

Notas del mes Noviembre de 2020

¿Valor o crecimiento?

La crisis bursátil generada por la pandemia ha acentuado de forma muy notable una tendencia que ya veníamos observando durante años: la creciente disparidad de valoraciones, medidas por los indicadores más comúnmente utilizados (PER, Precio/Libros, rentabilidad por dividendo, VE/EBITDA...) entre las compañías catalogadas como "de valor" y las "de crecimiento".

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 muy reducidos, 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 parece sostenible, si todo vuelve a ser normal.

A modo de ejemplo, vayan 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* (Inditex), tienes los dos mayores bancos (Santander y BBVA), la mayor aseguradora (Mapfre), la mayor petrolera (Repsol), la mayor 'teleco' (Telefónica) y la mayor inmobiliaria (Merlin) del país.

	Cap. Bursátil 2020	Cap. Bursátil 2005	Δ % dde 2005	Δ % 2020
SANTANDER	28.480	69.682	-59%	-54%
BBVA	16.003	51.019	-69%	-52%
MAPFRE	4.068	3.333	22%	-45%
TELEFÓNICA	16.374	59.091	-72%	-49%
REPSOL	9.306	28.623	-67%	-56%
MERLIN PROPERTIES	2.866	-	-	-52%
Conjunto Value España	77.097	211.749	-65%	-70%
INDITEX	74.426	16.365	355%	-24%
6 españolas / Inditex	1	13		

Cap. Bursátil 2020 calculada a cierre de octubre de 2020.

Y en Francia, también. Por el precio del mayor *retailer* (LVMH), tienes los dos mayores bancos (BNP y Crédit Agricole), la mayor aseguradora (Axa), la mayor petrolera (Total), la mayor 'teleco' (Orange) y la mayor inmobiliaria (Unibail) del país.

	Cap. Bursátil 2020	Cap. Bursátil 2005	Δ % dde 2005	Δ % 2020
BNP PARIBAS	41.118	56.675	-27%	-38%
CREDIT AGRICOLE	21.226	39.144	-46%	-43%
AXA	35.604	52.304	-32%	-41%
ORANGE	24.978	54.638	-54%	-27%
TOTAL	73.041	128.818	-43%	-43%
URW	5.118	-	-	-74%
Conjunto Value Francia	201.084	331.579	-41%	-64%
LOUIS VUITTON M.H.	213.714	33.139	545%	+2%
6 francesas / LVMH	1	10		

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, petróleos 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.

En los últimos 14 años, desde 2005 (para tomar un punto de partida normalizado, previo a la crisis financiera), la capitalización bursátil de Inditex se ha revalorizado un 355%, y la de LVMH un 545%, mientras la media de los 6 grandes valores tradicionales de las bolsas española y francesa tomados como referencia, veían caer su valor bursátil en un 65% y un 41% respectivamente. La caída bursátil de las operadoras de telecomunicaciones, bancos, aseguradoras, petroleras e inmobiliarias francesas y españolas se ha concentrado en lo que llevamos de 2020 (-70% en las españolas, -64% en las francesas). En 2020 año tanto Inditex (con una caída limitada al 24%) como, sobre todo, LVMH (que cotiza un 2% por encima de los niveles de cierre de 2019, han resistido mucho mejor.

¿Cuál es la razón del notablemente mejor comportamiento bursátil de las dos grandes retailers, de las compañías catalogadas como growth frente a las compañías catalogadas como value?

La principal, y la más evidente es que el beneficio de las *growth* ha hecho honor a su calificación, y ha crecido muy notablemente. El beneficio de Inditex ha aumentado un 329% en los últimos 14 años, y el de LVMH lo ha hecho en un 398%. Inditex y LVMH ganan entre 4 y 5 veces más que en 2005. Mientras, las compañías *value* han visto como su beneficio se mantenía estancado en 14 años (de hecho ha disminuido en media un 9% en las españolas y un 7% en las francesas.

	Bº neto 2019	Bº neto 2005	Δ % dde 2005
SANTANDER	6.515	6.220	5%
BBVA	3.512	3.806	-8%
MAPFRE	609	250	144%
TELEFÓNICA	3.574	4.446	-20%
REPSOL	2.042	3.120	-35%
MERLIN PROPERTIES	564	-	-
Conjunto Value España	16.816	17.842	-9%
INDITEX	3.444	803	329%
6 españolas / Inditex	5	22	

	Bº neto 2019	Bº neto 2005	Δ % dde 2005
BNP PARIBAS	8.173	5.852	40%
CREDIT AGRICOLE	4.844	3.891	24%
AXA	3.857	4.318	-11%
ORANGE	3.006	5.709	-47%
TOTAL	10.066	12.273	-18%
URW	1.103		
Conjunto Value Francia	31.049	32.043	-7%
LOUIS VUITTON M.H.	7.171	1.440	398%
6 francesas / LVMH	4	22	

Si hace 14 años, las 6 grandes *value* españolas o francesas ganaban 22 veces más que Inditex o LVMH, respectivamente, ahora "solo" ganan 4 o 5 veces más.

	PER Actual (sobre Beneficio 2019)	PER 2005 (sobre Beneficio 2005)
SANTANDER	4	11
BBVA	5	13
MAPFRE	7	13
TELEFÓNICA	5	13
REPSOL	5	9
MERLIN PROPERTIES	5	-
Conjunto Value España	5	12
INDITEX	22	20

En 2015 el valor bursátil de las 6 value españolas era 13 veces superior al de Inditex. Y el de las 6 value francesas 10 veces superior al de LVMH. Hoy es el mismo. La mitad del aumento diferencial (4-5 veces) de valor bursátil

vendría justificado por el mayor crecimiento de beneficios. Pero el resto viene por un claro alejamiento en los múltiplos que el mercado está dispuesto a pagar por los beneficios de unas y otras.

Ha habido, a la vez, una expansión moderada del múltiplo más comúnmente utilizado, el PER, tanto en Inditex (de 20x en 2005 a 22x en 2019), como en LVMH (de 23x a 30x). Pero **lo que realmente ha marcado la diferencia ha sido la contracción de múltiplos de las 6 value de cada país** (de 12x en 2005 a 5x en 2019 en las españolas, y de 11x en 2004 a 7x en 2019 en las francesas).

	PER Actual (sobre Beneficio 2019)	PER 2005 (sobre Beneficio 2005)
BNP PARIBAS	5	9
CREDIT AGRICOLE	4	10
AXA	9	12
ORANGE	8	9
TOTAL	7	10
URW	5	-
Conjunto Value Francia	7	11
LOUIS VUITTON M.H.	30	23

Pagar múltiplos aparentemente altos por compañías con expectativas de crecimiento puede no resultar caro si, efectivamente, muestran ese crecimiento. Ese ha sido el caso de Inditex y LVMH, cuya cotización bursátil ha aumentado muy notablemente, pero no mucho más que su propio beneficio. La expansión de múltiplos ha sido muy moderada, y perfectamente justificable si uno atiende al distinto entorno de tipos (la inversión libre de riesgo no ofrece nada hoy, mientras hace catorce años ofrecía entre un 3% y el 4% en deuda soberana).

No podemos decir, pues, que ni Inditex ni LVMH estén caras. Si consiguen mantener crecimientos parecidos, incluso algo inferiores, a los de los últimos años podrían justificar plenamente su valoración.

Sin embargo, y a pesar de los decepcionantes resultados, en general, obtenidos por las compañías value, (beneficio estancado en niveles de hace 14 años), consideramos que los múltiplos actuales (muy inferiores a los de 2005, en un entorno de tipos muy distinto) son excesivamente penalizadores.

En la medida en que asumamos que el beneficio de las compañías value, a largo plazo se mantendrá en niveles próximos a los actuales (sin asumir crecimiento relevante), al precio actual podrían ser una buena oportunidad de inversión.

1962 Capital SICAV

Hemos esperado a conocer la solución a una de las grandes incógnitas del año para escribir esta nota. La pregunta era ¿quién será el próximo presidente de los Estados Unidos? Y la respuesta, aunque no completamente segura, parece clara: Joe Biden.

Faltan dos meses para la toma de posesión del nuevo presidente. Y la controversia sobre la validez de los votos por correo parece viva. Trump no acepta el resultado, y Biden da por bueno el recuento provisional que le acredita como presidente. Es posible que tengamos un par de meses de idas y venidas judiciales.

Para los que confíen en la independencia de los jueces, en última instancia los de la *Supreme Court* americana, no parece que la dimensión de las siempre existentes irregularidades que pueda haber habido en un recuento de votos sean de tal dimensión como para desmentir que, efectivamente, como dicen todos los medios de información (desde Associated Press a Fox News), Biden ha obtenido la presidencia.

Para los que no confíen en la independencia de los jueces, cabrá recordar que de los 9 miembros actuales de la *Supreme Court*, 3 fueron propuestos por los presidentes Bush (1 por el padre y 2 por el hijo), 1 por Clinton, 2 por Obama, y 3 por Trump. Clinton, Obama y, lo que es más importante, Bush hijo, que ya lo ha felicitado, han dado por vencedor de las elecciones al candidato demócrata.

Joseph Biden será el nuevo presidente de los Estados Unidos.

Hemos tenido que esperar una semana para conocer los resultados del recuento electoral en Estados Unidos. Gracias a ello, el primer día con mercados bursátiles abiertos y resultados conocidos ha coincidido con el anuncio de la farmacéutica Pfizer del éxito de sus investigaciones sobre una vacuna para el COVID. Un 90% de efectividad en fase 3, que lleva a pensar que antes de final de año podría recibir la plena aprobación de la FDA, y la administración de las primeras dosis, para poner en la primavera de 2021 el horizonte temporal en el que una parte ya significativa de la población mundial (o cuanto menos, de aquella que vive en países desarrollados) pueda haber recibido la vacuna.

Con la vacuna de Pfizer (o la de Oxford, o la rusa que hoy mismo alegaba tener una efectividad del 92%), el COVID pasará a la categoría de "enfermedad normal". Será un virus que seguirá infectando a una parte no despreciable de la población (la vacuna no será 100% efectiva, y no todo el mundo se vacunará), pero que no generará un estado de alarma, como no lo genera desde hace ya décadas, con vacuna (tampoco 100% efectiva, ni aplicada al 100% de la población) y con tratamientos mejorados con la experiencia, la gripe común.

Volveremos a vivir con normalidad. Los aviones volarán, los hoteles verán como la gente, por negocios o por vacaciones, vuelve a pernoctar en ellos. Los bares servirán copas en la barra, y los restaurantes comidas en mesas interiores no muy separadas. Las familias cumplirán con el ritual de fin de semana que lleva a acudir a los centros comerciales, a comprar ropa, a ver el cine y a comer hamburguesas. Volveremos a vivir una vida normal y, con ello, salvaremos la gran mayoría de negocios que fueran viables antes de la pandemia, antes de las restricciones forzadas por el confinamiento. Levantaremos un estado de excepción que, cuando empezó, no sabíamos ni cómo ni cuándo podía acabar. Los bancos habrán dado, gracias a la liquidez pagada por el BCE y la morosidad cubierta por los avales públicos, la vía de oxígeno que las Pymes, en especial las de los sectores de restauración y ocio, habrán necesitado.

Y si eso es como decimos, los dramáticos castigos bursátiles sufridos, por entero, en algunos sectores económicos (banca, seguros, automoción, aviación, turismo, petróleos, inmobiliaria comercial), deberán corregirse.

Algo de ello hemos visto ya en los últimos días. En los dos primeros días de esta segunda semana de noviembre hemos visto como el valor liquidativo de la SICAV recuperaba prácticamente un 20%, de la mano de una recuperación similar de sectores como el bancario o petrolero que tienen un peso relevante en nuestra cartera.

Queda mucho por recuperar hasta alcanzar los niveles de cierre del año anterior. Probablemente sea necesario ver una aprobación formal de las nuevas vacunas y su eficiente y rápida administración, para confirmar la recuperación bursátil ya iniciada. Será cuestión de meses, o de algún trimestre, pero sucederá.

Muchas gracias por su confianza,

Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.

	1962 Capital	Euro Stoxx 50
Último precio (10/11/2020)	5,78	3.443
Revalorización 2020	-21,6%	-8,1%
Revalorización 2019	31,4%	24,8%
Revalorización 2018	-22,7%	-14,3%
Revalorización 2017	10,9%	6,5%
Revalorización 2016	5,5%	0,7%
Revalorización 2015	7,5%	3,9%
Revalorización 2014	3,6%	1,2%
Revalorización 2013	34,9%	18,0%
Revalorización 30/6/12 hasta 31/12/12	44,4%	16,4%
Desde inicio (30/6/12 hasta 10/11/20)	102%	52%