

# CARTA TRIMESTRAL

# A NUESTROS INVERSORES

PRIMER  
TRIMESTRE  
2020

**santalucía**

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

*Sabes ahorrar, sabemos invertir.*

# Índice

<b><u>00</u></b>	<b>Carta al partícipe</b>	<b>04</b>
<b><u>01</u></b>	<b>Estrategia y visión de los mercados</b>	<b>06</b>
<b><u>02</u></b>	<b>Posicionamiento estratégico Fondos Mixtos</b>	<b>12</b>
<b><u>03</u></b>	<b>Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto</b>	<b>14</b>
	<b>Santalucía Selección Prudente</b>	
	<b>Santalucía Selección Equilibrado</b>	
	<b>Santalucía Selección Decidido</b>	
	<b>Santalucía Fonvalor Euro</b>	
	<b>Santalucía Retorno Absoluto</b>	
	<b>Santalucía Renta Variable Internacional</b>	
<b><u>04</u></b>	<b>Renta Variable</b>	<b>21</b>
	<b>4.1. Gama de Fondos de Renta Variable</b>	<b>22</b>
	Santalucía Ibérico Acciones	
	Santalucía Espabolsa	
	Santalucía Europa Acciones	
	Santalucía Eurobolsa	
	<b>4.2. Análisis de nuestras carteras</b>	<b>26</b>
	Estrategia Ibérica	
	Estrategia Europea	

# Índice

## 4.3. Comentario de empresas 30

AIRBUS | AMADEU | APPLUS | ÁRIMA |  
ATRESMEDIA | BBVA | BEFESA | BOSKALIS |  
BRENNTAG | CAIXABANK | CELLNEX |  
CERVED | COCA COLA EUROPEAN  
PARTNERS | ENCE | ESPRINET | EURONEXT  
| FLUIDRA | FREEPORT MCMORAN |  
FRESENIUS MEDICAL CARE | GESTAMP |  
GRUPO CATALANA OCCIDENTE | INDITEX |  
INTESA SANPAOLO | KRONES | LOGISTA |  
LOOMIS | MERLIN PROPERTIES | PROSEGUR  
CASH | ROYAL DUTCH SHELL | TELEFONICA  
| TENARIS | TIKEHAU | VERALLIA | VIDRALA  
| VISCOFAN | VOLKSWAGEN | WORLDLINE

## **05** Renta Fija 47

### 5.1. Comentario sobre coyuntura de mercados 48

### 5.2. Gama de Fondos de Renta Fija 49

Santalucía Renta Fija 0-2  
Santalucía Renta Fija  
Santalucía Renta Fija Dinámica



# 00

---

**Carta al partícipe**

# El mundo del mañana

## Estimado partícipe:

Permítanos compartir con usted una reflexión que adquiere especial vigencia en estos días que nos ha tocado vivir como ahorradores/ inversores: **la incertidumbre es un impuesto directo a los mercados financieros y a la actividad económica.**

Nos parece relevante compartir dicha reflexión porque lo cierto es que **el COVID19 ha acabado, en cuestión de pocas semanas, con gran parte de lo que creíamos conocer acerca de nuestro futuro en el corto y medio plazo.** Sin lugar a dudas, como sociedad, nos hemos enfrentado en el pasado a mayores tragedias en lo social y económico, pero nunca antes habíamos tenido tan poco tiempo, apenas cuatro semanas, para asimilar una situación de estrés de tal magnitud. Este hecho se ha visto reflejado en el comportamiento de los activos financieros puesto que hemos vivido el mercado bajista más rápido de la historia, es decir, **aunque hemos sufrido en el pasado mayores caídas en los precios, nunca antes dichas caídas ocurrieron en un plazo tan corto de tiempo como ha ocurrido en el pasado mes de marzo.**

Desde Santalucía Asset Management queremos que usted, como partícipe, sea conocedor de que:

- La confianza en **la calidad de la carteras que gestionamos es muy alta.** Invertimos en negocios que son y serán necesarios en nuestra sociedad, en compañías con bajos niveles de endeudamiento, que ocupan las principales posiciones en sus segmentos y están gestionadas por equipos directivos competentes.
- Somos conscientes de que las compañías presentes en los fondos sufrirán en sus cuentas de resultados los efectos de esta pandemia en los próximos trimestres, pero estamos convencidos de que sus especiales características les permitirán salir reforzadas de esta crisis.
- Dicho lo anterior, nuestras carteras no son estáticas. **Hacemos un seguimiento continuo de las inversiones en las que confiamos** para garantizar que mantienen en todo momento los estándares que nos han llevado a confiar en ellas.
- **La incertidumbre también supone oportunidad. Estamos aprovechando la coyuntura actual para adquirir compañías de gran calidad a precios muy ajustados.** Confiamos en que las decisiones de compra que estamos tomando en el momento presente, den como fruto rentabilidades atractivas y consistentes en el futuro.

Una última reflexión que queremos compartir con usted. ¿Cómo cree que será el mundo del mañana? ¿Cree que seguirán existiendo empresas? ¿Seguirá habiendo consumidores de los productos y servicios que producen esas empresas? Nosotros estamos convencidos de que sí. **Como sociedad, recuperaremos la normalidad gradualmente... y necesitaremos los productos y servicios que ofrecen las empresas.** Aunque no todas van a sobrevivir: desaparecerán algunas y sobrevivirán otras. **Las compañías mejor preparadas, aquellas con negocios y balances sólidos, líderes, y con equipos directivos capaces no solo sobrevivirán sino que aumentarán su valor y consolidarán su posición en el futuro cercano. Éstas son las compañías por las que apostamos, con usted, en nuestros fondos.**

**GONZALO MESEGUER**

Director General Santalucía Asset Management

# 01

---

## Estrategia y visión de los mercados



**santalucía**  
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■



**santalucía**  
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■



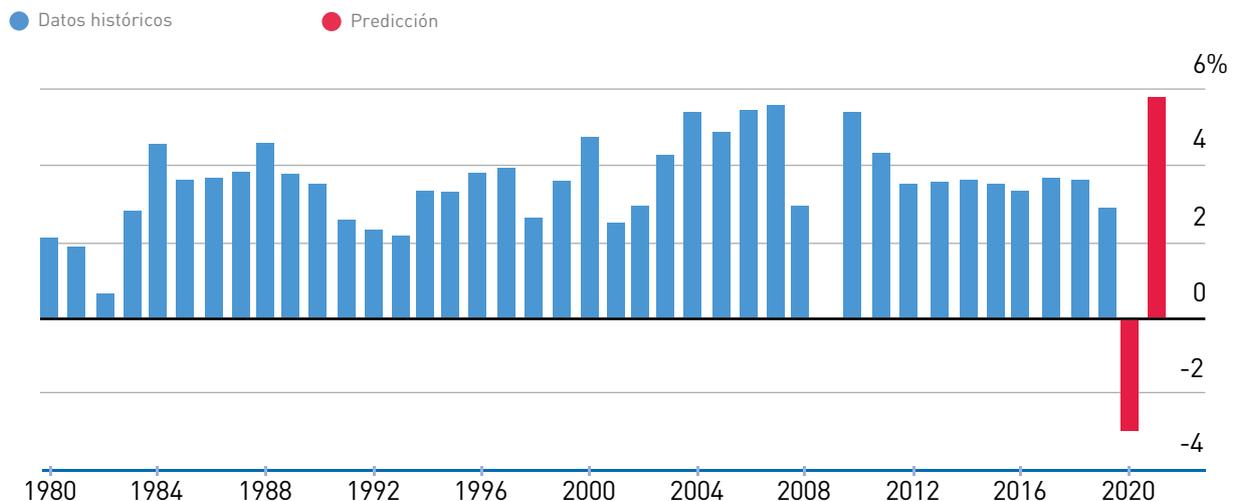
**santalucía**  
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

# Todo ha cambiado

El 1T2020 se ha caracterizado por una crisis sanitaria y, por ende, económica a nivel mundial, derivada de la pandemia COVID-19. El mundo entero se ha visto confinado, en respuesta a la rápida y mortal propagación del virus, y la actividad económica se ha paralizado totalmente a nivel global, en respuesta a las estrictas medidas de contención implementadas por los Gobiernos. **Esta crisis ha sido la más intensa y profunda de los últimos 100 años, y la sensación que deja es que “todo ha cambiado”, aunque también parece que, si las cosas salen bien, no tendrá una duración larga.** Las previsiones apuntan a una recuperación total entre el 4T2020 y el 1T2021, con una progresiva recuperación a lo largo del resto del año, a medida que vaya remitiendo el virus y se vayan produciendo reaperturas en las economías.

Las últimas previsiones del FMI apuntan a una recesión profunda, incluso mayor que la del año 2008, con fuerte recuperación posterior:

## PIB MUNDIAL ANUALIZADO

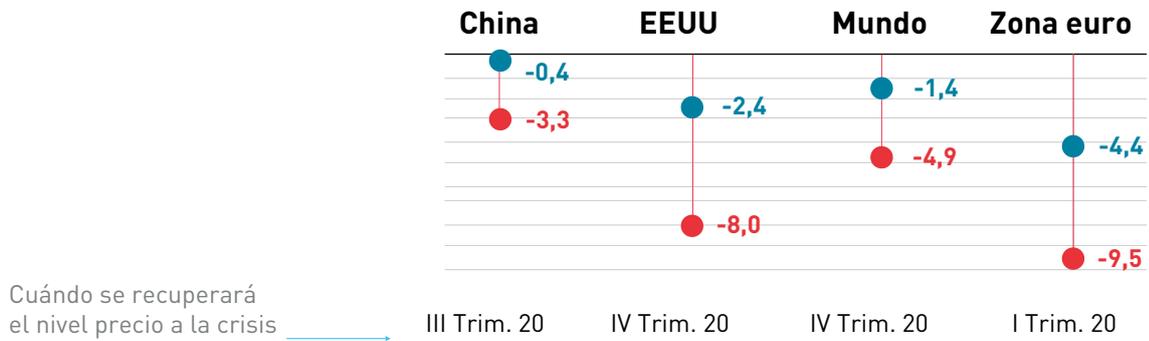


Fuente: Fondo Monetario Internacional

Por áreas geográficas, las previsiones apuntan a que EEUU y Europa serán las más perjudicadas, con caídas del PIB de entre el -8% y el -10% entre el 1T y 2T2020:

## EL PIB Y SU CRECIMIENTO EN CHINA

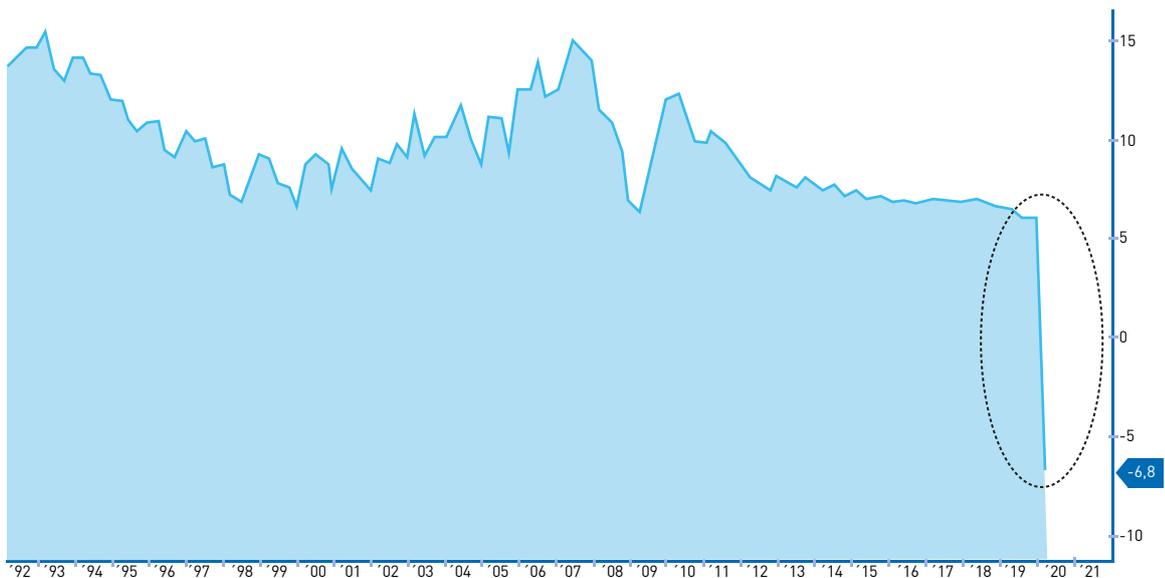
- PIB 2020 (e)
- Caída del PIB IV trim, 2019 II trim. 2020 (e)



Fuente: Mckinsey & Company

El precedente de la crisis en China arroja dos lecturas contradictorias para el resto del mundo, que convergen en una conclusión: “la crisis será profunda pero corta”. En el lado negativo, se observan fuertes caídas de la actividad económica de China, sin precedentes en la historia del país (-6,8% del PIB en el 1T), algo que es perfectamente extrapolable a EEUU y Europa:

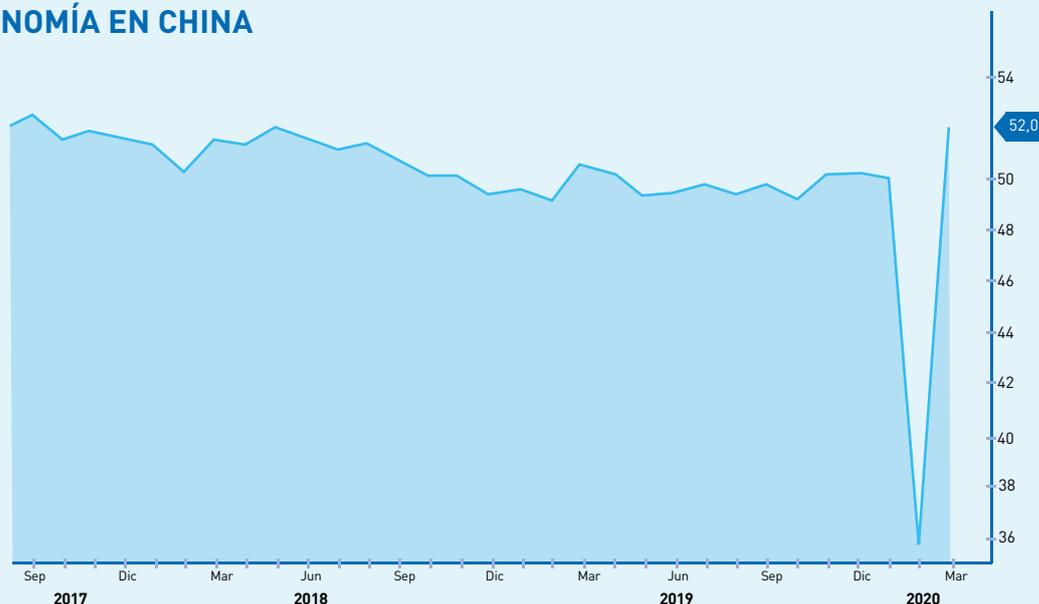
## GRÁFICO DE CRECIMIENTO DEL PIB EN CHINA



Fuente: Bloomberg

En el lado positivo, la recuperación posterior será total, al menos eso señalan los primeros indicadores adelantados de actividad en China tras la reapertura del país:

## GRÁFICO DEL PMI DE EXPECTATIVAS ADELANTADAS DE LA ECONOMÍA EN CHINA



Fuente: Bloomberg

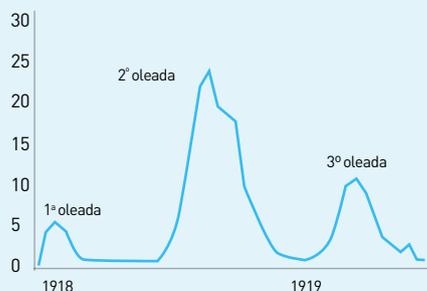
El mayor riesgo para la recuperación es que se produzcan nuevas recaídas a consecuencia de nuevos brotes del virus. La crisis sanitaria no tiene precedentes, es dinámica e impredecible, lo que supone ser vulnerables a posibles recaídas, más aún si tenemos en cuenta las dudas que existen acerca de la disponibilidad y efectividad de los test y la falta de una vacuna o tratamiento a corto plazo.

La historia nos indica que, en otras pandemias, se han producido sucesivas oleadas de casos:

## EVOLUCIÓN DE EPIDEMIAS ANTERIORES EN CHINA

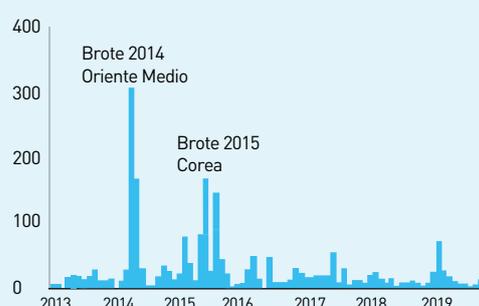
### GRIPE ESPAÑOLA

Nº fallecimientos en Reino Unido por cada 1.000 personas.



### CORONAVIRUS SARS

Nº de casos/mes a nivel mundial.



Fuente: Centro USA para control de enfermedades, OMS, Instituto de análisis BCG Henderson

No obstante, **a diferencia de otras crisis, este riesgo se ha mitigado gracias a la contundente acción de Bancos Centrales y Gobiernos**, con medidas de estímulo fiscal y monetario también sin precedentes.

## PUBLICACIÓN CHRISTINE LAGARDE EN TWITTER 18/03/2020



## Luz al final del túnel

Pues bien, con todo ello, parece que las últimas noticias sobre la evolución del virus son alentadoras y apuntan a un pronto levantamiento de las medidas de contención, lo que debería propiciar una progresiva recuperación económica:

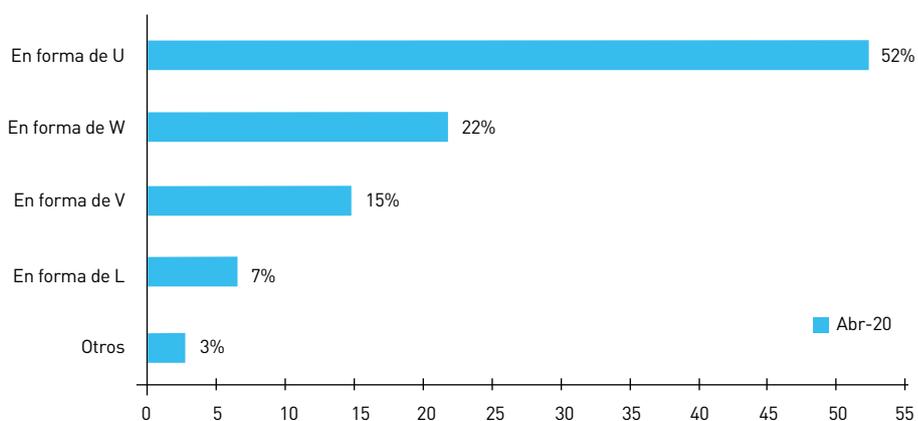
## PUBLICACIÓN DONALD TRUMP EN TWITTER 6/4/2020



La cuestión por tanto será determinar cómo dicha recuperación se trasladará hacia los mercados. Al igual que al cierre del año 2019 el sentimiento de los inversores era extremadamente positivo, en aquel entonces lo denominábamos efecto FOMO (“Miedo a perderse la recuperación” por sus siglas en inglés) dados unos tipos negativos que empujaban a tomar posiciones de riesgo, en la actualidad el sentimiento es extremadamente negativo, fruto del pánico que el virus COVID-19 ha provocado entre los inversores.

Por tanto, tras una recuperación inicial de las bolsas en abril en forma de “V”, que ha sido en la mayoría de los casos > 50% de las caídas previas, **el escenario central de mercados anticipa que la recuperación será con altibajos y más en forma de “W” en el corto plazo** y, en función de la evolución de la crisis, dando forma a lo que será una lenta y progresiva recuperación de medio plazo en forma de “U”:

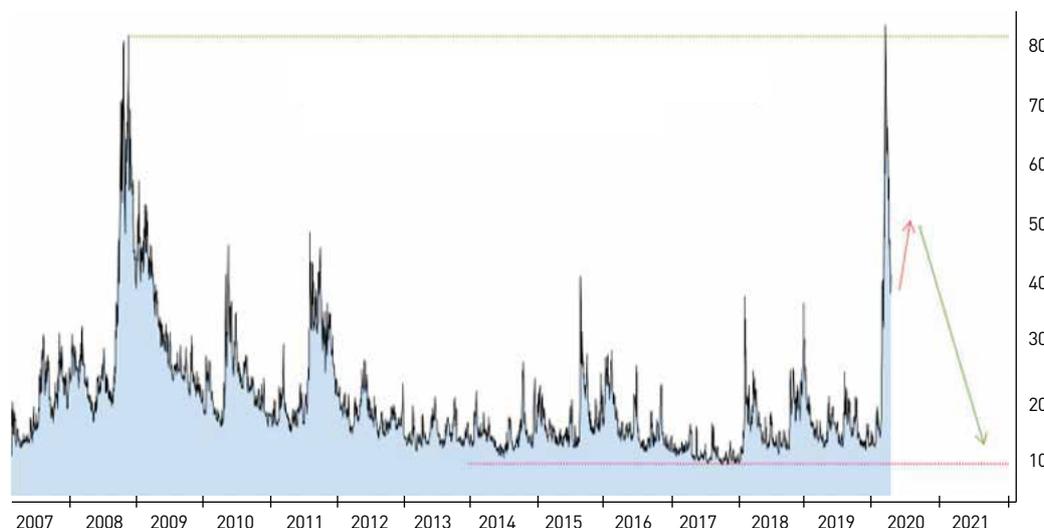
## ENCUESTA REALIZADA ENTRE INVERSORES INSTITUCIONALES ACERCA DE CÓMO SE ESPERA LA RECUPERACIÓN



Fuente: Bank of America

Bajo estas previsiones, y tras haber alcanzado la volatilidad niveles máximos no vistos desde la crisis del año 2008, ahora parece que debería tender a disminuir, en línea con su patrón histórico de comportamiento:

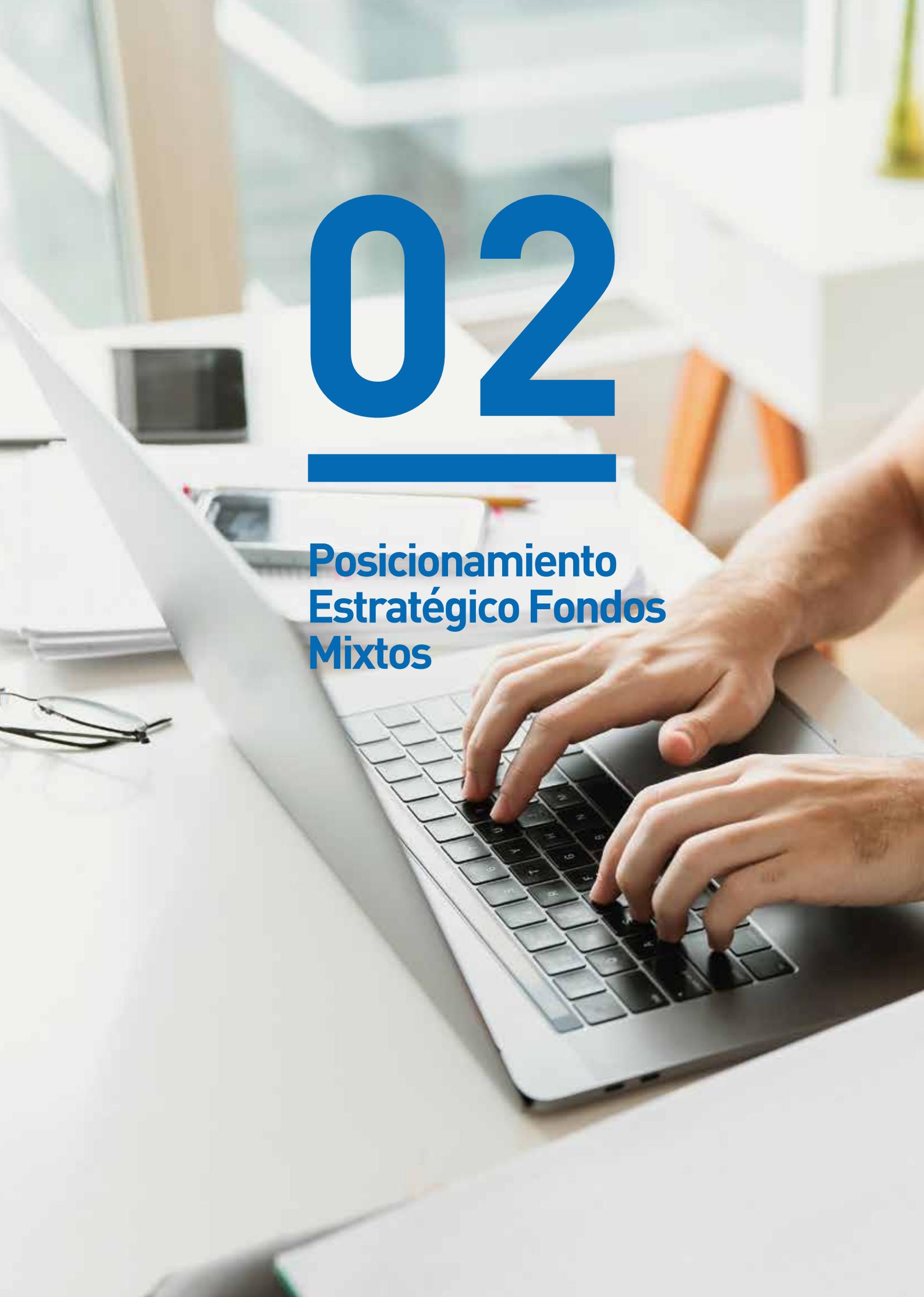
## GRÁFICO DE LA EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD (VIX) DEL S&P500



Fuente: Bloomberg

# 02

## Posicionamiento Estratégico Fondos Mixtos



# Posicionamiento estratégico

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

**En Renta Variable:** niveles de exposición neta por encima del nivel neutral de inversión (punto medio de exposición sobre el total de la capacidad), esto es, al 70% de la capacidad máxima de inversión, con peso total en RV:

- ✓ Del **20%** en los Fondos de RF Mixta 0-30
- ✓ Del **45%** en los Fondos de RV Mixta 30-50
- ✓ Del **60%** en los Fondos de RV Mixta 30-75

La cartera está equilibrada y diversificada por áreas geográficas, sin llegar a perder su histórica mayor correlación con Europa.

**En Renta Fija:** sesgo de cartera hacia crédito (Investment Grade > High Yield) bonos financieros (Investment Grade) y gobiernos periféricos (España e Italia). La duración de tipos es relativamente baja (<3 años)

# 03

---

**Gama de Fondos  
Mixtos y Retorno  
Absoluto**



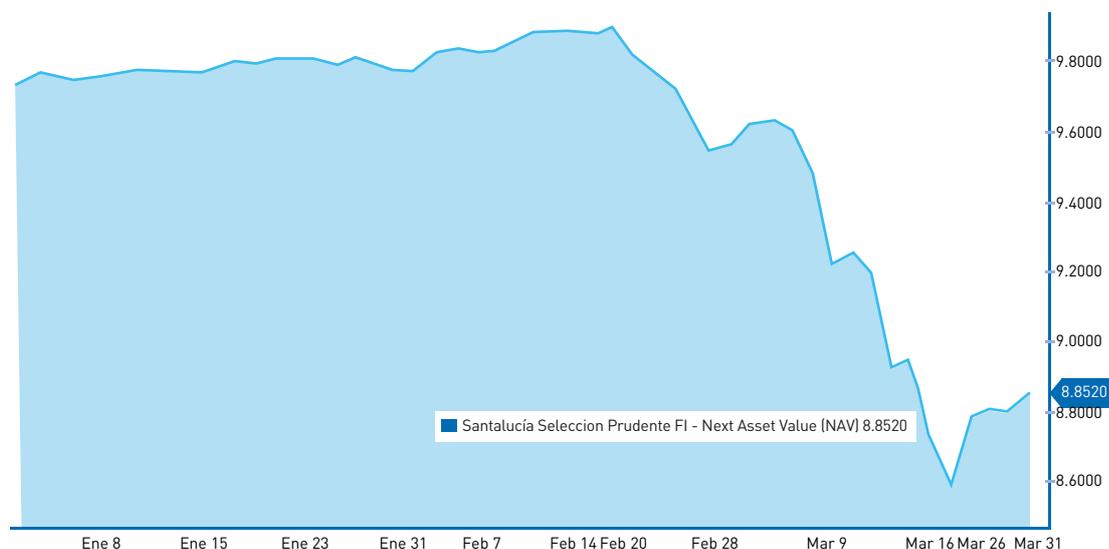
# Santalucía Selección Prudente

## Descripción y comentario

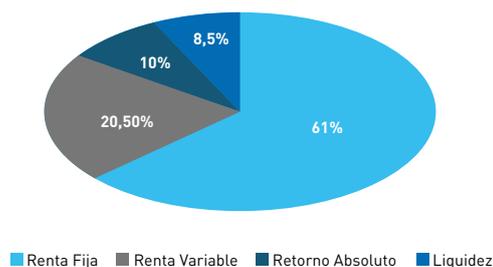
Fondo Mixto de perfil conservador, con una exposición máxima en RV del 30% pero que en la actualidad es cercana al 20%, esto es, el 70% de la capacidad máxima permitida. El resto se distribuye entre RF y liquidez y la cartera está equilibrada, sin sesgos regionales significativos y construida desde una perspectiva global.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO		
Rentabilidad 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
<b>-9,09%</b>	<b>-7,39%</b>	<b>3,25%</b>

## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020



ACTIVOS	
Renta Fija	61%
Renta Variable	20,50%
Retorno absoluto	10,00%
Liquidez	8,50%



# Santalucía Selección Equilibrado

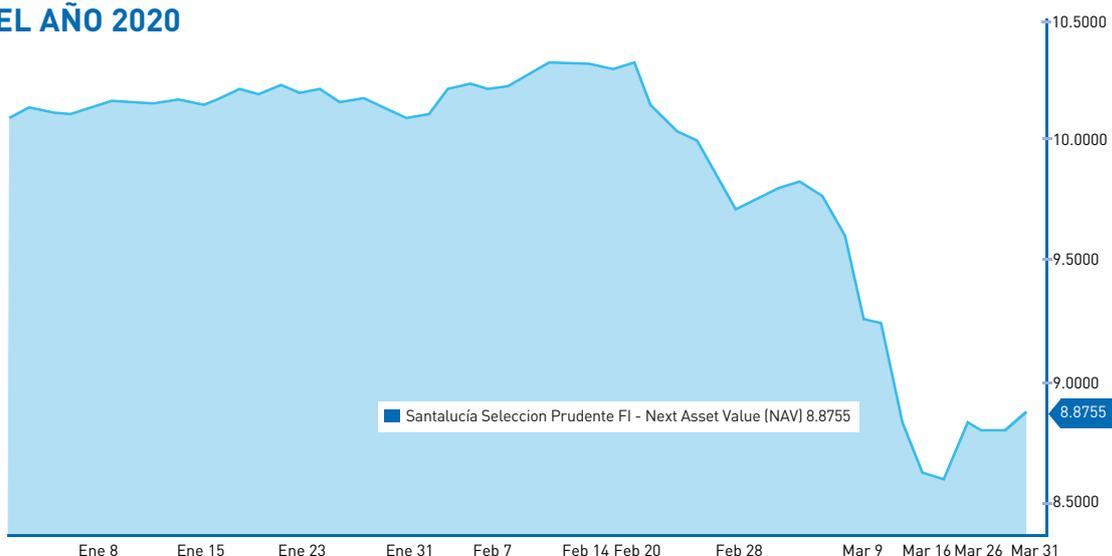
## Descripción y comentario

Fondo Mixto de perfil moderado, con una exposición neta actual en RV del 44%, esto es, el 70% de la capacidad máxima permitida (50%). El resto se distribuye entre RF y liquidez y la cartera no tiene sesgos regionales significativos, estando construida desde una perspectiva global.

### PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
<b>-11,89%</b>	<b>-8,46%</b>	<b>4,79%</b>

## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020

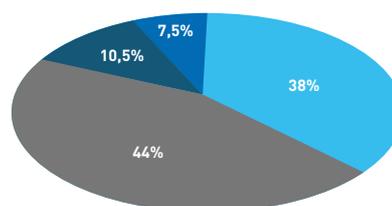


### ACTIVOS & ESTRATEGIAS

RENDA FIJA	38,00%
RENDA VARIABLE	44,00%
RETORNO ABSOLUTO	10,50%
LIQUIDEZ	7,50%
RF EUROPA	38,00%
RF EEUU	44,00%
RF EMERGENTES	10,50%
RF GLOBAL	7,50%
RV EEUU	38,00%
RV EUROPA	44,00%
RV EMERGENTES	10,50%
RV GLOBAL	7,50%
EURO	10,50%
DÓLAR	7,50%

### ACTIVOS

Renta Variable	38,00%
Renta Fija	44,00%
Retorno absoluto	10,50%
Liquidez	7,50%



■ Renta Fija ■ Renta Variable ■ Retorno Absoluto ■ Liquidez

**santalucía**

■ ASSET MANAGEMENT ■

*Sabes ahorrar, sabemos invertir.*

# Santalucía Selección Decidido

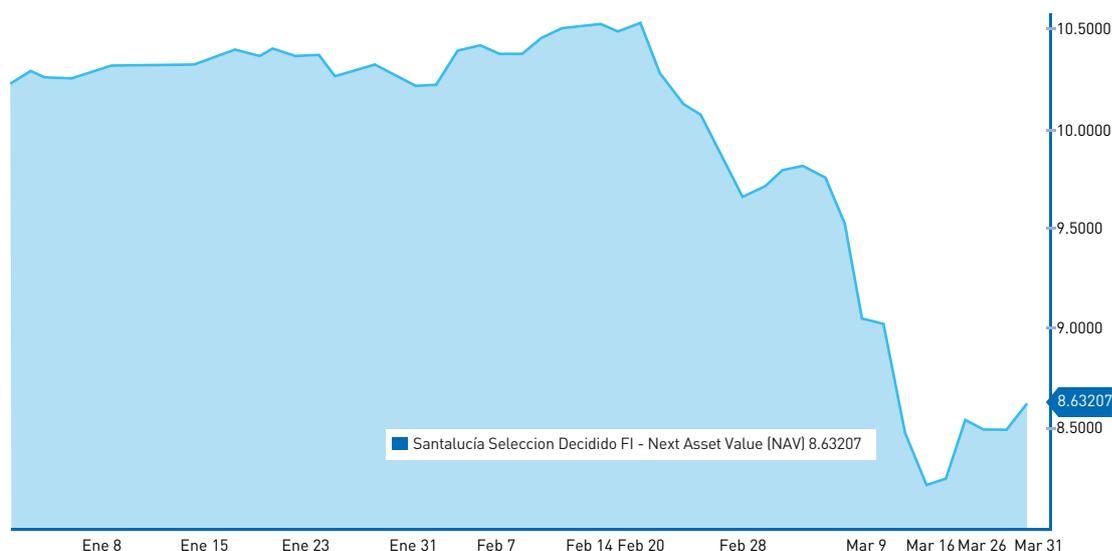
## Descripción y comentario

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.

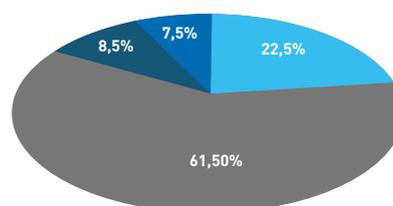
### PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-15,54%	-11,74%	6,83%

## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020



ACTIVOS	
Renta Fija	22,50%
Renta Variable	61,50%
Retorno absoluto	8,50%
Liquidez	7,50%



■ Renta Fija ■ Renta Variable ■ Retorno Absoluto ■ Liquidez

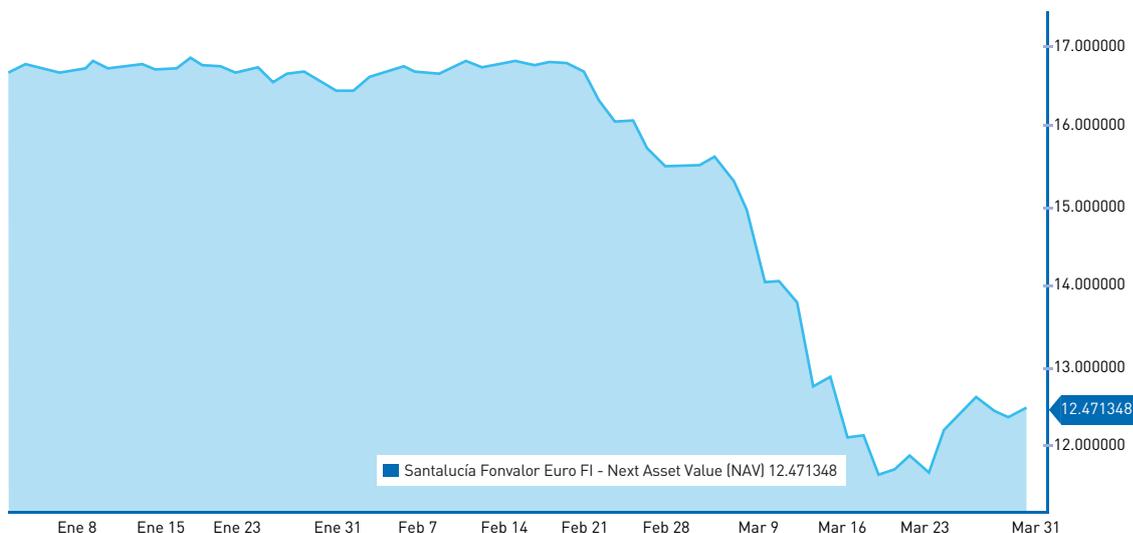
# Santalucía Fonvalor Euro

## Descripción y comentario

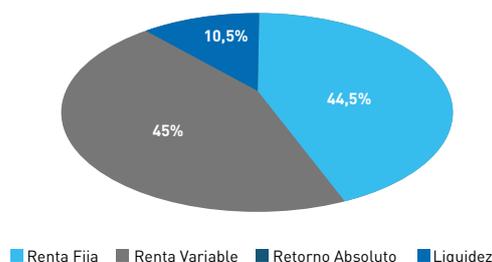
Fondo Mixto global multiactivo, que puede invertir hasta un máximo del 75% en Renta Variable. Actualmente, el nivel de exposición neta en RV es del 45% y la cartera está formada por una cesta de entre 40 y 45 valores, con foco en Europa y diversificada por sectores. En RF, la exposición neta es del 30% en la actualidad y el sesgo de la cartera es flexible y oportunista, con una atractiva rentabilidad media ponderada a vencimiento de los bonos en cartera del 7% para una duración de tipos de 3 años.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO		
Rentabilidad 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
<b>-25,10%</b>	<b>-23,78%</b>	<b>15,96%</b>

## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020



ACTIVOS	
Renta Fija	44,50%
Renta Variable	45,00%
Retorno absoluto	0,00%
Liquidez	10,50%



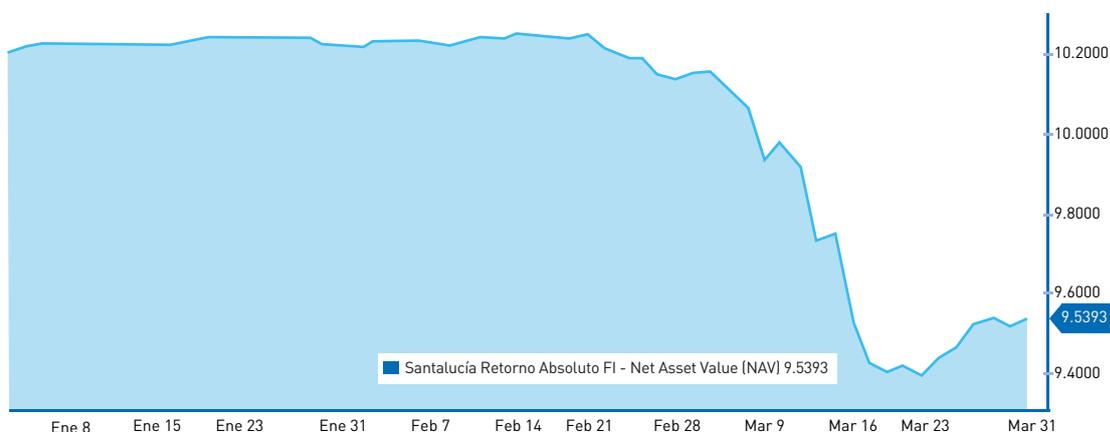
# Santalucía Retorno Absoluto

## Descripción y comentario

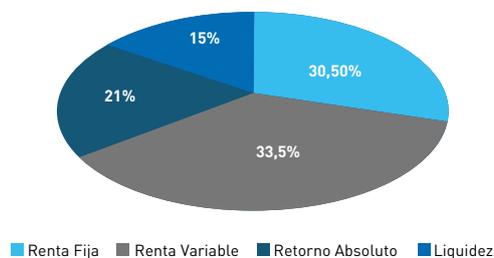
Fondo de Retorno Absoluto que destaca por su objetivo de obtención de rentabilidad positiva (no garantizada) en cualquier entorno de mercado y con un riesgo controlado. Igualmente destaca por su escasa correlación con los activos tradicionales de Renta Fija y Renta Variable. Aprovechando las subidas 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 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
<b>-6,50%</b>	<b>-5,45%</b>	<b>1,20%</b>

## POSICIONAMIENTO Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020



ACTIVOS	
Renta Fija	30,50%
Renta Variable	33,50%
Multiestrategia	21,00%
Liquidez	15,00%



# Santalucía Renta Variable Internacional

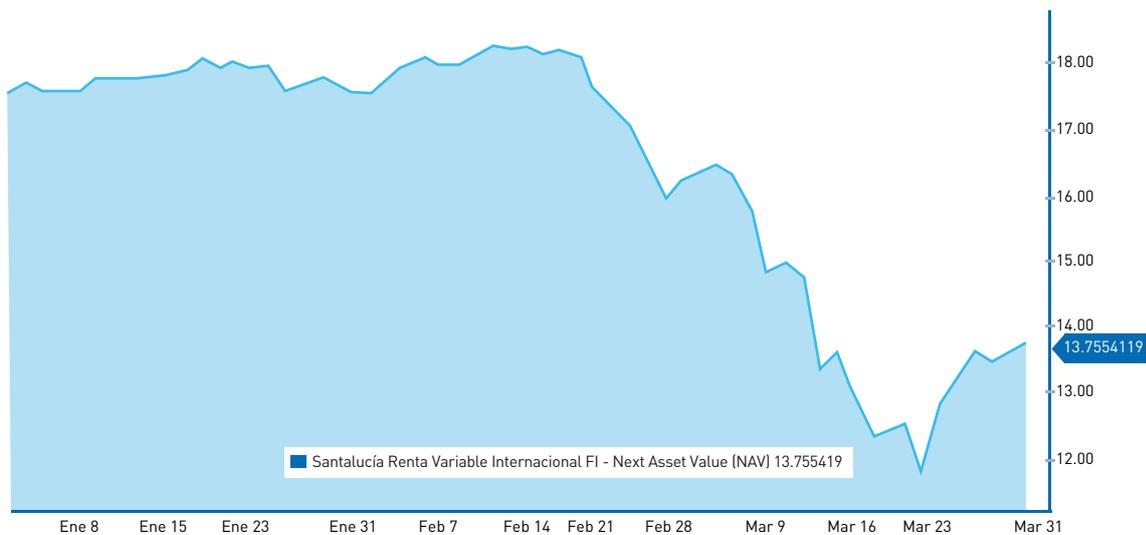
## Descripción y comentario

Fondo de Renta Variable global cuya filosofía de gestión está basada en la asignación de pesos por países, sectores, factores y estilos de gestión, en función del entorno de mercados. El Fondo toma como referencia el índice MSCI World con divisa cubierta en euros. En la actualidad, presenta un sesgo hacia EEUU con apuestas sobre estrategias de gestión activa.

### PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

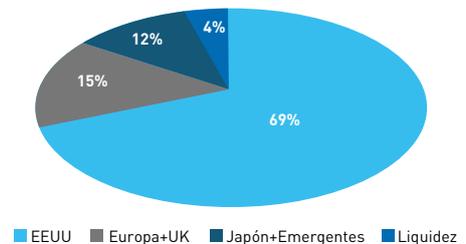
Rentabilidad 1T2020	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
<b>-17,82%</b>	<b>-9,95%</b>	<b>21,48%</b>

## POSICIONAMIENTO Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2020



### DISTRIBUCIÓN POR PAISES

EEUU	69,00%
EUROPA + UK	15,00%
JAPÓN + EMERGENTES	12,00%
LIQUIDEZ	4,00%



# 04

## Renta Variable



## 4.1. Gama de fondos de Renta Variable

### Santalucía Ibérico Acciones ★★★★★

#### Comentario de gestión

Durante el primer trimestre de 2020 el fondo Santalucía Ibérico Acciones se ha dejado un -31,38% frente a una caída del -27,65% de su índice de referencia (85% IBEX35 NR/15% PSI20 NR). Las compañías que más rentabilidad han restado al fondo han sido Técnicas Reunidas, Merlin Properties, Prosegur Cash y Talgo. Por otro lado, Viscofan, Árima, Coca-Cola European Partners y Cellnex en mayor medida, han aportado rentabilidad positiva durante el periodo.

Durante este trimestre hemos aprovechado las caídas generales del mercado para iniciar posición en Amadeus, Grupo Catalana Occidente y Airbus. A su vez, hemos incrementado nuestra exposición en compañías como Logista, Royal Dutch Shell, Caixabank, Gestamp, Ence, Merlin Properties y Coca-Cola European Partners.

En cuanto a reducciones, hemos vendido BBVA, Vidrala, Viscofan, Fluidra, A3M y Cellnex; dichas ventas han sido realizadas por temas de valoración y como fuentes de liquidez para incrementar nuestra posición en aquellas compañías que consideramos que cuentan con un mayor potencial de revalorización y que esperamos aporten una rentabilidad superior a la cartera de cara al futuro. Finalmente, se ha cerrado la posición en Árima Socimi por los mismos motivos mencionados anteriormente.

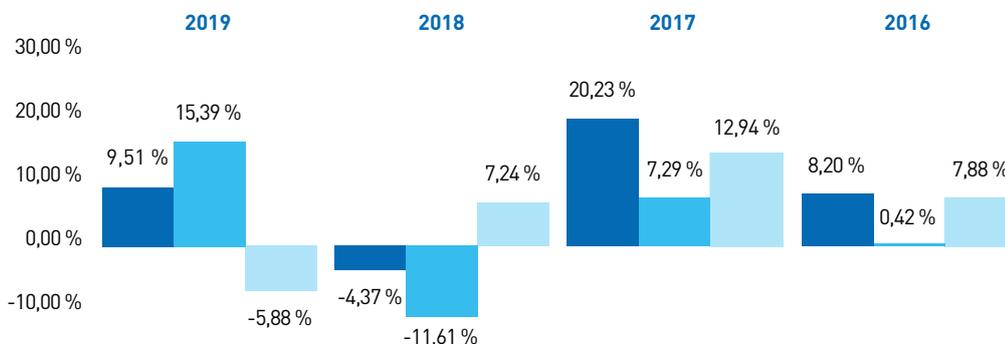
#### RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Ibérico Acciones	-29,32%	-23,00%	N/A
Ibex 35 con dividendos netos	-23,57%	-27,19%	-28,23%
PSI con dividendos netos	-19,09%	-11,05%	-21,46%
Índice de referencia (85 % / 15 %)	-22,90%	-24,77%	-27,21%
Diferencia	-6,42%	1,77%	N/A

#### PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	6,70 %
Sonae	5,32 %
Merlin Properties	5,24 %
Alantra Partners	5,16 %
Indra	4,71 %

#### Rentabilidades anuales vs. Benchmark



■ SANTALUCÍA IBÉRICO ACCIONES ■ 85 % IBEX 35 NR + 15 % PSI 20 NR ■ DIFERENCIA

**santalucía**

■ ASSET MANAGEMENT ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

## Comentario de gestión

Durante el primer trimestre de 2020, el fondo Santalucía Espabolsa ha caído un -33,88% frente a la caída del -28,67% del Ibex 35 con dividendos netos reinvertidos. Las compañías que más rentabilidad han restado al fondo han sido Técnicas Reunidas, Merlin Properties y Talgo. Por su lado, Viscofan y Coca-Cola European Partners han terminado el periodo en positivo.

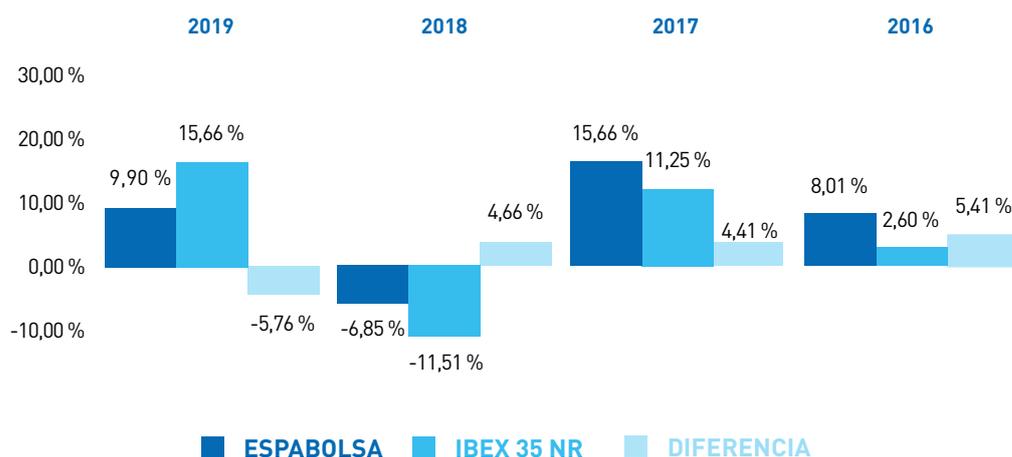
Se ha iniciado posición en Amadeus y Airbus e incrementado las existentes en Caixa-bank, Gestamp, Prosegur Cash, Ence, Merlin Properties, Grupo Catalana Occidente, y Coca-Cola European Partners.

Las ventas se han realizado por valoración. Se ha cerrado la posición en Atresmedia y se reducido en BBVA, Fluidra y Viscofan.

### RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Espabolsa	-31,60%	-28,31%	-22,59%
Ibex 35 con dividendos netos	-23,57%	-27,19%	-28,23%
Diferencia	-8,03%	-1,12%	5,64%

### Rentabilidades anuales vs. Benchmark



### PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	7,40%	Logista	4,86%
Sonae	6,06%	Indra	5,33%
Merlin Properties	4,88%		

# Santalucía Eurobolsa ★★★★★

## Comentario de gestión

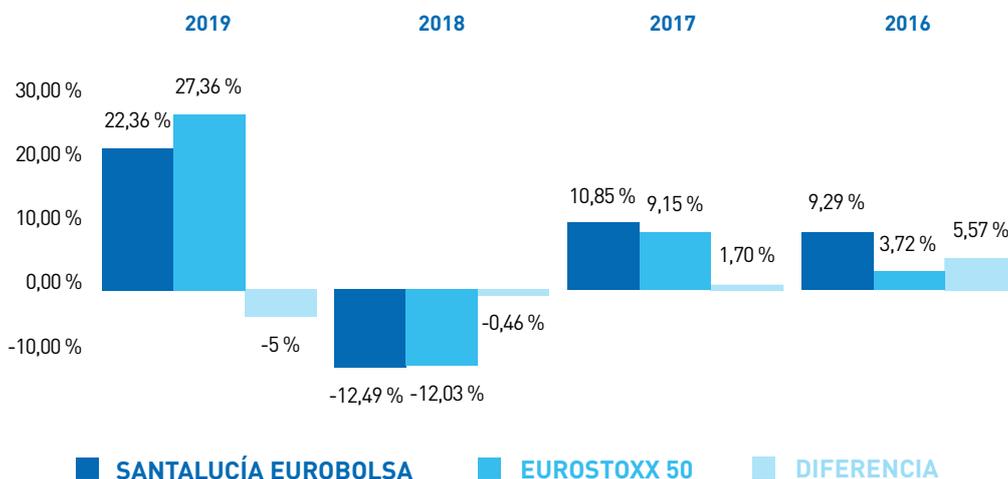
El fondo Santalucía Eurobolsa ha caído este periodo un 31,44%, por encima de nuestro índice de referencia el Eurostoxx 50 con dividendos que retrocede un 25,34%. En este trimestre el mercado se ha desplomado, experimentando un severo castigo las compañías incluidas en cartera.

Las principales posiciones del fondo han sido las que más han lastrado el comportamiento de la cartera. En este periodo lo más destacado es la introducción de varios nombres en cartera: Amadeus, Tikehau, Kronos, Volkswagen. También hemos aprovechado para incrementar peso en varias compañías como Merlin Properties, la segunda inmobiliaria española o a la compañía alemana Fresenius Medical Care, líder mundial en servicios y productos de diálisis.

### RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Eurobolsa	-25,83%	-23,93%	-11,76%
Eurostoxx 50 con dividendos netos	-14,67%	-13,96%	-13,90%
Diferencia	-11,16%	-9,97%	2,14%

### Rentabilidades anuales vs. Benchmark



### PRINCIPALES POSICIONES %

<b>IMCD</b>	<b>5,08 %</b>	<b>Boskalis</b>	<b>3,76 %</b>
<b>Elis SA</b>	<b>4,30 %</b>	<b>Carrefour</b>	<b>3,58 %</b>
<b>Danieli</b>	<b>4,10 %</b>		

# Santalucía Europa Acciones

## Comentario de gestión

Durante el primer trimestre de 2020, el Santalucía Europa Acciones ha caído un -35,19% vs el -24,75% del Stoxx 600 NR. Las acciones que más han restado al fondo han sido Elis, Cerved, Atento y Prosegur Cash.

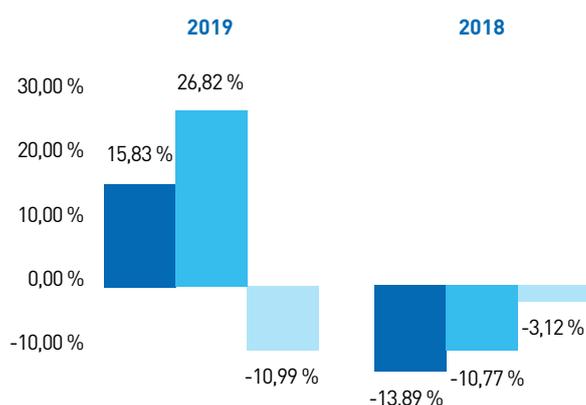
Durante este periodo, hemos aumentado posiciones en Merlin Properties, Freeport McMoran, Loomis, Boskalis y Tenaris. Además hemos iniciado posiciones en Krones, Verallia, Tikehau, Amadeus, Volkswagen y Fresenius Medical Care. A su vez, hemos efectuado reducciones en Esprinet, Intesa San Paolo y en Cerved.

Nuestra confianza en la calidad de la cartera es muy alta. Las rentabilidades estimadas a largo plazo son muy atractivas debido a la calidad y robustez de nuestras empresas, junto con la atractiva valoración a la que cotizan.

### RENTABILIDADES ACUMULADAS FRENTE A ÍNDICE DE REFERENCIA

	1 año	3 años	5 años
Santalucía Europa Acciones	-32,62%	N/A	N/A
Stoxx 600 con dividendos netos	-13,11%	-8,71%	-7,39%
Diferencia	-19,51%	N/A	N/A

### Rentabilidades anuales vs. Benchmark



■ SANTALUCÍA EUROPA ACCIONES FI ■ STOXX EUROPE 600 ■ DIFERENCIA

### PRINCIPALES POSICIONES %

<b>Danieli</b>	<b>6,00 %</b>	<b>Intercontinental</b>	<b>4,92 %</b>
<b>Boskalis</b>	<b>5,66 %</b>	<b>Elis SA</b>	<b>4,72 %</b>
<b>IMCD</b>	<b>5,38 %</b>		

## 4.2. Análisis de nuestras carteras

# Estrategia Ibérica

### Santalucía Ibérico Acciones



# Estrategia Ibérica

## Santalucía Espabolsa



# Estrategia Europea

## Santalucía Eurobolsa



# Estrategia Europea

## Santalucía Europa Acciones



## 4.3. Comentario de empresas

### AIRBUS (+)

El gigante aeronáutico europeo ha pasado de volar plácidamente a estar en una situación cercana a la emergencia. Este drástico cambio de su entorno lo ha provocado el COVID-19. El sector comercial aeronáutico depende básicamente del crecimiento económico, y otras métricas derivadas del ciclo. Con el impacto de la crisis, éstas serán desastrosas en los dos trimestres centrales de este año. Ahora bien, si miramos más allá del 2020, encontramos una **compañía líder en una industria duopolística**, con riesgo de proyecto bajo, curva de aprendizaje alta, riesgo de liquidez o solvencia bajos. La cartera de pedidos a principios de año era superior a los cinco años, centrada sobre todo en los aviones de pasillo único, segmento en el que la cuota de mercado de Airbus ha crecido y se acerca al 50%. La compañía ha recortado un 20% la producción de aviones en el año en curso. **Cotiza 10x PE 2021 y un FCF yield superior al 10%**. Estimamos, que, en los próximos tres años, el tráfico aéreo se acercará a los niveles de 2019 y la valoración actual de Airbus será considerada como muy atractiva. Hemos incorporado este valor en nuestros fondos ibéricos (en el Santalucía España y el Santalucía Ibérico Acciones).

### AMADEUS (+)

El Grupo Amadeus, fundado en 1987, opera sistemas de tecnología de la información dirigidos a la industria de viajes y turismo. Amadeus actúa como red internacional de distribución de productos y servicios de viaje y ofrece el acceso a una plataforma tecnológica que pone en contacto a los proveedores de viajes con las agencias de viaje. Amadeus divide su actividad en dos negocios: Distribución (60% de los ingresos) y Soluciones de IT (40%). Ofrece diversas soluciones, automatizando entre otros, el proceso de planificación del viaje, la búsqueda de tarifas, la venta y la emisión de billetes y soluciones de mid y back office. Amadeus es un eslabón fundamental en la cadena de la industria de viajes y turismo a nivel mundial y accede a este gran mercado mediante sus organizaciones a nivel local.

**Amadeus lidera un oligopolio a nivel global con una cuota de mercado del 45%**. Sus otros competidores son Sabre con un 35% de cuota y Travelport con un 20%. Los ingresos de Amadeus están vinculados a las transacciones, ingresando un importe fijo por transacción y por lo tanto no dependiendo del precio que cobren las aerolíneas a sus clientes.

Disfruta de un modelo de negocio con **dos ventajas competitivas que permiten mantener unos retornos de capital elevados: el efecto red y la dificultad del cliente para cambiar de proveedor**. Amadeus aporta valor tanto a las aerolíneas como a las agencias de viaje a través de su plataforma. Utilizar el

sistema de GDS (Distribución) de Amadeus da acceso a un mayor número de aerolíneas y un mayor número de clientes, creando un círculo virtuoso que se retroalimenta. Así mismo, especialmente en la parte de Servicios de IT, una vez que una compañía se acostumbra a utilizar el sistema de Amadeus es más difícil que cambie al de un competidor. Esto le permite mantener al cliente con bajos costes y a la vez incrementar precios o servicios ofrecidos.

Debido a que la propia naturaleza del negocio implica un gran porcentaje de costes variables, Amadeus será capaz de proteger su EBITDA y su flujo de caja mucho mejor que otras compañías expuestas al turismo y a las aerolíneas. **Sus márgenes EBITDA se han situado en los últimos años por encima del 40%**, mientras que los retornos sobre el capital empleado siempre han sido muy atractivos. Además, los **ingresos de Amadeus venían mostrando un crecimiento medio del 8,6% en los últimos 10 años.**

Por todo lo descrito, nos encontramos ante una compañía de muy alta calidad que siempre había cotizado a unos múltiplos que reflejaban todas sus bondades. Debido al impacto del coronavirus, la caída de todo el sector ha arrastrado la cotización de Amadeus a unos múltiplos donde consideramos que el riesgo-retorno de introducirla en cartera es muy favorable.

Se ha comprado (en todos nuestros fondos de renta variable) con una capitalización inferior a los 20.000 millones de euros y un flujo de caja que tenderá a los 1.500 millones de euros anuales. **Amadeus ofrece un potencial de revalorización elevado, de al menos el 60% en los próximos 3 años.**

## APPLUS (↓)

Applus tuvo un gran comportamiento al principio del periodo, cuando se aprovechó para reducir una parte de la posición de la compañía en la cartera debido al escaso potencial de revalorización.

Posteriormente, y debido a la caída del precio del crudo, se ha ido perdiendo visibilidad y potencial para la cotización. Es por ello por lo que se ha reducido una parte del peso que tenía Applus en cartera (en el Santalucía Espabolsa), dando entrada a aquellas compañías que ofrecen un mayor potencial.

## ÁRIMA SOCIMI (-)

Hemos vendido nuestra posición en Áma, una socimi enfocada en la compra edificios de oficinas y activos logísticos exclusivamente en la ciudad de Madrid. Iniciamos nuestra posición en esta compañía en el último trimestre de 2019 fijándonos, entre otras cosas, en la experiencia y conocimiento del sector del equipo de gestión (provenientes de Axiare Patrimonio: 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). Así mismo, el alineamiento de intereses entre la directiva y sus accionistas era muy alto.

Árma se focaliza en comprar activos de oficinas a las que les faltaba CAPEX, y una vez lo reposicionan, crean un producto de generación de rentas estables, lo que, dadas las condiciones de mercado (capacidad, evolución de rentas, falta de oficinas de calidad) y analizando los activos que están adquiriendo (por

debajo de su coste de reposición) nos parecía un negocio atractivo con posibilidad de obtener los retornos que le exigimos a una inversión.

Actualmente seguimos considerando que es una compañía muy bien gestionada y con grandes expectativas de crecimiento, dicho esto, [hemos deshecho la posición \(en el Santalucía Ibérico Acciones\) obteniendo beneficios por revalorización alrededor del 30%](#), y, al igual que en compañías mencionadas previamente, es una [decisión basada íntegramente en temas de valoración](#) dadas las oportunidades que presenta el mercado tras el impacto que han sufrido varias compañías durante el mes de marzo.

## ATRESMEDIA (↓)

Reducimos exposición en Atresmedia durante este periodo (en el Santalucía Espabolsa y el Santalucía Ibérico Acciones). El impacto del COVID-19 en la publicidad va a ser muy fuerte. El confinamiento ha provocado que la mayoría de sus potenciales clientes retrasen o cancelen el gasto en publicidad. Además, la restricción de movimiento también impacta en el segmento de producción de contenido. La TV en abierto era un sector en decrecimiento, la publicidad destinada a este canal estaba en declive, mientras que en la radio era más estable. Para compensar esta caída de ingresos, A3M potenciaba la producción de contenidos y su agencia de publicidad en internet. Los márgenes se reducían aunque paulatinamente gracias a la potente reducción en costes. La generación de caja seguía siendo atractiva, comparándola con la valoración en bolsa de la compañía. Ahora bien, oportunidades con mayor crecimiento nos han llevado a casi liquidar esta posición.

## CAIXABANK (↑)

Aumentamos la posición en banca doméstica (en el Santalucía Espabolsa y el Santalucía Ibérico Acciones). En el caso de Caixabank el mercado ha llegado a descontar unas caídas del beneficio neto cercanas al doble dígito para los próximos años. Caixabank será capaz de generar un beneficio neto de al menos 1.700 millones de euros, lo que supone retornos sobre su patrimonio cercanos al doble dígito. Se ha aprovechado el nerviosismo mostrado por el mercado para [aumentar posición a 0,6x valor en libros y por debajo de 7x beneficios](#).

## BBVA (↓)

BBVA es un banco con exposición internacional, que ofrece un buen crecimiento principalmente por su exposición a los mercados emergentes de México y Turquía. Si bien consideramos que el banco será capaz de igualar su coste de capital en el futuro, hemos decidido [reducir la exposición al valor](#) (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa) [dado que podemos esperar mayores potenciales de revalorización en otras compañías](#).

## BEFESA (↑)

Aumentamos ligeramente la posición en Befesa (en el Santalucía Eurobolsa y el Santalucía Europa Acciones). La empresa recicladora de zinc presentó unos resultados en línea con lo que cabía esperar en el nuevo entorno del precio de las materias primas. El aumento de capacidad en la planta de reciclaje de Turquía supondrá un incremento del 70% del volumen tratado. Los movimientos en la acción causados por la volatilidad temporal del mercado ofrecieron una oportunidad de entrada que se aprovechó para aumentar ligeramente la posición. La compañía con su actual capitalización bursátil y generación de caja estimada para 2020, se encuentra a un FCF yield superior al 7%.

## BRENNTAG (↑)

Brenntag es el **líder mundial en la distribución de productos químicos**. Vincula a fabricantes y usuarios de productos químicos y ofrece soluciones de distribución B2B para productos químicos industriales y especializados a nivel mundial. Cuenta con más de 10.000 productos bajo una amplia base de proveedores y da servicio a más de 180.000 clientes.

Actualmente cotiza a 12x (beneficios 2019), un 30% de descuento con respecto a su promedio histórico. Esto se debe a las dudas sobre la ciclicidad del negocio y cómo puede afectar a la compañía una caída considerable de la demanda, sin embargo, hemos visto con anterioridad cómo Brenntag logra mantener su línea de ventas con caídas mucho menores a las de los productores de material químico, así como una sostenibilidad en márgenes. Como ejemplo tenemos la crisis de 2008/2009 cuando, a pesar de reducir las ventas un -15%, lograron mantener un margen EBITDA estable comparado con periodos anteriores.

Brenntag es una compañía que **no ha dejado de crecer en los últimos ocho años**, tanto de manera orgánica como a través de adquisiciones (presupuesto anual de 250 millones de euros al año para M&A), y de forma rentable por encima del crecimiento del PIB nominal mundial. Desarrolla sus actividades en un mercado con expectativas de crecimiento por encima del 5% en los próximos años impulsado por el “outsourcing” de los productores químicos para todas las órdenes de pequeño y mediano tamaño. Asimismo, se espera que siga ganando cuota de mercado e incrementando sus economías de escala.

Estimamos que esta compañía, que presenta un ROCE sostenible por encima de su WACC, crecimiento y visibilidad,

debería cotizar un 45% por encima de su valor actual dada la mejora de márgenes que viene demostrando desde inicios de 2018 y el crecimiento en nuevos segmentos como “Food & Nutrition”. **Hemos seguido aumentando nuestra posición** en esta compañía para las estrategias europeas (en el Santalucía Eurobolsa y el Santalucía Europa Acciones), aprovechando las caídas que ha sufrido a causa de la incertidumbre sobre el ciclo económico.

## 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. Como hemos mencionado en trimestres anteriores, 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 únicamente por valoración** (en el Santalucía Ibérico Acciones), ya que, aún incluyendo su potencial de crecimiento vía adquisiciones, vemos mayor potencial de revalorización en otros valores tras las caídas generales sufridas en el mes de marzo.

## CERVED (↓)

Compañía de servicios financieros cuya actividad principal es proporcionar información financiera de empresas e individuos a bancos y a otras empresas. En la actualidad su cuota de mercado sobrepasa el 40%. La principal ventaja competitiva que tiene Cerved es su base de datos, cultivada durante 40 años, que le permite tener un conocimiento exhaustivo de más de 15 millones de empresas y 20 millones de individuos. La fuente de crecimiento viene de la unidad de negocio Credit Management que crecerá a tasas cercanas al 10% anual. Esta compañía generará 130 millones de euros de FCF siendo su EV 1.400 millones de euros. Reducimos ligeramente nuestra posición en este valor (en el Santalucía Eurobolsa y el Santalucía Europa Acciones) para financiar otras inversiones.

## COCA-COLA EUROPEAN PARTNERS (↑)

Coca-Cola European Partners es la embotelladora de "The Coca-Cola Company" para Europa Occidental y el mayor embotellador independiente de Coca-Cola en el mundo por ingresos. Ésta ha sido una de las posiciones más importante de la cartera durante los últimos años y, tras haber reducido posición en el año 2019 alcanzando retornos superiores al 100%, hemos vuelto a aumentar nuestra exposición a esta magnífica compañía dado el impacto negativo que ha sufrido su cotización en bolsa. Coca-Cola ha sido capaz de crecer cerca del 5% en los últimos años y de mejorar sus márgenes fruto de las sinergias de la fusión de las embotelladoras de los distintos países en los que se encuentra presente. A los precios de entrada (en todos nuestros fondos de renta variable), la compañía cotiza a 9-10x beneficios normalizados. Nosotros pensamos que una compañía de la

calidad de Coca Cola European Partners debe cotizar a múltiplos por encima de 17-18x, como ya hemos visto durante el pasado año. Dadas nuestras estimaciones de generar, en condiciones normales, beneficios recurrentes de 1.300 millones de euros y dado un múltiplo esperado de salida de 20x beneficios (múltiplo de salida utilizado en 2019), esperamos obtener una rentabilidad alrededor del 90% sobre los precios de compra.

## 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 termo-solar, 13 MW a cogeneración con gas natural y 269 MW a generación con biomasa. Actualmente cotiza a una capitalización de mercado alrededor de los 680 millones de euros, con unas ventas normalizadas de 800 millones y márgenes EBITDA alrededor del 25%.

Hemos continuado aprovechando las caídas que ha sufrido el valor para incrementar nuestra exposición (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa). Seguimos pensando que los precios actuales de la pulpa, como consecuencia del decrecimiento en la demanda y el desestocaje ocurrido en China (principal consumidor mundial de pulpa) en la segunda mitad de 2019, no son sostenibles ya que no es posible que los competidores de la industria que se encuentran en la parte alta de la curva de coste continúen operando 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. Cabe destacar que, tanto en las últimas semanas de 2019 como en los inicios de 2020, la demanda proveniente de China había empezado a repuntar, situación que se detuvo a causa de la aparición del COVID-19 en el país asiático, por lo que esperamos una nueva recuperación una vez normalizada la situación sanitaria.

En cuanto al riesgo inherente de su planta en Pontevedra, ENCE debería seguir contando con ella, al menos, hasta 2032; en caso de que deba prescindir de ella, confiamos en que la compañía sea remunerada por la inversión destinada a mantener la planta en funcionamiento a largo plazo y, para entonces, ya se habrá cubierto parte de esa capacidad incrementando la de su principal planta ubicada en Navia (Asturias).

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 TIRs a largo plazo serían del 18-19%.

## ESPRINET (↓)

Durante el principio del primer trimestre de 2020, hemos reducido la posición en Esprinet (en el Santalucía Europa Acciones y el Santalucía Eurobolsa). La revalorización en los últimos 6 meses fue del +90%. Decidimos reducir algo la posición debido a tener menos potencial de revalorización.

## EURONEXT (-)

Euronext es uno de los principales operadores de mercados de Europa. La compañía ha disfrutado de unos sólidos crecimientos y expansión de márgenes durante los últimos años. El comportamiento ha estado apoyado por su buena ejecución en las adquisiciones que ha realizado, de donde ha venido una gran parte del crecimiento de la compañía. Dicho crecimiento resulta más incierto ahora que el mercado ha seguido consolidándose y quedan pocos objetivos de compra.

Euronext sigue ofreciendo crecimiento y unos retornos sobre el capital empleado atractivos. Sin embargo, se ha decidido vender la posición (en el Santalucía Eurobolsa) ya que se ha comportado muy bien durante la fuerte corrección que ha sufrido el mercado y ofrece un potencial de revalorización muy inferior a otras compañías que se han incorporado gracias a su venta.

## FLUIDRA (↓)

Se he reducido la exposición a Fluidra (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa), compañía líder en fabricación de productos para la piscina. El escenario actual de recesión económica ejerce poca visibilidad sobre su negocio. En los últimos años, Fluidra ha sido capaz de aprovechar el crecimiento económico para incrementar ventas, márgenes y flujo de caja. Además, su fusión con Zodiac desbloqueó sinergias relevantes que el equipo gestor ha sabido aflorar con maestría.

Se puede esperar que la compañía siga generando flujos de caja positivos, y que

ofrezca crecimiento en el medio y largo plazo. **La compañía tiene deuda, y puede resultar expuesta a medidas de los gobiernos de cara al verano de 2020.** Es por ello que se ha decidido mover parte de la posición hacia otros valores, donde los catalizadores para la revalorización parecen más claros.

## FREEPORT MCMORAN (↑)

Durante el primer trimestre de 2020, las acciones de Freeport han llegado a caer más de un 62%. Las razones de la caída: incertidumbre de la economía mundial, confinamiento de China (>50% consumo de cobre mundial), caída del precio del cobre de \$2,80 la libra a \$2,20-2,0 y miedos en el balance de Freeport.

Nuestro análisis detallado nos indica que Freeport puede aguantar sin ningún problema un periodo de bajos precios del cobre de forma ilimitada. Su posición de caja es de \$2 billion y tiene líneas de crédito renovables por \$3,5 billion. Añadir que no tiene ningún vencimiento de deuda en los próximos 18 meses. Una vez acabe la ampliación de su mina en Indonesia (próximos 18 meses), sería capaz de generar \$1.100 millones de flujo anual con un precio del cobre de \$2,3. **El aumento de peso se ha realizado a \$6,5 por acción, \$9.400 millones capitalización bursátil.**

En esta situación de confinamiento global, la demanda se ve afectada, pero también la oferta (Perú + Chile >35% oferta mundial afectada). Esto se une a la infrainversión de cobre estos últimos años así como a la buena perspectiva de demanda de cobre (crecimiento del mundo en desarrollo, electrificación, energías renovables). Nuestro escenario es que el cobre deberá tender a \$3,00-3,20 la libra para que se incentive la inversión. Esto hará que Freeport pueda generar \$2,5-3,0 billion de flujo

de caja anualmente en las siguientes décadas. **Creemos que en los próximos años veremos la acción de Freeport por encima de \$20.** Hemos aumentado nuestra posición en el Santalucía Europa Acciones.

## FRESENIUS MEDICAL CARE (+)

Fresenius Medical Care (FMC) es el líder mundial en la prestación de servicios de diálisis y en el diseño, fabricación y comercialización de productos para dicho tratamiento. La diálisis trata la enfermedad renal terminal (ERT). En el mundo se estima que hay alrededor de tres millones y medio de personas que padecen esta enfermedad. La ERT supone un mal funcionamiento de los riñones y solo puede ser tratada con un trasplante de riñón o mediante hemodiálisis (HD) o diálisis peritoneal (PD). La hemodiálisis es el tratamiento más común en esta enfermedad crónica. Consiste en acudir a una clínica tres veces a la semana, para someterse a un proceso en el que se extrae la sangre del organismo que pasa a circular por el dializador, o filtro, donde se eliminan las toxinas acumuladas y el exceso de líquidos.

En la actualidad FMC posee 3.944 clínicas, trata a más de trescientos mil pacientes y emplea a más de cien mil personas. Desde el punto de vista geográfico, EEUU es su mayor mercado, teniendo en este país una cuota de mercado superior al 35%. Dos tercios de sus resultados provienen de esta región, le sigue Europa, Asia y América del Sur. Por productos, más de dos tercios de los ingresos vienen de prestar servicios y el resto de la comercialización de productos, donde tiene cuotas de mercado cercanas al 50%.

Las razones para la inversión en esta compañía son:

- ✓ el mercado crece a tasas del 5%
- ✓ recurrencia en los ingresos
- ✓ crecimiento esperado del beneficio se acerca al 10% en los próximos años
- ✓ mejora de margen por aumento del servicio de diálisis en casa
- ✓ mejora de margen por su plan de mayor eficiencia
- ✓ ligera mejora en la gestión del circulante

Todo esto llevará a la compañía a un FCF sin apalancar cercano a los 1.900 millones, situando la valoración de la compañía en 14x, cuando [entendemos que este múltiplo debería acercarse a las 20x](#). Tomamos posición en nuestros fondos europeos, Santalucía Europa Acciones y Santalucía Eurobolsa.

## GESTAMP (↑)

Gestamp es una compañía que [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 de autos. 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 los 2000 desarrollando una planta y posteriormente creciendo tanto de manera orgánica como a través de la adquisición de nuevas compañías del sector (ej. SSAB HardTech y ThyssenKrupp Metalforming).

Durante el primer trimestre de 2020 hemos aprovechado las caídas generalizadas del mercado para [aumentar ligeramente nuestra posición](#) en la compañía (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa). [La tesis de inversión se sigue centrando en la generación de caja](#): tras varios años realizando un esfuerzo financiero muy alto invirtiendo en la apertura de nuevas plantas, esperamos que Gestamp empiece a reducir la inversión en crecimiento (nuevas aperturas), liberando caja y mejorando los márgenes como consecuencia de un menor "ramp-up" (subida en cadencia de la producción) de las nuevas fábricas, generando así un impacto positivo en la generación de caja.

## GRUPO CATALANA OCCIDENTE (+)(↑)

El Grupo Catalana Occidente es una de las mayores aseguradoras de España, especializada en el seguro de crédito a través de Atradius y Crédito y Caución. La compañía realizó en 2019 un volumen de negocio de 4.500 millones de euros y un resultado neto de 425 millones.

El negocio de seguro de crédito -que supone alrededor de la mitad (220 millones de euros) del beneficio consolidado- es extremadamente cíclico y tendrá un impacto incierto pero relevante sobre las cuentas del año 2020. Sin embargo, a los precios de compra, con una capitalización inferior a los 2.000 millones de euros se puede considerar que el mercado ya descontaba este impacto.

[Se ha tomado posición](#) (entrada en el Santalucía Ibérico Acciones y se ha incrementado en el Santalucía Espabolsa) [a un precio de cotización que implicaba comprar a 0,5x su valor en libros](#) en una compañía que siempre ofrece unos retornos sobre su capital tangible superiores al 15%. [Las rentabilidades que caben esperar son superiores al 30%](#).

## INDITEX (↑)

Se ha aumentado posición en Inditex nuevamente (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa). Las bondades de la compañía, de sobra conocidas, se pueden resumir en un balance extraordinariamente sólido y un modelo de negocio perfeccionado que ofrece unos retornos sobre el capital empleado muy superiores a los de su industria y el mercado en general. Debido a la ralentización que se espera de la economía global, el mercado ha llegado a descontar un escenario en sus ventas que le lleve a crecer por debajo del 3% en los próximos años, lo que resulta demasiado negativo.

## INTESA SANPAOLO (↓)

Durante la primera mitad del trimestre se aprovechó el buen comienzo de año para reducir exposición en Intesa Sanpaolo (en el Santalucía Europa Acciones y en el Santalucía Eurobolsa), ya que la subida inicial redujo mucho el potencial del valor. Se pudo reducir la posición en cierta medida cuando se anunció la oferta de compra por 4.900 millones de euros de UBI Banca.

Se cumplió la tesis de inversión: el mercado debía reconocer que, dados los niveles de capital de la máxima calidad de los que dispone Intesa Sanpaolo, unidos a su capacidad de incrementar ingresos y reducir costes y provisiones, debía cotizar por encima de su valor en libros. La situación ha cambiado desde entonces, pero dada la verticalidad de la caída en la cotización, vuelve a tener potencial de revalorización, por lo que se mantiene en cartera.

## KRONES (+)

Krones es una empresa alemana de ingeniería. Máquinas de última generación, gracias a su alta inversión en I+D, tres veces mayor que sus competidores más cercanos. Su fuerza laboral se encuentra principalmente en Alemania, lo que se traduce en altos gastos de personal, para una empresa que compite a nivel mundial. La compañía es líder en el diseño y fabricación de diferentes máquinas utilizadas en el proceso de llenado, etiquetado y esterilización de botellas y envases PET para bebidas y alimentación.

Sus principales competidores, Sidel y KHS, ambos con una cuota de mercado del 11%, pertenecen a empresas cuyo negocio principal no es fabricar máquinas de llenado. Aunque la industria está concentrada, los jugadores no son disciplinados, lo que se traduce en presión de precios. La industria exhibe tasas de crecimiento cercanas a la tasa de crecimiento del PIB. Excluyendo a Krones, los jugadores en este sector apenas son rentables.

Hasta 2019, los márgenes EBIT de Krones fueron superiores al 5%, a pesar de su alto gasto en mano de obra. Además, ha tenido problemas para administrar su capital de trabajo de manera eficiente. En 2019, la tormenta perfecta golpeó a la compañía. La incertidumbre en su principal tecnología de llenado, PET, redujo el número de pedidos. Un aumento de los precios meses antes, retrasó el proceso de decisión de sus clientes. Una nueva planta en Hungría aumentó sus costes, y también lo hicieron los costes de materiales y gastos de personal. En resumen, los márgenes se reducen a la mitad, y en 2019 la compañía lanzó un plan de ajuste para tratar de mejorar la rentabilidad de la compañía. Solo suponiendo que la

compañía puede reducir la fuerza laboral en un 6% en Alemania, como lo ha indicado en su Plan, y trasladar la producción a Hungría, los márgenes Ebit deberían recuperarse al 5%. Si agregamos una mejora en la gestión del capital de trabajo, la empresa debería poder generar un flujo de caja libre cercano a los 150 millones de euros. La compañía no es una ganga, está cotizando a 14x FCF, sin embargo, el plan parece fácil de ejecutar, y el precio de la compañía debe reflejar su liderazgo en una industria en crecimiento. Tomamos posición en nuestros fondos europeos, Santalucía Europa Acciones y Santalucía Euro-bolsa.

## LOGISTA (↑)

Logista es el distribuidor líder de tabaco, derivados del tabaco, conveniencia, recarga electrónica, farmacéuticos, libros, publicaciones, loterías, productos y servicios a comercios de proximidad en el sur de Europa.

Logista es una compañía que **cumple tres requisitos que pedimos a nuestras inversiones**:

- Rentabilidad del capital empleado por encima de su coste de capital.
- **Crecimiento**: en el pasado, la compañía ha mostrado tasas de crecimiento en ventas positivas que estimamos que continuarán.
- **Visibilidad**: a pesar del declive en los volúmenes de tabaco, Logista ha demostrado su capacidad de ir aumentando los precios que cobra.

La compañía tiene un cuasi-monopolio en la distribución de tabaco, fruto de unas altas barreras de entrada en el sector. La lealtad de sus clientes es máxima. Se introduce en nuevos mer-

cados buscando sostener la rentabilidad. **Tiene una alta capacidad de generación de caja.**

Estimamos que Logista debería cotizar a 15x FCF lo que supone valorar la compañía en aproximadamente 3.200 millones de euros (24€/acción), incluyendo la caja generada en los próximos doce meses.

## LOOMIS (↑)

Hemos aumentado nuestra posición en Loomis (en el Santalucía Europa Acciones), empresa que llevamos teniendo en cartera los últimos 30 meses. Es **una de los 3 líderes mundiales en el transporte de efectivo y demás servicios relacionados**, contando con inmejorables posiciones en USA y Europa principalmente. Como consecuencia del parón económico mundial producido por los confinamientos, el mercado ha entrado en pánico y la acción de Loomis ha caído más de un 60% en varias semanas.

A nuestro entender, el mercado está descontando que la deuda de Loomis es demasiado elevada, y que el uso del efectivo a largo plazo queda gravemente dañado por ser un medio de pago poco seguro por el COVID 19.

Dando un paso atrás para poder pensar con frialdad hemos llegado a las siguientes conclusiones. Estimamos que las ventas de Loomis durante 2020 caerán entre un 15-25% y el beneficio operativo entre un 22,5%-35%, pero es algo momentáneo. El balance de Loomis es muy sólido, alrededor de 1,3x Deuda Neta/ EBITDA. Para finalizar seguimos pensando que el sector del transporte de efectivo aún tiene recorrido en el proceso de externalización con lo que los 3 jugadores principales seguirán beneficiándose.

Nuestra tesis de inversión sigue intacta: Loomis es una empresa con unos ROE's del 18%, con unas ventajas competitivas robustas y es capaz de aumentar el beneficio operativo orgánicamente un 5-6% a largo plazo y otro 2-3% con adquisiciones. El plan de llegar a 2021 con un beneficio por acción de 29-30 Coronas Suecas sigue vigente. Nuestra valoración a 18-24 meses vista es de un mínimo de 450 SEK. En diciembre de 2019, la acción estaba en 416 SEK. Recalcar que [el aumento de nuestra posición se ha realizado a un precio de 180 SEK, 6x FCF 2021](#).

## MERLIN PROPERTIES (↑)

Durante el primer trimestre de 2020, las acciones de Merlin Properties han llegado a sufrir caídas de más de un 40%. Las causas de esta caída son: miedo a una crisis económica mundial, parón de la recuperación del sector inmobiliario español, exposición a ciertos inquilinos que no están pagando sus rentas como consecuencias del lock-down, miedo a que Merlin no pueda hacer frente a su deuda, etc.

Resumiendo, el mercado ha entrado en pánico y [la acción de Merlin Properties ha caído desde 13,30 euros hasta tocar un mínimo de 6,68 euros, en un plazo de tiempo muy corto](#).

Nuestra tesis de inversión Pre-COVID 19 es que en 2022-2023 Merlin conseguía tener un FFO de 0,90 euros, además de un NAV entre 17-18 euros. Esto se conseguía simplemente poniendo en funcionamiento los activos que estás promoviendo o rehabilitando. No habíamos estimado incrementos de rentas sustanciales. Nuestro escenario a medio largo plazo sigue siendo el mismo.

Los incrementos de exposición (en todos nuestros fondos de Renta Variable) [han sido con un descuento respecto al NAV del 50%](#). Recordemos que el ICR (Interest Coverage Ratio/ Ratio de cobertura financiera) de Merlin es cercano a 4x, y su LTV 40%. Esto nos da una pincelada de la [solidez de su estructura de capital](#).

Para que Merlin cotice con un descuento de más del 50% respecto a su NAV, tendríamos que afirmar que el conjunto de los activos de Merlin Properties caerá más de un 30% en los próximos 12-24 meses, situación que nos parece poco probable. Comentar que, en un escenario de estrés financiero grave, Merlin podría reducir o eliminar su dividendo con lo que podría ir rebajando su deuda neta y además podría desinvertir ciertos activos que son casi proxy's de bonos.

[Nuestro escenario central es que en los próximos 3 años podamos obtener rentabilidades superiores al 100% desde los niveles actuales](#).

## PROSEGUR CASH (↑)

La compañía está cotizando con un FCF yield superior al 15%. 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. Tiene 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.

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.

¿Cuál es la ventaja competitiva de esta compañía? La 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 caracterizar a Prosegur Cash como el productor de bajo coste de la industria. Esta ventaja le permite tener una rentabilidad sobre el capital empleado superior a su coste de capital de forma sostenida.

¿Cuáles son sus fuentes de crecimiento? Presencia en regiones en las que su negocio crece a dígito simple alto; crecimiento inorgánico, consolidando la industria; e introducción de nuevos productos, en la actualidad el peso de éstos en ventas 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 25% en los próximos tres años.](#)

## ROYAL DUTCH SHELL (↑)

Royal Dutch Shell [es una petrolera integrada con activos de gran calidad](#): producciones en upstream de 2,7 millones de barriles al día, la mejor franquicia de gas integrado del mundo (0,9 m barriles equivalentes de producción de gas y 9,5 millones toneladas de LNG) y la filial de Downstream (Refino, Marketing y Químicos).

Con un barril de petróleo alrededor de \$60, RDS ha producido más de \$20.000 millones FCF durante el año 2019. El barril de petróleo ha visto desplomarse su precio por el virus y por la guerra de precios entre los principales jugadores, liderando la destrucción Arabia Saudí. Se estima que el consumo de petróleo caerá en torno al 20% estos dos meses lo que implica una sobrea-bundancia del líquido negro imposible de almacenarlo, vendiéndose este exceso a cualquier precio. Esta situación puede que la hayamos vivido no hace demasiado tiempo, en la gran crisis financiera del 2008. A estos precios, no le salen los números a la mayoría de competidores, lo que significa recortes en Exploración y Producción, a lo que hay que sumar la tasa natural de declino del 5%. [En el corto plazo, el precio se mantendrá bajo, y paulatinamente la demanda irá creciendo](#), llegando a un punto en el que el mercado encontrará el equilibrio, a un precio que se estima por encima de los \$60 el barril. Es en estos niveles donde compañías petroleras integradas como Royal Dutch volverán a ser grandes generadores de caja. Hemos aumentado nuestra exposición en el Santalucía Eurobolsa y el Santalucía Europa Acciones.

## TELEFÓNICA (↓)

Reducimos exposición a Telefónica en este periodo (en el Santalucía Eurobolsa, el Santalucía Ibérico Acciones y el Santalucía Espabolsa). [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.

## TENARIS (↑)

Durante el primer trimestre de 2020, hemos aprovechado para aumentar ligeramente nuestra exposición al [líder mundial de OCTG de carbono](#) (en los fondos Santalucía Eurobolsa y Santalucía Europa Acciones). Los bajos precios del petróleo, provocados por el shock de demanda inducidos por la crisis del COVID 19, han provocado un [desplome generalizado del sector petróleo](#).

Nuestra visión a medio plazo, es que el [precio del petróleo no es sostenible a \\$30-40](#). En el medio plazo debería volver a los \$60-70 para que la oferta y la demanda estén en equilibrio. Somos conscientes de que es posible que, en ciertos momentos del 2020, haya caídas de demanda de petróleo en algún mes puntual del 25-30%.

Nuestra tesis inicial de márgenes EBITDA de Tenaris de entre el 23-25%, inicialmente previsto para finales de 2020, principios de 2021, va a sufrir al menos 12 meses de retraso. A pesar de esto, la escala de Tenaris, la robustez de balance, la flexibilidad de su capacidad productiva, y sus capacidades productivas locales (donde está el cliente) harán que salga reforzada. Durante estos últimos años, Tenaris ha aprovechado para construir su planta estrella en Bay City (USA), comprar un competidor en USA (IPSCO), crear una Joint Venture en Arabia Saudí y otra en Siberia con Severstal.

En resumen, aunque el año 2020 será un año complicado para Tenaris, seguirá con una posición de caja positiva, además de generar \$600m ex Capital de trabajo y por lo menos \$1-1,2 bn con la ayuda de la menor inversión en capital de trabajo. Intuimos que muchos de sus competidores no sobrevivirán, ni podrán hacer la inversión en capital de trabajo cuando la industria se recupere. Estimamos que Tenaris puede generar al menos \$1,3-1,4 bn de flujo de caja de manera recurrente, una vez se recupere la industria. Eso [le llevaría a una valoración objetiva de al menos 14€ por acción cuando actualmente cotiza a alrededor de 6€ por acción](#). Esperaremos pacientemente a que el mercado de petróleo se racionalice y a que nuestra tesis ocurra.

## TIKEHAU (+)

Durante el primer trimestre de 2020, y después de 20 meses de análisis, hemos iniciado una posición (en el Santalucía Eurobolsa y el Santalucía Europa Acciones) en Tikehau Capital, [gestora francesa de activos alternativos](#). Su posición dominante en Francia tanto en activos bajo gestión como en capacidades de inversión, y su fuerte expansión europea y mundial hacen que veamos que los planes de negocio marcados por el equipo gestor (que también tiene más del 30% de participación) sean creíbles y alcanzables.

Estimamos que en 2022, de acuerdo con los planes marcados, Tikehau alcanzará los 35.000 millones de euros de AUM (Activos bajo gestión), y que su gestora tendrá un beneficio operativo de al menos 100 millones de euros anualmente. Este hecho unido al retorno que Tikehau sacará a su balance (principalmente haciendo de inversor ancla en todos sus vehículos de inversión), hacen

que pensemos que la acción de Tikehau tenga un potencial de revalorización de alrededor de un 60% en los próximos 3 años.

El actual momento de crisis-volatilidad de los mercados financieros, llega a Tikehau en un gran momento, debido al gran Dry Powder que tienen sus vehículos de inversión y su balance (5.400 millones de euros). Las inversiones que realicen durante los próximos meses-años, son las que harán que sus fondos tengan retornos atractivos.

## VERALLIA (+)

A finales de 2019, Apollo (firma de Private Equity) sacó a bolsa a Verallia (uno de los líderes europeos en fabricación de vidrio, con posiciones atractivas en Chile, Brasil y Argentina), empresa que adquirió a Saint Gobain en 2015. No acudimos a la OPV, debido a nuestra aversión a las OPV's. Una vez la empresa ha ido presentando resultados, y los números se han ido correspondiendo con los anunciados en su prospecto de OPV, nuestra confianza ha ido en aumento y hemos iniciado posición en el Santalucía Eurobolsa y en el Santalucía Europa Acciones.

El equipo gestor de Verallia se planteó como objetivo en la salida a bolsa alcanzar márgenes del 25% en 2022. Estos márgenes le llevarían a producir entre 300-325 millones de euros de flujo de caja anualmente. Estos márgenes son alcanzables y Verallia ha tenido márgenes operativos del 23,8% en 2019. Ciertos jugadores parecidos tienen márgenes del 27-28% en Europa. Esto nos indica que probablemente sea un objetivo alcanzable.

La industria europea de vidrio estaba funcionando de forma muy ordenada y casi a plena capacidad hasta mediados

del mes de marzo 2020. En ese momento es cuando, debido a los estados de confinamiento, se ha empezado a resentir la demanda. Con la hibernación casi total de muchas economías europeas, estimamos que las ventas de Verallia en sus mercados más afectados son de -20% anualizado y en otros mercados menos afectados de alrededor de -10-12%. Dependiendo de la duración de los lockdowns y de cómo se recupere la economía europea, podremos determinar el tamaño del daño permanente producido en la industria de vidrio europeo.

Debido a la naturaleza de altos costes fijos en esta industria, 10 euros menos de ventas equivalen a 6,0-6,5 euros menos de EBITDA. Gracias a la plena utilización de la industria europea, y a la recurrencia de la demanda final, vemos a esta industria como una de las primeras que volverá a una situación de normalidad.

En resumen, asumiendo un margen EBITDA normalizado del 25%, y un múltiplo modesto (15x FCF) debido a la calidad de este negocio, estimamos un precio objetivo a 2-3 años vista de 42-43 euros por acción (potencial de 65-70%). El precio medio de las compras durante este trimestre ha sido de entre 25-26 euros por acción. Recordar que el apalancamiento de Verallia es modesto, con lo cual saldrá reforzado de este entorno de volatilidad. No descartamos que realice alguna pequeña adquisición que refuerce su posición en algún mercado.

## VIDRALA (↓)

Vidrala es uno de los principales fabricantes de vidrio de Europa con una cuota de mercado por encima del 15% tras integrar adquisiciones como Encirc y Santos Barosa, y es también un productor líder en regiones como Portugal, España y Reino Unido. La compañía vende más de 8.000 millones de botellas y frascos al año entre más de 1.600 clientes y dispone de una capacidad superior a los 2,5 millones de toneladas.

Vidrala opera en un mercado bastante estudiado y analizado por el equipo. Los principales rasgos a destacar de esta industria son:

- ✓ La consolidación/concentración que ha venido ocurriendo en los últimos años con los cuatro principales productores acaparando alrededor de un 85% de cuota de mercado en Europa.
- ✓ El crecimiento de la demanda del vidrio como materia prima para el embotellado dadas sus propiedades "eco-friendly" que le permiten ser reciclado en más de una ocasión sin perder sus cualidades y ventajas. Además, es considerado un material más higiénico por sus condiciones impermeables ante gases, vapores o líquidos, protegiendo de esta manera el sabor y las propiedades de aquello que se encuentre en su interior.
- ✓ La disciplina que caracteriza a un sector maduro, ordenado, intensivo en capital y con elevados costes fijos. Las compañías que componen el sector son bastante disciplinadas a la hora de ampliar capacidad y definir precios.
- ✓ Los altos niveles de capacidad a los que opera constantemente la industria.

- ✓ La proximidad que debe tener cada uno de estos productores con sus clientes ya que el vidrio tiene un peso que le hace viajar de forma ineficiente y a unos precios superiores. Esta característica es una buena barrera de entrada ya que debes construir nuevas plantas cerca de tu cliente para poder ser competitivo.

Consideramos a Vidrala una magnífica compañía en todos los sentidos (crecimiento constante en ventas y márgenes superiores a los de sus competidores) y la disminución de nuestra exposición en el fondo se ha basado en una decisión netamente de valoración. Vidrala se ha visto poco afectada ante las recientes caídas de mercado y tras nuestra entrada en el año 2017 a precios entre 40-50€, hemos tomado beneficios superiores al 100%. Consideramos que actualmente se han presentado nuevas oportunidades en el mercado con un potencial superior, aún así, seguimos manteniendo una posición superior al 2%. Cabe resaltar que, debido a nuestra preferencia por el sector, se ha iniciado una posición en uno de sus competidores -Verallia- para las estrategias europeas.

## VISCOFAN (↓)

Viscofan es el líder en el mercado mundial de envolturas para productos cárnicos. Ofrece crecimiento, visibilidad y unos retornos sobre el capital empleado muy superiores a sus costes de capital. Dada su gran experiencia y profesionalización en las envolturas artificiales, se ha podido aprovechar de los problemas que han sufrido los productores de envolturas naturales con la peste porcina, sirviendo de producto sustitutivo. El mercado ha reconocido la calidad de Viscofan, que de hecho ha visto como subía su cotización a pesar de la pandemia declarada por el coronavirus.

Debido a este gran comportamiento, y al menor potencial de revalorización, se ha reducido la posición en el valor (en el Santalucía Ibérico Acciones y en el Santalucía Espabolsa) para dar entrada a otras compañías en las carteras.

## VOLKSWAGEN GROUP (+)

El Grupo Volkswagen (VW), con sede en Wolfsburg (Alemania), es **uno de los principales fabricantes de automóviles del mundo y el mayor fabricante de automóviles de Europa**. VW opera 124 plantas de producción en 20 países europeos y en otros 11 países en América, Asia y África. Cuenta con 671.205 empleados en todo el mundo y vende sus vehículos en 153 países.

A pesar de las duras condiciones que atraviesa la industria automovilística desde la segunda mitad de 2018, el número de vehículos del Grupo entregados a clientes aumentó a 10,97 millones en 2019 (2018: 10,80 millones), aumentando así su cuota de mercado global desde el 12,2% hasta el 12,9%. Los ingresos por ventas en 2019 totalizaron 252.600 millones de euros (2018: 236.000 millones), mientras que el beneficio neto ascendió a 14.000 millones (2018: 12.200 millones). Actualmente presenta una **capitalización de mercado cercana a los 65.000 millones de euros**.

El Grupo está **compuesto por doce marcas** de siete países europeos: Volkswagen, Audi, SEAT, ŠKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Commercial Vehicles y TRATON (Scania y MAN). Cada marca opera como una entidad independiente en el mercado.

El Área de Vehículos Comerciales com-

prende principalmente el desarrollo, producción y venta de vehículos comerciales ligeros, camiones y autobuses de las marcas Volkswagen Vehículos Comerciales, Scania y MAN. Por otra parte, el área de Power Engineering combina la producción de motores diesel de gran diámetro, turbomaquinaria, reductores especiales, componentes de propulsión y negocios de sistemas de prueba; dada la poca rentabilidad que ha presentado esta división en los últimos años, sumado a la iniciativa de VW de enfocarse únicamente en ser un productor de automóviles, pensamos que la Dirección buscará darle una salida a este negocio en el corto plazo, como ya ha hecho con RENK, la división especializada en soluciones para el control de fuerzas extremas en todo el tren de transmisión para aplicaciones industriales, producción de energía, aplicaciones navales y vehículos de rastreo.

**Además, el VG ofrece una amplia gama de servicios financieros**, que incluyen financiación de concesionarios y clientes, actividades de arrendamiento financiero, actividades bancarias y de seguros, y gestión de flotas.

Bajo la nueva visión del Grupo Volkswagen con su estrategia TOGETHER 2025+, la compañía proporciona respuestas a los cambios y disrupciones que presenta la industria. Partiendo de la base de que la mejor solución para cumplir con los estándares medioambientales del hoy y del mañana es a partir del coche 100% eléctrico, VW invierte 12.000 millones de euros al año en el desarrollo de sus nuevas plataformas de producción de coches eléctricos. En Santalucía Asset Management pensamos que VW lleva la delantera en cuanto a producto con respecto a sus competidores, creciendo de manera rentable con márgenes superiores en la producción de

nuevos modelos eléctricos y generando flujos de caja estables y recurrentes a pesar de las condiciones desfavorables en las que opera el sector en general, además de contar con un balance robusto y una visión clara de la Dirección sobre dónde debe estar la compañía en el medio-largo plazo.

En términos de valoración, podemos observar como compañías como Tesla alcanzan un valor que ronda los 100.000 millones de dólares de capitalización (80x beneficios 2021) con una producción estimada de 1 millón de vehículos para 2021 (2020: 500.000/2019: 365.000); mientras que Volkswagen, con un total de 10 millones de coches producidos y vendidos en 2019, cotiza a solo 4,5x beneficios. A pesar de las perspectivas de crecimiento de Tesla (nuevas aperturas y crecimiento en cadencia de plantas de producción en China) y el contenido tecnológico presente en sus vehículos, pensamos que el gap entre el valor de Tesla y VW es excesivo e injustificado. Las valoraciones de los productores de automóviles tradicionales se han visto afectadas por las caídas de la demanda global de los dos últimos años, la disrupción de nuevas tecnologías y las obligaciones regulatorias que les han obligado a invertir grandes cantidades de capital para su cumplimiento, con retornos más bajos de lo habitual.

Consideramos que una vez normalizado el nivel de la demanda ( $\approx$  90-95m de coches producidos al año) y transcurrido el periodo de transición hacia el coche eléctrico, los coches serán considerados un producto interconectado de movilidad con alto valor añadido (elevado contenido de software) por lo que creemos que la industria gozará de una recalificación y por tanto de un incremento de sus valoraciones. **Nuestra inversión en VW** (en el Santalucía

Europa Acciones y Santalucía Eurobolsa), **tiene un carácter a muy largo plazo, por lo que esperamos**, tomando como base un múltiplo conservador de 10x beneficios 2025 (17.000 millones EUR vs. 14.000 millones EUR en 2019), ver una valoración de 170.000 millones de euros (340€/acc), lo que resulta en **un retorno de 3,0x la inversión inicial incluidos los dividendos**.

## WORLDLINE (↑)

Worldline es uno de los mayores procesadores de pagos electrónicos de Europa. A principios de 2020 anunció su **acuerdo para fusionarse con Ingenico**. Capitaliza 10.500 millones de euros con unas **ventas de la compañía fusionada que serán de 5.500 millones y un beneficio neto 650 millones de euros**.

El negocio de la compañía se divide en servicios para minoristas, para entidades financieras y para gobiernos y entidades regionales. Worldline dispone de la mayor red de pequeños negocios, que conectan los pagos electrónicos que reciben de manera física como online a través de su plataforma. Así mismo, en el negocio de entidades financieras es uno de los mayores emisores y procesadores de pagos con tarjetas de crédito de Europa.

La fusión con Ingenico no solo le permitirá incrementar su capilaridad en sus negocios principales, también aumenta la barrera de entrada a otras compañías y la barrera de salida de sus clientes.

Se ha incrementado la posición (en el Santalucía Eurobolsa) en una compañía que nos ofrece crecimientos superiores al 6%, márgenes del 25% y unos retornos sobre el capital empleado del 20%. **El potencial de revalorización es del 40%**.

# 05

**Renta Fija**



## 5.1. Comentario sobre coyuntura de mercados

Durante el primer trimestre se ha producido un shock sobre el crecimiento global como consecuencia del impacto de la pandemia global. Durante los meses de enero y febrero, la epidemia originada en China se ha ido expandiendo al resto de países occidentales con especial impacto en Italia y España. Las expectativas de crecimiento se han desplomado como consecuencia del brusco parón de todas las actividades productivas no esenciales.

Adicionalmente, la menor demanda de crudo, junto con la falta de consenso respecto a recortes de producción entre Rusia y la OPEP, ha desplomado el precio del crudo hasta la zona de los 20 dólares, añadiendo presión adicional a las compañías petroleras. Como consecuencia de esta fuerte desaceleración económica y expectativas de recesión, los principales bancos centrales han llevado a cabo recortes de tipos, especialmente la Reserva Federal con 150 puntos básicos, además de programas masivos de compras de activos para inyectar liquidez e intentar estabilizar los mercados. El Banco Central europeo ha anunciado medidas excepcionales de inyección de liquidez por importe de 1 billón de euros a través de compras de activos.

Las primas de riesgo, tanto de deuda periférica como corporativa, han sufrido fuertes ampliaciones en un contexto de reducida liquidez en el mercado secundario, penalizando la valoración de todos los activos de riesgo en cartera. Sin embargo, nuestras carteras no tienen a los sectores más vulnerables en la presente crisis: turismo, aerolíneas, hoteles, distribución, consumo cíclico, etc.

### Principales visiones implementadas en los fondos:

- ✓ **Cautos en duración:** los tipos de interés libres de riesgo continúan en terreno negativo y pensamos que no ofrecen valor ni en el corto plazo ni en el largo. Mantenemos una infraponderación en duración con objeto de mitigar el riesgo de tipo de interés en las carteras ante potenciales repuntes que pudieran generar pérdidas a las carteras. 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:** a pesar del incremento de volatilidad por el impacto del Covid-19, seguimos viendo más valor en la deuda corporativa que en la gubernamental, de manera selectiva, por el valor relativo que ofrecen sus diferenciales.
- ✓ **Largos de Tesoros USA frente a Alemania:** hemos obtenido beneficios en la estrategia de estrechamiento de los diferenciales entre la curva USA y la alemana, tanto en el plazo 2 años como en el 10 años. Este diferencial ha tenido un fuerte estrechamiento como consecuencia de los agresivos recortes de tipos, de 150 puntos básicos por parte de la Reserva Federal para tratar de contrarrestar el impacto negativo del Covid-19, lo que ha beneficiado a las carteras.
- ✓ **Sobreponderación de periferia frente a Core:** las rentabilidades de los países periféricos, aunque expuestas a mayor volatilidad, ofrecen mayor valor relativo que las 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.

## Principales visiones implementadas en los fondos:

- ✓ **Infraponderación en Reino Unido:** todavía quedan muchas incertidumbres respecto a la firma de tratados comerciales entre Reino Unido y la UE tras el Brexit, por lo que continuamos con una reducida exposición a UK e Irlanda.
- ✓ **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.
- ✓ **Liquidez:** como medida de precaución, hemos incrementado los niveles de liquidez de los fondos, lo que nos permitirá aprovechar oportunidades de reinversión a mayores tipos de interés en el futuro próximo.

## 5.2. Gama de Fondos de Renta Fija

### Santalucía Renta Fija 0-2

La valoración del fondo se ha visto penalizada a cierre de trimestre como consecuencia de las fuertes ampliaciones de diferenciales de la deuda corporativa y de las primas de riesgo periféricas. El fuerte castigo de los precios como consecuencia de las revisiones a la baja del crecimiento global como consecuencia del Covid-19, deja oportunidades de inversión interesantes en el corto plazo, ya que dicha corrección se irá corrigiendo a medida que se acerque el vencimiento de los bonos.

El fondo ha continuado con duraciones inferiores a un año, en el entorno de 0,8. Hemos obtenido beneficios en la posición de valor relativo a 2 años entre bonos americanos y alemanes, que se ha beneficiado del fuerte estrechamiento del diferencial, tras los recortes de tipos de la Reserva Federal. Hemos incrementado la liquidez del fondo a través del ejercicio de bonos con put a la par, vencimientos y ventas de titulizaciones y bonos cuyo precio se encontraba más próximo a su valor nominal. Esta liquidez nos permitirá aprovechar oportunidades de inversión en un futuro próximo. Durante el trimestre hemos seguido gestionando 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. Mantene-mos 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, titulizaciones, bonos con cupón flotante o emisiones a medida, que permitan estar invertido al fondo a rentabilidades positivas. El incremento del Euribor 3 meses nos permitirá disfrutar de mayores cupones en los bonos flotantes (FRN), donde el fondo tiene un 7% de la cartera.

La TIR ofrecida por las carteras es muy atractiva, en el 1,85%, lo que ofrece un atractivo valor relativo con respecto a los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo, medido por el plazo a 2 años del Gobierno alemán, que se sitúan en el entorno del -0,70% a cierre de trimestre, después de acercarse al -1% a comienzos de marzo.

### TABLA DE RENTABILIDADES

	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS
<b>SANTALUCÍA RENTA FIJA 0-2</b>	<b>-1,45%</b>	<b>-1,44%</b>	<b>-0,79%</b>
<b>BENCHMARK</b>	<b>-1,06%</b>	<b>-0,96%</b>	<b>-0,03%</b>
<b>DIFERENCIAL</b>	<b>-0,39%</b>	<b>-0,48%</b>	<b>-0,76%</b>

Datos a 31/03/20, con gastos en Benchmark

## Santalucía Renta Fija Santalucía Renta Fija Dinámica

Las valoraciones de los activos en cartera se han visto muy penalizadas a cierre de trimestre como consecuencia de las fuertes ampliaciones de diferenciales de la deuda corporativa y de las primas de riesgo periféricas. El fuerte castigo de los precios como consecuencia de las revisiones a la baja del crecimiento global como consecuencia del Covid-19, deja oportunidades de inversión interesantes en todos los tramos de las curvas, así como en diferentes sectores y emisores. Sin embargo, la cartera no tiene exposición a los sectores más vulnerables en la presente crisis: turismo, aerolíneas, hoteles, distribución, consumo cíclico, etc.

Durante el trimestre se ha tomado beneficios en la posición larga de US Treasury frente al Bono alemán a 2 años, aprovechando el estrechamiento de su diferencial. Hemos seguido realizando 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. Continuamos con una reducida exposición a países más expuestos al Brexit, como Reino Unido e Irlanda, y en sectores más expuestos a una desaceleración global como consecuencia del Covid-19, 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.

Las carteras mantienen un reducido riesgo de tipos de interés, con una duración en el entorno del 2,40. La TIR ofrecidas por las carteras se sitúan en el entorno del 2,20% para el fondo Santalucía Renta Fija, y de un 2,50% para el Renta Fija Dinámica, lo que ofrece un atractivo valor relativo con respecto a los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, medido por el plazo a 10 años del Gobierno alemán, que se sitúan en el entorno del -0,40% a cierre de trimestre, después de acercarse al -0,86% a comienzos de marzo.

### SANTALUCÍA RENTA FIJA

	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS
SANTALUCÍA RENTA FIJA	-3,50%	-3,52%	-0,25%
BENCHMARK	-3,27%	-1,71%	0,44%
DIFERENCIAL	-0,23%	-1,81%	-0,69%

Datos a 31/03/20, con gastos en Benchmark

### SANTALUCÍA RENTA FIJA DINÁMICA

	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS
SANTALUCÍA RENTA FIJA DINÁMICA	-3,98%	-3,12%	-2,16%
BENCHMARK	-3,66%	-2,88%	-1,52%
DIFERENCIAL	-0,32%	-0,24%	-0,65%

Datos a 31/03/20, con gastos en Benchmark

santalucía  
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

*Sabes ahorrar, sabemos invertir.*

[www.santaluciaam.es](http://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.**