

Comentario

El periodo estuvo marcado de nuevo por la fuerte aversión al riesgo de los inversores mantuvieron el foco en los sucesos geopolíticos. Así, mayo y junio estuvo cargado con un aluvión de eventos de cariz geopolítico, entre los cuales destacó el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre EEUU y China y de las que Europa no se quedó al margen. En un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras provocado por el alza de los tipos de interés en EEUU y de apreciación del billete verde frente a la cesta de divisas emergentes, los flujos de salida en los activos emergentes se aceleraron durante los meses de mayo y junio. Adicionalmente, el periodo fue intenso en eventos políticos, con elecciones en Turquía en las que el ministro Erdogan volvió a acaparar la mayoría absoluta lo que se contrapone con la sostenibilidad en el crecimiento del país y Méjico, en el que el líder del partido morenista López Obrador se erigió como virtual ganador rompiendo con el duopolio histórico del PRI y el PAN que han gobernado el país de forma alternativa desde el 1946. Por último, en una decisión histórica, las acciones chinas clase A fueron incluidas por primera vez en el índice MSCI Emerging Markets en una decisión histórica que abre todavía más las compañías chinas al universo de inversión internacional. Nuestra opinión es que las acciones emergentes en su conjunto siguen estando significativamente infraponderadas en las carteras de los inversores e infrarepresentadas en los índices de acciones y debido a la creciente importancia en términos económicos, esta disfunción se deberá corregir progresivamente a lo largo de los próximos años. Con todo, el CI Emergentes obtuvo un desempeño negativo (-3,45%) aunque mejorando el propio obtenido por su índice de referencia (-4,82%).

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **Baozun (+18,94%) y Ctrip.com (+16,45%)**

La compañía china de servicios omnicanal **Baozun** mantuvo de nuevo su fortaleza gracias a la excelente ejecución en la transición de su modelo de negocio desde puramente de distribución hacia un modelo más basado en servicios, con la menor intensidad en capital y la mejora en márgenes que ello supone. Al tratarse de una compañía de reciente nacimiento y de capitalización pequeña, la mayoría de inversores institucionales no pueden o las políticas de inversión no permiten su inversión. No obstante, a medida que la compañía continua ejecutando su plan de negocio de forma exitosa y la volatilidad en su cotización empieza a remitir consideramos que muchos inversores valorarán en un futuro su inversión ya que la misma ofrece un enorme potencial a largo plazo según nuestro punto de vista. Por su parte, **Ctrip.com** se benefició de una buena publicación de resultados trimestrales, los cuales sobrepasaron la estimación de los analistas y en los que fue capaz de mantener su senda de crecimiento a pesar de las trabas regulatorias de su división de transporte gracias entre otros a la fortaleza de alojamiento y tours y, especialmente, la división internacional.

- **Grupo Supervielle (-62,13%) y Ambev (-30,06%)**

Grupo Supervielle acusó la fuerte depreciación del peso argentino tras la salida en masa de los inversores de la región. Las principales causas fueron los errores en materia de política monetaria que generaron tasas de inflación por encima de los objetivos y los miedos del endurecimiento de las condiciones financieras y apreciación del billete verde que dificulten la financiación del déficit por cuenta corriente. El banco central tuvo que intervenir para frenar la espiral depreciatoria con una subida de los tipos de interés hasta el 40% y el gobierno solicitó ayuda al FMI la cual fue concedida por valor de 50.000 millones de usd. Tras haber salvado una pelota de partido, el actual gobierno debe proseguir con su política reformista para tratar de reducir las elevadas tasas de inflación y evitar volver a la senda errática de gobiernos anteriores. **Ambev** por su parte estuvo penalizada durante el periodo principalmente por la huelga de transportistas que paralizó el país más de una semana y dificultó la cadena de distribución y aprovisionamiento de las empresas brasileñas, así como de un repunte en la intensidad competitiva derivada del esfuerzo comercial que está llevando a cabo Heineken tras la compra de la filial brasileña Kirin con el objetivo de aumentar cuota de mercado.

¿Qué decisiones de gestión se han tomado en los últimos meses?

Durante el periodo se dio salida a las compañías Mail.ru, Sumber Alfaria y Mercado Libre tras alcanzar nuestros precios objetivos, Universal Robina tras anticipar un entorno competitivo más duro del inicialmente previsto y BIM Birlesik ante la imposibilidad de visualizar un entorno económico estable en el medio plazo. Por el lado de las compras, se incorporó en cartera el grupo financiero surcoreano KB Financial el cual está llevando a cabo un gran trabajo en la diversificación de las

fuentes de ingreso del grupo así como en el control de la siniestralidad y la eficiencia en el banco a pesar de operar en un entorno de bajo crecimiento y aumento de las exigencias regulatorias que dificultan la su desempeño. El banco cotiza con un descuento muy significativo de su precio en libros y cuenta con un potencial de revalorización interesante si consigue alcanzar velocidad crucero (nuestro escenario base), lo cual sería compatible con un ROE del 10%.

Ejemplo de inversión: Prosegur Cash

Prosegur Cash es una compañía dedicada principalmente al transporte y gestión de efectivo. Con unas ventas de más de 1.900 millones de euros, un equipo de más de 39.000 empleados y una flota de aproximadamente 9.000 vehículos entre blindados y vehículos ligeros, la compañía es el segundo operador de mercado y el más rentable a nivel mundial.

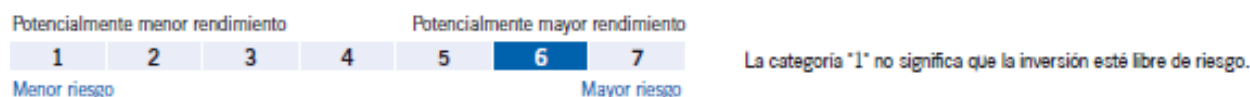
Prosegur Cash opera en un mercado crítico pero mal entendido por la comunidad inversora. Los recientes casos de Suecia y más recientemente China donde el uso de efectivo ha ido reduciéndose de forma progresiva dando paso a métodos electrónicos de pagos ha provocado que la corriente de opinión pública extrapole estos casos a todas las regiones. Si bien el uso de los métodos electrónicos de pago irá en aumento en el futuro, ello no implica una reducción estructural en el uso de efectivo en las economías. De hecho y según estimaciones, la industria de transporte de efectivo crecerá en línea con el PIB mundial durante los próximos años, siendo especialmente trascendente en economías con fuerte crecimiento económico en términos nominales (ya sea por fortaleza real o por elevadas inflaciones), como es el caso de los países latinoamericanos. En éstos resulta especialmente relevante la seguridad y cuentan con un viento de cola estructural que es la baja penetración de los productos bancarios.

La industria se caracteriza por las elevadas barreras de entrada y de salida derivadas de los elevados costes fijos, economías de escala que se generan a través de la densidad de las rutas (nuevos clientes añaden marginalmente a los beneficios de la compañías sin apenas acometer en costes adicionales) y elevados costes de cambio. Estas características fomentan que se opere en formato oligopolio en el que 3 compañías se llevan la mayor parte de los beneficios de la misma. Según palabras de la compañía y para visualizar de forma genérica este punto, en un mismo país sólo generan beneficios el primer y segundo operador, el tercero a duras penas consigue cubrir costes y el resto tienen pérdidas.

Como consecuencia de lo anterior, la industria está fuertemente atomizada y actualmente hay un proceso de consolidación de la misma. Ello posibilita opciones de crecimiento inorgánico que, adquiridas a buen precio, son aditivas al negocio de la compañía. En este sentido, Prosegur Cash fija un objetivo de entre 50 y 150 millones de euros al año para acometer operaciones inorgánicas que generen valor al negocio y, en este sentido, este año ya ha anunciado 3 operaciones, una en Centroamérica, otra en Filipinas y la última en Brasil, uno de sus principales mercados.

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Arriesgado Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello, un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas.



Disclaimer

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÈDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.