



James Hanford
Analista/Gestor de Carteras



Alistair Wittet
Analista/Gestor de Carteras

— En septiembre 2023, la empresa farmacéutica danesa de 100 años Novo Nordisk, fue clasificada como “la empresa más valiosa de Europa”

— Un mercado de usuarios finales en crecimiento estructural es muy importante para que una empresa tenga un crecimiento sostenible a largo plazo

RENTA VARIABLE EUROPEA LAS EMPRESAS DESAFIANDO EL ENVEJECIMIENTO: MÁS ANTIGUO, MÁS FUERTE, MEJOR

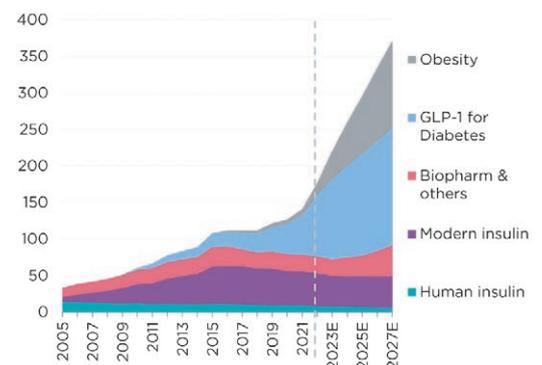
En un contexto de inflación y tasas de interés obstinadamente altas en Europa, algunas prestigiosas empresas están demostrando que la edad es mental, y que la experiencia, especialmente cuando se trata de navegar por mercados difíciles, es lo que realmente cuenta.

Este año se celebra el centenario de **Novo Nordisk**, una empresa danesa de atención médica cuyos remedios para la diabetes tratan el creciente mercado final de alrededor de 400 millones de pacientes en el mundo. La compañía ha continuamente aprovechado oportunidades en mercados adyacentes que se benefician de sus terapias con medicinas, de la insulina a GLP-1 (una hormona que estimula al cuerpo a producir más insulina) a productos para la obesidad. Gracias a esta constante innovación, este mercado adyacente ha abierto nuevas avenidas de crecimiento que los ha convertido en “la empresa más valiosa de Europa en septiembre de 2023, superando al fabricante de artículos de lujo LVMH.”¹

Si bien esto suena como un logro significativo, Novo Nordisk no está sola en este sentido. Dentro de nuestra estrategia Comgest Pan Europe Large Cap Equity² (la “cartera Comgest Pan Europe Large Cap” o “cartera”), hemos invertido en una serie de empresas con un importante historial de longevidad. A la fecha de esta publicación, estas empresas “antiguas” han seguido logrando un crecimiento sostenible durante largos períodos de tiempo con una alta visibilidad de las ganancias.

Primero, un mercado final con crecimiento estructural es esencial para que una empresa crezca de manera sostenible a largo plazo. Esto se puede ver en otra de nuestras empresas de la cartera, **L’Oréal**, que introdujo sus productos de belleza al mercado francés en 1909.

Figura 1. Expansión a Adyacencias
Ventas por área terapéutica 2005-2025E (DKK; Bn)



Fuentes: “Tendencias mundiales de la diabetes desde 1980”, The Lancet, 387:10027, pp. 1513-1530, 09-Abr-2016; Novo Nordisk informa trimestralmente al 4 de mayo de 2023.



Fuente: Comgest, Getty images (L); L’Oréal Informe anual 2022 (R).

¹ Willmot, Stephen. “Ozempic Maker Novo Nordisk Has a Weight Problem”, *The Wall Street Journal*, 23-Oct-2023.
² Información sobre la Cuenta Representativa de Renta Variable Paneuropea de Comgest, un vehículo de inversión mancomunado que se ha gestionado de acuerdo con el Compuesto discutido desde el inicio del Composite. Para obtener más información, consulte la sección *Información importante*.

— La cuota de mercado de L'Oréal's aumentó del 10% en 2001 a casi un 15% en 2022

— En 114 años, L'Oréal ha tenido solo 6 CEOs

Dado que los productos de belleza han sido utilizados durante años, es relativamente seguro decir que seguirán siendo usados a futuro.

Segundo, las empresas también pueden crecer ampliando su mercado objetivo y moviéndose a otros adyacentes, como lo demuestran los movimientos de Novo Nordisk hacia las terapias hormonales y productos para la pérdida de peso.

Otro factor importante es la capacidad de aumentar la cuota de mercado en mercados de usuarios finales fragmentados. En un mercado extremadamente fragmentado como el de la belleza, la cuota de mercado de L'Oréal aumentó del 10% en 2001 a alrededor del 15% en 2022.³ La empresa aumentó su cuota de mercado a través de la expansión orgánica de sus marcas existentes, así como la adquisición de nuevas marcas y la expansión en esas áreas, como la compra de la empresa de cuidado de la piel, CeraVe. Seis años después de impulsar la distribución y el marketing de CeraVe a través de la sólida y experimentada red de L'Oréal, la empresa ha pasado de 150 millones de euros en ventas a más de 1.000 millones.⁴

La coherencia de la estrategia y la gestión también es indicativa de una empresa duradera. L'Oréal, por ejemplo, ha tenido solo seis directores ejecutivos a lo largo de sus 114 años. Otro camino para prolongar la existencia de una empresa es su capacidad para innovar, reinventarse y transformarse, y también tenemos ejemplos de ellos en la cartera.

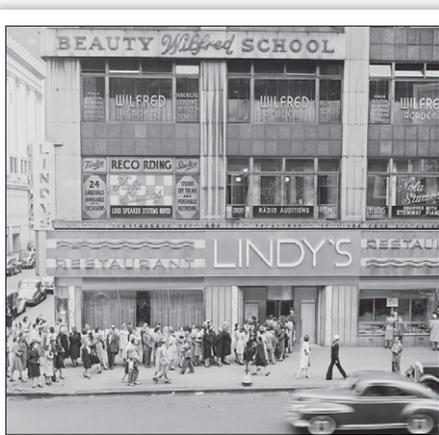
LEY DE LINDY

Otra forma de medir el poder de permanencia de una empresa es aplicar la Ley de Lindy. La ley, que lleva el nombre de Lindy's Deli en Nueva York, se teorizó por primera vez en un artículo de 1964 después de que el escritor Albert Goldman observara a los actores en el restaurante y trato de estimar sus trayectorias profesionales después del espectáculo.

En 1993, el astrofísico de Princeton Richard Gott llevó este poder de predicción un paso más allá y compiló una lista de todos los espectáculos fuera de Broadway y anotó cuándo se había estrenado cada uno en el famoso distrito teatral de Nueva York. A continuación, predijo "cuánto tiempo duraría cada programa, basándose únicamente en el tiempo que llevaba en cartelera". Al final, se demostró que Gott tenía razón, con una precisión del 95%.

¿Cómo se puede aplicar esto a la gestión de carteras? A primera vista, la Ley de Lindy parece contradecir la teoría financiera tradicional, que establece que el período de ventaja competitiva (CAP), durante el cual una empresa genera rendimientos de la inversión que superan su costo de capital, es limitado.

Sin embargo, en todas nuestras estrategias europeas existe una clara correlación entre el tamaño de la capitalización bursátil de cada



Lindy's Deli and Restaurant, Broadway & W. 51st St., Nueva York, alrededor de 1940.

(Foto de Michael Ochs Archives/Getty Images)

³ L'Oréal, datos de la empresa a 31 de diciembre de 2022.

⁴ L'Oréal, datos de la empresa a 31 de diciembre de 2022.

estrategia y la antigüedad de las empresas de nuestra cartera. Al comparar los rendimientos generales de los últimos 30 años con la duración de nuestro período de tenencia para cada acción, descubrimos que solo un número relativamente pequeño de acciones de larga duración contribuyeron a un gran porcentaje de nuestros rendimientos.

Figura 2. El Poder de la Edad y la Capitalización



Los rendimientos pasados no predicen los rendimientos futuros. Fuente: Datos y análisis financieros de Comgest/FactSet, a menos que se indique lo contrario. Datos a 31-mar-2023 expresados en EUR. Las carteras de Comgest Equity se refieren a lo siguiente: la Cuenta Representativa de Renta Variable de Gran Capitalización Paneuropea de Comgest y la Cuenta Representativa de Renta Variable de Compounders de Gran Capitalización de Pan Europa, que son vehículos de inversión agrupados que se han gestionado de acuerdo con sus respectivos Compuestos discutidos desde el inicio de cada Compuesto. Por favor, consulte la información importante para obtener más detalles sobre las cuentas representativas, su metodología de selección y dónde recibir un informe GIPS de los Compuestos. Los índices MSCI Europe Large Cap, MSCI Europe Mid Cap y MSCI Europe Small Cap se utilizan únicamente con fines comparativos y las carteras no pretenden replicar los índices.

INTELIGENCIA ARTIFICIAL: EL AUGE DE LAS MÁQUINAS

Como se mencionó, hay varias formas de determinar la resiliencia de una empresa. La inteligencia artificial (IA) podría ofrecer a las empresas la oportunidad no solo de reinventarse, sino también de ampliar sus mercados y mucho más. Tras el entusiasmo generado por ChatGPT y los avances en la IA este año, hemos evaluado cada posición en nuestras carteras con el objetivo de entender cómo podrían verse afectadas, siendo conscientes de que el cambio rápido es inevitable en este campo.



Fuente: Getty Images

— Este año, Comgest revisó todas sus posiciones de sus carteras para percibir cualquier posible impacto causado por la IA

En nuestra opinión, es poco probable que la IA afecte negativamente a la mayoría de las empresas de nuestra cartera. De hecho, estamos seguros de que algunos se verán afectados positivamente, como **ASML**, el fabricante holandés de chips semiconductores. A medida que más empresas introducen la IA en sus operaciones, impulsará la demanda de los chips de vanguardia producidos por las máquinas ASML. ASML domina el mercado mundial de equipos de litografía utilizados en la industria de los semiconductores con una cuota de mercado global de más del 80% y una cuota del 100% en máquinas EUV (ultravioleta extrema), que producen microchips avanzados que impulsan teléfonos inteligentes más inteligentes, biotecnología, IA y más.⁵

⁵ Moody's Investor Services, Opinión crediticia, ASML Holding N.V., 9-Aug-2023.

— Los consultores de la industria estiman que las ganancias de los semiconductores de la IA incrementarán un 150% en los próximos 5 años, de \$50 mil millones a \$120 mil millones para el 2027

En toda la industria del software, tras nuestra investigación, aprovechamos la debilidad del precio de las acciones en algunas de las empresas de nuestra cartera y aumentamos nuestras asignaciones. Por ejemplo, identificamos empresas **como Accenture y Halma** como negocios fuertes que actualmente están experimentando problemas a corto plazo.

La inteligencia artificial se ha convertido en el principal impulsor de la demanda de semiconductores en los últimos años. El mercado de semiconductores ha ido creciendo aproximadamente un 6% anual desde que las PC comenzaron a usarse en la década de 1990. El auge de los teléfonos inteligentes impulsó la demanda de semiconductores, pero ahora la inteligencia artificial se ha convertido en un impulsor clave. Los servidores de IA contienen aproximadamente 30 veces más semiconductores que un servidor de uso general. Existe un énfasis significativo en los grandes modelos de lenguaje para la demanda de semiconductores durante los próximos 10 años en la industria, y se espera que los ingresos por semiconductores de IA aumenten aproximadamente un 150% en los próximos cinco años, pasando de \$ 50 mil millones a \$ 120 mil millones para 2027.

Muchos subestiman el impacto que la inteligencia artificial tendrá de la misma manera que se subestimó Internet; es probable que el verdadero alcance de los usos de esta tecnología no se haga evidente hasta muchos años después. Anticipar la forma en que nuestras empresas podrían verse afectadas ofrece otra manera de determinar su longevidad ante estos cambios en el mercado.

ATENCIÓN A LOS FUNDAMENTALES

El 2023 ha sido un año impulsado por los fundamentales: las ganancias subyacentes y la trayectoria de crecimiento de las empresas. Hasta la fecha, las ganancias han sido el principal motor de la rentabilidad generada por nuestra cartera de renta variable Comgest Europe.

Este año, nuestra cartera se ha beneficiado de un crecimiento orgánico de las ventas del 15% gracias a grandes posiciones de rápido crecimiento como Novo Nordisk y ASML, ambas con un crecimiento de alrededor del 30% este año.⁶ A pesar de que estas cifras están ligeramente elevadas debido a una inflación de un dígito bajo-a-medio, creemos que el crecimiento sostenido de la cartera sigue siendo fuerte, incluso sin el viento de cola.

Este tipo de resiliencia subraya la importancia de invertir en empresas establecidas que puedan seguir generando crecimiento en un entorno desafiante y es un testimonio de los profundos cimientos y el poder de fijación de precios de las empresas de nuestra cartera.

En Comgest, nos esforzamos en encontrar empresas con un crecimiento sostenible, visible y anti frágil que sea capaz de resistir un mercado ocasionalmente difícil.

⁶ Datos de la empresa a 1H 2023.

— La cartera de acciones europeas de Comgest está compuesta por empresas centenarias y de varias décadas de antigüedad que han incorporado la resiliencia a sus modelos de negocio

Novo Nordisk, L'Oréal y otras empresas de nuestra cartera han resistido crisis tras crisis: desde el estallido de la burbuja de las "punto.com", pasando por la crisis de la deuda europea, hasta la pandemia de Covid-19. Muchas de estas empresas incluso se beneficiaron del impacto de la pandemia de Covid-19. También experimentaron efectos de goteo, pues las empresas aceleraron sus estrategias de digitalización y comercio electrónico debido a los confinamientos, lo que ayudó a sus empresas de la cadena de suministro a beneficiarse de la digitalización acelerada.

La cartera de renta variable europea de Comgest está compuesta por empresas centenarias y de varias décadas de antigüedad que han incorporado resiliencia a sus modelos de negocio. De hecho, nuestro análisis muestra que la cartera de Comgest sigue siendo tan resistente hoy como lo fue en 2009, cuando fue capaz de generar un crecimiento orgánico de las ventas a pesar de la peor recesión en más de un siglo.

A medida que nos acercamos a una recesión inminente, creemos que nuestras carteras, expuestas a empresas con cimientos profundos y capaces de afrontar obstáculos, ofrecen a los inversores en renta variable a largo plazo el equilibrio adecuado entre aprovechar los sólidos fundamentales y, al mismo tiempo, protegerse de un mercado lleno de riesgos y volatilidad crecientes.

PRINCIPALES RIESGOS

- Invertir implica un riesgo, incluida la posible pérdida de capital.
- El valor de todas las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden disminuir o aumentar.
- Los cambios en las tasas de cambio pueden afectar negativamente tanto el valor de su inversión como el nivel de ingresos recibidos.
- Las carteras de Comgest invierten en un número limitado de acciones que puede implicar riesgos más altos que los que tienen una distribución más amplia de inversiones.

James Hanford se incorporó a Comgest en 2018 y es analista y gestor de carteras especializado en renta variable europea. James contribuye ampliamente a la cobertura de análisis del equipo de inversión para una selección diversa de acciones de crecimiento de calidad paneuropeas. Comenzó su carrera en 2011 como analista en Credit Suisse y, antes de incorporarse a Comgest, trabajó cuatro años como generalista global en Capital Group. Obtuvo su licenciatura en Economía de la Universidad de Durham, donde se graduó como el mejor de su clase, y tiene una maestría en Finanzas de la Universidad de Cambridge. También es titular de la certificación CFA®.

Alistair Wittet se incorporó a Comgest en 2012 y es analista y gestor de carteras especializado en renta variable europea. También es miembro del Comité de Inversiones del Grupo Comgest. Alistair codirige las estrategias Pan Europe y Europe ex UK de Comgest. Comenzó su carrera en 2006 como analista en Standard Life Investments en Edimburgo. En 2009 se incorporó a la oficina de Citigroup en Londres, especializándose en el sector paneuropeo de la venta minorista de alimentos como analista de renta variable. De nacionalidad británica y francesa, Alistair es licenciado en Geografía por la Universidad de Durham y es titular de la certificación CFA®.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento ha sido preparado solo para inversores profesionales/calificados y solo puede ser utilizado por estos inversores.

Información de la cuenta del representante

La cuenta representativa discutida se administra de acuerdo con el Compuesto correspondiente desde el inicio del Compuesto. La cuenta representativa es el vehículo de inversión de capital variable con mayor trayectoria dentro del Composite. Los resultados de rendimiento examinados reflejan el rendimiento alcanzado por la cuenta representativa. En consecuencia, los resultados de rendimiento pueden ser similares a los respectivos resultados compuestos, pero las cifras no son idénticas y no se presentan como tales. Los resultados no son indicativos del rendimiento futuro de la cuenta representativa ni de otras cuentas y/o productos descritos en el presente documento. El rendimiento de la cuenta variará en función de la fecha de inicio de la cuenta, las restricciones de la cuenta y otros factores, y es posible que no iguale el rendimiento de la cuenta representativa presentada en este documento.

Para recibir una presentación compatible con GIPS para el compuesto discutido, comuníquese con: info@comgest.com.

No es un consejo de inversión

Este comentario es solo para fines informativos y no constituye asesoramiento de inversión. No debe considerarse una solicitud de compra o una oferta de venta de un valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias, la situación fiscal o el horizonte de inversión particulares de ningún inversor. Está incompleto sin la exposición oral proporcionada por los representantes de Comgest.

No es una recomendación de inversión

Ninguna discusión con respecto a empresas específicas debe considerarse una recomendación para comprar o vender un valor o inversión en particular. Las empresas analizadas no representan todas las inversiones pasadas. No se debe asumir que ninguna de las inversiones discutidas fue o será rentable, o que las recomendaciones o decisiones tomadas en el futuro serán rentables.

Comgest no proporciona asesoramiento fiscal o legal a sus clientes y se recomienda encarecidamente a todos los inversores que consulten a sus propios asesores fiscales o legales con respecto a cualquier inversión potencial.

No se trata de una investigación de inversiones

La información contenida en esta comunicación no es un «estudio de inversión» y está clasificada como una «comunicación de marketing» de acuerdo con la MIFID II. Esto significa que esta comunicación publicitaria (a) no ha sido elaborada de acuerdo con los requisitos legales diseñados para promover la independencia de la investigación de inversiones, (b) no está sujeta a ninguna prohibición de negociación antes de la difusión de la investigación de inversiones.

Descargo de responsabilidad de rendimiento

El rendimiento pasado no es un indicador fiable de los resultados futuros. Es posible que no se realicen declaraciones, datos o previsiones prospectivas. Comgest afirma cumplir con los Estándares Globales de Desempeño de Inversión (GIPS, por sus siglas® en inglés).

Descargo de responsabilidad de marcas comerciales e índices

Los nombres de productos, nombres de empresas y logotipos mencionados en este documento son marcas comerciales o marcas comerciales registradas de sus respectivos propietarios.

Los datos de MSCI solo pueden utilizarse para su uso interno, no pueden reproducirse ni redifundirse de ninguna forma y no pueden utilizarse como base para un componente de ningún instrumento, producto o índice financiero. Ninguna parte de la información de MSCI pretende constituir un asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) ningún tipo de decisión de inversión y no puede considerarse como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como una indicación o garantía de ningún análisis, pronóstico o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se proporciona “tal cual” y el usuario de esta información asume todo el riesgo de cualquier uso que se haga de esta información. MSCI, cada una de sus filiales y cada una de las demás personas involucradas o relacionadas con la recopilación, el cálculo o la creación de cualquier información de MSCI (colectivamente, las “Partes de MSCI”) renuncian expresamente a todas las garantías (incluidas, entre otras, las garantías de originalidad, exactitud, integridad, puntualidad, no infracción, comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado) con respecto a esta información. Sin perjuicio de lo anterior, en ningún caso ninguna de las Partes de MSCI tendrá responsabilidad alguna por daños directos, indirectos, especiales, incidentales, punitivos, consecuentes (incluidos, entre otros, el lucro cesante) o de cualquier otro tipo. (www.msicibarra.com).

GIPS® es una marca registrada de CFA Institute. CFA Institute no respalda ni promueve esta organización, ni garantiza la exactitud o calidad del contenido aquí contenido. Para recibir información sobre el rendimiento de las estrategias y productos de la empresa que cumpla con las normas de rendimiento de la empresa, póngase en contacto con info@comgest.com.

La información proporcionada está sujeta a cambios sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones constituyen nuestro juicio a la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Es posible que las tenencias de cartera a las que se hace referencia en este documento no se mantengan en el momento en que reciba esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso.

Restricciones en el uso de la información

Este comentario y la información contenida en el mismo no pueden ser reproducidos (en su totalidad o en parte), republicados, distribuidos, transmitidos, exhibidos o explotados de ninguna manera por terceros sin el consentimiento previo por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Cierta información contenida en este comentario se ha obtenido de fuentes que se consideran confiables, pero no se puede garantizar su exactitud. Comgest no acepta ninguna responsabilidad en relación con la exactitud o integridad de la información.

Divulgación de personas jurídicas

Comgest S.A es una sociedad de gestión de carteras regulada por la Autorité des Marchés Financiers y cuyo domicilio social se encuentra en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una empresa de inversión regulada por el Banco Central de Irlanda y registrada como asesor de inversiones en la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. Su domicilio social se encuentra en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Solo para el Reino Unido:

Este comentario no está siendo distribuido ni ha sido aprobado a los efectos de la sección 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (FSMA) por una persona autorizada en virtud de la FSMA. Este comentario se comunica únicamente a las personas que son profesionales de la inversión comprendidos en el artículo 19(5) de la Orden de 2005 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promociones Financieras) (la FPO). Las Inversiones están disponibles solo para profesionales de la inversión, y cualquier invitación, oferta o acuerdo de compra se realizará únicamente con profesionales de la inversión. Cualquier persona que no sea un profesional de la inversión no debe confiar ni actuar sobre este comentario ni sobre ninguno de sus contenidos. Las personas que estén en posesión de este documento deben informarse de cualquier restricción pertinente. Ninguna parte de este comentario debe publicarse, distribuirse o ponerse a disposición de ninguna otra persona, en su totalidad o en parte.

Solo para Hong Kong:

Este anuncio no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong.

Solo para Singapur:

Este anuncio no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

Solo para Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros en virtud de las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas. Comgest Far East Limited está exenta del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley de Sociedades Australianas con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a "clientes mayoristas" y no está destinado a, ni debe ser utilizado por "inversores minoristas" (según se define en la Ley de Sociedades de Australia).

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur en virtud de las leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Comgest Singapore Pte. Ltd. está exenta del requisito de poseer una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley de Sociedades de Australia con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a "clientes mayoristas" y no está destinado a, ni debe ser utilizado por "inversores minoristas" (según se define en la Ley de Sociedades de Australia).

comgest.com

AMSTERDAM	HONG KONG	SÍDNEY
BOSTON	LONDRES	TOKIO
BRUSELAS	MILÁN	VIENA
DUBLÍN	PARÍS	
DÜSSELDORF	SINGAPUR	