



**Publicación Bimestral
Mayo/Junio 2018**

Índice

Introducción	3
Fonengin ISR, F.I.....	4
CI Renta, F.I.....	6
CI Environment ISR, F.I.....	8
CI Iberian Equity, F.I.....	10
CI Bolsa Euro Plus, F.I.....	12
CI Bolsa USA, F.I.....	14
CI Global, F.I.....	16
CI Emergentes, F.I.....	18

Introducción “Aumenta la tensión en las relaciones comerciales entre países ”

Dídac Pérez – Director de Inversiones

Los meses de mayo y junio estuvieron marcados por la intensificación de la guerra comercial que se empezó a gestar a inicios de año. A pesar del aparente acercamiento de posturas entre Estados Unidos y China, a medida que avanzó el curso el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, aumentó el tono del discurso proteccionista. Estados Unidos anunció el final de la exención de las tarifas a las importaciones de acero y aluminio procedentes de la Unión Europea, además de estudiar la introducción de nuevos aranceles a las importaciones de coches europeos y la ampliación de los aranceles ya introducidos a los productos chinos por valor de más de 250.000 millones de USD. En cuanto a política comunitaria, en apenas una semana se alcanzaron acuerdos para formar Gobiernos tanto en España como en Italia. En el plano geopolítico, destacó la convención de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que acordó aumentar la producción alrededor de unos 600.000 barriles por día, hasta los 32,5 millones. No obstante, este incremento no fue suficiente para aliviar las preocupaciones sobre la escasez de suministro en un entorno en el que la demanda mundial crece más rápido que la capacidad de producción del crudo.

Entorno macroeconómico

En Estados Unidos, la Reserva Federal elevó el rango de los tipos de interés a niveles del 1,75%-2% y anticipó dos subidas adicionales durante el 2018, hasta el 2,25%-2,50%. La principal autoridad monetaria del país constató el fortalecimiento del mercado laboral y la evolución al alza de la inflación, que se encuentra cerca de alcanzar el objetivo fijado. Adicionalmente, los resultados de los PMI y los indicadores adelantados mostraron el buen ritmo de la economía americana. En el Viejo Continente, el Banco Central Europeo, en su reunión de junio, decidió mantener sin variación los tipos oficiales y remarcó que espera que se mantengan a dichos niveles hasta el verano de 2019, siempre y cuando la evolución de la inflación se mantenga en línea con las actuales expectativas del Consejo de Gobierno. Sin embargo, en su comparecencia anunció la reducción hasta los 15.000 millones de euros a partir de septiembre del importe de compras netas de activos en el marco del programa QE hasta finales de diciembre de 2018, momento en el cual cesarán las compras netas por parte de la máxima institución monetaria europea. En segundo lugar, el BCE mantendrá la política de reinversión del principal de los valores que vayan venciendo durante un período prolongado tras el final de las compras netas. Por último, Draghi confirmó que las decisiones de política monetaria adoptadas contribuirán a conducir la inflación hacia niveles inferiores, pero próximos al 2% en el medio plazo.

Resultados empresariales / Renta variable / Renta Fija

Estados Unidos mantuvo la tendencia de los últimos trimestres en parte gracias a la reforma tributaria implementada por Donald Trump y a un dólar débil durante el período de publicación de resultados (1T 2018). Las empresas americanas superaron en gran medida sus previsiones de ventas y beneficios, destacando los márgenes de las empresas tecnológicas, y que a su vez cuentan con una mayor ponderación de los índices. En Europa, las cifras no fueron tan destacables debido a la fortaleza del euro y al entorno de tipos que sigue penalizando los márgenes de las entidades financieras.

Los mercados de renta variable presentaron comportamientos diferenciados entre regiones. En EUA, los principales índices cerraron el periodo de mayo y junio con un comportamiento positivo, destacando el 2,66% del S&P 500 y el 0,92% del Dow Jones Industrial Average. En Europa, el Eurostoxx 50 y el IBEX 35 cerraron el periodo con comportamientos negativos, un -3,98% y un -3,59%, respectivamente. Por último, el peor resultado vino de los mercados emergentes, en los que el índice MSCI Emerging Markets cerró con un retroceso del -8,15%, lastrado principalmente por el mal comportamiento de China y Corea del Sur ante las preocupaciones sobre las posibles repercusiones de los efectos arancelarios sobre la economía del gigante asiático.

Los activos de renta fija siguieron cotizando el aumento de la incertidumbre a una guerra comercial a gran escala. Los activos refugio como los bonos alemán y estadounidense a 10 años siguieron revalorizándose y situaron sus rentabilidades en el 0,30% y el 2,86%, respectivamente.

Por su lado, la prima de riesgo italiana siguió en zona de máximos y en niveles no vistos desde hacía más de 5 años (238 P.B.). Respecto a las divisas, el tipo de cambio EUR/USD cerró a niveles de 1,1684 USD/EUR, prácticamente sin variaciones respecto al mes anterior (-0,08%).

Finalmente, en relación con las materias primas, el precio del Brent se situó a niveles de 79,44 USD/barril.

Comentario Fonengin ISR, F.I.

Durante los meses de mayo y junio la cartera de renta fija del Fonengin ISR ha tenido una contribución ligeramente negativa que ha sido motivada por la cobertura en tipos de interés para reducir el riesgo de tipos y la cobertura parcial de la exposición a dólar, el cual se ha revalorizado en el periodo. Sin embargo, en términos relativos, la cartera se ha comportado en línea con el mercado. Por su parte, la cartera de renta variable, activo que ha reducido su peso en el fondo por debajo del 24% después de que varias compañías se acercaran a su valor estimado y se redujera el peso en las mismas, ha tenido una pequeña contribución positiva, marginalmente inferior al índice de referencia.

El fondo mantiene la firme convicción sobre la cartera de renta variable del fondo, que debe erigirse en el principal motor de rentabilidad. Así, el posicionamiento en compañías con modelos de negocio de calidad debe permitir capturar el crecimiento estructural del beneficio de dichas compañías. Por su parte, la cartera de renta fija mantiene un enfoque cauto en un entorno de normalización de las curvas de tipos y diferenciales de crédito.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **Coloplast** (+22.78%) y **Infosys** (+12.66%)

Coloplast prosigue registrando un comportamiento excelente en línea con el desempeño operativo de la compañía. Su plan de negocio pasa por “sacrificar” marginal y temporalmente margen operativo para incrementar su cuota de mercado a través de crecimiento orgánico de las ventas aprovechando las dificultades de algunos competidores, mientras que paralelamente acomete ciertas medidas de mejora de eficiencia que le permitirán a medio plazo mantener sus estándares de rentabilidad históricos.

Infosys ha tenido un desempeño notable en los últimos meses, empezando a cerrar el diferencial en términos de valoración respecto a compañías comparables. La mayor de la estabilidad de los órganos de gobierno, la intención de mejorar la asignación de capital y la disminución del ruido sobre su modelo de negocio y su plantilla de externos en países como EEUU ha contribuido a reestablecer el sentimiento de los inversores sobre la compañía.

- **Unicredit** (-20.46%) y **Siemens Gamesa** (-19.35%)

Unicredit, en línea con sus homólogos transalpinos, ha sufrido en mayo y junio al calor de una escalada de la prima política en Italia a raíz de la nueva configuración de gobierno y su programa electoral. Sin embargo, en términos operativos la entidad continúa con su plan de saneamiento y reestructuración, ejecutando de manera excelente su plan de negocio y anticipándose en algunos casos a los hitos marcados al inicio del mismo.

Siemens Gamesa ha corregido notablemente en los últimos dos meses después de un inicio de 2018 excepcional en medio de las tensiones comerciales a nivel global que amenazan sobre el crecimiento económico y cuyas dudas suelen ser amplificadas por el sector industrial. Con todo ello, Siemens Gamesa parece haber pasado lo peor tras la reactivación del mercado indio, cuya contribución al crecimiento de volúmenes es fundamental en términos agregados, así como indicios de que los precios MW/h en las subastas de turbinas terrestres podrían haber hecho suelo.

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

- En la cartera de renta variable se han producido cambios en la composición y además se realizaron ajustes sobre el peso de diversos activos en función del potencial de revalorización. Así, se vendió la totalidad de la posición en **Ahold** ya que la compañía de supermercados holandesa con fuerte presencia en EEUU alcanzó el valor estimado para la misma. En el capítulo de entradas, se la minera canadiense **Goldcorp** (véase [Ejemplo de Inversión](#)), que cuenta con un atractivo plan de crecimiento hasta 2021.
- En cuanto a movimientos de la cartera de renta fija, se incorporaron tres emisores corporativos nuevos (**Gecina**, **Klepierre**, **Snam**). También se acumuló en algunos nombres corporativos presentes en cartera como **Cisco**, **Vestas** o **Vodafone**, además de aprovechar la debilidad en curvas periféricas para ampliar exposición a España a través de la compra de una emisión de **FADE** vencimiento 2023, así como en Italia a través de algunos emisores transalpinos presentes en cartera. En cuanto a las salidas, se liquidó la posición en **Mondi** en cartera, cuyo bono con vencimiento en 2020 alcanzó el valor estimado para el mismo, al mismo tiempo que permitió seguir mejorando las prestaciones medioambientales del fondo. Finalmente se vendió la emisión cupón flotante del **Tesoro estadounidense** para financiar la compra de un bono cupón fijo del mismo emisor con vencimiento 2020 y que ofrece un mejor retorno ajustado a riesgo. Por último, se realizó una **gestión activa** de las **coberturas de tipos**.

Ejemplo de inversión: Goldcorp

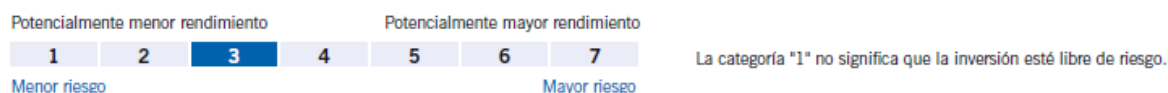
Goldcorp es un productor de oro líder con 13 minas (7 operativas y 6 en desarrollo), de los cuales 10 son de propiedad y operación completa. El oro representó el 74% de los ingresos de 2017, zinc 12%, plata 11%, mientras que plomo, cobre y molibdeno el restante 3%. Opera exclusivamente en las Américas (39% Canadá y EEUU, México 33%, 28% Centro América y América del Sur) y la mayoría de sus reservas de oro se registran en Canadá (32% de reservas probadas) y México (31%). A priori, con una exposición exclusiva en América del Norte y América del Sur, se encuentra posicionada en jurisdicciones generalmente estables y amigables con la minería, con lo que la cartera total de Goldcorp **conlleva una cantidad moderada de riesgo geopolítico**.

Goldcorp se mantiene enfocado en su **plan de crecimiento 20/20/20**, bajo el cual la compañía persigue un aumento del 20% en producción de oro, un aumento del 20% en las reservas de oro y una disminución del 20% de los costes (AISC) para 2021.

Las políticas ASG de la compañía y los mecanismos de implementación son fuertes además de que el equipo directivo asume responsabilidades al respecto y parte de su paquete retributivo está vinculado al desempeño de algunas métricas clave ASG. En el capítulo medioambiental, las políticas de gestión son sólidas, de acuerdo a las mejores prácticas. Goldcorp se adhiere a las pautas de la Asociación de presas canadienses (Canadian Dam Association), consideradas una de las más estrictas a nivel mundial, además de que todos los sitios operativos fueron revisados por terceros. En el epígrafe social, Goldcorp reconoce la necesidad de identificar e involucrarse con las comunidades indígenas y se compromete a cumplir y superar los requisitos obligatorios de consulta. En la práctica, la compañía persigue oportunidades de empleo y negocios para comunidades locales e indígenas y de hecho es miembro del Consejo Internacional de Minería y Metales (ICMM), una declaración sobre pueblos indígenas. Paralelamente, la política de Seguridad y Salud con los empleados es integral y un comité de nivel directivo garantiza una sólida supervisión.

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Moderado. Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca, a medio plazo, rendimientos superiores a los tipos de interés de mercado, aceptando niveles moderados de riesgo, pudiendo generarse pérdidas.



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 CRÈDIT 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.

Comentario CI Renta, F.I.

La cartera que invierte en compañías con dividendo sostenible, que representa algo más del 50% del patrimonio del fondo, fue el motor de rentabilidad del fondo en los últimos dos meses, batiendo a su vez ampliamente al benchmark de mercado gracias tanto a la selección de compañías como a la asignación sectorial. Respecto a la cartera inmobiliaria, las compañías en cartera apenas aportaron o detrajeron al fondo a nivel absoluto, pero sin embargo tuvieron unas prestaciones inferiores al índice de referencia esencialmente por la fuerte Infraponderación a compañías estadounidenses, las cuales registraron una notable apreciación en mayo y junio. Finalmente, la cartera de renta fija tuvo una ligera contribución negativa bastante en línea con el comportamiento del mercado, un desempeño relevante en un contexto de ampliación de los diferenciales corporativos, mejor comportamiento de los tramos largos de las curvas y apreciación del USD que la cartera del CI Renta capturó a través de la exposición a emisiones en dólar estadounidense (7% cartera de renta fija).

El fondo continúa posicionado con un mayor peso en compañías de dividendo sostenible y con cierto sesgo cíclico, una marcada Infraponderación en sector inmobiliario y un enfoque cauto en renta fija en cuanto al riesgo de tipos.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **Williams Sonoma** (+28.41%) y **Coloplast** (+22.78%)
Williams Sonoma, principal posición de la cartera de renta variable, fue la compañía más destacada sin que hubiera noticias relevantes en mayo y junio. Sin embargo, la percepción del mercado sobre la compañía parece mejorar después de unos sólidos resultados en el primer trimestre, en los cuales todas las divisiones tuvieron crecimientos comparables atractivos.
Coloplast prosigue registrando un comportamiento excelente en línea con el desempeño operativo de la compañía. Su plan de negocio pasa por “sacrificar” marginal y temporalmente margen operativo para incrementar su cuota de mercado a través de crecimiento orgánico de las ventas aprovechando las dificultades de algunos competidores, mientras que paralelamente acomete ciertas medidas de mejora de eficiencia que le permitirán a medio plazo mantener sus estándares de rentabilidad históricos.
- **Pandora** (-35.15%) y **Deutsche Post** (-22.52%)
Pandora continuó corrigiendo en el mercado, probablemente poniendo en precio una rebaja de estimaciones de crecimiento después de que en el primer trimestre se evidenciará la falta de momento operativo en el mercado chino de joyería. El fabricante danés mantiene su plan de negocio anclado en una mayor rotación del catálogo y ampliación de la oferta de producto, al mismo tiempo en que se potencia el canal de ventas online y la gestión de las tiendas físicas vira hacia un modelo de mayor tienda propia que le permita mejorar el control de la cadena y el conocimiento y demanda de los clientes.
Deutsche Post fue la segunda compañía del fondo con peor comportamiento en el periodo. El operador postal alemán, mayor compañía mundial en paquetería, rebajó sus estimaciones de crecimiento para el año en curso después de las medidas de reestructuración que implementará en su división alemana de envío de paquetes. Dicha decisión coincide con el hecho que Amazon, uno de sus principales clientes, estaría implementando capacidad propia de reparto en el país para ser autosuficiente en términos de entregas a 3 años vista, lo cual supondría una seria amenaza para el modelo de negocio de Deutsche Post.

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

- En la cartera de renta variable se han producido cambios en la composición y además se realizaron ajustes sobre el peso de diversos activos en función del potencial de revalorización. Así, se vendió la totalidad de la posición en **Vittoria Assicurazioni** y **Ahold**. En el primero de los casos, la aseguradora italiana recibió una oferta de compra por la totalidad a cargo de la familia Acutis, fundadora y máxima accionista de la misma, con el objeto de reorganizar la estructura corporativa del grupo y mejorar la gobernanza. En el caso de Ahold, la compañía de supermercados holandesa con fuerte presencia en EEUU alcanzó el valor estimado para la misma. En el capítulo de entradas, se introdujo la firma química alemana **Covestro**. Se trata de una antigua unidad de Material Science de Bayer, escindida de la compañía en otoño de 2015, y líder global en poliuretanos (54% ventas) y policarbonatos (25% ventas), así como en productos downstream relacionados (división Coatings, Adhesives and Specialties – CAS 14% ventas).

INFORMES DE SEGUIMIENTO

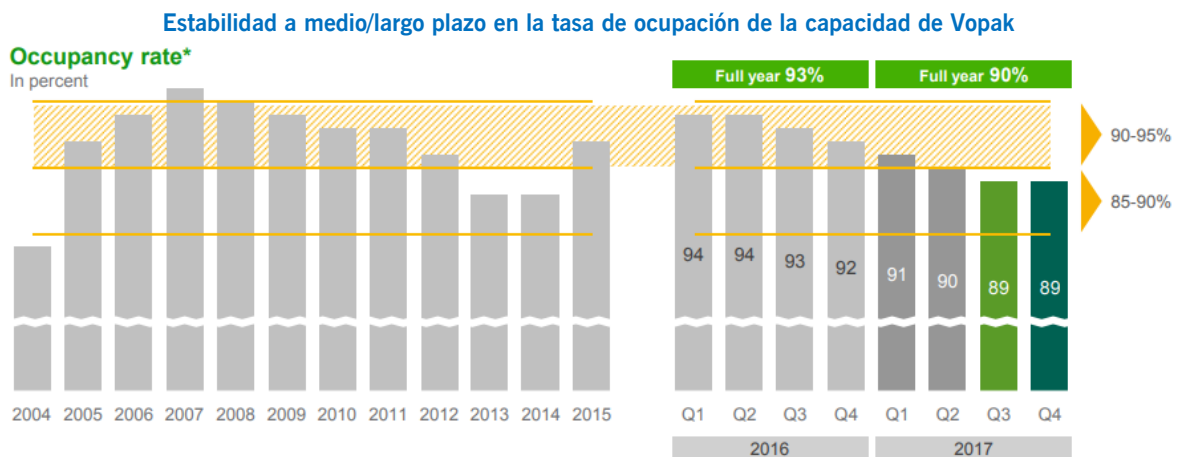
- En referencia a la cartera de renta fija, se vendió la posición en la compañía de distribución **DIA** antes los importantes desafíos que hay en el sector y el riesgo asimétrico en cuanto al spread de crédito del nombre, capital que se destinó a financiar la adquisición de una emisión de **FADE** vencimiento 2023. También se liquidó la posición en el bono de la compañía industrial sueca **SKF** y parte de los fondos se destinaron a acumular en la emisión cupón flotante del **Tesoro público italiano**. Finalmente, se realizó una **gestión activa** de las **coberturas de tipos**.

Ejemplo de inversión: Royal Vopak

La empresa holandesa es la **mayor empresa independiente de almacenaje de crudo y gas del mundo**, con una capacidad de 35 millones de m³ (aprox. 10% cuota mundial). Vopak está presente en 66 terminales portuarias en más de 25 países y lleva años construyendo o ampliando la capacidad de sus terminales, las cuales son agrupadas en Centros logísticos, Terminales Industriales, Terminales Distribución y Terminales de gas.

La **mayor parte de los ingresos de la compañía proviene del almacenamiento (Tank Storage)**, por el cual cobran mensualmente y de forma anticipada una tarifa por la capacidad almacenada (Vopak no es el dueño del producto, es el arrendador de los tanques). También Vopak recibe ingresos en concepto de tasas de rendimiento (Throughput fees), que son tarifas pagadas por clientes que no almacenan para recibir o entregar volúmenes de productos a pipelines, instalaciones de almacenamiento de terceros o transporte marítimo. Por otro lado, existe una parte de ingresos más residual que proviene de Servicios (Ancillary Services), como pueden ser Mezclado, Calentamiento / Enfriamiento, servicios adicionales de manejo relacionados con la carga / descarga o soporte administrativo, los cuales se cobran a mes vencido.

Gracias a sus excelentes localizaciones puede construir más para así poder ofrecer un mayor servicio. Además, se tarda entre 2 y 3 años en construir una nueva terminal, con lo que la visibilidad de oferta es notable. En general, Vopak está dando una guía de 39 millones de m³ de capacidad del grupo para finales de 2019, lo que implica un crecimiento esperado de la capacidad de 3,1 millones de m³ o un 8,6% en dos años (CAGR ≈ 4%), siendo la mayor parte de esta expansión (1.5 m o 49%) en Pengerang (Malasia).



Fuente: Vopa

Comentario CI Environment ISR, F.I.

Durante los meses de mayo y junio la cartera de renta fija del CI Environment ISR ha tenido una contribución ligeramente negativa, motivada por la cobertura en tipos de interés para reducir el riesgo de tipos. En cuanto a la cartera de renta variable, ésta ha tenido una contribución positiva y superior a la del índice de referencia. El fondo sigue teniendo mucha convicción en la cartera de renta variable y así se traslada a su posicionamiento en este activo (67,24% del patrimonio), y debería ser el principal motor de rentabilidad en el futuro. Por su parte, la cartera de renta fija mantiene un enfoque cauto en un entorno de normalización de las curvas de tipos y diferenciales de crédito. Con todo lo anterior, el CI Environment ISR cerró el periodo con un avance del 0,33% y acumula un 0.84% en lo que llevamos de año, mientras que el índice de referencia retrocedió un 0,50% y acumula un retroceso del 0.92% en lo que llevamos de año.

¿Qué posiciones han contribuido en mayor y menor medida a la cartera?

- **Coloplast** (+22,78%) y **Kingspan PLC** (+14,35%)

Coloplast sigue registrando un comportamiento excelente en línea con el desempeño operativo de la compañía. Su plan de negocio pasa por “sacrificar” marginal y temporalmente margen operativo para incrementar su cuota de mercado a través de crecimiento orgánico de las ventas aprovechando las dificultades de algunos competidores, mientras que paralelamente acomete ciertas medidas de mejora de eficiencia que le permitirán a medio plazo mantener sus estándares de rentabilidad históricos. Por su parte, **Kingspan** ha experimentado un desempeño notable en los últimos meses, y ya encadena tres meses con retornos superiores al 5%, con un acumulado desde final de marzo del +24,65%. El excelente comportamiento se debe a que el grupo está consiguiendo integrar muy bien todas las adquisiciones que ha llevado a cabo los últimos años, lo que le está permitiendo incrementar las ventas por encima del 10% anualmente, a la vez que mantiene unos márgenes y retornos sobre el capital invertido en unos niveles muy atractivos.

- **Unicredit** (-20,46%) y **Siemens Gamesa** (-19,35%)

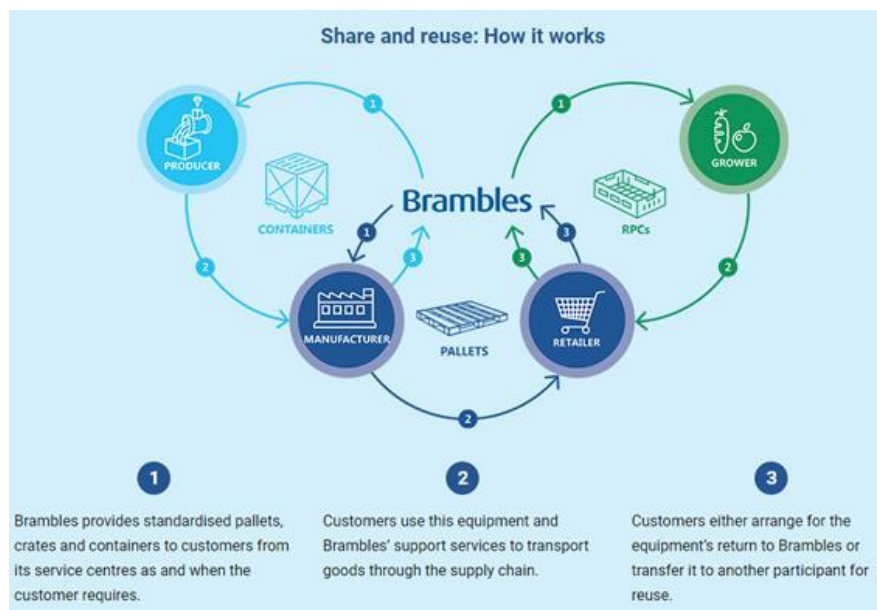
Unicredit, en línea con sus homólogos transalpinos, ha sufrido en mayo y junio el incremento del riesgo geopolítico en Italia a raíz de la nueva configuración de gobierno y su programa electoral. Sin embargo, en términos operativos la entidad continúa con su plan de saneamiento y reestructuración, ejecutando de manera excelente su plan de negocio y anticipándose en algunos casos a los hitos marcados al inicio del mismo. Por su parte, **Siemens Gamesa** ha corregido notablemente en los últimos dos meses después de un inicio de 2018 excepcional en medio de las tensiones comerciales a nivel global que amenazan sobre el crecimiento económico y cuyas dudas suelen ser amplificadas por el sector industrial. Con todo ello, Siemens Gamesa parece haber pasado lo peor tras la reactivación del mercado indio, cuya contribución al crecimiento de volúmenes es fundamental en términos agregados, así como indicios de que los precios MW/h en las subastas de turbinas terrestres podrían haber hecho suelo.

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

La cartera de renta variable cerró junio con 53 compañías. Se incorporaron a la cartera posiciones en **Befesa** y **Brambles**, mientras que se liquidó la posición en **Iberdrola**. Respecto a la cartera de renta fija se ajustan las posiciones en función del binomio rentabilidad-riesgo, a la vez que se mantuvo la duración baja respecto al benchmark. En particular se incorporan seis nuevas emisiones (**Gecina**, **FADE**, **Marine Harvest**, **Deuda Pública italiana**, **General Mills** y **Crédit Agricole**), que se financian parcialmente con las ventas de **EDF** y **DIA**. Por último se decide desinvertir en un bono flotante del **Tesoro de Estados Unidos** con vencimiento 2018 para reinvertirlo en un bono del mismo **Tesoro de Estados Unidos** pero con cupón fijo y vencimiento 2020.

Ejemplo de inversión: Brambles

Brambles es una empresa australiana que se dedica a proporcionar servicios de consultoría para la optimización de las cadenas de suministro y el alquiler de palés, contenedores, envases y cajas para el almacenamiento y su transporte. Suelen realizar un análisis integral de cómo funciona la logística de sus clientes y elaboran un nuevo formato logístico que les permita optimizar los costes a lo largo de la cadena, teniendo en cuenta su posicionamiento (logística, inventarios, seguimiento de los bienes...). Asimismo, sus servicios están encarados a reducir el impacto medioambiental de las operaciones de manipulación y transporte, y por ejemplo sus contenedores de plástico permiten aprovechar un 25 % más el espacio de carga en comparación con los barriles tradicionales, y por tanto reducir el número de viajes. En concreto, su modelo de negocio pivota sobre la economía circular, basándose en la reutilización y el reciclaje de estos productos, y cuenta con ventajas competitivas sostenibles como son las economías de escala y el efecto red. A nivel de penetración de mercado, estamos ante el principal proveedor de palés del mundo y sus cuotas de mercado son enormes en las principales regiones que opera, como por ejemplo en USA, UK o Australia, con un 55%, 70% y 74% de cuota de mercado respectivamente.



Fuente: Brambles

Informe de Riesgo

Perfil de riesgo: Moderado. Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca, a medio plazo, rendimientos superiores a los tipos de interés de mercado, aceptando niveles moderados de riesgo, pudiendo generarse pérdidas.

Perfil de riesgo y remuneración



Comentario CI Iberian Equity, F.I.

El periodo estuvo marcado por los cambios políticos en España, tras la moción de censura que supuso la prematura finalización del mandato de Mariano Rajoy en beneficio del socialista Pedro Sánchez y en Italia, donde la victoria inicial del Movimiento 5 Estrellas propició un primer momento de nerviosismo en el mercado que finalmente se amplió con el acuerdo de gobierno entre el mismo Movimiento y Lega Norte, presionando en general las TIRes de los bonos periféricos. En materia de política monetaria, el BCE presentó su plan de normalización en el que planea reducir el importe de las compras a partir de septiembre hasta los 15.000 millones de euros para finalizar en diciembre del mismo año e iniciar la subida de tipos en verano del año próximo. A nivel macroeconómico siguió la preocupación por la evolución de Latinoamérica, especialmente tras las fuertes depreciaciones en la mayoría de divisas ante las salidas de los inversores preocupados por el endurecimiento de las condiciones monetarias, la apreciación del dólar y su efecto en la financiación de los déficits por cuenta corriente. Por último, durante junio continuó aumentando la retórica proteccionista por parte de Donald Trump ampliando sus ataques a la Unión Europea que calificó como igual de negativa que China, lo que acabó de enturbiar la confianza de los inversores. En este contexto, el CI Iberian Equity hizo gala de su perfil defensivo y cerró con un alza del 2,39%, mejorando sustancialmente el desempeño del Ibex 35 que cerró con una caída del 3,59%.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **Semapa** (+26,56%) y **Fluidra** (+14,33%)

El holding portugués Semapa siguió con su trayectoria alcista a pesar de no haber noticias relevantes al respecto más allá de la capacidad de su principal subsidiaria, Navigator, de seguir incrementando precios por la fortaleza en el mercado de la pulpa. Por su parte, **Fluidra** se benefició tras recibir el visto bueno a su fusión con la compañía estadounidense Zodiac y que se convertirá en el líder mundial de productos y servicios para piscinas. A pesar de introducir alguna salvedad con la venta de alguna marca no estratégica, la compañía resultante se beneficiará de la complementariedad de productos y regiones lo que le debería permitir revertir a los márgenes de Zodiac una vez finalice la integración.

- **Ambev** (-30,06%) y **Siemens Gamesa** (-19,35%)

Ambev 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. **Siemens Gamesa** por su parte corrigió notablemente en los últimos dos meses después de un inicio de 2018 excepcional en medio de las tensiones comerciales a nivel global que amenazan sobre el crecimiento económico y cuyas dudas suelen ser amplificadas por el sector industrial. Con todo ello, Siemens Gamesa parece haber pasado lo peor tras la reactivación del mercado indio, cuya contribución al crecimiento de volúmenes es fundamental en términos agregados, así como indicios de que los precios MW/h en las subastas de turbinas terrestres podrían haber hecho suelo.

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

Durante el periodo se introdujo en cartera la cadena hotelera **Melià Hotels** tras aprovechar la reciente debilidad en su cotización tras las preocupaciones sobre el impacto de la debilidad del dólar en sus cuentas. Consideramos que Melià cuenta con un excelente posicionamiento tanto en urbano como sobretodo en vacacional, con un plan estratégico que aboga por una menor intensidad de capital (más contratos de gestión y menos hoteles en propiedad). A pesar de una buena evolución de las ocupaciones, consideramos que todavía queda recorrido para ver incrementos de ventas por habitación principalmente por el lado de subida de precios. Adicionalmente, sus líneas estratégicas abogan por una mejoría en márgenes. Por el lado de las ventas, se procedió a liquidar la posición en **Amadeus** tras sobrepasar nuestro precio objetivo.

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.

Comentario CI Bolsa Euro Plus, F.I.

Las elecciones italianas tuvieron un fuerte impacto en el mercado. La victoria inicial del Movimiento 5 Estrellas propició un primer momento de nerviosismo en el mercado que finalmente se amplió con el acuerdo de gobierno entre el mismo Movimiento y Lega Norte. El acuerdo situaba al frente del ministerio de Hacienda a Paolo Savona, reconocido euroescéptico que abogaba por la salida del euro, nombramiento que el presidente Mattarella vetó generando una crisis institucional que amenazaba con unas nuevas elecciones aunque finalmente fue resuelta con una nueva propuesta ministerial. Adicionalmente, durante junio continuó aumentando la retórica proteccionista por parte de Donald Trump ampliando sus ataques a la Unión Europea que calificó como igual de negativa que China. Por otro lado, el BCE presentó su plan de normalización en el que planea reducir el importe de las compras a partir de septiembre e iniciar la subida de tipos en verano del año próximo. En este entorno, la fuerte infraponderación en el sector financiero junto con la sobreponderación en sectores defensivos permitió al fondo mantenerse prácticamente plano. La rentabilidad del fondo en este periodo fue negativa del -0.16% aunque considerablemente superior al -3.98% del Eurostoxx 50. La temporada de resultados cerró con buen tono general y satisfaciendo las expectativas instaladas en el mercado destacando especialmente los sectores relacionados con las materias primas.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **Coloplast** (+22.78%) y **Recordati** (+14.87%).

Coloplast prosigue registrando un comportamiento excelente en línea con el desempeño operativo de la compañía. Su plan de negocio pasa por ceder margen operativo para incrementar su cuota de mercado a través de crecimiento orgánico de las ventas, 8% en su última publicación de resultados, aprovechando las dificultades de algunos competidores mientras que paralelamente acomete ciertas medidas de mejora de eficiencia que le permitirán a medio plazo mantener sus estándares de rentabilidad históricos.

La compañía farmacéutica **Recordati** ha visto como una vez las dudas sobre su estrategia de crecimiento se desvanecían e iniciaba la recuperación de la confianza del mercado, la firma de Private Equity CVC se aproximaba para adquirir la compañía factor que fue determinante para impulsar la acción en el periodo.

- **Heidelberger Druckmaschinen** (-24.79%) y **Unicredit** (-20.46%)

Heidelberger Druckmaschinen está inmersa en un proceso de reestructuración que incluye un cambio de modelo desde la venta de maquinaria de imprenta al cobro por volumen impreso. Este cambio de modelo implica una reducción de las ventas a corto plazo pero un incremento en la rentabilidad a medio plazo. La compañía fue el mayor detractor del fondo al publicar unos resultados decepcionantes para el mercado pero en línea con el plan establecido durante la transición de modelo

Unicredit, en línea con sus homólogos transalpinos, ha sufrido en mayo y junio al calor de una escalada de la prima política en Italia a raíz de la nueva configuración de gobierno y su programa electoral. Sin embargo, en términos operativos la entidad continúa con su plan de saneamiento y reestructuración, ejecutando de manera excelente su plan de negocio y anticipándose en algunos casos a los hitos marcados al inicio del mismo.

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

Durante el periodo se introdujo en cartera el fabricante de imprentas industriales Heidelberg Druckmaschinen, se trata de la compañía líder en la fabricación de maquinaria de impresión que ha entrado en una nueva fase de crecimiento debido al potencial de las imprentas digitales para empaquetados y un nuevo modelo de negocio basado en pago por volumen de hojas impresas en lugar de por la maquinaria. Se dio salida a Air Liquide debido al mayor potencial que ofrece la primera.

Ejemplo de inversión: Corbion

Corbion fabrica ingredientes para la industria alimenticia. Antes de 2011 su foco se encontraba en proporcionar ácido láctico a la industria de la panadería para sus procesos donde era el líder mundial pero se trata de un sector con mucho volumen pero de poco valor añadido por lo que deciden reorientar sus procesos a la fabricación de diversos conservantes, varios de ellos derivados del ácido láctico, para la industria alimenticia y diversos bioquímicos con otras aplicaciones.

La compañía está dividida en 3 divisiones: Food, Biochemicals y Innovation. La división principal de la compañía es Food donde se beneficia de tres tendencias en el consumidor actual:

1. Clean label vs seguridad alimenticia: Los consumidores revisan las etiquetas y esperan encontrar ingredientes que entiendan pero a la vez desean asegurarse la calidad alimenticia. Corbion produce conservantes derivados de productos naturales con los que consigue mantener la seguridad alimenticia mientras el fabricante puede escribir en la etiqueta un ingrediente que no “asuste” al consumidor.
2. No procesados vs conveniencia: Los consumidores desean poder acceder a productos no procesados en cualquier momento. En este caso los fabricantes necesitan que sus productos no procesados mantengan la apariencia de estar recién envasados para poder ser expuestos en los lineales de los supermercados. Corbion produce antibacterianos que conservan los productos
3. Saludable vs asequible: Los consumidores quieren comer más saludable sin aumentar su presupuesto para la compra. Los fabricantes etiquetan sus productos como más saludables porque los productos de Corbion provienen de fuentes naturales a precios similares a los comparables.

En cuanto a Biochemicals, los principales productos de Corbion se destinan a la industria farmacéutica para la que fabrica polímeros reabsorbibles o biodegradables. Se trata de polímeros que se disuelven en el cuerpo una vez han cumplido su función, por ejemplo en caso de una operación que requiere una fijación, el método tradicional es inmovilizar internamente con clavos y luego retirarlos. Los polímeros de Corbion permiten mantener la fijación y se diluyen sin necesidad de una segunda operación. También son útiles en la liberación de medicinas ya que se puede regular el nivel de degradación y por lo tanto el ritmo al cual se libera el medicamento al cuerpo.

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.

Comentario CI Bolsa USA, F.I.

El periodo bimestral estuvo muy influenciado por lo acontecido durante el mes de mayo. La victoria en las elecciones italianas del Movimiento 5 Estrellas y el posterior acuerdo de gobierno entre el mismo Movimiento y Lega Norte generó incertidumbre en el mercado europeo. El acuerdo situaba al frente del ministerio de Hacienda a Paolo Savona, reconocido euroescéptico que abogaba por la salida del euro, nombramiento que el presidente Mattarella vetó generando una crisis institucional. La tensión europea y la falta de anuncios controvertidos por parte de Donald Trump durante el mes de mayo ofreció al mercado un periodo de calma que propició que los activos americanos, tanto los índices como la divisa, ejercieran de refugio y el índice S&P 100 en euros cerrara el mes con una revalorización del +5.79%. En este entorno las compañías que habían sido penalizadas en meses anteriores, tales como supermercados o farmacéuticas, lideraron los retornos del mercado sin obviar la continua revalorización de las compañías tecnológicas. Por otro lado, la FED decidió aumentar nuevamente los tipos hasta el 1,75%-2%. Con todo, la rentabilidad del fondo en este periodo fue del +7.45% frente al +6.38% del S&P 100 en euros.

¿Qué posiciones han tenido un mejor y peor comportamiento?

- **Williams-Sonoma** (+28.41%) y **Supernus Pharmaceuticals** (+27.61%)

Williams Sonoma fue la compañía más destacada sin que hubiera noticias relevantes en mayo y junio. Sin embargo, la percepción del mercado sobre la compañía parece mejorar después de unos sólidos resultados en el primer trimestre, en los cuales todas las divisiones tuvieron crecimientos comparables atractivos.

Supernus Pharmaceuticals reportó un crecimiento en las ventas de sus medicamentos para la epilepsia y la migraña cercanos al 60%, mostrando nuevamente la aceptación entre los profesionales de la medicina de sus productos. Adicionalmente, se mantuvo vigente el impulso del discurso de Trump sobre el sector sanitario y las medidas para rebajar el coste en EE.UU. que fue un punto de apoyo para los fabricantes de medicamentos.

- **Arris International** (-9.46%) y **Chemours** (-8.37%)

Sin grandes noticias durante el periodo, **Arris International** se vio penalizada por la preferencia del mercado por compañías tecnológicas relacionadas con el software y en cambio mostró reticencia por las empresas de hardware y proveedoras de infraestructura para las empresas de telecomunicaciones.

Chemours se vio penalizada por la política del gobierno americano donde la protección del medioambiente no es una prioridad. Tras la limitación que introdujo Obama a los refrigerantes con mayor impacto climático, la compañía desarrollo alternativas más amigables y asentó su posición dominante sobre ellas: Sin embargo, el nuevo gobierno pretende eliminar estas limitaciones.

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

Durante el periodo se incorporó la empresa de alimentación Kellogg's, reconocida por sus cereales aunque gestiona toda una cartera de productos que van desde las patatas Pringles hasta galletas saladas que tiene un potencial de crecimiento en África infravalorado por el mercado, y Michaels Cos, cadena de tiendas líder en ventas de productos para manualidades que ha sido penalizada debido al temor a la competencia online. Por el lado de las salidas, se deshizo la posición en Nike y Alphabet debido al menor potencial que ofrecen en relación a las dos anteriores.

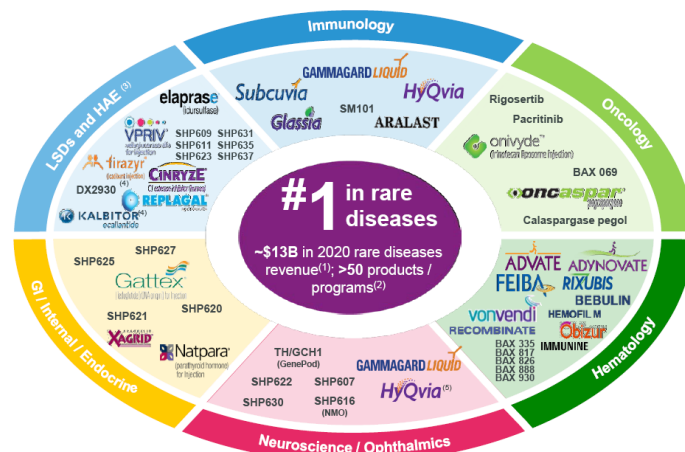
INFORMES DE SEGUIMIENTO

Ejemplo de inversión: Shire

Una enfermedad es rara cuando afecta a menos de 5 personas entre 10.000 y de las 7.000 enfermedades raras conocidas, únicamente hay tratamiento para el 5%. Shire es la biotecnológica líder en el desarrollo de medicamentos para estas enfermedades.

Las barreras de entrada son significativas debido a la dificultad de, por un lado, caracterizar la enfermedad para poder estudiarla y, por otro lado, es muy costoso realizar los estudios necesarios para cada una de las fases. Sin embargo, el atractivo para las compañías con un equipo de I+D centrado en el desarrollo de medicamentos para estas enfermedades y con la capacidad de realizar estos estudios son considerables ya que las autoridades han creado el entorno adecuado para potenciar la investigación. De hecho, el 23% de los medicamentos aprobados por la FDA desde 2.014 tienen indicaciones para enfermedades raras.

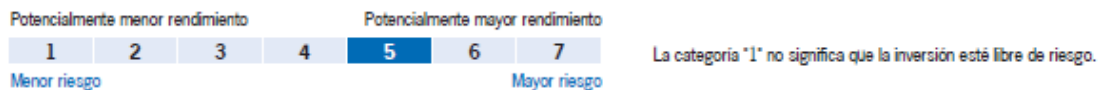
Shire es la compañía líder en segmentos con fuertes crecimientos como hematología, enfermedades genéticas, inmunología, neurociencia, medicina interna, oncología y oftalmología.



Cartera de medicamentos de Shire. Fuente: Shire.

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.



La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo

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.

Comentario CI Global, F.I.

El període bimestral va estar molt influenciat per els esdeveniments durant el mes de maig. Les eleccions italianes van tenir un fort impacte en el mercat. La victòria inicial del Moviment 5 Estrelles va propiciar un primer moment de nerviosisme en el mercat que finalment es va ampliar amb l'acord de govern entre el mateix Moviment i Lliga Nord. El president Mattarella va vetar el nomenament del ministre d'Economia proposat generant una crisi institucional. Aquesta volatilitat a Europa va desplaçar el focus del mercat i permetre a la borsa americana respirar una mica després de mesos d'incerteses causa de la política de Trump. En aquest entorn, el fons es va veure penalitzat per la baixa exposició a renda variable americana enfront de borsa europea ja que les places americanes han generat, en euros, un 9% de rendibilitat superior a les borses europees. D'altra banda, la FED va decidir augmentar novament els tipus fins al 1,75% -2% mentre que el BCE va presentar el seu pla de normalització en què planeja reduir l'import de les compres a partir de setembre i iniciar la pujada de tipus en estiu de l'any que ve. Amb tot, la rendibilitat del fons en aquest període va ser positiva amb un +3.58% lleugerament inferior al +3.62% de l'MSCI World en euros.

Quines posicions han tingut un millor i pitjor comportament?

- **Supernus Pharmaceuticals** (+27.61%) i **Criteo** (+27.47%)

Supernus Pharmaceuticals va reportar un creixement en les vendes dels seus medicaments per a l'epilèpsia i la migranya propers al 60%, mostrant novament l'acceptació entre els professionals de la medicina dels seus productes. Addicionalment, es va mantenir vigent l'impuls del discurs de Trump sobre el sector sanitari i les mesures per reduir el cost en EUA que va ser un punt de suport per als fabricants de medicaments.

L'inici de l'any va ser complicat per **Criteo** amb el canvi en les polítiques de privacitat per part d'Apple i l'entrada en vigor de la nova llei europea GDPR que va penalitzar considerablement l'evolució de la companyia. No obstant això, un cop introduïda la llei i després dels primers mesos de funcionament de les restriccions d'Apple, l'impacte és menor de l'esperat i el mercat ha recuperat la confiança en la companyia.

- **Kroton Educacional** (-39.99%) i **Unicredit** (-20.46%)

La situació econòmica al Brasil amb una elevada desocupació juntament amb la finalització de diversos programes que afavorien l'accés a la universitat ha significat un retrocés considerable en el negoci del principal grup educatiu privat del Brasil, **Kroton Educacional**.

Unicredit, en línia amb els seus homòlegs transalpins, ha patit a causa de l'escalada de la prima política a Itàlia arran de la nova configuració de govern i el seu programa electoral. No obstant això, en termes operatius l'entitat continua amb el seu pla de sanejament i reestructuració, executant de manera excel·lent el seu pla de negoci i anticipant-se en alguns casos a les fites marcades a l'inici del mateix.

Quines decisions de gestió s'han pres en els últims mesos?

Durant el període es va incorporar l'empresa d'alimentació Kellogg's, reconeguda pels seus cereals encara que gestiona tota una cartera de productes que van des de les patates Pringles fins galetes salades que té un potencial de creixement a l'Àfrica infravalorat pel mercat, i Michaels Cos, cadena de botigues líder en vendes de productes per a manualitats que ha estat penalitzada causa del temor a la competència en línia. Pel costat de les sortides, es va desfer la posició en Nike, Cognizant i Grifols a causa del menor potencial que ofereixen en relació a les dues anteriors, concentrant la cartera en les idees amb més convenciment.

Exemple d'inversió: Tractor Supply

Tractor Supply és un supermercat especialitzat en el nínxol d'estil de vida rural. Els seus principals clients són propietaris de terres, animals o mascotes que no es dediquen professionalment a l'agricultura o a la granja i viuen en zones allunyades de les grans ciutats. És l'única cadena que ofereix aquests productes a les zones no urbanes, els seus principals competidors són Home Depot i PetSmart però el target al qual s'enfoquen és urbà i no estan especialitzats en vida rural. Home Depot té una secció d'alimentació animal i jardineria però en un sentit ampli de productes de la llar i PetSmart són centres veterinaris on preval la cura de mascotes enfront d'animals de granja.

Entre els productes que venen hi ha tot tipus de productes per a la cura d'equins, animals de granja i mascotes; eines per a l'arrossegament, manuals i tractors; productes de temporada com grans escalfadors per a l'hivern o les llavors de plantes més adequades per a cada estació; vestuari per al treball al camp i productes de manteniment per a ús agrícola. L'estratègia de la companyia passa per generar dependència en els consumidors a través de productes de consum recurrent i ampliant el percentatge de les seves pròpies marques. Prop del 50% dels productes de Tractor Supply són consumibles (alimentació animal, fertilitzants, pesticides ...). Addicionalment, Tractor Supply està fent una aposta important per la tendència orgànica que encaixa bé amb els seus clients potencials. Els principals seguidors d'aquesta tendència són petits agricultors o ramaders per als quals aquesta activitat no és la seva principal font de suport.



Estratègia de negoci de Tractor Supply. Font: Tractor Supply

Informe de Risc

Perfil de risc: Arriscat. Aquest perfil es defineix com aquell en el qual l'inversor busca tornades significatives de les seves inversions, en un horitzó temporal de mitjà-llarg termini, al no tenir necessitats de liquiditat, acceptant per a això, un major grau de volatilitat en les seves inversions, podent generar-se pèrdues significatives.



Disclaimer

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió del mateix, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat de les mateixes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fulllet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers al fet que es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni àdhuc citant les fonts, salvo amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.

Comentario CI Emergentes, F.I.

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 contraponen 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 continúa 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

INFORMES DE SEGUIMIENTO

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.

