

Market Clip

13 de enero de 2020
Ignacio Dolz de Espejo

¿Qué comprar en bolsa en 2020?

La semana pasada comentamos que en 2019, la combinación de menores tipos de interés, escasa inflación y un crecimiento económico bajo, pero positivo fue la ideal para la mayoría de los activos financieros en la medida en que lleva aparejada una reducción de las primas de riesgo y, en consecuencia, del coste de capital. Aunque la expectativa de beneficios empresariales se ha moderado notablemente, el menor coste de capital genera una revalorización de los activos vía menores tasas de descuento. Los sectores más defensivos de las bolsas se comportaron muy bien la primera mitad del año gracias a su previsibilidad y a las menores tasas de descuento. Pero desde agosto, a medida que se han despejado numerosas incertidumbres y los bancos centrales han empezado a moderar ligeramente el tono de sus mensajes, hemos visto un importante repunte de los tipos de interés y, en bolsa, una fuerte rotación hacia sectores cíclicos.

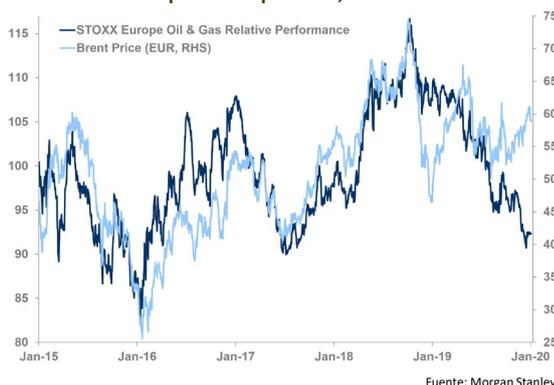
“Los sectores más defensivos de las bolsas se comportaron muy bien la primera mitad del año”

Hay dos sectores que no han destacado en ninguno de los dos periodos: petroleras y telecoms. Creemos que ambos cotizan a múltiplos muy atractivos y, aunque somos conscientes de que están baratos por motivos claros, nos parecen una buena oportunidad de compra, que reflejamos con un peso importante en nuestras carteras.

- El primero es el energético. En concreto, las petroleras integradas. Resumiendo, están castigadas por no ser un sector ESG, pero tienen niveles de deuda razonables, valoraciones atractivas y niveles de free cash flow muy elevados.
- El segundo son las telecoms. Generan dividendos atractivos, y tras años de caídas de precios, llevan unos trimestres elevándolos. Pero los altos niveles de deuda del sector han funcionado como revulsivo. Más adelante explicamos por qué nos siguen gustando.

“Hay dos sectores que no han destacado en ninguno de los dos periodos: petroleras y telecoms”

1. Las petroleras integradas suelen cotizar en línea con el precio del petróleo; en 2019 no.



Fuente: Morgan Stanley

2. Están cotizando con su máximo descuento de los últimos 30 años.



Fuente: Morgan Stanley

Sector Energético

- Suele cotizar con mucha correlación con el precio del crudo. Esa correlación se rompió en 2019, cuando las petroleras, no solo no se apreciaron tanto como el resto del mercado, sino que, además, se revalorizaron menos que el precio del petróleo (gráfico 1).
- Su valoración (respecto a los índices europeos está cerca de mínimos históricos (gráfico 2). Sólo fueron más bajas durante el crash del petróleo de 2016, cuando el crudo cotizaba a 30 dólares por barril. Hoy está cerca de 70.
- Si el precio del barril de petróleo se mantiene a estos niveles, veríamos un incremento muy importante de los beneficios del sector.
- El sector tiene un ROE medio de alrededor del 10%, un dividendo de entre el 4 y el 6%, una valoración atractiva y poca deuda.
- Es el tercer sector más barato a diez años tras bancos y autos, y (discutible) sin tantos problemas de reconversión.
- Tácticamente, en estos momentos es el más sobrevalorado.
- Está claro que la ESG ha venido para quedarse, y que es difícil que el sector petrolero se convierta en un adalid de la ecología, pero: 1) No todas las petroleras son iguales, y algunas están haciendo más esfuerzos de transformación que otras. 2) El sector puede buscar fórmulas imaginativas para reinventarse, como flotar las filiales no contaminantes y dedicar el resto a convertirse en un cash flow. Es lo que hizo el sector tabacalero hace muchos años y no le ha ido mal.

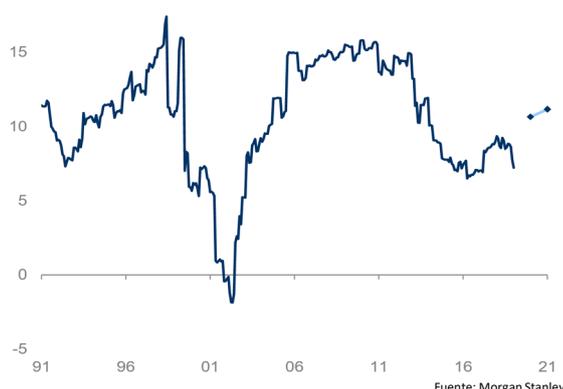
“Si el precio del barril de petróleo se mantiene a estos niveles, veríamos un incremento muy importante de los beneficios del sector”

Telecos

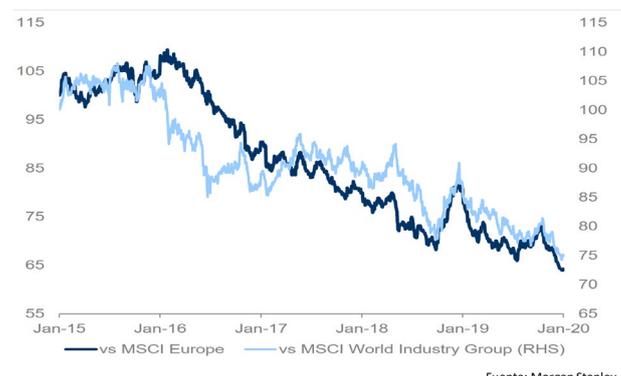
- El sector de telecomunicaciones europeo, también está barato, y lo está por motivos claros. Principalmente una regulación que le obliga a invertir con fuerza en un sector con mucha competencia, lo que imposibilita subir precios lo “necesario”.
- Ese factor ha llevado al sector a contraer elevados niveles de deuda (de media 1,5 veces ebitda en Europa). Todo lo anterior le ha llevado a cotizar a múltiplos muy inferiores a los de los índices europeos (gráfico 4) y los del propio sector a nivel internacional.
- Sin embargo, el sector está consiguiendo crecer. Tras muchos años sin hacerlo, las nuevas necesidades de ancho de banda y las nuevas tecnologías les están permitiendo crecer a un ritmo medio del 4-5% los últimos 2 años, y con márgenes ebitda del 32% y ROEs del 8% (gráfico 3).
- El sector ofrece un dividendo medio del 5% y un PER de unas 14 veces.
- Teniendo en cuenta PER, dividendo y precio VTC, cotiza a niveles un 30% más atractivos que el índice europeo.

“El sector (telecos) ofrece un dividendo medio del 5% y un PER de unas 14 veces”

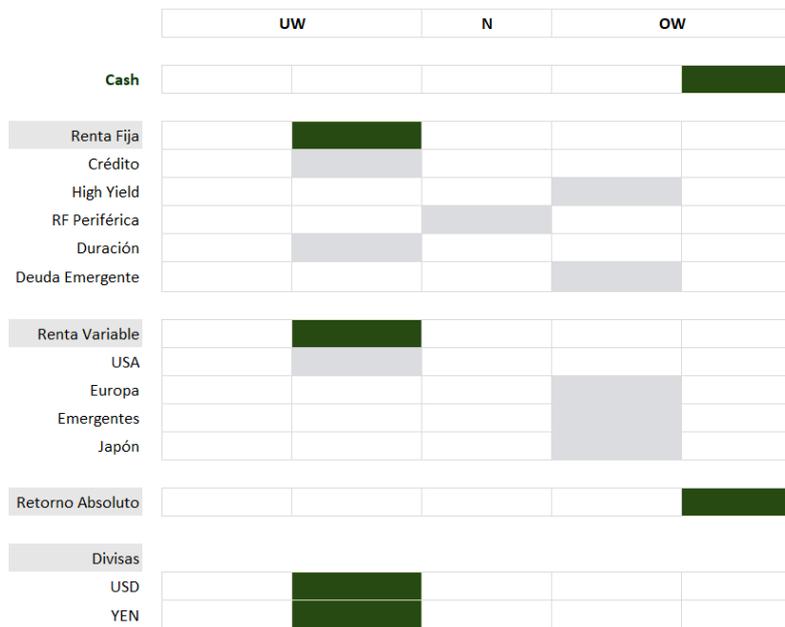
3. Retorno sobre el capital de las telecomunicaciones europeas



4. Comportamiento muy inferior de las telecomunicaciones europeas respecto al MSCI Europa y respecto al sector a nivel mundial



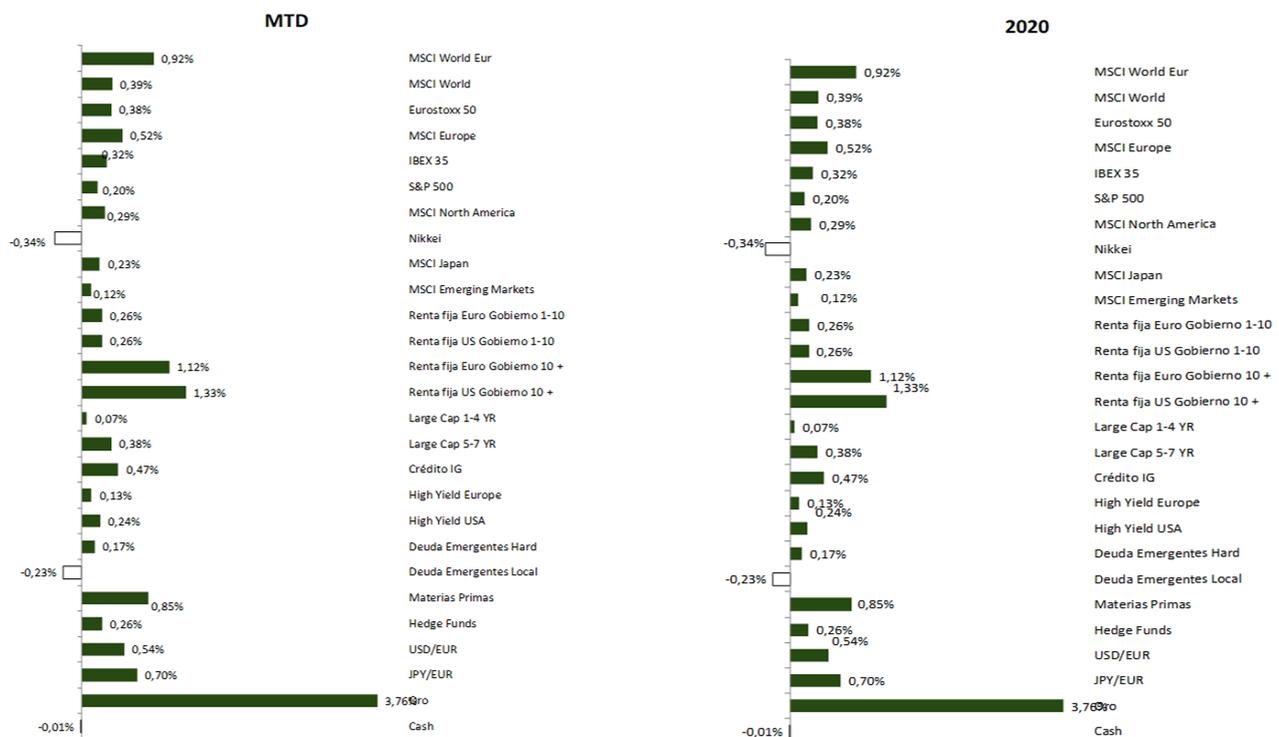
Ponderación de las carteras respecto a los índices



Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 07/01/2020)
 Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
 Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslo a través de la dirección del email lopdw@alantra.com

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza