

Carta a los inversores

Abril 2024

BDL Rempart & BDL Convictions

Estimados inversores,

El primer trimestre ha terminado, y las empresas han publicado sus resultados anuales. Se pueden extraer varias conclusiones: la fase de reducción de las existencias sigue en curso, aunque esté llegando a su fin; China no ha repuntado; y las empresas esperan una recuperación económica en Europa en el 2º semestre. Los mercados financieros están en alza, impulsados principalmente por las grandes capitalizaciones. Esta concentración en un pequeño número de valores explica que estemos rezagados con respecto a los índices, pero al mismo tiempo nos ofrece buenas oportunidades de inversión que nos hacen ser optimistas de cara al futuro.

Desde principios de año, el BDL Rempart (fondo long/short) ha subido un 2,3% frente al 1,0% del €STR y el BDL Convictions (fondo long only) un 5,1% frente al 7,7% de su índice Stoxx600 (con dividendos).

Volvamos a lo que las empresas nos han venido diciendo en los últimos tres meses. En primer lugar, la fase de reducción de existencias que comenzó a principios de 2023 sigue su curso y está influyendo en los volúmenes. Estudiando una muestra de 50 grandes empresas europeas, hemos observado que, aunque sus existencias han disminuido globalmente en 2023, siguen siendo superiores a las de 2019 (pre-COVID), 9 días más de media. Según las empresas, la reducción de existencias debería seguir pesando en el primer trimestre de 2024 y desvanecerse después.

Niveles de existencias de las empresas (en días de ventas)

	vs 2022	vs 2019
Packaging	+6	+8
Chemicals	+4	+5
Capital Goods	-10	+13
Medtech	+1	+14
Luxury	+3	+11
Staples	-4	+9
Retail	-9	+4
Promedio	-1	+9

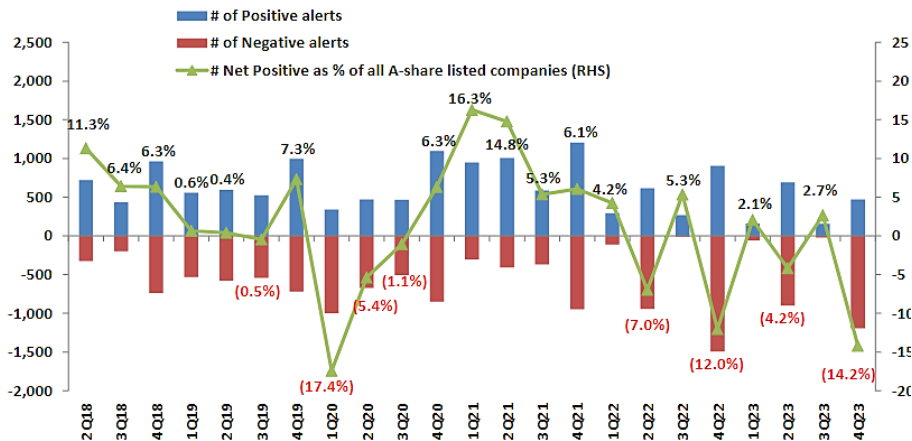
* Rentabilidad a 28/03/2024 clases C - Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras.

Carta a los inversores

Abril 2024

Otro de los aspectos importantes se sitúa en China. La mayoría de las empresas explican que China no repuntó en el cuarto trimestre, y es probable que esto continúe en el primero. China está sufriendo las consecuencias de su burbuja inmobiliaria sin precedentes, que estalló en 2021. Las ventas de viviendas desde principios de año siguen siendo muy débiles, la confianza de los consumidores chinos no se recupera y la proporción de empresas que revisan a la baja sus previsiones de beneficios sigue siendo muy elevada.

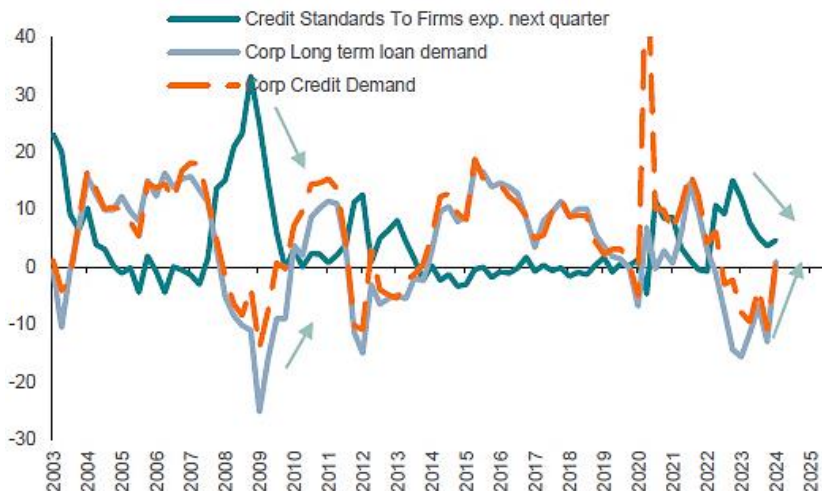
Revisión a la baja y al alza de las perspectivas de la balanza comercial (4T 2023)



Fuente : Morgan Stanley

El último mensaje importante de estas publicaciones anuales se centra en las perspectivas para 2024. A pesar de un primer semestre complicado, en general las empresas han anunciado objetivos sólidos para 2024, partiendo de la base de que la economía europea se recuperará en el segundo semestre.

Este último punto merece una mayor atención, porque mientras que el crecimiento estadounidense es un fenómeno bien conocido, la mayoría de los inversores siguen siendo escépticos sobre cualquier mejora en Europa. Sin embargo, varios indicadores son alentadores. Por primera vez en más de 2 años, los salarios reales están subiendo, lo que históricamente ha coincidido con fases de expansión económica. El mercado inmobiliario experimenta menos dificultades, y las solicitudes de hipotecas vuelven a repuntar en Alemania y el Reino Unido. Del mismo modo, las solicitudes de préstamos de las empresas vuelven a aumentar, una tendencia que ha superado todas las recuperaciones económicas anteriores, como muestra el gráfico siguiente:

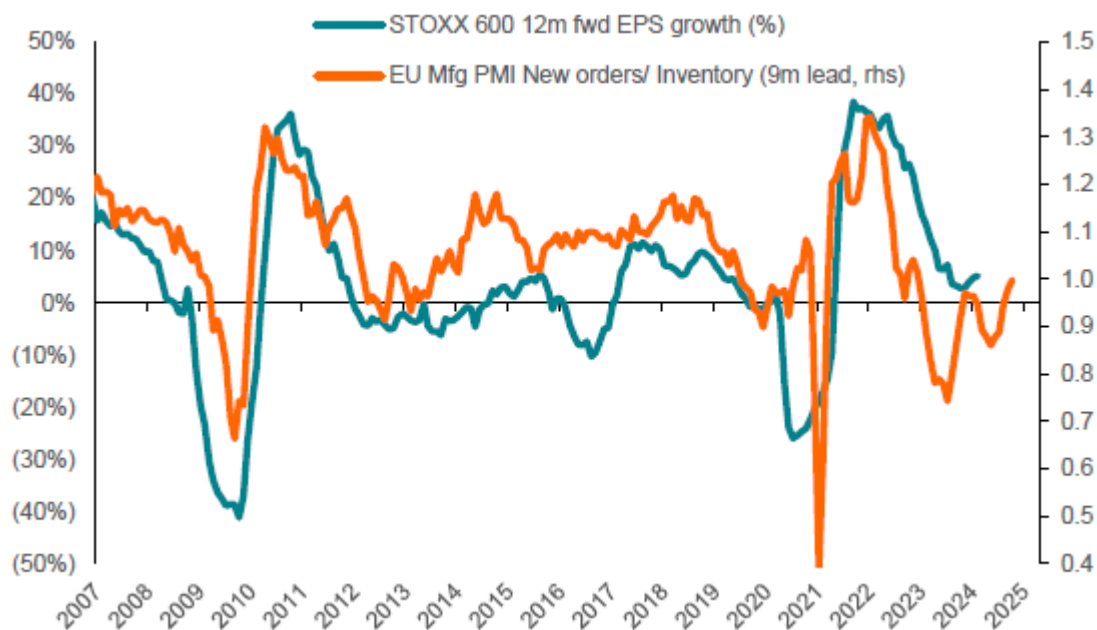


Fuente : Exane Marzo 2024

Carta a los inversores

Abril 2024

Por último, los indicadores PMI están mejorando, lo que, históricamente es precedido por a una mejora de los beneficios empresariales.



Fuente : Exane Marzo 2024

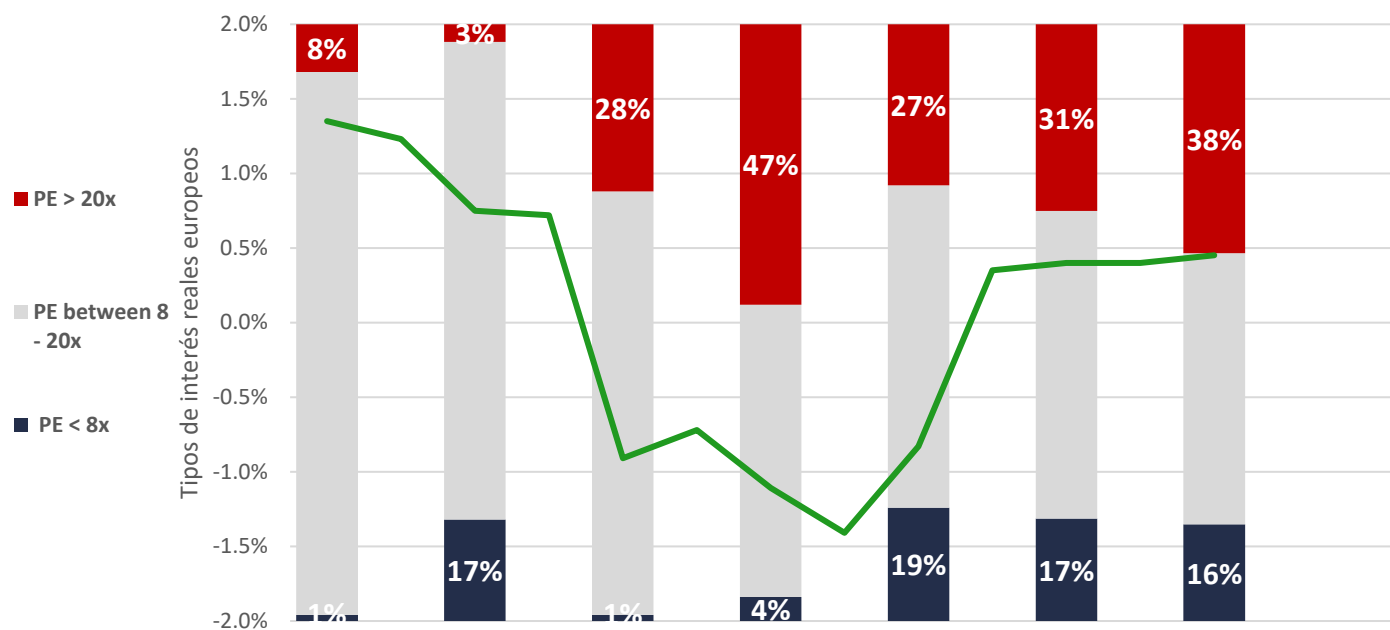
Por lo tanto, es posible que la situación ideal en Estados Unidos (crecimiento económico, inflación controlada, tipos de interés más bajos) se observe también en Europa en el 2º semestre del año. Por el momento, no hay consenso sobre este escenario, por lo que podría ser una agradable sorpresa.

Los mercados de renta variable están en máximos históricos, animados por el crecimiento estadounidense, una inflación que cae más rápido de lo previsto y la perspectiva de bajadas de tipos en el segundo semestre. Pero también hay contradicciones. En algunos valores, los mercados parecen validar este escenario económico optimista y no dudan en pagar múltiplos PER muy elevados. En otros, parece que los inversores no creen en los beneficios empresariales, anticipan una recesión y sólo se conforman con unos PER muy bajos. Pocas veces en los últimos 20 años los mercados han estado tan dispares. En la actualidad, las empresas valoradas en más de 20 veces los beneficios representan el 38% del mercado europeo, frente a una media del 5-6% entre 2005 y 2010, cuando los tipos reales eran positivos, como lo son hoy. Por el contrario, las empresas con un PER inferior a 8 veces representan el 16% del mercado, frente al 8-9% entre 2005 y 2010.

Carta a los inversores

Abril 2024

Desglose del mercado europeo por valor de la empresa



Fuente : BDL Capital Management al 28/03/2024

Esta polarización puede observarse no sólo en los múltiplos de valoración, sino también en el rendimiento en lo que va de año. El gráfico siguiente clasifica las empresas europeas por capitalización bursátil (1ª columna) y valoración PE (1ª fila). Las cifras de los recuadros representan la evolución bursátil desde principios de año. En la esquina inferior derecha, podemos ver que los mejores rendimientos se concentran en las empresas que son a la vez las más grandes y las más caras.

Evolución interanual de los valores europeos por capitalización y PE

PE / Cap bursátil	0-10	10-20	20-30	>30
0-5 MM	9.02	2.22	1.08	9.69
5-15 MM	10.83	2.37	0.35	9.03
15-30 MM	11.47	0.61	7.68	6.41
30-100 MM	12.43	1.76	7.66	11.14
>100 MM	4.59	-0.45	17.47	18.46

Fuente : BDL Capital Management al 28/03/2024

Carta a los inversores

Abril 2024

Estos muy buenos resultados podrían reflejar unas previsiones de beneficios que han subido mucho desde principios de año, pero no es el caso. La muestra de 5 grandes valores europeos que figura a continuación, que cotizan por término medio a más de 30 veces sus beneficios, muestra que las previsiones de beneficios por acción para 2024 y 2025 se han mantenido estables.

Revisión interanual de los beneficios de los 5 grandes valores europeos

	BPA 24	BPA 25	PER actual	PER a final de 2023	ReRating
ASML	-3.0%	4.7%	43	34	27%
LVMH	-2.0%	-1.6%	26	22	18%
SAP	3.0%	3.0%	33	26	27%
NOVO NORDISK	2.1%	1.0%	34	31	11%
AIRBUS	-4.2%	-4.3%	22	21	4%
Promedio	-0.8%	0.6%	32	27	17%

Al analizar estos resultados, no hay que olvidar el auge de la gestión pasiva. Cuanto más se retiran los activos de la gestión activa para pasar a la gestión pasiva, más se favorece a las grandes capitalizaciones en perjuicio de las empresas medianas. Este fenómeno se ve amplificado por los reguladores que favorecen la gestión pasiva frente a la activa. Es el caso, por ejemplo, de la iniciativa "value for money" en Francia, cuyas condiciones de aplicación ponen en peligro y debilitan la gestión activa de calidad. Esto es una lástima para los ahorradores, nuestra economía, nuestras empresas y nuestra soberanía industrial.

Pero también nos da oportunidades de invertir en empresas que cotizan con descuento porque a menudo se descuidan. Por ello, prestamos especial atención al reparto de dividendos y a la recompra de acciones a los accionistas, como forma de aumentar el valor de nuestras participaciones y a la espera de que el mercado se reequilibre, lo que ya está ocurriendo desde hace algunas semanas.

Hoy en día es posible comprar buenas empresas europeas líderes en sus sectores a múltiplos de valoración muy bajos. He aquí un ejemplo de 5 empresas líderes en su sector, que pueden comprarse por término medio a un PE < 10x, es decir, 3 veces más baratas que las 5 empresas mencionadas anteriormente.

Carta a los inversores

Abril 2024

PER de 5 valores europeos

	Sector	PER actual
UNICREDIT	Banca	5.5
RYANAIR	Transporte	8.8
SAINT-GOBAIN	Industria	10.5
SIEMENS	Industria	15.5
TOTALENERGIES	Energía	7.5
Promedio		9.6

Analicémoslos uno a uno :

- **Unicredit** : Con Intesa Sanpaolo, el banco italiano es líder indiscutible en Italia. Actualmente es uno de los bancos mejor gestionados de Europa, y devuelve la mayor parte de sus beneficios a sus accionistas en forma de dividendos o recompra de acciones. En los próximos 3 años, el total return medio será del 15% anual.
- **Ryanair** : La aerolínea irlandesa es el mayor éxito del sector en los últimos 20 años. Ryanair es el líder indiscutible del transporte aéreo de bajo coste, su productividad y rentabilidad son la envidia de todos sus competidores, y la empresa aún tiene mucho potencial de crecimiento rentable.
- **Saint-Gobain** : Es el líder europeo en edificación, construcción y renovación. Es un actor clave en las políticas europeas de transición energética, ya que la eficiencia energética de los edificios es una de las principales vías para reducir las emisiones de CO2. Además, el grupo se ha repositionado significativamente en actividades más rentables mediante la desinversión en negocios que carecían de una masa crítica. Hoy, Saint-Gobain es más fuerte, más rentable y crece más rápido que hace unos años.
- **Siemens** : Es el principal líder industrial alemán y europeo. Tiene similitudes con Saint-Gobain. Sus mercados finales se aceleran (movilidad limpia, digitalización, eficiencia energética), su asignación de capital es mucho mejor (desinversiones de negocios poco rentables) y su rentabilidad y generación de caja son más sostenibles que hace unos años.
- **TotalEnergies** : Es la más rentable de las grandes petroleras europeas. Su base de activos crece, su punto de equilibrio es de los más bajos y su disciplinada asignación de capital le permite generar un ROCE situado en el cuartil superior del sector. TotalEnergies es un actor clave en el ascenso de un mundo basado en las energías renovables, y el grupo lo sabe, pero también sabe que debe rendir cuentas a sus accionistas.

He aquí cinco ejemplos, entre otros, de empresas que son las mejores en sus respectivos sectores. Estas compañías referentes de sus sectores tienen un PE medio < 10x. Esta cifra es baja en términos absolutos, pero también es muy baja cuando se pone en el contexto de las dos mayores correcciones del mercado de los últimos 20 años, el estallido de la burbuja TMT entre 2000 y 2003 y la gran crisis financiera entre 2007 y 2009. En ambos casos, en el fondo de estas crisis, en 2003 y 2009, esta cesta de valores tenía un PE medio de 13,1x, un 30% superior al nivel actual....

Carta a los inversores

Abril 2024

PE en 2003 y 2009 de los 5 valores europeos estudiados

	Sector	PER 2003	PER 2009
UNICREDIT	Banca	15.9	12.2
RYANAIR	Transporte	16.6	12.7
SAINT-GOBAIN	Industria	9.2	16.2
SIEMENS	Industria	13.1	13.3
TOTALENERGIES	Energía	10.9	11.2
Promedio		13.1	13.1

Esta es la paradoja de la situación actual: los mercados de renta variable están actualmente por encima de sus máximos históricos y, sin embargo, es posible comprar muchas empresas líderes, rentables y disciplinadas a múltiplos históricamente bajos. También en 2000, el mercado estaba dividido entre la "nueva economía" y la "vieja economía". La primera era apasionante, la segunda aburrida. Pero con el paso del tiempo, la división se desvaneció y los conceptos de "vieja economía" y "nueva economía" dieron paso a los de "rentabilidad" y "generación de flujo de caja". Es muy probable que esta vez vuelva a producirse el mismo fenómeno.

Nuestras inversiones Long

BDL Convictions & BDL Rempart

Daimler Truck (3.5% de la cartera) : A principios de año expusimos las principales razones de esta inversión: 1/ Daimler Truck es líder mundial en un mercado de camiones (sin China) muy consolidado y más resistente que en el pasado. 2/ El grupo es líder en Estados Unidos, el mercado más rentable, con una cuota de mercado del c.40%. 3/ El potencial de márgenes de dos dígitos es creíble, con un margen industrial del 10,1% ya en el ejercicio 23 y un objetivo para el ejercicio de 2024 de un margen industrial de entre el 9% y el 10,5%, a pesar de la normalización de los volúmenes. 4/ En la actualidad, con una posición de tesorería neta de 9.200 millones de euros, es decir, el 25% de la capitalización bursátil de Daimler Truck, y un FCF de 3.000 millones de euros en el ejercicio 2023, la empresa espera devolver mucho efectivo a sus accionistas en forma de dividendos y recompra de acciones. Los resultados anuales han confirmado este argumento de inversión en todos los aspectos, y el grupo confía en seguir siendo rentable incluso en la parte baja del ciclo, y poder generar flujo de caja. El precio de la acción ha subido un 35% desde principios de año.

Bancos (16% de la cartera) : Hemos construido esta posición durante los últimos 18 meses sobre la base de que 1/ Los bancos europeos tienen un PER de 6x, similares a los de la crisis del euro en 2012 y a los de la gran crisis financiera de 2008-2009, mientras que hoy son mucho más fuertes con tres veces más capital. 2/ El coste del riesgo se mantendrá bajo y bajo control en ausencia de una recesión. 3/ La sensibilidad de los beneficios a una posible bajada de tipos es baja porque los bancos utilizan coberturas para proteger sus márgenes de intereses. 4/ La capacidad de repartir dividendos y recomprar acciones a los accionistas ofrece un total return cercano al 15% anual en los próximos tres años. En sus resultados anuales, los bancos confirmaron todos estos puntos, ya sea en términos de rentabilidad resistente o de distribución de efectivo. Por término medio, los bancos de los que somos accionistas subieron un 22% en el primer trimestre.

Carta a los inversores

Abril 2024

JDE Peet's (3.3% de la cartera): La acción ha bajado un 20% desde principios de año. Con una cuota de mercado superior al 10%, JDE Peet's es la segunda empresa cafetera del mundo, por detrás de Nestlé y por delante de muchas otras mucho más pequeñas. Somos accionistas porque 1/ La transición de la industria hacia el consumo de café en cápsulas es más rentable para los fabricantes 2/ Los grandes fabricantes no dejan de arrebatarse cuota de mercado a los pequeños. El problema del primer trimestre fue la fuerte subida de los precios del café, en particular de más del 20% en el caso del Robusta. En este contexto, JDE Peet's ha conseguido mantener sus beneficios en términos absolutos, pero sus márgenes disminuyen, situación que no ha respondido a las expectativas. Además, el Grupo ha anunciado la repentina marcha de su Director General, a pesar de la buena ejecución de su estrategia industrial. Estamos atentos a lo que suceda a continuación, pero esto sugiere que el principal accionista, JAB Holding, con un 60% del capital, no está satisfecho con la cotización actual de la acción.

Nuestras inversiones Short

BDL Rempart

Nordic Semiconductor: La empresa noruega especializada en conexiones Bluetooth es una de nuestras tres empresas más bajistas del trimestre. A principios de año, explicamos por qué estábamos cortos: 1/ desde el punto de vista estratégico, la empresa estaba atrapada en un vicio, demasiado pequeña para hacer frente a sus competidores en el extremo superior del mercado y atacada por varias empresas chinas en el extremo inferior 2/ Desde un punto de vista económico, todo su ecosistema (clientes, proveedores, competidores) indicaba que sus mercados se estaban ralentizando 3/ Su valoración era muy alta, 45 veces el PER 25. Cuando publicó sus resultados, Nordic Semiconductor confirmó estos temores, en particular al dar un objetivo de ventas para el 1er trimestre un 35% inferior a las expectativas. La acción perdió un 20% ese día y recogimos beneficios.

Embracer: Esta empresa sueca especializada en videojuegos se ha introducido en el sector de los juegos de mesa. En nuestro informe de enero presentamos el déficit de tesorería: 1/ La agresiva estrategia de adquisiciones de Embracer se ha financiado esencialmente mediante deuda y ampliaciones de capital dilutivas. 2/ Como resultado, la deuda del grupo es excesiva (3 veces deuda neta/EBITDA) y se avecina un plazo importante de refinanciación dentro de un año, a pesar de que la empresa nunca ha generado flujo de caja excluyendo las adquisiciones. En el primer trimestre, Embracer anunció que no podría cumplir sus objetivos de reducción de deuda de forma orgánica y que tendría que vender activos. El mercado se asustó ante esta precaria situación financiera, y la cotización cayó un 25% en dos días. Nosotros recogimos nuestros beneficios porque el grupo estaba entre la espada y la pared y no tenía más remedio que vender activos para reducir su deuda. Es lo que ha empezado a hacer desde entonces, con la venta de dos grandes estudios, Saber Interactive y Gearbox, reduciendo su deuda en cerca de un tercio.

Carta a los inversores

Abril 2024

Iveco: El fabricante italiano de camiones es la posición corta que más nos ha costado desde principios de año, 53 puntos básicos de alfa. Con todo, seguimos convencidos de la conveniencia de la inversión: Iveco está expuesto al segmento menos rentable del mercado (vehículos comerciales), está ausente de Norteamérica (el mercado más rentable), tiene la rentabilidad más baja entre los fabricantes de camiones y una generación de caja limitada cuando se realizan los ajustes contables necesarios. Sin embargo, en el primer trimestre, Iveco, al igual que los demás operadores, se benefició de un mercado final mejor de lo previsto, sobre todo en términos de precios. La empresa también publicó cifras anuales "ajustadas", en línea con las expectativas, y objetivos a medio plazo "ajustados", ligeramente mejores de lo previsto. El término "ajustado" es importante porque está en el centro de nuestro análisis: los costes recurrentes "extraordinarios", los gastos de I+D capitalizados, el factoring y otros movimientos que inflan los márgenes y la generación de efectivo siguen estando presentes en su nuevo informe anual. Las cifras reales, las que cuentan al final, están por debajo de nuestras expectativas, y mantenemos nuestra posición.

Carta firmada el 08 de abril de 2024

El equipo de BDL Capital Management

Carta a los inversores

Abril 2024

DISCLAIMER

Esto es un anuncio. Consulte los folletos de BDL Rempart y BDL Convictions y el documento de datos fundamentales para el inversor disponible en <https://www.bdlcm.com> antes de tomar una decisión de inversión definitiva.

La inversión promovida se refiere a la adquisición de participaciones o acciones de un fondo, y no de un activo subyacente determinado, como las acciones de una empresa, ya que éstas sólo son activos subyacentes en poder del fondo.

Este documento se ha elaborado únicamente con fines informativos y no constituye una oferta de venta. Este documento no es ni deberá ser interpretado o percibido en ningún caso como una oferta o solicitud de inversión en el fondo presentado, ni como un documento contractual. Se trata de una comunicación publicitaria destinada a clientes profesionales en el sentido del artículo L. 533-16 del Código Monetario y Financiero francés. Este documento no puede ser distribuido, compartido o reproducido, en su totalidad o en parte, sin el permiso expreso de BDL Capital Management.

La información proporcionada es el resultado de una investigación interna basada en las mejores fuentes en nuestro poder a 03/03/2022 y derivada de información pública. Ha sido elaborada por el equipo de gestión como parte de su actividad de gestión de fondos de inversión y no como análisis financiero en el sentido de la normativa. No constituye un asesoramiento de inversión, una propuesta de inversión o una invitación a negociar en los mercados financieros. BDL Capital Management no se hace responsable de la pertinencia o realización de sus previsiones/análisis. BDL Capital Management le recuerda que la composición de la cartera de sus fondos cambia diariamente y no puede garantizarse.

Los inversores deben tener en cuenta que el valor de una inversión y los ingresos derivados de ella pueden tanto bajar como subir, y que los resultados pasados no son garantía de resultados futuros.

En cualquier caso, la información presentada no es suficiente para invertir con conocimiento de causa en un OICVM. Una inversión en uno de los fondos de BDL Capital Management sólo debe considerarse después de consultar el folleto. No todos los fondos o servicios pueden estar registrados o autorizados en todos los países o disponibles para todos los clientes.

Para más información sobre los riesgos a los que están expuestos los fondos, en particular el riesgo de pérdida de capital, el riesgo de renta variable, el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, el riesgo de contraparte y el riesgo asociado al impacto de técnicas como los derivados, consulte el DICI y el folleto del fondo, disponibles en el sitio web de BDL Capital Management. (<https://www.bdlcm.com>) o, por países, en <https://www.fundinfo.com/>.

El indicador de comparación del BDL Rempart (€STR capitalizado) se calcula excluyendo los dividendos, lo que puede dar lugar a un sesgo en la comparación de la rentabilidad. El folleto de la SICAV BDLCM FUNDS sólo está disponible en inglés.

La información sobre el derecho a presentar una reclamación o a emprender una acción colectiva está disponible en inglés en el sitio web de BDL Capital Management. : <https://www.bdlcm.com/informations-reglementaires>.

BDL Capital Management podrá decidir el cese de la comercialización de sus organismos de inversión colectiva de conformidad con el artículo 93 bis de la Directiva 2009/65/CE y el artículo 32 bis de la Directiva 2011/61/UE. BDL Capital Management podrá decidir el cese de la comercialización de sus organismos de inversión colectiva de conformidad con el artículo 93 bis de la Directiva 2009/65/CE y el artículo 32 bis de la Directiva 2011/61/UE.

Información para los inversores luxemburgueses

Los Estatutos o Reglamentos de los OICVM, el DICI, el Folleto y los últimos documentos periódicos (informes anuales y semestrales) de cada OICVM podrán obtenerse previa solicitud y gratuitamente del Representante y Agente de Pagos para Luxemburgo CACEIS Bank, Sucursal de Luxemburgo, 5 allée Scheffer, L-2520 Luxemburgo. Toda información destinada a los inversores luxemburgueses relativa a BDL Capital Management o a los OICVM se publicará en el sitio web de BDL Capital Management, <https://www.bdlcm.com>.

Información para inversores residentes en Suiza

El folleto, los datos fundamentales para el inversor, el reglamento de inversión y los informes anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente solicitándolos al representante en Suiza.

El folleto completo del fondo y los últimos documentos anuales y provisionales están disponibles gratuitamente previa solicitud por escrito del partícipe a BDL Capital Management, 24 rue du Rocher – 75008 PARIS. Ces documents sont disponibles en français.

Las solicitudes de suscripción y reembolso se centralizan con el depositario antes de las 14.00 horas de cada día. El valor liquidativo puede consultarse en el sitio web de la sociedad.

Dado que el fondo sólo ofrece participaciones de acumulación, el régimen fiscal es el del impuesto sobre las plusvalías de los valores mobiliarios aplicable en el país de residencia del titular, según las normas adecuadas a su situación. En función del régimen fiscal, las plusvalías y rentas vinculadas a la tenencia de participaciones de OICVM pueden estar sujetas a imposición. Se aconseja a los inversores que comprueben su situación fiscal con el promotor del fondo.

BDL Capital Management sólo podrá ser considerada responsable si las declaraciones aquí contenidas son engañosas, inexactas o incoherentes con las partes correspondientes del folleto del fondo de inversión.

Depositario : CACEIS Bank France, 1-3 place Valhubert, 75206 PARIS Cedex 13

El representante en Suiza es CACEIS (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.

El servicio de pago en Suiza lo presta CACEIS Bank, Paris, succursale de Nyon / Suisse, Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.