 %
Estimación revalorización	40 %

JOST WERKE (+)

JOST WERKE es una compañía fundada en el año 1952. Actualmente es proveedor especializado de componentes para camiones y trailers (Tier 1) con una posición competitiva dominante en quinta rueda y tren de aterrizaje, en los que ostenta una participación de mercado global del 60 % aproximadamente.

La compañía opera cinco marcas (JOST, Rockinger, Tridec, Edbro y Quicke; esta última adquirida recientemente) bajo el paraguas de JOST Werke AG (matriz).

Cada una de las marcas está especializada en diferentes componentes específicos para los OEM (*Original Equipment Manufacturer*). Bajo la marca JOST, la compañía ofrece productos de alta calidad -en concreto la quinta rueda y el tren de aterrizaje- y gran parte de las ventas de la compañía (74 %) se originan a partir de la venta de estos productos. A través de la marca EDBRO ofrece soluciones de conducción como cilindros hidráulicos para camiones y equipos de minería. Rockinger se especializa en productos de remolque y enganche tanto para el sector de camiones como para agricultura. TRIDEC desarrolla sistemas de dirección y suspensiones de eje tanto para camiones como para trailers. Finalmente, Quicke (incluida a partir de 2020 tras la adquisición de Ålö AB en diciembre de 2019) se especializa en aplicaciones para tractores en el sector de la agricultura.

Hemos adquirido una participación en la compañía (en el Santalucía Eurobolsa y en el Santalucía Europa Acciones) dados los precios a los que cotizaba

Tras varios años buenos en términos de órdenes de producción de camiones y tráilers, se empezó a observar una desaceleración en las diferentes geografías, especialmente en Norteamérica, donde las órdenes alcanzaron máximos cercanos a las 500.000 unidades en 2018

(50-60 % por encima del promedio histórico), produciendo un mix negativo en cuanto a incremento de inventario en los dealerships, débil entorno macroeconómico en el sector, disminución de los "freight rates" y la flota más joven de los últimos 15 años en la región.

Esta situación generó algunas bajadas de rating en el sector, afectando a compañías de calidad como JOST Werke a pesar de ser líder en los productos que desarrolla y contar con altas cuotas en un mercado consolidado, flexibilidad en reducción de costes dado el carácter variable de los mismos y las palancas para disminuir los fijos con cierta rapidez, bajos requerimientos de capital para la ejecución diaria de sus operaciones (*asset light*) y una recurrente generación de caja.

Tomando como referencia los precios de adquisición, no solo contamos con un margen de seguridad elevado, sino que esperamos obtener una rentabilidad aproximada del 50 %.

JOST WERKE

Estimación rentabilidad	50 %
-------------------------	------

LOOMIS (↓)

Hemos disminuido algo nuestra posición en Loomis (en el Santalucía Europa Acciones) después del gran comportamiento de la acción, recogiendo los frutos de una buena gestión operativa.

Seguimos muy confiados en lo atractivo de su modelo de negocio y en la calidad de su equipo gestor. Creemos que podrán seguir generando mucho valor a largo plazo.

PACIFIC DRILLING (↑)

Seguimos teniendo una fuerte convicción en que el precio del petróleo debe mantenerse a \$65-70 a medio-largo plazo para que las petroleras puedan invertir cubriendo su coste capital asegurar que la oferta y la demanda estén en equilibrio. Desde agosto de 2014, la infrainversión en la exploración y desarrollo de petróleo ha sido relevante. El CAPEX a nivel industria debería aumentar en los próximos años (sobre todo en el segmento Offshore).

Hemos aumentado ligeramente nuestra posición en Pacific Drilling (en el Santalucía Europa Acciones). El mal comportamiento de la acción ha producido que su valoración por plataforma petrolífera sea de \$116.5 millones. En nuestra opinión esta valoración es ridícula.

Creemos que, debido a la gran cantidad de achatarramiento desde finales de 2014 en plataformas antiguas y poco eficientes, y al previsible aumento de demanda de plataformas de las petroleras, Pacific Drilling debería generar alrededor de \$200 millones de flujo de caja anualmente en 2022.

Una vez suban las utilizaciones de la flota de Pacific Drilling unido a una generación de caja de forma recurrente, las valoraciones potenciales son entre 3-4x el precio de cotización.

PROSEGUR CASH (↑)

Incrementamos la posición que tenemos en esta compañía (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones, Santalucía Espabolsa y Santalucía Eurobolsa). La compañía está cotizando con un FCF yield superior al 7 %. Esta empresa cumple los tres requisitos básicos que pedimos a una compañía: crecimiento, visibilidad y rentabilidad sostenida que le permita cubrir su coste de capital. Prosegur Cash es una compañía líder a nivel mundial en el transporte y gestión de efectivo.

Mantiene una posición dominante en 10 países en los que opera y es segundo en el resto. Tiene una cuota de mercado cercana al 50 % en América del Sur, geografía de la que proviene el 90 % del Ebit. Opera en tres líneas de negocio: Cash In Transit, Cash Management Services y Nuevos productos. Emplea a 60.000 personas, cuenta con cerca de 10.000 vehículos blindados, tiene más de 500 centros de procesamiento y gestiona 100.000 cajeros.

Prosegur Cash gana dinero vendiendo a bancos y minoristas el uso de su compleja logística. La cuota de mercado, la densidad de las rutas, el tamaño, las capacidades comerciales y la excelencia del servicio determinan la rentabilidad: rentabilidad de un modelo de negocio que es sostenible. La ventaja competitiva de esta compañía es su alta cuota de mercado en los países en los que opera, la densidad de sus rutas, su masa crítica y *know-how*. Una alta cuota de mercado/escala, implica mayor rentabilidad en una industria de altos costes fijos. Podemos describir a Prosegur Cash como el low cost producer de la industria. Esta ventaja le permite tener una rentabilidad sobre el capital empleado superior a su coste de capital de forma sostenida.

Sus fuentes de crecimiento son:

- **Presencia en regiones en las que su negocio crece a dígito simple alto.**
- **Crecimiento inorgánico, consolidando la industria e introduciendo nuevos productos (en la actualidad el peso en ventas de estos nuevos productos alcanza el 15 %).**

Consideramos que esta compañía debería tener una valoración muy superior a la que tiene actualmente, esperando obtener una TIR anualizada superior al 10 % en los próximos tres años.

PROSEGUR CASH

FCF yield	< 7 %
Cuota de mercado	50 %

PRYSMIAN (-)

En este trimestre hemos liquidado la posición en esta compañía italiana (en el Santalucía Eurobolsa y en el Santalucía Europa Acciones). Prysmian es la compañía líder en el diseño, fabricación e instalación de cables eléctricos y de telecomunicaciones.

La empresa cuenta con tres segmentos: proyectos de energía, productos de energía y telecomunicaciones. Proyectos de energía viene explicado por el subsegmento de cable submarino, que tiene unos márgenes superiores a la media de la compañía, pero en la actualidad la cartera de pedidos se encuentra en mínimos, introduciendo gran incertidumbre en el "performance" operativo de la compañía. El segundo segmento -productos de energía- es el más cíclico, con márgenes bajos y muy dependiente de la tasa de crecimiento del PIB y del crecimiento tanto de la obra residencial como comercial (renta disponible). En este segmento las barreras de entrada son bajas, lo que explica la fuerte competencia. El último segmento -telecomunicaciones- viene determinado por el ciclo de CAPEX de las operadoras de telecomunicaciones. Este segmento tiene un margen ligeramente mejor a la media de la compañía. Existe competencia, y no se descarta que ésta aumente con competidores chinos.

Prysmian se ha visto penalizada en bolsa por problemas en un contrato (Western Link), que le ha supuesto un desembolso de más de 130 millones de euros. Además, el pasado año adquirió su cuarto competidor por tamaño, General Cable, introduciendo cierto riesgo de ejecución operativa. Entramos en esta compañía a 7.0x P/E (2021), y salimos en un corto espacio de tiempo a 10,4x P/E (2021).

TÉCNICAS REUNIDAS (↑)

Hemos seguido aumentando nuestra posición (en el Santalucía Europa Acciones) en Técnicas Reunidas. Seguimos viendo la entrada de grandes contratos de calidad y un pipeline de posibles proyectos muy sanos. Observamos que el mercado ha perdido la paciencia y ha dejado de creerse los objetivos a medio plazo de Técnicas Reunidas: ventas alrededor de 5.000-5.500 € con un margen EBIT de entre el 3-4 %. Sin embargo, nosotros estamos firmemente convencidos de que se alcanzará. Nuestras valoraciones a 2-3 años vista son de 35 €/acción (57 % upside) vs los 22-22,5 € a los que se ha realizado el aumento de posición.

TÉCNICAS REUNIDAS

Estimación valor acción 2/3 años	35 €
----------------------------------	------

TELEFÓNICA (↓)

Reducimos exposición a Telefónica en este periodo (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones, Santalucía Espabolsa y Santalucía Eurobolsa). Los pasos adoptados por el equipo gestor en los últimos meses han ido en la buena dirección: venta de Centroamérica, clasificación de Latam (excepto Brasil) como *non core*, venta de torres a Telxius y creación de las unidades de Infra y Tech. Sin embargo, se han descartado medidas de mayor impacto como la desinversión de UK. La duda que surge en esta inversión es la capacidad de Telefónica de aumentar la rentabilidad de sus activos en una industria deflacionista que puede ver el entorno desordenarse, específicamente en España, donde esperamos un aumento de la competencia.

TELEPERFORMANCE (↓)

Teleperformance es un líder de mercado en el outsourcing de procesos. Específicamente es la compañía número uno en soluciones telefónicas (call centers). La compañía ha tenido un gran comportamiento, apoyado en un sólido crecimiento en ventas, expansión de su margen operativo y mejora de su flujo de caja. Incluyendo el tercer trimestre de 2019, Teleperformance lleva más de 30 trimestres presentando un lfl positivo. Los objetivos de 2022 son ambiciosos: crecimiento en ventas del 7 %, alcanzar unas ventas de €7.000 millones y continuar expandiendo el margen. Esperamos que la compañía sea capaz de generar 500 millones de euros de flujo de caja de manera recurrente. Las perspectivas de la compañía siguen siendo igual de sólidas que en el pasado. Sin embargo, y dado el gran comportamiento que ha mostrado la acción en los últimos años y tras un retorno del 40 % en 2019 hemos decidido reducir nuestra posición en la compañía (en el Santalucía Eurobolsa).

TENARIS (↑)

Hemos aumentado nuestro peso (en el Santalucía Europa Acciones y en el Santalucía Eurobolsa) en Tenaris, mayor fabricante mundial de OCTG de carbono. Durante estos últimos meses el shale americano por fin ha empezado a ser algo racional: el CAPEX irracional se ha cortado y el aumento de producción se ha parado. Muchas petroleras de pequeño y mediano tamaño están en serio riesgo de insolvencia. Las grandes petroleras shale más eficientes están mucho más enfocadas en la generación de caja y en la eficiencia en la alocaación de capital. Ha habido un cambio de sentimiento respecto al shale americano en los últimos meses.

Estos hechos han afectado a Tenaris que tiene el 50 % de sus ventas en USA.

Sin embargo, el mercado no está teniendo en cuenta la reactivación mundial en el segmento offshore que tan buenos márgenes da a Tenaris. Estimamos que el aumento de peso se ha realizado a 7-8x flujo de caja. Esperamos obtener TIR's muy interesantes desde estos niveles de valoración.

TUBACEX (↑)

Tubacex es el segundo productor de soluciones tubulares a nivel mundial. Está verticalmente integrado en sus operaciones (acería propia para la fabricación de acero, extrusión en caliente y laminación en frío de los tubos) y cuenta con una estructura comercial única.

A causa de la debilidad del precio del petróleo en estos últimos años, el mercado ha dado la posibilidad de seguir aumentando nuestro peso en Tubacex (en los fondos Santalucía Ibérico Acciones y Santalucía Espabolsa), una compañía con un buen equipo gestor que invierte constantemente en la innovación del producto y el proceso productivo, desarrollando así una cartera de producto de calidad y diferencial. Adicionalmente, esperamos que el ciclo de inversión en O&G (Oil and Gas) en los próximos años aporte un nivel considerable de proyectos rentables para la compañía, que se verían reflejados en el rendimiento del valor, esperando alcanzar alrededor de un 40 % en los próximos 3 años.

TUBACEX

Estimación

40 %

rendimiento de valor

VERALLIA (+)

Hemos iniciado una pequeña posición en Verallia en el Santalucía Eurobolsa y en el Santalucía Europa Acciones. Verallia es uno de los fabricantes de vidrio más grandes de Europa además de ser el segundo productor en Chile, Argentina y Brasil. Su producción anual es de alrededor de 5.750 millones de toneladas de vidrio.

Nuestro conocimiento del sector de vidrio en Europa es muy extenso debido a nuestra exitosa inversión en Vidrala, que seguimos manteniendo en las estrategias ibéricas. Los rasgos más importantes de esta industria son:

1. **Concentración:** los 5 productores más grandes controlan en torno al 75 % de la cuota de mercado.
2. **Crecimiento:** el vidrio es reciclable multitud de veces, lo que lo hace un material sostenible. La demanda de vidrio crece en torno al crecimiento del PIB.
3. **Disciplina:** al ser un sector con unos costes fijos muy altos, los 5 jugadores que controlan el mercado son extremadamente disciplinados a la hora de ampliar capacidad.
4. **Proximidad:** tienes que estar cerca de tu cliente. El vidrio viaja mal y de forma cara, con lo cual no puedes estar lejos de tu cliente si quieres ser competitivo.
5. **Utilización:** la industria del vidrio europea está operando casi a plena capacidad.

No acudimos a la salida a bolsa, pero después de llevar a cabo un análisis minucioso y de hablar con el equipo gestor de Verallia decidimos abrir una pequeña posición.

Nuestra tesis de inversión es que en el año 2021 Verallia será capaz de tener márgenes EBITDA del 25 %, además de generar 300 millones de flujo libre de caja. Estimamos que nuestras rentabilidades a largo plazo desde los precios de compra serán alrededor del 13 % anual.

VERALLIA

Estimación márgenes EBITDA	25 %
Estimación flujo libre de caja	300 M
Estimación rentabilidad inversión LP	13 % anual

05

Renta Fija



COMENTARIO SOBRE COYUNTURA DE MERCADOS DE RENTA FIJA

El contexto para los mercados de Renta Fija continúa siendo positivo, dominado por **tasas de crecimiento global por debajo del potencial**, ausencia de presiones inflacionistas y políticas monetarias laxas por parte de los principales bancos centrales, además de menores incertidumbres sobre la guerra comercial y un Brexit sin acuerdo.

Los tipos libres de riesgo han repuntado en el trimestre como consecuencia del mayor optimismo, que ha generado ventas de bonos de gobiernos, especialmente el alemán, cuyo plazo a 10 años ha subido del -0,56 % al -0,19 %. La prima de riesgo española ha tenido un buen comportamiento, cerrando en 65 puntos básicos, a pesar de la incertidumbre política, mientras que la italiana ha ampliado ligeramente hasta 160 p.b., mientras que **los diferenciales de crédito corporativos**, donde los fondos se encuentran sobreponderados, **han estrechado**, especialmente en la deuda financiera y subordinada, **aportando valor relativo a las carteras**.

1. Principales visiones implementadas en los fondos de renta fija.

- **Cautos en duración:** mantenemos una infraponderación en duración con objeto de mitigar el riesgo de tipo de interés en las carteras ante potenciales repuntes de tipos de interés. La exposición de los fondos a los tramos largos y superlargos de las curvas de tipos es muy reducida.
- **Sobreponderación de crédito frente a soberanos:** seguimos viendo más valor en la deuda corporativa que en la gubernamental, por el valor relativo que ofrecen sus diferenciales. Los bonos corporativos se verán más beneficiados por las compras por parte del Banco Central Europeo.
- **Sobreponderación de periferia frente a Core:** las rentabilidades que ofrecen los países periféricos ofrecen mayor valor relativo que la de los países centrales europeos. Mantenemos la sobreponderación de España e Italia frente a Alemania. Pensamos que la deuda alemana se seguirá comportando peor que la periférica.
- **Infraponderación en Reino Unido:** como consecuencia de las incertidumbres sobre el Brexit y el impacto que pudiera tener en la economía y emisores británicos, mantenemos una reducida exposición a UK e Irlanda. Siguen existiendo incertidumbres regulatorias y comerciales en Reino Unido.
- **Sobreponderar Tesoros USA frente a Alemania:** el diferencial que ofrecen los bonos soberanos USA sigue siendo atractivo frente a Alemania, por lo que esperamos que siga convergiendo, especialmente en los cortos plazos donde tenemos estrategias de valor relativo en los fondos en el tramo a 2 años, sin exposición a divisa. La Reserva Federal, con sus compras de Letras del Tesoro, seguirá soportando los cortos plazos de la curva americana.

- **Sobreponderación del sector financiero frente al no financiero:** la regulación bancaria ha conseguido balances más robustos, líquidos y equilibrados, reduciendo la probabilidad de default de los emisores bancarios. Además, los bonos bancarios ofrecen una mayor gama de productos, permitiendo diversificar por país, y grado de subordinación de los instrumentos en función de cada emisor: senior preferred, senior non preferred, Tier 2 o AT1.
- **Posiciones reducidas de liquidez:** como consecuencia del coste de la liquidez hemos reducido las posiciones de cash en los fondos a la zona del 2 %.

GAMA DE FONDOS DE RENTA FIJA

SANTALUCÍA RENTA FIJA 0-2 ★★★★★

En el cuarto trimestre del año, **el fondo ha seguido beneficiándose del buen comportamiento de los bonos corporativos**, ya que se encuentran sobreponderados en esta clase de activo. Los diferenciales de crédito han vuelto a estrechar en el trimestre, favorecidos por las políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales, especialmente tras el anuncio de que el BCE, además de bajar de nuevo el tipo del depósito hasta el -0,50 %, continúa su programa de compras de activos por 20.000 millones de euros mensuales, lo que sigue presionando a la baja las rentabilidades ofrecidas por los bonos a corto plazo. Hemos abierto una posición de valor relativo a 2 años entre bonos americanos y alemanes, que se beneficia del estrechamiento del diferencial, sin exposición a divisa. Durante el trimestre gestionamos activamente la exposición a Deuda Pública italiana en plazos cortos aprovechando ampliaciones de sus primas de riesgo. **Continuamos infraponderados en bonos alemanes y sobreponderados en bonos periféricos, especialmente españoles.** Mantenemos diversificación en el sector financiero, donde hemos mantenido las posiciones en bancos españoles.

Seguimos aprovechando oportunidades de inversión en plazos cortos en diferentes clases de activos como pagarés, titulaciones, bonos con cupón flotante o emisiones a medida, que permitan al fondo estar invertido a rentabilidades positivas.

	TABLA DE RENTABILIDADES Santalucía Renta Fija 0-2		
	2019	3 años	5 años
Santalucía Renta Fija 0-2	1,6	0,61	1,42
Benchmark	0	-0,55	-0,21
Diferencial	1,6	1,16	1,63

GAMA DE FONDOS DE RENTA FIJA

SANTALUCÍA RENTA FIJA ★★★★★

SANTALUCÍA RENTA FIJA DINÁMICA ★★★

Los fondos se han beneficiado del estrechamiento de los diferenciales de crédito, ya que han mantenido sobreponderación al crédito corporativo durante el trimestre. Durante este periodo se han tomado beneficios en la posición larga de US Treasury frente al Bund alemán a 10 años, aprovechando el estrechamiento de su diferencial. Hemos abierto posición en el diferencial USA-Alemania en el plazo 2 años, sin exposición a divisa, ya que esperamos que las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal puedan beneficiar los plazos cortos de la curva americana. Hemos realizado gestión activa en la curva de Tesoro italiano aprovechando ampliaciones de diferenciales.

Seguimos manteniendo exposición a periferia, especialmente a España, tanto en deuda soberana y autonómica, como corporativa y financiera. Los bonos periféricos, principalmente bancos, se siguen beneficiando del estrechamiento que han tenido las primas de riesgo, en particular, la española. Los fondos continúan en bandas bajas de duración, en el entorno de 2,5 años, con objeto de reducir el riesgo de tipo de interés de las carteras. **Continuamos con una reducida exposición a países más expuestos al Brexit**, como Reino Unido e Irlanda, **y en sectores más expuestos a una guerra comercial** como autos, industriales o retailers. Sectorialmente, seguimos favoreciendo el sector financiero, tanto en senior como en subordinado, donde vemos oportunidades de mejora crediticia, así como la periferia europea (España y Italia). Hemos tomado posiciones en híbridos corporativos, AT1, titulizaciones y bonos subordinados bancarios de emisores de alta calidad crediticia.

	TABLA DE RENTABILIDADES: Santalucía Renta Fija		
	2019	3 años	5 años
Santalucía Renta Fija	3,64 %	2,38 %	8,11 %
Benchmark	3,66 %	4,3 %	8,57 %
Diferencial	-0,02 %	-1,92 %	-0,46 %

	TABLA DE RENTABILIDADES: Santalucía Renta Fija Dinámica		
	2019	3 años	5 años
Santalucía R.F. Dinámica	5,23 %	5,49 %	7,64 %
Benchmark	3,66 %	4,3 %	8,57 %
Diferencial	1,57 %	1,19 %	-0,93 %

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

www.santaluciaam.es

———— SÍGUENOS EN ————



El presente documento ha sido preparado exclusivamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra o venta de valores ni de realización de operación financiera alguna. Este informe tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución, reproducción o publicación sin el permiso previo de **SANTA LUCÍA ASSET MANAGEMENT, SGIIC, SAU.**