

AGF – Abante European Quality Fund

Josep Prats, gestor de **Abante European Quality**, escribe en su carta mensual sobre lo que ha pasado estos últimos meses en los mercados, al tiempo que reflexiona sobre la **evolución de la pandemia y su impacto económico**: "Tarde o temprano -en meses o en trimestres, no en años- todo volverá a ser normal. La combinación de vacuna, mejores tratamientos médicos y mayores precauciones (durante un tiempo), nos llevará a recuperar la normalidad en la vida diaria y en la evolución económica".

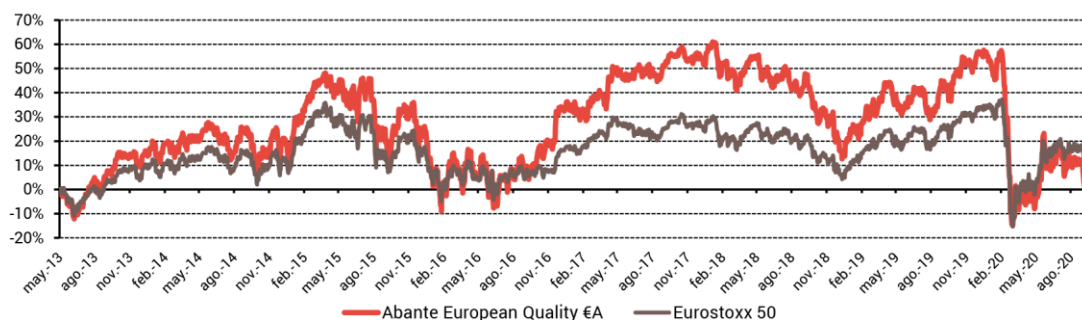
Prats repasa el **comportamiento que han tenido los diferentes sectores**, con caídas en bancos, inmobiliarias, telefónicas y petroleras, y destaca las subidas y el buen comportamiento que han tenido las tecnológicas, farmacéuticas, químicas y, en general, las compañías de PER alto, que se han comportado mejor que el índice.

"A principios de octubre hemos realizado un cambio en nuestra cartera: **hemos vendido AB Inbev**, comprada tras la fuerte caída a raíz de la crisis del COVID-19 y vendida con una ligera plusvalía, y **hemos incorporado a Repsol**, cuya valoración bursátil actual se justificaría, simplemente, por el beneficio que en un año medio aporta su actividad de refino, en la que su posición dominante en el mercado español es indiscutible", explica Prats.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-sep-20
Valor liquidativo 10,212€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2020	Fondo	-34,07%	-6,21%	-9,82%	-25,88%	2,71%	4,23%	5,81%	-4,10%	4,93%	-7,74%			
	Eurostoxx 50	-14,73%	-2,78%	-8,55%	-16,30%	5,06%	4,18%	6,03%	-1,85%	3,09%	-2,41%			
2019	Fondo	33,85%	7,08%	7,88%	-0,71%	8,69%	-9,13%	5,64%	-0,02%	-2,78%	6,34%	2,51%	3,80%	1,69%
	Eurostoxx 50	24,78%	5,26%	4,39%	1,62%	4,86%	-6,66%	5,89%	-0,20%	-1,16%	4,16%	0,98%	2,75%	1,12%
2018	Fondo	-23,67%	4,83%	-4,16%	-5,05%	6,53%	-5,76%	-1,07%	5,01%	-6,67%	1,74%	-8,89%	-0,79%	-10,63%
	Eurostoxx 50	-14,34%	3,01%	-4,72%	-2,25%	5,21%	-3,67%	-0,32%	3,83%	-3,76%	0,19%	-5,93%	-0,76%	-5,41%
2017	Fondo	13,97%	-1,68%	-0,79%	8,61%	2,75%	0,67%	0,05%	1,30%	-1,04%	6,26%	1,67%	-2,51%	-1,54%
	Eurostoxx 50	6,49%	-1,82%	2,75%	5,46%	1,68%	-0,14%	-3,17%	0,22%	-0,81%	5,07%	2,20%	-2,83%	-1,85%
2016	Fondo	7,15%	-12,53%	-3,31%	1,64%	4,20%	1,09%	-12,26%	6,83%	4,43%	-3,08%	9,11%	2,78%	11,23%
	Eurostoxx 50	0,70%	-6,81%	-3,26%	2,01%	0,77%	1,16%	-6,49%	4,40%	1,08%	-0,69%	1,77%	-0,12%	7,83%
2015	Fondo	4,45%	6,55%	9,35%	4,08%	-2,48%	-0,44%	-4,52%	6,47%	-11,95%	-7,13%	13,27%	3,17%	-8,69%
	Eurostoxx 50	3,85%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,72%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%	10,24%	2,58%	-6,81%



Carta del gestor

Estimados inversores,

¿Y si todo volviera a ser normal?

Tarde o temprano -en meses o en trimestres, no en años- todo volverá a ser normal. La combinación de vacuna, mejores tratamientos médicos y mayores precauciones (durante un tiempo), nos llevará a recuperar la normalidad en la vida diaria y en la evolución económica.

Una crisis de meses o trimestres, centrada en sectores relacionados con el ocio -restauración, viajes, hostelería, etc.- no debe llevar a un incremento tan elevado de la morosidad bancaria, que está restringida a estos sectores y con avales del 80% a través del ICO, que fuerce a los bancos a ampliaciones de capital.

La capacidad de generación de beneficios a largo plazo de los bancos depende de su masa de recursos de clientes (cuentas corrientes, depósitos, fondos, seguros, etc.) y de su masa de préstamos a particulares y pymes. Las hipotecas a particulares no se verán impagadas en un entorno de tipos bajos, y los créditos a PYMES están ahora avalados en un 80%, tanto en los sectores expuestos a la crisis como en otros en los que antes no se contaba con el aval del ICO y, en cambio, ahora sí, porque la banca ha concedido o renegociado préstamos con todas las pymes haciendo uso de esos avales.

En resumen, las pérdidas finalmente resultantes de la morosidad adicional no cubierta por el ICO en los sectores realmente afectados por la crisis, difícilmente superará en orden de magnitud 1 año entero de beneficio normal de un banco, y esto no obliga a ampliar capital. Y si un banco debe cotizar o “valer” 10 o 12 veces su beneficio normalizado, como consecuencia de esta crisis debería “valer” 9 u 11 años de beneficio (1 menos, el que se habrá perdido). Es decir, la banca puede valer un 10% menos que antes de la crisis, pero no un 45% menos como ha caído, desde inicios de 2020, el Euro Stoxx Banks.

Aparte de la banca, hay otros sectores y valores que también han caído: inmobiliarias -en especial, las de los centros comerciales como Unibail, aunque no son las únicas-, telefónicas -no se sabe muy bien por qué-, petroleras -sí ha habido parálisis durante unos meses, pero el tráfico ya se está normalizando-.

Y, sin embargo, hay otros sectores que se han comportado bien. Son las tecnológicas como SAP -que tenemos en cartera- o las grandes compañías estadounidenses que incluso han subido. Asimismo, las químicas predecibles y las farmacéuticas como Air Liquide -que también tenemos en cartera- se han mantenido y, en general, las compañías de PER alto -por ejemplo, LVMH se ha mantenido, mientras que Inditex ha caído menos que el mercado- se han comportado mucho mejor que el índice.

Las diferencias de múltiplos entre lo que se suele conocer como *value* y *growth* se han ampliado de forma alarmante. Los bancos, que cotizaban a múltiplos de 7 veces el beneficio del año pasado (un año objetivamente de tipos bajos, negativos, en una perspectiva de largo plazo, que solo les permitía obtener ROES del 8%, frente al 10%-12% que obtendrían con tipos por encima de cero), ahora cotizan a apenas 4 veces beneficio.

Las telefónicas cotizan a apenas 3-4 veces VE/EBITDA, frente a las 5-6 veces que cualquier capital riesgo está dispuesto a pagar por compañías con flujos predecibles. Esto significa que, en múltiplos sobre un beneficio normalizado, hayan pasado de cotizar, en apenas 9 meses desde que comenzó el año, de algo menos de 10 veces PER a menos de 5 veces PER. Todo con múltiplos calculados a partir de un beneficio de año normal, el medio de los últimos 5-10 años, no el de 2020 que podrá ser cualquiera...

Algo parecido pasa con las petroleras. Y sobre las inmobiliarias, la realidad es que, a pesar de que sus caídas en bolsa oscilan entre el 40% y el 70%, en el mercado los precios de los activos reales prácticamente no han caído (o si lo han hecho, en un 10% -15%, justificarían como mucho, teniendo en cuenta el efecto del apalancamiento, una caída del 20%-30% en el valor del capital).

Además, con tipos bajos, como verosíblemente estaremos durante un tiempo relativamente largo, los costes financieros de la deuda, ya bajos, tenderán a bajar a medida que se renueve deuda, y las rentabilidades exigidas a los activos no subirán.

La gente volverá, y de hecho ya lo está haciendo, a los centros comerciales. La gente volverá a ir en coche y echarán gasolina. La gente no ha dejado de telefonar. La gente quiere ocio, ahora solo terrazas, pero mañana serán hoteles y aviones....

En nueve meses, el mercado ha tenido un comportamiento muy dispar, muy anormal. Prácticamente no ha habido crisis bursátil para algunos sectores, mientras que otros se han desplomado a la mitad de su valor. Esto no es sostenible, si todo vuelve a ser normal.

A modo de ejemplo, pondré dos comparaciones, referidas a algunos de los principales valores de la bolsa española y de la francesa.

En España, por el precio del mayor *retailer*, tienes los dos mayores bancos, la mayor aseguradora, la mayor petrolera, la mayor 'teleco' y la mayor inmobiliaria del país.

ROE	2019	Beneficios	Dividendos	R. Propios	Market Cap (25/9/20)	Caída 2020
7%	Santander	6.515	3.324	91.859	25.740	-58%
7%	BBVA	3.512	1.733	48.810	15.772	-53%
7%	Mapfre	609	447	8.854	4.042	-44%
8%	Repsol	2.042	1.545	24.335	9.360	-59%
13%	Telefónica	3.250	2.077	25.450	15.283	-53%
7%	Merlin	536	244	7.330	3.229	-48%
8%	<u>Suma 6 Españolas</u>	<u>16.464</u>	<u>9.370</u>	<u>206.638</u>	<u>73.426</u>	<u>-55%</u>
24%	Inditex	3.639	2.741	14.949	72.992	-26%
	6 Españolas/Inditex	4,5	3,4	13,8	1,01	
	Múltiplos	PER	Yield	P/ Libros		
	Media ponderada 6 Españolas	4,5	12,8%	0,4		
	Inditex	20,1	3,8%	4,9		
	Multiplicador 6 Españolas/Inditex	4,5	3,4	13,8		

Y, en Francia, también.

ROE	2019	Beneficios	Dividendos	R. Propios	Market Cap (25/9/20)	Caída 2020
8%	BNP	8.173	3.874	98.374	37.806	-43%
9%	Crédit Agricole	4.582	2.019	52.776	20.666	-45%
9%	Axa	6.451	3.240	69.900	37.644	-38%
10%	Total	10.060	6.971	104.266	74.447	-42%
8%	Orange	3.006	2.688	38.545	23.648	-32%
7%	Unibail	1.760	1.495	25.950	4.192	-78%
9%	<u>Suma 6 Francesas</u>	<u>34.032</u>	<u>20.287</u>	<u>389.811</u>	<u>198.403</u>	<u>-43%</u>
19%	LVMH	7.171	3.432	38.600	202.004	-4%
	6 Francesas/LVMH	4,7	5,9	10,1	0,98	
	Múltiplos	PER	Yield	P/ Libros		
	Media ponderada 6 Francesas	5,8	10,2%	0,5		
	LVMH	28,2	1,7%	5,2		
	Multiplicador 6 Francesas/LVMH	4,8	6,0	10,3		

En los cuadros anteriores se puede observar que hoy, Inditex (en España) y LVMH (en Francia) tienen la misma capitalización bursátil que el conjunto de:

- Los dos principales bancos de su país (Santander+BBVA o BNP+Crédit Agricole).
- La principal petrolera de cada país (Repsol y Total).
- La principal aseguradora de cada país (Mapfre y AXA).
- La principal telefónica de cada país (Telefónica y Orange).
- La principal inmobiliaria de cada país (Merlín y Unibail).

Es decir, que si el Sr. Ortega o el Sr. Arnault mañana quisieran cambiar su 50% en Inditex o LVMH por una cartera más diversificada, podrían convertirse de inmediato en los accionistas con mayoría absoluta de entidades que controlan, a su vez, la mayoría absoluta de los clientes de banca, seguros, petróleo y comunicaciones de España y de Francia. Y obtendrían, además, de regalo, decenas de miles de millones de patrimonio inmobiliario. Hace bien pocos años, el valor bursátil de Total o Orange -individualmente consideradas- era superior al de LVMH. Y el valor bursátil de Telefónica o Santander superaba también claramente al de Inditex.

Tomando como base los datos de cierre de 2019, el conjunto de 6 grandes compañías españolas (Santander, BBVA, Repsol, Telefónica, Mapfre y Merlín) vale en total en bolsa lo mismo que Inditex, aunque obtienen un beneficio 4,5 veces superior, pagan un dividendo 3,4 veces superior y tienen unos recursos propios 13,8 veces superiores a la compañía del Sr. Ortega.

Y en el caso de las 6 grandes compañías francesas (BNP, Crédit Agricole, Axa, Total, Orange y Unibail) que, en conjunto valen lo mismo en bolsa que LVMH, sus beneficios multiplican por 4,7 veces, los dividendos por 5,9 veces, y los recursos propios por 10,1 veces los de la compañía del Sr. Arnault.

Esto, cuando volvamos a la normalidad, debería corregirse. Y será por la subida de las seis que han caído (en media un 55% en España y un 43% en Francia): LVMH ha perdido solo un 4% desde principios de año, e Inditex, un 26%. Y ambas, en mi opinión, siguen sin estar caras, por eso las tenemos en cartera. Lo que sucede es que bancos, aseguradoras, petroleras, telefónicas e inmobiliarias (que también tenemos en cartera) están baratísimas.

A principios de octubre hemos realizado un cambio en nuestra cartera: hemos vendido AB Inbev, comprada tras la fuerte caída a raíz de la crisis del COVID-19 y vendida con una ligera plusvalía, y hemos incorporado a Repsol, cuya valoración bursátil actual se justificaría, simplemente, por el beneficio que en un año medio aporta su actividad de refino, en la que su posición dominante en el mercado español es indiscutible.

Muchas gracias por su confianza,

Josep Prats

Gestor de Abante European Quality

Si desea más información sobre este producto,

por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Blog en Finect](#)
- [Perfil de Twitter](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. La carta Informativa ha sido elaborada 14/10/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.