



Buscando Valor

La revista trimestral de referencia sobre tesis de inversión

Entrevista

Miguel de Juan

Asesor del fondo
Argos Capital FI

Tesis de inversión

IPCO

por Jesús Domínguez
(Valentum)

Tesis de inversión

LNA Santé

por Santiago Domingo y Antonio
Marquina (Solventis)



Entrevista
a Víctor
Alvargonzález



Tesis de inversión
Enterprise Diversified
por Alberto Ayuso



¿Influye la suerte
en las inversiones
financieras? por
@theveritas



11 tesis de inversión
en valor de analistas
profesionales e
independientes

Rankia

Con la colaboración de:

valueschool
INVERSIÓN CONSCIENTE



Enrique Valls *Editor*

El pasado año decidimos plantar la primera semilla de lo que es actualmente Buscando Valor. Un año más tarde estamos muy satisfechos con la buena acogida: más de **10.000 descargas** de la revista, dos eventos de Buscando Valor en Valencia y Bilbao, y más de **100.000 visitas** en la sección.

¡Muchas gracias a todos los que hacéis posible Buscando Valor!



Tras cuatro números de la revista Buscando Valor, ya tenemos los dos ganadores que acudirán a escuchar en vivo a **Warren Buffett** y **Charlie Munger** este año por cortesía de Value School.

La tesis ganadoras han sido **Bpost y Green Plains**. José Luis Moreno y Rodrigo Cobos tendrán el honor de visitar Omaha el 4 de Mayo.

Agradecer también el estupendo trabajo de **Adrián Hernández** y **Cristian Barros** (los otros dos finalistas) por sus tesis de La Doria y de Aston Martin.

En este número podrás encontrar 8 tesis de inversión de acciones nacionales e internacionales elaboradas por bloggers y usuarios de Rankia.

Además, podrás encontrar un **análisis de International Petroleum Co** realizado por Jesús Domínguez, gestor de Valentum Asset Management, y otro de **LNA Santé** analizada por Santiago Domingo y Antonio Marquina portfolio managers en Solventis.

Y no os perdáis las entrevistas a **Alberto Ayuso**, **Miguel Rodríguez San Juan**, **Miguel de Juan** y **Víctor Alvargonzález**.

Sin más, agradecer a todos los colaboradores su participación en Buscando Valor, y aprovechar nuevamente para invitar a todo aquel que desee compartir su trabajo con nosotros que lo haga a través de nuestro correo y buscandovalor@rankia.com.

Paciencia y buenas inversiones

Introducción

02 Enrique Valls

Resumen del evento

06 Buscando Valor

Entrevista

08 Miguel de Juan

Tesis de inversión

10 IPCO

Jesús Domínguez

12 Bpost

Rodrigo Cobos

14 ASN Netherland

Álvaro Torres

Entrevista

18 Alberto Ayuso

Tesis de inversión

20 Sunsine

Jesús Argai

26 Flexible Solutions Intr

Álvaro Jover

30 LNA Santé

Santiago Domingo y
Antonio Marquina**Entrevista**

34 Víctor Alvargonzález

Tesis de inversión

36 Adapt Technology Group

Lucas López

40 iQIYI

Cristian Barros

44 Enterprise Diversified

Alberto Ayuso

Entrevista

48 Miguel Rodríguez San Juan

Tesis de inversión

52 NBI Bearings

Rodrigo Cuesta

56 Clarkson PLC

José Luis Moreno Palomino

Artículo de opinión60 ¿Influye la suerte en las inversiones
financieras? Caso práctico62 **Créditos**

El encuentro anual de referencia entre inversores y gestores

El pasado martes día **2 de abril** se celebró en Bilbao el encuentro anual de referencia entre inversores y gestores del *Value Investing*. El evento tuvo lugar en el Hotel Carlton y fue posible gracias a la imprescindible colaboración de **Value School, Vadevalor y Value Bilbao**.

A lo largo de la jornada pudimos disfrutar de las mejores tesis de inversión por parte de algunas de las gestoras de mayor renombre en nuestro país: Julián Pascual (Buy&Hold), Luís García (Mapfre) y Marc Garrigasait (Japan Deep Value), así como la participación de Javier Ribas con la presentación de Vadevalor y la mesa redonda en la que contamos con: Rafael Soto (Value Bilbao), Enrique Roca (Rankia), Alberto Morillo (March-AM) e Imanol García.

Entre las tesis de inversión presentadas por los ponentes descubrimos grandes oportunidades en compañías repartidas por todo el mundo. Entre ellas podríamos destacar: Grifols, JCU Corporation y Technogym SpA.

El próximo encuentro Buscando Valor tendrá lugar en Madrid el 27 de junio, en el que ya contamos con la participación confirmada de las gestoras como Cobas AM, Amiral Gestion, Mapfre, Columbus y Japan Deep Value.

¡Os esperamos a todos!

 **Buscando Valor**

Encuentros Buscando Valor 2019



- 27/06 Madrid
- 19/09 Valencia
- 28/11 Barcelona

Buscando Valor by Rankia

¿Qué es Buscando Valor? Ponentes Programa [RESERVA PLAZA](#)

2 DE ABRIL, 2019 | 17 - 21h | HOTEL CARLTON, BILBAO

BUSCANDO VALOR BILBAO: El evento de referencia de value investing

Una oportunidad única para conocer los mejores tesis de inversión en valor de la mano de los grandes gestores de fondos de inversión.

Tesis de inversión en valor Networking Mejores gestores de fondos

[VER PROGRAMA](#)

GESTORAS BUSCANDO VALOR

BUYHOLD GESIURIS

Haz click para
más información



@ Entrevista a

Miguel de Juan

Asesor del fondo *Argos Capital FI*



1.- ¿Cómo comenzaste a interesarte por el mundo de la inversión? ¿Qué te atrajo y te mantiene en él?

Creo que siempre me ha interesado, pero desde que empecé a trabajar en banca privada y a tratar con el patrimonio de mis entonces clientes, la atención fue mayor. Cuando en 2001 me encuentro con mi primer libro sobre Warren Buffett es cuando me cambió la vida, al hacerme entender que había una forma de invertir que tenía todo el sentido... y además funcionaba. El ayudar a los inversores a gestionar bien su patrimonio y ser capaz de hacerlo es lo que me mantiene en él... lo que empezó como un interés se ha transformado en una vocación y una pasión.

2.- ¿Cuál ha sido el cambio más importante entre ser inversor particular y gestor de un fondo? ¿Qué es lo que marcó tu metodología de inversión o filosofía?

Principalmente la mayor diferencia es la asunción de riesgos o la capacidad de asumir las pérdidas. Como particular, las asumo sin problemas... con el dinero de los demás se dispara el foco en la prudencia.

Lo que me marcó fue leer el libro de Hagstrom sobre Buffett: conocer la filosofía del Value Investing fue lo que me ha marcado totalmente a la hora de invertir. Buscar lo que valen las cosas y comprarlas sólo si hay confianza en que valen mucho más de lo que el mercado nos dice.

3.- ¿Quiénes son tus gestores de referencia?

Obviamente Buffett, Graham, Klarman, Schloss, Munger, Leithner, Pabrai... hay muchos que son mejores que yo y de todos se aprende.

4.- ¿Qué libros son los que más te han influido en tu forma de invertir?

El primero de Roger Hagstrom sobre Buffett y de ahí todos los demás: Security Analysis más que El Inversor Inteligente. Y los de Leithner, Pabrai y Klarman: *The Intelligent Australian Investor*, *The Evil Princes of Martin Place* y *The Burgoise Manifesto de Leithner*, *Margin of Safety de Klarman* y *The Dhandho Investor de Pabrai*.

5.-¿Qué significa para ti Value Investing? ¿Cuál es la filosofía que te definiría como gestor?

Siguiendo a Munger, Value Investing es comprar algo pagando menos de lo que vale. Nada más e independientemente de cómo se calcule el valor de dicho activo. En el último libro digo que no me gusta la “guerra” de estilos que parece haber en el mundo value, y que por ello me identifico más como “enfoque Buffett- Graham”, con más peso hacia Buffett que hacia Graham, pero la verdad es que el hecho de “encasillarse” o definirse en este sentido no me gusta. El Value admite muchas opciones y alternativas diferentes, como ya indicó Buffett en su famoso The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. Bastante tenemos con tratar de batir al mercado como para andar estableciendo definiciones que encasillan a unos u otros.

6.-¿Cómo se manifiestan tu personalidad y tus experiencias vividas en tus decisiones de inversión?

Si hablamos de la pereza. ¡Bastante bien! Porque no suelo ser especialmente activo a la hora de invertir: siempre dependo de las alternativas que tenga delante y de las necesidades de liquidez que pueda tener. En ese sentido recuerdo haber leído de Buffett que “se dedicaba a comprar buenas empresas baratas y luego tenía mucho tiempo libre para ir a pescar o estar con los niños”... o algo parecido. Yo no soy Buffett y no voy a pescar. pero la verdad es que mi carácter se adapta muy bien a dejar que las empresas que me gustan hagan su trabajo.

7.-¿Qué industrias te atraen más?

No tengo predilección por algún sector especialmente, aunque creo que el sector industrial me atrae bastante desde siempre. Me resulta más atractivo y relativamente más sencillo de ver si tenemos valor o no. Pero creo que, siguiendo a Buffett y a Munger, es más importante saber dónde no tienes “círculo de competencia”, dónde estás fuera de tu

zona de confort y evitar entrar ahí. En ese sentido y en líneas generales, el sector salud o el sector tecnología suelen ser áreas en las que me siento más incómodo y necesito algo más para invertir.

8.-¿Cómo tomas tus decisiones de venta?

Al tuntún no vale ¿verdad? Es broma... la verdad es que depende del tipo de empresa. Si es una empresa tipo *net-net* es más fácil: una vez que alcanza el valor intrínseco o se acerca, puedo venderla sin problemas.... Con las empresas *compounders* depende no tanto del precio como de las perspectivas de que la empresa sea capaz de seguir incrementando su valor en el tiempo. En ese caso no tengo la menor intención de plantearme su venta.

9.-¿Qué errores has tenido y te han ayudado a mejorar las inversiones y evitar trampas de valor?

Ha habido varios, lógicamente, pero el principal fue una operación de arbitraje sobre RiteAid que salió fallida. y que incrementé las pérdidas al tratar de recuperar las pérdidas iniciales. Espero que en el futuro sea capaz de ver antes ese tipo de situaciones y me tire de las orejas antes de volver a caer en la tentación.

10.-¿Cuáles son tus retos u objetivos a la hora de invertir?

El único objetivo es encontrar empresas que valgan más de lo que nos pide el mercado. El objetivo general es ser capaz, en el medio y largo plazo, de poder batir al mercado con dividendos brutos y de esa forma aportar valor a los argonautas. Al final es para lo que estamos, si el planteamiento es “ser el mejor”, quizás lo logremos y quizás lo seamos algún año; pero creo que podemos olvidarnos del foco en el largo plazo y en el interés de los inversores. Batir al mercado en el medio y largo plazo YA es de por si un objetivo complicado... no es necesario complicarnos aún más.

Tesis de Inversión IPCO



@ Jesús Domínguez

Consejero Delegado y Gestor de *Valentum Asset Management IPCO – Va de Valor – Marzo 2019*

VALENTUM
VALUE & MOMENTUM



International Petroleum Co. es una compañía dedicada a la extracción de petróleo y gas. Actualmente produce unos 50.000 boepd (barriles equivalentes diarios) entre sus distintos campos. Éstos se reparten entre Canadá (aprox. 77%), Malasia (16%) y Europa (7%). La compañía tiene una estrategia muy clara: **comprar activos infravalorados, mantener un balance sólido y crecer con retornos elevados.**

Para nosotros es una inversión un tanto diferente a lo que buscamos habitualmente, ya que su exposición a algo incontrolable, como es el precio del petróleo, es algo que no nos suele gustar nada. ¿Por qué, entonces, decidimos invertir en IPCO?

Conocimos a Mike Nicholson, CEO de IPCO, en 2017, poco después de que comenzase a cotizar. IPCO es una escisión de Lundin Petroleum y el mayor accionista es la propia familia Lundin que permanecerá en el accionariado. Todo el equipo gestor de IPCO viene de Lundin (probablemente uno de los casos más exitosos en la industria del petróleo) y tienen muy clara cuál es la estrategia. Además, acababan de hacer una recompra de acciones tras la caída del valor después de la escisión. **Esta es la primera razón que nos animó a comprar: accionista, equipo gestor, estrategia y asignación de capital.** Aunque no sean las mismas circunstancias y esto sirva como anécdota, el equipo directivo

tiene en mente la misma estrategia que llevó a Lundin Petroleum de 3 a 300 SEK/acc. en menos de 20 años.

La compañía ha cambiado bastante desde la primera reunión que tuvimos con ellos. En aquel momento se acababa de comprar Suffield en Canadá y posteriormente se compró BlackPearl (también en Canadá). En cualquier caso, a grandes rasgos el perfil sigue siendo el mismo: una compañía con costes de extracción medios muy bajos (<13\$/barril) y poca deuda. Esto nos lleva a pensar que, pese a que el petróleo es un factor tan determinante como incontrolable, con unos costes tan bajos es **(1)** muy difícil que IPCO pierda dinero y, por tanto, **(2)** muy difícil que tenga problemas financieros. **La primera conclusión es que estamos frente a un activo volátil pero sólido.** Mirando la otra cara de la moneda el activo estaba (y vuelve a estarlo) muy infravalorado (64% de descuento frente al NAV que la compañía publica).

Cuando la vimos por primera vez (con el Brent a c.55\$), encontramos una compañía que generaba flujo de caja a raudales y que iba a ser capaz de eliminar la deuda muy rápido. Ésta fue la segunda razón que nos llevó a comprar. El problema era que tenía un nivel de reservas bajo (unos 15 años). Esto se solucionó con la adquisición de BlackPearl que ha alargado la vida de las reservas hasta los 70 años. Adicionalmente, pensamos que IPCO siempre es muy cauto

con los niveles de reservas y la consideración entre reservas probables y contingentes. Esto se demuestra por el hecho de que al ver gráficos de reservas actuales y compararlos con los datos de hace unos años, restándoles la producción en el periodo, el nivel de reservas resultante es mayor de lo que debería.

Pero no todo es tan fácil ni bonito. Estos señores de IPCO han demostrado que saben comprar a buen precio. El problema de eso es que los momentos de comprar son bastante estresantes. Cuando compraron Suffield, el momento peor de la crisis del petróleo de 2016 ya había pasado pero no mucha gente miraba activos en Canadá, y Cenovus (el vendedor) necesitaba bajar su deuda, por lo que aceptó un precio a la baja. Posteriormente, en 2018, compraron BlackPearl en el momento de mayor caída de precio del petróleo canadiense (éstos activos generan petróleo pesado cuyo índice de referencia es el WCS, Western Canadian Select). Para dar una idea al lector, el WCS se fue de niveles de 50\$ en mayo de 2018 a niveles de 11\$ en noviembre de 2018. Estos 11\$ son inferiores al nivel mínimo que marcó el WCS en 2016, cuando el Brent sufrió su gran crisis y llegó a tocar niveles de 30\$. En otras palabras, el diferencial a finales de 2018 aumentó desde una media de 3 años anteriores de 12\$ hasta 49\$.

Lo que ocurrió en 2018 fue que una mayor parada de las refinerías americanas que utilizan petróleo pesado canadiense junto con un cuello de botella en los oleoductos que transportan este petróleo provocó el desplome del WCS. IPCO, de manera oportunista adquirió BlackPearl. Es cierto que al pagar en acciones desaprovechaba un poco el beneficio de comprar brutalmente barato, porque las acciones de IPCO también tenían un descuento frente al NAV, pero éste era inferior en IPCO que en BlackPearl. Haciéndolo así, evitó tener que incurrir en un gran endeudamiento.

En definitiva, IPCO es una compañía gestionada por un equipo que consideramos de lo mejor que conocemos. Su estrategia pensamos que crea valor y compone los flujos de caja generados (aquí no hay dividendos) pero que opera en un sector muy volátil. Eso sí, solo compran activos que encajen (esto es con costes de operación bajos), limitando los riesgos financieros de la compañía.

En valoración, nos ofrece unos rendimientos de flujo de caja sobre valor empresaperiores al 20% a los precios actuales del petróleo. Cotiza con un gran descuento sobre su NAV, pero obviamente éste está calculado con unas estimaciones del precio del petróleo que nos generan algo más de escepticismo.



Brent frente a WCS. Fuente Bloomberg

Tesis de Inversión

Bpost



@ **Rodrigo Cobos**

Autor del blog Serbal y ganador del viaje a Omaha a la Conferencia Anual de Berkshire Hathaway en el Concurso de la revista Buscando Valor por su tesis de **Bpost**

Nombre de la empresa	Bpost SA	PER	7X
Símbolo	BPOST.BRU	EV/EBIT	5X
Capitalización	1576€	ROIC	19%
Precio 14/01/2019	7,88€	Deuda Neta	292€

Tesis de Inversión 1

Empresa de correos estatal belga que salió a bolsa en 2013 y obtiene rendimientos excepcionales por una barrera de entrada que puede desaparecer, pero que existir, existe. Básicamente, la idea es que se trata de un negocio cuyo principal activo es la red logística y las oficinas de proximidad (55% sobre los activos excluyendo caja y cuentas a cobrar), que obtiene un retorno sobre el capital medio del 42% y el beneficio operativo crece al 6% anual desde hace 10 años. Los resultados de 2018 han sido excepcionalmente bajos por el retraso en trasladar el aumento de los costes a los consumidores por la regulación anterior. La nueva regulación contempla el aumento de los precios máximos por la inflación.

El negocio y el entorno competitivo

El negocio principal es el correo ordinario, aunque los segmentos paquetería y servicios adicionales van cobrando importancia. La empresa está en proceso de transformación porque el correo, su principal fuente de ingresos, tiene los días contados en la era de la digitalización. Los segmentos de paquetería y de servicios adicionales crecen fuertemente como resultado del crecimiento del comercio online y las adquisiciones efectuadas por la empresa. Parece sencillo que la empresa se adapte a las nuevas necesidades de los consumidores reutilizando su principal activo, la red logística, y contar así con una posición privilegiada frente a los competidores.

El sector está fuertemente regulado tanto a nivel nacional como europeo ya que el correo se considera de utilidad pública. La empresa creada por el gobierno en 1830, opera como un monopolio ya que hace falta una licencia para

ser operador postal (existen otros dos operadores con licencia de poca importancia). Sin embargo, Bpost señala que la nueva ley postal de 2018 pretende terminar con esta licencia, lo que podría terminar con el monopolio del correo ordinario, negocio que por otro lado parece tener poco futuro. Esta situación de monopolio ha permitido a Bpost reforzar una posición su dominante en el mercado por dos vías: una extensa red de oficinas de proximidad que cubre todo el territorio nacional; y el hábito de los consumidores que están acostumbrados a acudir a las oficinas de Bpost para cualquier servicio postal.

El coste marginal de Bpost es menor que el de sus competidores ya que los costes fijos de correos son costes hundidos (la empresa prestará el servicio independientemente de la rentabilidad al considerarse un servicio de interés general) por lo que podría llegar a ofrecer la paquetería casi gratis para eliminar la competencia. Bpost, es considerado entidad de interés general (SGEI), por lo que gestiona ciertos servicios en exclusividad como la distribución de las pensiones, la ejecución del servicio postal financiero, la distribución de periódicos y el mantenimiento de la red. Estos servicios, además de reforzar el hábito de los consumidores, también genera ventas cruzadas (negocio bancario), y ciertos ingresos recurrentes. Por contra, Bpost deberá prestar estos servicios aun cuando el coste sea superior a lo que ingresa por ello, de modo que la empresa no se liquidaría aunque tuviesen más valor los activos que los beneficios futuros. Este carácter kamikaze del negocio, seguramente provoque que posibles competidores se abstenga de entrar en un negocio del que hay mucho que perder y quizás no tanto que ganar.

Por otra parte, el 39% de los empleados son funcionarios, los cuales suponen un coste mayor que los contratos nuevos. La mayor parte de los funcionarios tienen más de 50 años y se irán jubilando durante los próximos años. En 2022 solo el 30% serán funcionarios, con el consecuente ahorro en costes.

La gestión del negocio

El actual CEO, Koen Van Gerven, lleva en el puesto desde 2014 y en la empresa desde 2006, por lo que conoce bien el negocio. El ROIC medio durante su gestión ha sido del 44%, ligeramente superior al ROIC medio de los 6 años anteriores, del 41%. Sin duda, ha hecho una buena gestión y ha proporcionado un buen retorno a los accionistas. Excluyendo las cuentas a cobrar del Capital Invertido, por estar relacionado con el negocio bancario, el ROIC medio sería del 23%, aun sensiblemente superior al 19% del anterior CEO.

La dirección ha adquirido varios negocios durante los últimos años, destacando Radial Inc a finales de 2017. Esta compra podría tener sentido para la expansión de Bpost en el e-commerce y el precio pagado parece razonable (870MUSD y EV/EBITDA 12x).

Riesgos

Los riesgos que pueden tener un impacto en el valor de los activos o la capacidad de generar beneficios de la empresa a largo plazo son:

- El principal accionista es el Estado belga (51% de las acciones), cuyos intereses podrían no estar 100% alineados con los intereses del resto de accionistas.
- El negocio donde Bpost tiene una ventaja competitiva que podría no ser escalable.

Otros datos fundamentales

- PP&E: los suelos y edificios están valorados a precio de coste. Siendo la empresa tan antigua, puede haber propiedad que ofrezcan revalorizaciones significativas.
- FCFE: la empresa genera flujos de caja positivo de forma regular que devuelve a los accionistas en forma de dividendos.

· La deuda ha sido prácticamente inexistente hasta 2017, que se emitió un bono con vencimiento 2026 para financiar la compra de Radial (YTM 1.65%). Los ratios de Deuda Neta/EBIT y Deuda/Activos son 0.6x y 0.22x respectivamente.

Valoración

La valoración se realiza por Net Asset Value (NAV) y Earnings Power Value (EPV) para, además, analizar la posibilidad de que un competidor entre en el negocio.

- NAV: Utilizando el valor en libros obtenemos un NAV de 4€ por acción. Si descontamos los intangibles, el valor sería cero.
- EPV: Utilizando los ingresos medios y el margen operativo medio de los últimos 10 años, descontando al WACC del 5%, obtenemos un precio objetivo de 23€. Asumiendo un WACC del 6%, el precio objetivo sería 18€.
- Considero que la red logística de Bpost le otorga una ventaja competitiva que, apoyada por otros factores como la legislación, SGEl, el hábito de los consumidores, o el coste marginal menor, le permite tener un EPV superior al NAV sin la amenaza de que nuevos competidores traten de replicar el negocio por no ser atractivo para ellos.

Catalizador

- La nueva fórmula para calcular el precio máximo del servicio de correos debería permitir trasladar el aumento de los costes a los consumidores.
- La red logística de Bpost debería permitir crecer de forma sostenible al segmento paquetería.
- La adquisición de Radial podría dar sus frutos y permitir expandirse en el e-commerce.

Declaración de conflictos de interés

Rodrigo Cobos invierte en renta variable y tiene una posición larga en la acción Bpost SA.

Tesis de Inversión ASR Netherland



@ Álvaro Torres

Autor del blog de Rankia "Iberdealer"

ASR NL es una compañía aseguradora de los Países Bajos que fue fundada en 1720, aunque en su forma actual surge de la fusión entre ASR y la división de seguros en Países Bajos del grupo Fortis, "Fortis AMEV". Posteriormente, como resultado de la crisis financiera en 2008, se produce la nacionalización de las divisiones holandesas del Grupo Fortis, pero ASR no necesitó ni recibió ningún tipo de ayuda o apoyo en el capital de la compañía por parte del Estado. En 2015 se decide la privatización de ASR por parte del gobierno de los Países Bajos. En 2016 comienza a cotizar en la bolsa de Ámsterdam. Ya en 2017 se produce la venta de las últimas participaciones que tenía el gobierno, abandonando por completo su accionariado. Sus actividades se dividen principalmente en segmento de seguros de vida, que incluye los seguros individuales de vida, pensiones y de decesos. Y dentro del segmento de "no vida" se encuentran los seguros de salud, propiedad y accidentes. Por otro lado la gestión de activos, tanto para sus clientes como con la tesorería que genera por las primas que ingresa.

parte de un rescate bancario es algo que no la hace ser popular, por lo que el precio de salida de la IPO no fue alto. De todos modos hay que recordar que ASR en ningún momento necesitó ninguno tipo de ayuda financiera por parte del gobierno. Es una compañía que su negocio se centra solo en los Países Bajos y con una pequeña parte en Bélgica correspondiente a los seguros por decesos, lo que puede interpretar el mercado como una compañía que no está diversificada, mostrándose dependiente de la economía holandesa. También un precio bajo puede deberse a que el sector asegurador es un sector con un producto *comodity* en el que no hay un producto diferenciado entre compañías y se compite en precio, además de ser un sector maduro en el que los crecimientos suelen ser bajos, por tanto se podría justificar unos múltiplos bajos por parte del mercado.

La competencia

2017 millones €	Market cap	Primas netas	Bº Neto	PER	P/BV	Ratio combinado	ROE
ASR NL	5.290	3.903	872	6,16	0,95	95,1 %	16,05 %
Catalana Occidente	4.130	3.948	325,45	12	1,41	91,4 %	12,31 %
UnipolSai	5.880	6.901	504	7,08	1,06	97,2 %	8,39 %
Ageas NV	7.750	12.179	623	10,25	0,83	95,2 %	6,50 %
Mapfre	7.450	22.813	700,51	9,38	0,90	98,7 %	7,90 %
Helvetia	5.960	8.043	405	14,88	1,20	94,7 %	8,10 %
Direct Line Insurance	4.470	3.135	434	11,47	1,56	91,8 %	15,5 %
NN Group	12.670	11.873	2.110	6	0,56	103,6 %	8,76 %
Aegon	9.120	19.395	2.361	5,07	0,44	121,8 %	9,66 %

Por qué puede estar infravalorada

ASR, al ser parte del grupo Fortis (que fue nacionalizado, salió a la venta como parte para recuperar las ayudas dadas por el Gobierno holandés en los rescates financieros de sus bancos. Por tanto una compañía que fue

El sector asegurador está formado por un gran número de competidores. Aquí he querido comparar compañías que tienen un perfil similar y compañías aseguradoras holandesas, como NN y Aegon, que tienen en la gestión de activos un componente mayor en su cuenta de resultados.

Como vemos, **ASR** es la que obtiene **más rentable** con un ROE del 19,68%. También destaca por tener los múltiplos de valoración más bajos junto con Aegon y NN Group.

Otras compañías prefieren crecer en volumen de primas a costa de la rentabilidad eligiendo por ello a clientes que presentan un mayor riesgo y por ende más siniestralidad, lo que puede provocar incluso que determinados segmentos del negocio presenten pérdidas, ya que lo compensan con su división de gestión de activos y usan dichas primas para invertir. Sirva de ejemplo NN, la antigua National Netherlanden. En 2017 sus ingresos por primas netas (primas brutas menos el coste de reasegurar las primas) fueron de 11.873, mientras que los gastos por primas fueron de 12.331, lo que hace arrojar un ratio combinado por encima del 100%. Este ratio nos indica que las primas que recibe no son suficientes para hacer frente tanto a la siniestralidad de los asegurados como para cubrir los gastos operativos de dicha actividad, siendo los resultados de sus inversiones las que salvan los números.

Como he indicado antes, grupos más grandes también obtienen un mayor beneficio por su división de gestión de activos y sus ingresos por Inversiones, como son Unipol y Helvetia. Esto les hace tener un gran balance, lo que les empeora su rentabilidad -como se ve con un ROE por debajo del 10%- asemejándose a la rentabilidad de los bancos; por eso quizás también el mercado valore a estas compañías con un valor en libros por debajo de uno, ya que descuenta que no son tan rentables.

También destacar que ASR cumple los criterios de Solvencia II con un ratio del 196%: por tanto, con un 96% de capital excedente por encima del mínimo exigido. Al cumplirse con tanto margen los niveles de solvencia, permite a los directivos que puedan hacer un buen *asset allocation* a través de un dividendo que a estos precios ofrece una buena rentabilidad (por encima del 5%), además de recompra de acciones y de poder financiar crecimiento inorgánico con la adquisición de compañías.

Solo en 2017, 9 millones de acciones fueron recompradas por un montante de 255 millones de € y desde que se produjo la IPO en junio de 2016, 673 millones de € se han empleado en remunerar al accionista.

Por otro lado, tanto la **directiva** como su presidente llevan años en la gestión de la compañía y aunque no ostenten grandes paquetes de acciones, todos estos años ha **gestionado bien la compañía** y han mostrado ser **prudentes, tanto en su modelo de negocio**, -tratando de no ganar más tamaño intentando gestionar más primas- Como centrándose en la rentabilidad de los clientes. Por tanto, demuestra que su gestión es cautelosa, centrándose en la rentabilidad y no en ganar tamaño. Un ejemplo son las últimas adquisiciones que ha realizado ASR, como son el negocio asegurador de Generali en Holanda en 2017 (por 143 millones de €) que con los beneficios que va a generar son 6,7 veces beneficios; y en 2018, con la adquisición de la compañía Loyalis, centrada en el segmento de no vida, por un precio de 450 millones de € y pagando 11 veces su beneficio, lo que podemos considerar que no son un múltiplo alto y que no pagan sobreprecio por las adquisiciones.

Análisis Financiero

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Primas netas	5.517	4.582	4.518	4.235	3.760	3.760	3.643	3.705	4.260	3.903
BP Neto	640	260	318	205	281	214	342	567	625	872
BP por acción	-3,30	1,30	1,50	1,03	1,41	1,07	3,71	2,84	4,17	5,92
Fondos propios	432	1.389	1.031	2.161	2.518	3.675	3.729	4.275	3.780	4.432
BV por acción	2,36	6,95	9,66	10,81	12,59	18,88	18,65	21,38	25,22	30,09
ROE	-148,15%	18,72%	14,47%	9,89%	11,16%	5,82%	9,17%	13,26%	14,53%	19,68%

La **progresión de los beneficios** es clara y se demuestra que es un **negocio resistente**, con un crecimiento constante del beneficio y del crecimiento en el valor en libros. Solo tuvo un resultado negativo, principalmente por las pérdidas en inversiones que realiza la aseguradora con las primas que capta. Hay que recordar que al pertenecer anteriormente al grupo Fortis suponía que las inversiones estaban muy vinculadas a la actividad del banco. Ahora que ya no existe el control por parte de Fortis o de otro banco, no se debería encontrar vinculada con productos tóxicos. Recordamos que el gobierno rescató al banco, la aseguradora no necesitó rescate y el capital social continuó siendo el mismo. Sin necesidad de ampliar capital, se emitieron bono híbridos para reforzarlo.

El importante aumento en el beneficio a partir de 2015 se produce **por una reducción en los costes, y por una diversificación de clientes** que, centrándose en los clientes más rentables, ya que perfectamente podría crecer en volumen de primas, pero eligiendo clientes que presenten mayor riesgo y siniestros a costa de perder rentabilidad, otras circunstancias que también han permitido aumentar el beneficio todos estos años también ha sido la disciplina en la suscripción de primas, beneficiándose de condiciones favorables y un incremento en las primas.

El buen resultado del año 2017 fue principalmente por las condiciones climáticas favorables que provocaron una reducción en los costes de los siniestros. Los ingresos en los siguientes se verán mejorados por el crecimiento inorgánico, por la adquisición del negocio de Generali y de Loyalis este año (que se comenzarán a consolidar en los siguientes años) Por otra parte también se espera una reducción en los costes debido a la reducción en adquisiciones.

También podemos ver que la compañía demuestra una **constante rentabilidad**, si exceptuamos el año de la crisis financiera, con ROE la mayor parte de los años por encima del 10%.

Valoración

La **primera valoración** la voy a realizar según su **valor en libros teórico**. El objetivo de los directivos es el de conseguir como mínimo un ROE del 12%, por lo que podemos estimarlo como el ROE mínimo para nuestra valoración. Por otra parte, para estimar un ROE medio, parece razonable y conservador usar un ROE del 15%, debido a que la entrega de dividendos, junto con la recompra de acciones provoca una disminución de los fondos propios, por lo que es perfectamente posible que sea más alto. Pero vamos a ser conservadores y esperar que haga un ROE medio como el de los últimos años del 15%.

También vamos a estimar el valor en libros para dentro de 5 años, para poder ver cuál puede ser el beneficio medio. El crecimiento en el beneficio de los 5 últimos años ha sido del 9,52% pero hay que recordar que periódicamente se puede producir siniestros que afecten

a la cuenta de resultados, por lo que un crecimiento del 5% en los beneficios anuales parece más razonable. Teniendo en cuenta la reducción en número de acciones por la recompra de acciones y cómo va a destinar alrededor del 50% a dividendo, eso reducirá los fondos propios, por lo que siendo un crecimiento del 5% reduce el crecimiento de los fondos propios al 2,5% anual. Partiendo de los fondos propios del año 2017 de 4.432 millones, nos daría dentro de 5 años unos fondos propios de 5.014 millones.

El PER más alto de la industria de seguros ha sido de 15,7 veces en los últimos 5 años, por lo que parece razonable que se pueden pedir 15 veces como múltiplo. Actualmente el PER de la industria es de 12,42 y, a pesar de la calidad de ASR -como demuestran sus ratios-, voy a estimar con estos datos un PER medio de 14 veces su beneficio.

También por otro lado para calcular el precio por acción no tomo en cuenta la recompra de acciones y considero las acciones diluidas por la emisión de instrumentos híbridos para reforzar el capital, que a finales de 2017 serían 153 millones de acciones.

Valor teórico BV	Medio	Mínimo	En 5 años
ROE	15%	12%	15 %
Valor en libros	4.432	4.432	5.014
Bº ajustado	665	532	752
Multiplo X 14	9.307	7.448	10.530
Precio objetivo	60,83	48,68€	68,83
Precio cotización	37,16	37,16	37,16
Potencial de revalorización	63,7 %	31 %	85,21 %

Como vemos, el **beneficio medio ajustado** a 2017 lo podemos considerar en 665 millones de euros, que son inferiores a los del último año pero que son razonables. Si no queremos tener en cuenta que los beneficios del último año, pueden ser más altos de lo normal por la falta de grandes siniestros. A precios de cotización de 37,16€, el **potencial de revalorización** que da es del **63,7%** con un precio objetivo de 60,83€.

Con la **estimación mínima** nos da unos beneficios ajustados de 532 millones de euros con un precio objetivo mínimo de 48,68€ y un potencial de revalorización del **31%**.

Y por último, con la estimación a cinco años, el beneficio ajustado obtenido es de 752 millones de euros que aplicando un múltiplo de 14 veces, da un precio objetivo de 68,83€ y un potencial de revalorización del 85,21%

El **segundo método** que he utilizado es el valor presente a partir de los beneficios de los 3 últimos años. Utilizo un factor de descuento del 8,5 %, ya que el coste medio ponderado del sector asegurador en los Países Bajos en el último año es del 8,47%. No he decidido incluir porcentajes en el crecimiento del beneficio que reducirían la tasa de descuento. También, como valor para calcular la perpetuidad, he decidido utilizar el beneficio ajustado calculado anteriormente de 750 millones de €, ya que prefiero ser conservador y me parecen razonables viendo cómo han sido los últimos años.

Periodos	1	2	3	perpetuidad
tasa de descuento	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
Beneficio	567	625	872	750
Factor	0.92	0.85	0.78	11.76
Valor presente	522.58	530.91	682.70	8,823.53
VPN				10,560 €
VPN por acción				69.02 €
Precio acción				37.16 €
Potencial revalorización				85,74 %

Por tanto, **con este método** obtenemos un valor presente de la compañía de 8.823 millones de euros, que es un valor por acción de 69€, lo que a un precio de 37,16 € da un potencial de revalorización del 85,74%

Como vemos, el potencial a 5 años por valor presente es similar al valor teórico por valor en libros a 5 años también. Por otro lado, aún eligiendo el menor precio objetivo, lo que sí dan todas las valoraciones es una **infravaloración de la compañía respecto a los precios actuales**.

Conclusión

ASR es una **buena aseguradora**, con una elevada solvencia y rentable. Su modelo de negocio está enfocado en la rentabilidad y su prudencia en la gestión. La directiva tiene experiencia en la compañía y a pesar de no poseer una participación alta en la propiedad, todos estos años la han gestionado enfocándose en crear valor y no despilfarrar el dinero en adquisiciones, como demuestra el precio pagado por la últimas adquisiciones. Los principales riesgos vienen de que el seguro es un producto *commodity* en el que todas las aseguradoras ofrecen los mismos servicios, diferenciándose la mayor parte en el precio; por otro lado un bajo esto afectaría a la solvencia de las compañías y rebajas prolongadas en los precios provocarían que los costes de asegurar fuesen mayores que los ingresos por partes de los asegurados. Esto no sería sostenible durante mucho tiempo ya que afectaría a la solvencia de las compañías.

La tendencia tanto de los beneficios como de su valor en libros (aunque hay años que puedan empeorar por la ciclicidad de los siniestros) es alcista, e incluso normalizando beneficios vemos cómo en todas las valoraciones muestran a la compañía infravalorada respecto a su cotización actual, ofreciéndonos una interesante oportunidad de revalorización mínima del 60% en un negocio, como el asegurador, que se muestra estable y resistente a las crisis.

Los comentarios vertidos por el titular en relación con la publicación que antecede, si bien son veraces a mi criterio, no suponen ninguna vinculación de terceros.

@ Entrevista a

Alberto Ayuso



Alberto Ayuso es un inversor particular que estudió la carrera de Ingeniería Mecánica en una universidad del sur de Francia y actualmente trabaja como ingeniero de cálculo en el sector industrial en Madrid. Se considera muy curioso y muy aficionado a los deportes de montaña.

Si quieres estar informado y leer puntos de vista diferentes sobre las inversiones y finanzas, te recomendamos que sigas sus aportaciones tanto en Rankia en su perfil de usuario “@soyayuso” como en Twitter como “@AyusoValue”.

¿En qué momento comienza a interesarte la bolsa y qué te motivó a invertir?

Desde que era pequeño siempre he tenido mucho interés por aprender cosas nuevas de diferentes ramas, creo que eso tuvo algo que ver en que estudiara Ingeniería Mecánica. Tuve la suerte de estudiar gran parte de la carrera en Francia, donde tuve acceso a muchas asignaturas optativas que no estaban directamente relacionadas con esta ingeniería como derecho, contabilidad, robótica...

Al poco de empezar a trabajar junté algunos ahorros y la idea de que la inflación se los comiera mientras el banco me daba un 1% no me hacía ninguna gracia. Por aquel entonces mi padre tenía algunas acciones y eso fue lo que me animó a comprar algunas de Repsol y Santander. Guardo un grato recuerdo de estas últimas porque aprendí la valiosa lección de asumir pérdidas cuando una inversión te mantiene intranquilo.

Al final la inversión se ha convertido en un *hobby* que me apasiona, me “paga” por seguir aprendiendo sobre cualquier cosa que pueda imaginar y me ha permitido tener una visión más clara sobre los aspectos económicos del día a día, como la compra de una vivienda, la fiscalidad, la empresa para la que trabajo...etc.

¿Cómo ha sido tu evolución como inversor y qué personas o eventos te han influido más desde que empezaste? Por @joselmp95

Siempre he tenido la convicción de que ahorrar e invertir era algo completamente necesario, pero no conocía ninguna alternativa al inmobiliario o montar un negocio hasta que descubrí la bolsa. Tiempo después de mi primera experiencia, descubrí la inversión en valor gracias al libro de Francisco García Paramés. Lo que leía tenía mucho sentido: poder comprar una participación en una empresa con el consiguiente derecho sobre sus beneficios, sin necesidad de dedicarte al negocio y, con suerte, aprovechándote del mercado para obtener un precio ventajoso.

A partir de ahí empecé a estudiar todo lo que podía sobre empresas y a retomar la contabilidad que aprendí en la universidad. Sin embargo, lo que marcó definitivamente un antes y un después para mí fue realizar el curso de “El Arte de Invertir” con Alejandro

Estebaranz y Jose Luis Benito. Esto me permitió asentar bastantes conceptos y adquirir la confianza necesaria para dedicar la mayor parte de mi cartera a empresas individuales en lugar de a fondos de inversión.

Últimamente mi evolución pasa por librarme de algunos “dogmas” adquiridos y adoptar una mayor flexibilidad a la hora de pensar y actuar. Al principio pensaba que nunca invertiría en empresas cíclicas, o que tuvieran deuda, por ejemplo.

¿Qué te ha hecho librarte de esos “dogmas” para pasar a invertir en empresas cíclicas o que tengan deuda? ¿Podrías ponernos algún ejemplo de inversiones que hayas realizado en este tipo de empresas?

Al principio la tónica general es estar expuesto a mucha información generada por gestores de fondos (cartas, conferencias, podcasts...) y aceptar muchos de sus postulados sin pararse a analizarlos detenidamente. Con el tiempo te vas dando cuenta de que sus intereses no tienen por qué ser coincidentes con los tuyos y que es necesario separar lo que es puro marketing de la información verdaderamente relevante.

A pesar de que se tiende a demonizar la deuda y vanagloriar a las empresas con caja neta, mi opinión personal es que cierto tipo de activos deben ser adquiridos con deuda, y que un uso racional de ésta maximiza los retornos de los accionistas. Un ejemplo son los barcos de Teekay LNG.

Por otro lado, me resulta muy interesante observar la evolución de los ciclos de capital y cómo evolucionan oferta y demanda en materias primas e industrias asimilables como el transporte marítimo.

Dejando fuera Teekay LNG, estoy altamente invertido en petróleo vía IPCO, porque creo que está por venir un déficit de oferta severo a nivel mundial; en resumen, debido a la falta de inversiones en pozos convencionales de los últimos años, al rápido declino y mala situación financiera del shale americano y a que el principal productor capaz de equilibrar el mercado, Arabia Saudí, necesita unos precios elevados para mantener su economía.

¿Cuáles dirías que han sido tus mayores errores o lecciones que has aprendido desde que comenzaste a invertir?

La mayor lección que he aprendido ha sido que el hecho de que una directiva posea acciones de una empresa no hace que sus incentivos estén alineados con los de los accionistas. Esto me ha llevado a dar mucha más importancia a los incentivos de las personas implicadas en cualquier situación, relacionada o no con la inversión.

¿Podrías darnos un ejemplo del caso anterior en el que una directiva poseía acciones de una empresa pero sus intereses no estaban alineados con los de los accionistas? ¿A qué te refieres con los incentivos de las personas implicadas en cualquier situación?

Estoy bastante convencido de que en Orsero, la empresa italiana de distribución de fruta, los intereses no están del todo alineados a pesar de que la directiva posee acciones.

Con "cualquier situación" me refiero a la vida cotidiana, especialmente en situaciones de conflicto o negociación. Es más sencillo reconducir una situación de este tipo si somos capaces de interpretar qué es lo que mueve a la persona que tenemos enfrente.

¿Cuáles son tus libros favoritos de inversión? ¿Por qué? Por @SSuades

Por salirme un poco de los que siempre se nombran, destacaría "La Guerra Financiera Asimétrica", de David Nuñez Longueira y Santiago Casal Pereira, por el método sencillo y racional que proponen y por la manera tan entretenida que tienen de transmitirlo.

¿Cuál sería tu objetivo de rentabilidad a largo plazo? ¿Crees que el inversor particular, con un mínimo de formación y psicología correcta de inversión, tiene posibilidades de batir a los índices? Por @priceandvalue

Siendo sincero no me planteo ningún objetivo de rentabilidad: mi primer objetivo es no perder dinero, y el segundo es seguir aprendiendo, que aún queda muchísimo camino por delante.

Creo que es posible batir a los índices siendo inversor particular, sobre todo aquellas personas con pensamiento independiente y el estómago preparado para la volatilidad, pero también creo que un factor importante, como en casi todo en la vida, es la suerte.

¿Cuál es tu estrategia de inversión en acciones y cuáles son tus criterios determinantes para entrar y salir de una empresa? ¿Y en fondos de inversión?

Mi estrategia pasa por tener una cartera de menos de 10 valores, concentrada en las ideas en las que tengo mayor convicción, sobre todo a nivel de riesgo. Por un lado, me gustan las carteras concentradas y por otro lado para mí sería muy complicado realizar un seguimiento adecuado de un número mayor de compañías. Además, tengo aproximadamente un 15% en fondos de inversión. No obstante, esto puede cambiar en cualquier momento según la situación lo requiera.

La estrategia para entrar es normalmente hacerlo con una parte de la posición total que me gustaría tener en esa compañía. Por varias razones, primero porque suelo tener la suerte que lo que compro empieza a caer, pero sobre todo porque tu visión cambia cuando ya te estás jugando algo.

En cuanto a las ventas, la verdad es que suelo precipitarme, pero siempre pienso que es mejor que el último euro lo gane otro.

¿Cuáles han sido las últimas empresas que has incorporado recientemente a tu cartera y por qué?

Una de mis últimas incorporaciones fue Teekay LNG, la tesis es de sobra conocida: los flujos de caja son bastante predecibles y las últimas decisiones de la directiva están demostrando una gestión del capital bastante prudente.

Por otro lado, he vuelto a incorporar Global Gaming 555, una microcap sueca dedicada a la explotación de casinos online. Se trata de una empresa ligera en activos, con márgenes elevados y alta generación de caja, con un crecimiento considerable en ventas y a unos múltiplos muy deprimidos ya que, además de no tener ventajas competitivas claras, hay incertidumbre sobre cómo se va a adaptar a la nueva legislación sueca que ha entrado en vigor en enero de este año.

¿Cuál ha sido tu mejor y peor inversión? Por @Inaki_Beroiz

Por rentabilidades mi mejor inversión ha sido GYM Group y la peor Groupe Guillin. En esta última infraestimé el riesgo regulatorio y sobreestimé por un lado la capacidad de repercutir el aumento de coste de materias primas a sus clientes y por otro lado la capacidad de la directiva, con la cual quedé muy defraudado tras intercambiar unos mails con su departamento de relación con inversores.

¿Te gustaría poder gestionar algún día tu propio fondo de inversión? Si hoy te diesen la posibilidad de comenzar con tu fondo... ¿Qué características tendría?

Aunque no sé qué me deparará el futuro, no me veo gestionando un fondo porque me gusta mucho mi trabajo y porque una de las razones por las que invierto es para ser más libre y creo que gestionar un fondo sería ir en la dirección contraria.

Tesis de Inversión

CHINA SUNSINE



@Jesús Argáiz

Autor del blog de Rankia "Ideas y Valor"

Para este cuarto número de la revista 'Buscando valor' os presento un *compounder* que se sitúa en un sector muy castigado, ya que suministra materiales para neumáticos, y que se ubica en un país también muy penalizado como

es China. Cotiza a unos precios de risa y su crecimiento ha sido espectacular, aumentando el BPA a un CAGR del 12,3% y las ventas al 16%, ganando cuota de mercado y aprovechándose de ser líder en su nicho.

Introducción

La empresa fue fundada en 1977 como una compañía estatal, año en el que entró a trabajar el actual Chairman. Tras casi 20 años trabajando, decidió junto a 49 empleados comprar la empresa y convertirla en privada.

La IPO tuvo lugar en 2007: desde entonces la cotización se ha multiplicado por más de 4 veces y nunca ha tenido un año de pérdidas.

Sector y negocio

China Sunsine se dedica a la fabricación de compuestos: aceleradores, azufre insoluble y antioxidantes para añadir a las gomas sintéticas y naturales con el objetivo tanto de mejorar el proceso de fabricación como su durabilidad, acabado y propiedades físicas en general.

Estos compuestos se usan en un 90% para neumáticos de coches, que han sido castigados igual que cualquier otro auto part, pero que son más resistente al ciclo, ya que solo un 30% de la fabricación se destina a vehículos nuevos. Las perspectivas en general son buenas y se espera que crezca por encima de la inflación, debido al aumento del transporte y la cantidad de vehículos en países emergentes. De acuerdo a TechSci Research, se espera aumentar de un mercado global en 2017 de \$ 204 billion hasta \$ 304 billion en 2023, en torno al 6,87% anual.

Además de lo anterior, me gustaría señalar que se estima que los vehículos eléctricos desgasten antes los neumáticos debido a su mayor peso ([Fuente1](#), [Fuente2](#)).

Por último, me gustaría hablar de la principal amenaza/opportunidad que ha tenido el sector en los últimos años. Debido a un aumento de la conciencia medio ambiental en China, con un plan muy ambicioso para reducir la contaminación hasta 2020 ([fuente](#)), se han aumentado los controles y restricciones, forzando a las empresas a invertir bastante dinero. Esto ha provocado que haya una contracción en la oferta (cierres de empresas que no cumplen las nuevas medidas), subiendo los precios de las materias primas y provocando que tanto en 2017 como en 2018 las ventas hayan aumentado un 35% mientras que el volumen de productos aumentó un 6-7%. Esto ha beneficiado a los líderes del mercado, que les permitirá consolidar el sector y aprovecharse de la situación. También por otro lado, es algo negativo, porque han tenido que hacer una fuerte inversión para cumplir los nuevos estándares y siempre hay un riesgo de que te paren una instalación si detectan que no cumplen las nuevas normas.

El ASP (Average Selling Price) se ha disparado estos últimos trimestres, pero pese a sus fluctuaciones, tiene a revertir a la media.

Moat

Hay que destacar que la empresa no produce un producto *commodity*, si no que son productos diferenciados y donde se invierte bastante dinero en I+D. Para muestra, la rebaja que se va a implementar a partir del año que viene en cuanto a impuestos, bajando hasta el 15% por su nuevo *status* de empresa innovadora. De ahí que tenga un *moat* en activos intangibles con sus múltiples patentes.

Señalaría, además, estos 3 *moats*:

Switching costs: una vez homologas a un proveedor por una grande compañía, sobre todo en el sector auto, empiezas a tener una barrera de entrada respecto a nuevos proveedores. Este año ha tenido varias auditorías de grandes clientes tanto nacionales como internacionales.

Por otro lado, la **reputación** le ayuda a la compañía a ganar *market share*.

Tampoco podemos despreciar las **economías de escala**, ya que es el líder de su nicho de mercado.

Por último, señalar la dificultad que entraña aumentar volumen de producción, ya que debe ser aceptada por el Gobierno chino. Actualmente, la compañía está a la espera de que le acepten la fabricación de una nueva instalación (le acaban de aprobar una que se esperaba para el H2 2018).

Propietarios, *management* y *capital allocation*:

El socio fundador tiene el 60% de las acciones, alcanzando algo más del 61% entre toda la directiva. El salario del CEO es un 5% fijo y un 95% bonus, que junto a lo anterior, lo alinean bastante con el accionista. El salario total de los directivos y directores ejecutivos es del 10% del beneficio total, razonable para empresas de este tamaño, aunque se ha visto incrementado este último año por la parte variable del salario del CEO, que apenas ganaba dinero en los años donde los resultados no han sido tan espectaculares. No hay *stock options*.

Algo que me ha gustado es que donan un 0,1% del beneficio neto para labores sociales, infraestructuras, becas para estudiantes, etc.

Capital allocation

La empresa reparte un 20% del beneficio neto en dividendos. Ante la pregunta en el AGM de 2017, tras ver los buenos resultados en 2018, sobre si aumentaría el dividendo, contestaron que no lo tienen pensado y que prefieren usar ese dinero en comprar terrenos adyacentes, aumentar la capacidad, I+D y *working capital*. Lo que me parece de lo más correcto.

Está auditada por Nexia TS Public, empresa local pero de la que no he encontrado nada extraño en la web.

Cuenta de resultados:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Revenues	434,135	474,7	619,5	797,9	718,4	991,4	1.175,1
CAGR revenues		9,3%	30,5%	28,8%	-10,0%	38,0%	18,5%
Sales volume [toneladas]		23.337	31.284	30.787	45,42	54.275	60.907
CAGR sales volume			34,1%	-1,6%	-47,5%	19,5%	12,2%
Capacity			32				
Utilization rate [%]			97,8%				
COGS	324,731	356,46	494,368	571,087	558,172	767,324	881,702
Gross Margin	109,404	118,24	125,132	226,813	160,228	224,076	293,398
[% Gross Margin]	25,2%	24,9%	20,2%	28,4%	22,3%	22,6%	25,0%
Adjusted EBITDA	69,234	87,508	90,262	148,075	128,05	162,3223	183,01
[% adjusted EBITDA margin]	15,9%	18,4%	14,6%	18,6%	17,8%	16,4%	15,6%
Adjusted EBIT	60,657	75,954	75,678	128,535	104,55	138,729	150,508
[% adjusted EBIT margin]	14,0%	16,0%	12,2%	16,1%	14,6%	14,0%	12,8%
Interest income	2,07	2,152	0,445	0,404	1,446	3,489	5,654
[% Interest income / sales]	0,5%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%	0,5%
EBT	58,587	73,802	75,233	128,131	103,104	135,24	144,854
Tax	10,079	10,548	-0,825	21,421	14,78	19,974	45,425
[% Tax]	17,2%	14,3%	-1,1%	16,7%	14,3%	14,8%	31,4%
Adjusted Net Income	48,508	63,254	76,058	106,71	88,324	115,266	99,429
[% Net Income / sales]	11,2%	13,3%	12,3%	13,4%	12,3%	11,6%	8,5%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	
Revenues	1417,3	1695,9	2077,3	1859,1	2036,9	2738,4	3696,84	
CAGR revenues		20,6%	19,7%	22,5%	-10,5%	9,6%	34,4%	35,0%
Sales volume [toneladas]	81.371	98.345	108.973	114.572	135.791	140.476		
CAGR sales volume		33,6%	20,9%	10,8%	5,1%	14,5%	3,5%	
Capacity	101,5	115,5	152	152	152	152	152	
Utilization rate [%]	80,2%	85,1%	71,7%	75,4%	89,3%	92,4%		
COGS	1173,408	1387,91	1509,882	1367,111	1496,458	1950,258	2301,304	
Gross Margin	243,892	307,99	567,418	491,989	540,442	788,142	1395,536	
[% Gross Margin]	17,2%	18,2%	27,3%	26,5%	26,5%	28,8%	37,7%	
Adjusted EBITDA	133,541	207,898	407,888	391,853	409,826	568,785	953,772	
[% adjusted EBITDA margin]	9,4%	12,3%	19,6%	21,1%	20,1%	20,8%	25,8%	
Adjusted EBIT	69,138	132,554	320,544	297,891	313,844	476,886	953,772	
[% adjusted EBIT margin]	4,9%	7,8%	15,4%	16,0%	15,4%	17,4%	25,8%	
Interest income	12,462	14,639	18,074	10,436	4,365	0	0	
[% Interest income / sales]	0,9%	0,9%	0,9%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%	
EBT	56,736	117,915	302,47	287,455	309,479	476,886	953,772	
Tax	24,729	41,175	82,25	92,297	87,73	135,519	143,0658	
[% Tax]	43,6%	34,9%	27,2%	32,1%	28,3%	28,4%	15,0%	
Adjusted Net Income	32,007	76,74	220,22	195,158	221,749	341,367	810,7062	
[% Net Income / sales]	2,3%	4,5%	10,6%	10,5%	10,9%	12,5%	21,9%	

Ventas:

Dos puntos clave a destacar:

- Elevado crecimiento.
 - Ventas con un CAGR del 16,02% los últimos 10 años.
 - Volumen en toneladas con un CAG del 16,21% los últimos 10 años.
- Gana cuota de mercado todos los años.
 - 19% en China y 7% mundial en 2009
 - 33% en China y 20% mundial en 2017

Por otro lado, las ventas están bastante diversificadas y los clientes son de primer nivel: **Pirelli, Michelin, Bridgestone, Goodyear, Hankook, etc.**

Las ventas se distribuyen de la siguiente manera: 64% nacional y 36% internacional. Respecto a los clientes internacionales, he conseguido hablar con una empresa que es cliente de China Sunsine (ubicada en mi localidad) y me han reafirmado su seriedad y la dificultad que tienen para sustituir algunos de sus productos por los de la competencia, ya que para poder comprarlos necesitan una autorización a nivel europeo. También me han aclarado que venden a través de Irlanda, por lo que no les afectaría el Brexit como sí puede ocurrirle a algunos rivales.

Márgenes:

Los márgenes oscilan bastante, debido al precio de venta del producto final, que depende de la oferta/demanda, y a los productos necesarios para la fabricación, entre los que destaca la Anilina (mayor %):

Vemos que ha habido una caída del precio del mismo, que ha hecho que junto a la subida del precio de los acelerantes los márgenes se hayan disparado. Pero sí que han sido muy estable a lo largo de los años y se espera que siga dando un Margen Bruto cercano al 30% y unos márgenes operativos y neto del 15 y 11% respectivamente.

Balance:

FY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cash and cash equivalents	113,19	184,19	195,73	165,09	118,64	104,93	107,83	122,79	341,25	275,90	499,63
Intangible assets	0,00	0,00	0,00	0,00	26,66	26,17	25,64	29,51	43,66	42,50	41,28
Receivables	205,59	186,80	277,71	305,11	319,67	442,94	539,60	704,69	496,73	629,24	712,90
Inventories	30,18	66,23	54,25	77,32	147,88	142,36	143,51	168,03	141,51	145,41	212,15
Current assets	450,26	477,22	550,12	547,52	591,09	700,60	790,95	995,51	979,49	1050,55	1424,68
Non-current assets	133,95	185,12	216,15	360,29	469,06	425,45	495,90	642,61	606,45	591,93	703,11
Total assets	584,21	662,34	766,27	907,81	1.050,14	1.126,05	1.286,85	1.638,12	1.585,93	1.642,48	2.127,79
Short term debt	50,28	37,08	50,00	90,00	140,00	200,00	230,00	214,00	144,87	0,00	0,00
Proveedores	55,88	74,46	101,03	118,57	137,60	136,47	196,22	311,59	210,34	222,66	290,30
Current liabilities	115,31	121,84	166,90	216,14	285,26	365,01	473,43	582,87	410,63	280,87	385,28
Long term debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	44,00	0,00	0,00	0,00
Non-current liabilities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	44,00	0,00	0,00	0,00
Total Shareowners' Equity	468,90	540,50	599,37	691,68	764,88	761,04	813,42	1011,25	1175,30	1361,61	1742,50

RMB'000

Resumo un poco la situación del balance con algunos indicadores:

Relación de corrientes:

La relación de corrientes es muy conservadora, típico de empresas familiares.

Fondos propios:

Los fondos propios muy estables y también conservadores.

Deuda:

Existe caja neta. El *chairman* ha dejado claro que no quiere depender de los bancos chinos para financiar su crecimiento y prefiere que todo el crecimiento se financie con la generación de caja. Algo que encaja también con los puntos anteriores.

Cash Conversion Cycle:

Me gusta el control sobre el CCC donde han sabido mantener la disciplina pese al aumento de la compañía. Aquí es donde muchas empresas sufren un fuerte descontrol. Me parece un indicador que debemos vigilar con especial atención en cualquier empresa industrial, ya que mide el buen hacer de la directiva, mandos intermedios y su política de empresa.

Medidas de rentabilidad:

El ROE ha rondado estos últimos años el 20% y el ROCE el 30%, cifras espectaculares para un negocio tan intensivo en capital.

Flujo de caja

RMB'000

EBITDA	90,262	148,075	128,05	162	183,01	133,541	207,898	407,888	391,853	409,826	568,785
Maintenance capex	14,487	19,156	23,116	22,693	32,502	64,343	75,344	87,344	93,962	95,982	91,899
Total capex	196,111	17,263	38,594	151,638	154,968	38,921	136,995	234,165	59,413	82,587	208,953
Interest income	0,445	0,404	1,446	3,489	5,654	12,462	14,639	18,074	10,436	4,365	0
Tax	-0,825	21,421	14,78	19,974	45,425	24,729	41,175	82,25	92,297	87,73	135,519
Dividend payments	0	25,027	21,569	23,263	25,172	29,137	23,137	22,912	31,475	33,172	46,568
Δ Working capital	179,90	-1,32	52,35	32,93	66,08	118,88	38,07	74,24	-133,24	124,10	82,75
Free Cash Flow mantenimiento	76,155	107,094	88,708	116,1663	99,429	32,007	76,74	220,22	195,158	221,749	341,367
Free Cash Flow	-105,469	108,987	73,23	-12,7787	-23,037	-61,45	-22,98	-0,84	362,95	111,05	141,56

El FCF de mantenimiento ha sido muy similar al beneficio neto.

En la siguiente gráfica muestro los datos más destacables del flujo de caja:

La empresa está invirtiendo fuerte en crecimiento, tanto en *capex* como en el *working capital*. El FCF ha empezado a ser positivo consistentemente estos últimos años, pero si miramos el FCF de mantenimiento, ha sido muy elevado en los últimos años. Me gustaría señalar que la empresa ha sido rentable desde 1998.

DAFO



Competencia

Tabla resumen de *peers*:

- **Shandong Yanggu Huatai Chemical Co Ltd:** único *peer* que cotiza. Más pequeña en cuanto a ventas/volumen y con mayor capitalización, por lo que cotiza con un *premium* que no está justificado. Durante 2018 han tenido problemas con la ampliación de capacidad por problemas técnicas, algo que beneficiará a China Sunsine.

Mi conclusión es que China Sunsine cotiza con bastante descuento respecto a un rival de menor tamaño. Las otras dos compañías. Son de mayor tamaño y cotizan en EE.UU. y Alemania, por lo que es normal que coticen con *premium* respecto a las empresas chinas.

¿Por qué está barata?

Tamaño: *smallcap* con poco *free float* y sin excesiva liquidez.

País: la sombra de la burbuja china está ahí. La empresa lo intenta minimizar con su caja y no dependiendo de los bancos. En general, todas las empresas asiáticas cotizan con descuento. Empresa que cotiza en un país diferente: estas empresas cotizan con descuento por el estigma que tiene el mercado por los distintos casos de fraude que ha habido en el pasado. El riesgo se ve minimizado por el hecho de que lleve 10 años cotizando y el *chairman* tengo un 60% de las acciones.

Sector auto: hay miedo en todas las empresas relacionadas con este sector ya que considera el mercado que se encuentra en pico de ciclo. Creo que el riesgo en la compañía está mitigado ya que solo el 30% de sus ventas está relacionada con vehículos nuevos.

Trade war: aunque las ventas a EEUU representan menos del 3% del total.

Riesgos:

Riesgo país: ver apartado anterior.

Empresa que cotiza en un país diferente: ver apartado anterior.

Sector auto: ver apartado anterior.

Regulatorio: que China se ponga seria con el tema medioambiental y haga aumentar las medidas, habiendo paradas en la producción o evitando que se expanda la producción actual.

Precio de las materias primas: la empresa ha conseguido traspasar las subidas de precio de las materias primas a los clientes, pero es algo a vigilar de cerca.

One-man show: el CEO lleva 40 años en la empresa y tiene 70 años. Tienen un plan de sucesión aunque no lo han desvelado.

Valoración

Caso 1: base

Inputs:

- **Aumento de la capacidad:** según plan estratégico aprobado.
- **Average Selling Price:** estimo que pese al plan restrictivo medioambiental chino, los precios caerán y el total de ventas se verá compensado con el crecimiento.
- Margen operativo en la media histórica, en torno al 15%.
- La empresa invierte en crecimiento orgánico y *working capital*. El resto se mantiene en caja, con opcionalidad de hacer recompra de acciones como alguna vez en el pasado.
- El *Tax Rate*, pese a rebajarse al 15%, considero un 20% porque no todas las filiales tendrán esta exención de impuestos.
- El mercado solo paga 6 veces EV/FCF por ser sector auto, *small cap* asiática, etc.

Caso 2 : pesimista

- Estancamiento o caída de ventas de vehículos nuevos.
- Márgenes se reducen por subidas del precio de las MMPP y caída del ASP.
- El mercado paga solo 4 veces EV/FCF

La empresa lleva siendo rentable desde 1998 y tiene algo más del 30% de su capitalización en caja neta. Poniéndonos en una situación muy adversa, la empresa podría caer puntualmente un 40%, pero esto tendería a normalizarse según recuperase el ciclo del automóvil, los rivales pequeños quebrasen por los bajos precios del ASP y la subida de las MMPP pudiesen repercutírsele al cliente como han hecho históricamente en plazos rápidos de 2-3 meses.

Caso 3: optimista

Inputs:

- **Average Selling Price:** precios altos por problemas de la competencia.
- Aumento de la capacidad: superior al estimado al ver oportunidades antes la debilidad de los rivales.
- Margen operativo del 17% por mejoras de utilización, escala, etc.
- El mercado paga 8 veces EV/FCF, todavía barato pero reconociendo el valor de la empresa, siendo líder de nicho, en un sector en crecimiento, etc.

Nos vamos a retornos superiores al 20% más los dividendos que paguen.

	2017	2018e	2019	2020	2021	
Revenues	2738,4	3696,84	3696,84	3696,84	3900,17	
CAGR revenues	34,4%	35,0%	0,0%	0,0%	5,5%	
Sales volume [toneladas]	140,476					
CAGR sales volume	3,5%					
Average Selling Price [ASP]	19,4	22,4	19,4432	18,31549	18,3	
Δ ASP [%]	29,3%	15,5%	-13,2%	-5,8%		
Capacity	152	152	172	182	192	
Utilization rate [%]	92,4%					
COGS	1950,26	2301,30				
Gross Margin	788,142	1395,536				
[% Gross Margin]	28,8%	37,7%				
Adjusted EBITDA	568,79	953,77				
[%] adjusted EBITDA margin	20,8%	25,8%				
Adjusted EBIT	476,89	953,77	554,53	554,53	585,02	
[%] adjusted EBIT margin	17,4%	25,8%	15,0%	15,0%	15,0%	EBIT margin 15%
Interest income	0	0	0	0	0	
[%] Interest income / sales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
EBT	476,89	953,77	554,53	554,53	585,02	
Tax	135,52	143,07	110,91	110,91	117,00	
[%] Tax	28,4%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	% Tax 20%
Adjusted Net Income	341,37	810,71	443,62	443,62	468,02	
[%] Net Income / sales	12,5%	21,9%	12,0%	12,0%	12,0%	
Cash and equivalents	499,63	822,30	1000,00	1200,00	1400,00	
Capex maintenance	95,98	96,49	106,14	116,76	128,43	
Δ Working capital	82,75	58,46	60,00	60,00	60,00	
Free Cash Flow maintenance	337,28	810,71	443,62	443,62	468,02	
Free Cash Flow	141,56	552,25	283,62	283,62	308,02	
						Market price: 6,325 SGD / RMB 4,98
						Share price [sgd] 1,27
						Multiple EV/FCF 6
						CAGR by EV/FCF 3 YEARS 15% + dividends

Tesis de Inversión

Flexible Solutions International



@ Álvaro Jover

Autor del blog en Rankia "En la Búsqueda de Valor"

Samsung Electronics

En este artículo voy a actualizar la tesis que publiqué en Rankia sobre Flexible Solutions International (NYSE:FSI) el 11/12/2018. El artículo original se puede encontrar en nuestro blog: [En la Búsqueda de Valor](#).

Desde la perspectiva humana, el agua está distribuida de forma inadecuada debido a que las zonas/núcleos con mayor población son las que mayor incrementos en consumo de agua experimentan. De hecho, esta tendencia va a continuar, con lo que nos encontraremos con más frecuencia ante **incertidumbre respecto al acceso y disponibilidad** de este recurso natural en cada vez más áreas del planeta.

Para hacer frente a esta potencial situación hay básicamente **tres opciones**: (i) **transportar agua** de donde hay excedente hacia donde hay escasez, (ii) **conseguir más agua potable** a través de la desalación de agua de mar o la búsqueda de nuevos acuíferos, (iii) **ahorrar en el consumo** de agua y aprovecharla de una forma más eficiente, en especial en el **ámbito de la agricultura**.

Es en esta última alternativa, junto con el objetivo de **incrementar los rendimientos de las cosechas**, donde la empresa que hoy os presentamos centra sus esfuerzos.

Valoración de la compañía

Flexible Solutions International (NYSE:FSI) es una empresa canadiense de tecnología ambiental, cuyo valor en bolsa actual ronda los **24M\$**, dedicada a la investigación, desarrollo y fabricación de productos que aumenten el rendimiento de los cultivos, mejoren las operaciones de petróleo y gas; y que busca reducir la huella ambiental en la limpieza y el tratamiento del agua, así como el ahorro de agua y energía.

Todos los productos que ha desarrollado la compañía son **seguros, orgánicos y se degradan** rápidamente en subproductos inocuos. En Flexible Solutions se marcan como objetivo contribuir positivamente al planeta a través del **ahorro energético y de recursos naturales**, especialmen-

te el agua.

FSI opera **dos segmentos de negocio** claramente diferenciados:

1. Productos de **ahorro de energía y agua** que consiste en (i) un líquido para piscinas que ayuda a **inhibir la evaporación** desde la superficie de la piscina, y (ii) formato en polvo del producto que está diseñado para ser utilizado en aguas tranquilas de mayores dimensiones, como pueden ser pantanos o embalses de regadío. Estos productos suponen un **5% de los ingresos**.

2. **Polímeros y aditivos químicos biodegradables** utilizados en la industria del petróleo y la química, en empresas de servicios públicos (agua, electricidad...) y compañías mineras para evitar la corrosión y la acumulación de cal en las tuberías de agua. Estos productos químicos son también utilizados en la fabricación de productos de limpieza, así como en productos para reducir los niveles de insecticidas, herbicidas y fungicidas. Esta línea de negocio tiene un peso del **~95% del total de ingresos**.

Productos para el ahorro de energía y agua

EcoSavr y HeatSavr

Estos productos son una revolucionaria alternativa a las cubiertas de plástico, y sirven tanto para reducir costes al calentar el agua, como para evitar la evaporación de la misma en piscinas. Es una **solución barata y muy efectiva para las piscinas y spas**. El líquido forma una capa fina y transparente, que además es **biodegradable, inodoro, seguro e indetectable** por los usuarios.

HeatSavr es el hermano mayor de EcoSavr. Dirigido a piscinas residenciales de mayor tamaño o públicas, en especial aquellas **piscinas climatizadas o spas**. HeatSavr permite la aplicación de dosis manual que actúa al instante o mediante el *kit* dispensador automático.

Los productos para piscina de FSI han demostrado **reducir la evaporación entre un 30 y un 50%**; del mismo modo al reducir la evaporación el agua permanece a la tempera-

tura óptima por más tiempo, lo que se traduce en un **ahorro considerable** en el consumo de energía usada para mantener la temperatura del aguabase de demanda muy amplia (PCs, infraestructuras, comunicaciones, electrodomésticos, automoción, etc), se encuentra en un momento de ciclo con precios y demanda decreciente, sobre todo en memorias NAND. En el caso de los Servidores DRAM, una demanda aún creciente de *Build Data Centers* por parte sobre todo de compañías de telecomunicaciones chinas, pueden retrasar la inevitable caída de los precios de las memorias DRAM.

<http://www.liquidpoolcovers.com/case-studies.htm>

WaterSavr

El mismo producto en versión polvo pensado para un uso y **aplicación industrial**, incluyendo agricultura. WaterSavr está dirigido a grandes reservas de agua de regadío o consumo humano, ya que permite conservar de media un **3 5% del agua que se pierde debido a la evaporación**.

Polímeros biodegradables

NanoChem es la **empresa subsidiaria** y representa casi la totalidad de los ingresos de FSI. Esta división desarrolla los polímeros y aditivos biodegradables. NanoChem es actualmente la división más importante en cuanto a valor y crecimiento de FSI.

Sus polímeros se basan en **poliaspartato**, obtenido a partir del ácido aspártico. Este **polímero es biodegradable**, además de no tóxico y tiene múltiples usos; de hecho desde hace menos de 2 años se ha empezado a usar para la estabilización tartárica de los vinos.

Los polímeros termales poliaspárticos (TPA por sus siglas en inglés) de NanoChem están presentes en los siguientes segmentos industriales:

Extracción de crudo

Los TPAs representan una forma "eco-friendly" de controlar la **formación de cal y la corrosión** tanto en las plataformas como en las tuberías de bombeo de agua que se usan en la proceso de extracción del crudo. Actualmente los productos más usados son el ácido poliacrílico, fosfonatos y éster de fosfonato, y todos ellos acarrea problemas medioambientales.

Tratamiento de aguas industriales

El potencial de este mercado es enorme, ya que como ocurre con la extracción de crudo, los productos más usados para combatir la formación de cal en las aguas residuales de la industria **no son biodegradables en su totalidad**.

Fabricación de Detergentes y Productos de Limpieza

Los TPAs también se pueden usar en detergentes para la ropa, lavavajillas y productos de limpieza. Los polímeros **actúan como agente anti re-incrustación** o re-disposición de la suciedad en los objetos durante en lavado.

Aditivos biodegradables

NanoChem desarrolla además **aditivos biodegradables** en forma de "beta proteínas" para la industria agrícola con el objetivo de **reducir la pérdida de nutrientes** de los fertilizantes antes, durante y después de la aplicación, así como para prevenir la formación de cristales entre los fertilizantes y los minerales presentes en el suelo.

Según he sido informado desde la propia compañía, es en el desarrollo y la venta de estos aditivos donde FSI centra sus **mayores esfuerzos**. Con la aplicación de estos "inhibidores" en los fertilizantes se consigue que haya más nutrientes disponibles para la planta con lo que **mejoran los rendimientos y la calidad de los cultivos**. Estos aditivos en los fertilizantes consiguen reducir la pérdida de nitrógeno en el suelo, con lo que se consigue un doble beneficio; por un lado se **reduce la cantidad de fertilizante** necesaria reduciendo así los costes, y por otro lado se **consigue proteger el suelo** y las aguas subterráneas de la contaminación por el uso intensivo de fertilizantes.

Los componentes que desarrolla NanoChem para fertilizantes son tres:

1. **N-Savr 30** es un producto de conservación de nitrógeno que reduce la descomposición bacteriana que causa la pérdida de nitrógeno de los **suelos cálidos y húmedos**. Es ampliamente utilizado y está hecho por muchas empresas. Su versión, según la empresa, es igual en rendimiento a las ofertas de la competencia y tiene un precio más bajo para impulsar el crecimiento de las ventas.
2. **SUN 27** contiene NBPT (un inhibidor que ralentiza la transformación del nitrógeno uréico en amoniacal), comúnmente aceptado para conservar nitrógeno en **suelos secos y fríos**. Evita que las enzimas del suelo conviertan el nitrógeno en formas que la planta no pueda usar. De acuerdo a la empresa, tiene igual rendimiento y precios más bajos que otras marcas. Con el tiempo, esperan que esto resulte en ventas significativas.

3. **N-Answer** es un químico basado en poliaspartato desarrollado en 2015. Tiene un modo de acción diferente por el cual el **nitrógeno se mantiene en forma de NH₄⁺** y cerca de los pelos de la raíz, facilitando su acceso a la planta. N-Answer da como resultado mejores cosechas porque permite una **mayor absorción** en lugar de solo

conservar el fertilizante. El análisis interno de coste-beneficio ha demostrado que ésta es una mejor opción para obtener una ganancia óptima por hectárea. FSI confía en que este producto se convierta en un producto reconocido y sus ventas sigan aumentando.

La empresa, por lo tanto, intenta, a través de una **competencia vía precios**, hacerse con una mayor cuota de mercado, pero eso sí, usando componentes más ecológicos que los productos de la competencia, lo cual le puede dar cierta diferenciación.

Management

FSI está **dirigida por su fundador**, Daniel O'Brien. El señor O'Brien ha estado durante toda su vida profesional vinculado a la industria del agua y cuenta con una gran experiencia y conocimientos de la industria. De acuerdo al último informe anual, su cuota de participación en la empresa asciende al **39.5%**, es decir, algo más de **4,5 millones de acciones**, cuyo valor presente equivale a 9 veces su salario de 2017, debido a la revalorización de la acción en lo que llevamos de 2019.

El resto del equipo directivo lo componen **personas con experiencia** en el sector químico, de piscinas y tratamiento de aguas. Su *"skin in the game"* es escaso y procede fundamentalmente de *stock options*. El reparto de estas opciones de compra es posiblemente la parte que menos me gusta y suponen alrededor de 100k cada año en nuevas acciones.

Respecto a este apartado me agrada comprobar que el equipo directivo **no es nada promocional** y hablan muy poco del precio de la acción en sus informes. A esto hay que añadir que su página web es "poco atractiva", con un estilo bastante anticuado, seguramente de las más feas que he visto junto a Fonar. Todo esto hace **a la compañía ser menos vistosa**, lo cual en mi opinión no es malo.

Riesgos

Principales clientes

En el artículo original de Diciembre comentaba que lo que más me llamó la atención era que **tres clientes suponían el 50%** de los ingresos, por lo tanto la pérdida de tan sólo uno de ellos sería catastrófica para la empresa. Sin embargo, como comento en la siguiente parte del artículo, tras los recientes movimientos FSI consigue **mitigar en gran medida este riesgo**, aunque habrá que esperar a los resultados anuales para ver cuánto.

Aranceles y precio del crudo

El **ácido aspártico es un ingrediente clave** en la fabricación de TPAs. Este componente lo importan desde China y está sintiendo los efectos de la **guerra comercial entre China y USA**. Las tarifas se han incrementado un 10%, aunque la compañía empezará a trasladar estos incrementos a sus clientes conforme se empiecen a usar los nuevos inventarios. La empresa decidió aumentar su nivel de inventarios antes de final de 2018 para afrontar posibles **subidas de tarifas arancelarias** a partir de 2019 y/o aumentos del precio del barril. Desde diciembre parece ser que los dos países han avanzado en sus negociaciones pero el riesgo sigue estando muy presente.

Época de sequía y clima

Si las **condiciones climatológicas** no acompañan durante la época de siembra y las primeras etapas de crecimiento de los cultivos, los agricultores no tendrán incentivos para usar fertilizantes.* **(Aunque a WaterSvr le podrían beneficiar las sequías, el impacto neto en FSI es negativo)*

Competencia

En el plano de los productos de ahorro de agua y energía, FSI debe competir frente a las clásicas **cubiertas de plástico** para piscinas. Hay otra empresa australiana llamada **Ultimate Products** que comercializa productos similares a WaterSvr. Debido a la creciente preocupación por el ahorro de agua y su conservación **podrían surgir nuevos competidores** que lo puedan hacer mejor que FSI.

En lo que respecta a los TPAs, la empresa alemana **Lanxess (LXS.DE)** (*spin off* de Bayer) compite directamente con FSI, aunque usa otro proceso patentado distinto al que FSI tiene también patentado. Además, FSI tiene que hacer frente al uso de **otros productos sustitutivos**, como ya hemos mencionado antes, los cuales poseen una relevante **ventaja en precio**. Sin embargo, ya sabemos que FSI busca explotar esa tendencia al uso de **productos más respetuosos** con el medio ambiente y que sean biodegradables.

Regulación gubernamental

Aunque la compañía tiene todas las aprobaciones requeridas, los **productos de FSI están regulados** por diferentes organismos y leyes. Estas regulaciones están sujetas a posibles modificaciones futuras, de modo que cualquier variación podría afectar negativamente a la compañía.

Recientes adquisiciones y noticias

La compañía se ha caracterizado por evitar deudas financieras y solamente la usa de forma puntual. En relación

a esto, el pasado 19 de Noviembre la compañía anunció que había **adquirido el 65% de ENP Investments**, una empresa dedicada a la distribución y venta de productos para el mantenimiento de campos de golf, campos de fútbol y demás superficies de césped. Esta empresa se encuentra a tan solo 32km de la planta de NanoChem, por lo que FSI espera obtener **grandes sinergias a todos los niveles** entre ambas, así como incrementar las ventas y la generación de caja. Con esta adquisición la empresa no solo mejora la estacionalidad de sus ingresos, sino también su dependencia a un número reducido de clientes.

La operación fue de **\$5.11M**, de los cuales \$4.11M provienen de un préstamo y el millón de dólares restante en forma de **deuda convertible** con una tasa de interés del 5% anual.

Tras el anuncio de la adquisición, FSI esperaba obtener \$1.3M extra en ingresos para el Q4 y \$7.5M o más para 2019. Esto se traduciría en un **incremento del 50% de las ventas en 2019**.

El pasado 7 de febrero la compañía publicó la cifra de ventas para Q4 2018 con un **aumento del 98%** respecto al mismo periodo de 2017. Este aumento fue resultado de una combinación de aumento en ventas y la mencionada aportación extra de ENP a los ingresos.

De modo que, como comentaba en diciembre, era en este hecho relevante donde en Value DNA pensamos que se podría encontrar el **catalizador**.

Sin embargo, los movimientos por parte de FSI no han cesado y el 18 de enero anunciaba otra nueva compra; esta vez se hacían con el **50% de una compañía privada** dedicada a la venta de aditivos para fertilizantes por un **importe inicial de 1M\$ en efectivo** con otros dos pagos de 1M\$ y 1,5M\$ si se alcanzan ciertos objetivos de EBITDA para 2019 y 2020 respectivamente. Una vez más, la empresa no lo solo consigue aumentar su cifra de negocio sino que también consigue otro nuevo cliente para NanoChem, con lo que esperamos que el aumento de ventas de FSI sea significativo para 2019; es decir, será **incluso mayor al 50%** al que hacíamos referencia antes con la adquisición de ENP.

El tercer y último hecho relevante se produjo el 25 de febrero, donde se notificó que FSI pagaría un **dividendo especial de 5cents/acción**. Además, el CEO afirmó que se estaban planteando pagar dividendo de forma recurrente debido a la **mejora de sus flujos de caja** y a las buenas

perspectivas que la compañía considera tener para los próximos años.

Outlook

En el artículo original de diciembre comentaba que me gustaría encontrar la empresa cotizando a múltiplos más bajos y más teniendo en cuenta el entorno bursátil de final de año, pero el precio de la acción permaneció fuera del ruido de mercado. Con la recuperación general del mercado, la publicación de resultados y comunicados el precio experimentó una rápida subida, con lo que el **margen de seguridad** se ha visto reducido.

A pesar de todo, estamos ante un empresa con gran potencial, después de las últimas operaciones de M&A, con las que esperan obtener un incremento sustancial de ventas seguido de una mejora en los flujos de caja.

Decía en diciembre que el mercado podría no prestar atención, pero finalmente sí se percató del potencial y evidentemente la rentabilidad esperada no es la misma que cuando el mercado te ofrecía las acciones a 1,40\$. De todos modos sigue teniendo posible *upside* a 2\$,* (*en el momento de escribir estas líneas) la clave radica en la correcta integración de negocios, aunque es de esperar que se produzcan *one-time* expenses a corto plazo, si las ventas aumentan y los márgenes EBIT no sufren grandes cambios podría experimentar nuevas revaloraciones. FSI tiene previsto publicar **informe anual el próximo mes de abril** y ahí conoceremos más detalles sobre la aportación de las adquisiciones y sabremos si superan o no nuestras expectativas en cuanto a resultados se refiere. También tendremos la oportunidad de ver la generación de caja y el estado del balance, así como cuáles son las perspectivas de futuro.

Obviamente existe la posibilidad de que la empresa se encuentre ante problemas a corto plazo, el más evidente para mí es el **encarecimiento de los inputs**. La clave a **largo plazo** es que los productos sigan ganando tracción, lleguen nuevos clientes y tanto ENP como la LLC logren generar mejores y más estables flujos de caja.

En Value DNA no nos consideramos "cazavidendos" pero el hecho que desde la junta directiva se plantee el reparto de **dividendo por primera vez en su historia** refleja una mejor fortaleza y perspectivas de futuro. Aún así siempre se ha de ser cauto y animamos a realizar un análisis propio.

Tesis de Inversión LNA Santé



© **Santiago Domingo y Antonio Marquina**
Portfolio Managers en Solventis

solventis

Resumen tesis

Precio: 47,45€ (28 febrero 2019)

Precio adq.: 47,6€

Capitalización: 461 mill. €

Deuda Neta ajustada: 57 mill. €

PER ajustado: 12,7x

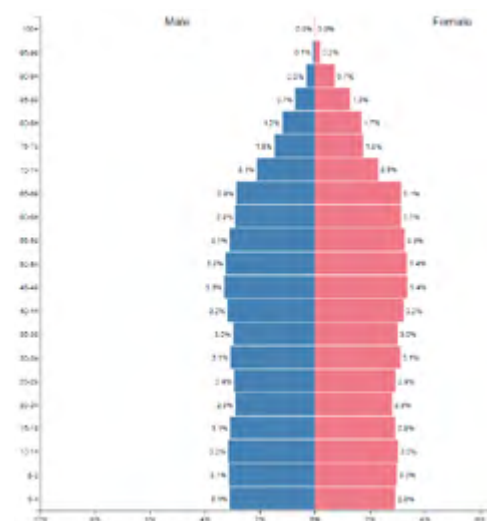
El escritor Paulo Coelho en su obra El Alquimista relataba: “Una búsqueda comienza siempre con la suerte del principiante y termina con la prueba del conquistador”. Pues bien, siguiendo este proceso descubrimos LNA Santé, una pequeña compañía familiar francesa que opera principalmente residencias de ancianos y centros de rehabilitación en Francia y Bélgica.

Llegamos a este sector casi por casualidad, gracias a una reunión organizada por uno de nuestros brókers con el líder europeo llamado Orpéa. Durante la reunión nos dimos cuenta de las bondades de la tendencia del envejecimiento, así como de un modelo de negocio, el de Orpéa, asentado en la importancia de la localización de cada una de sus instalaciones y ser propietario de las mismas. Después de éstas y otras consideraciones, llegamos a la conclusión de que era una empresa buena, bonita, pero cara. Algo similar ocurrió tras reunirnos con la segunda más grande del sector: Korian. Esta última daba menos importancia a la localización y a la propiedad de las residencias, pero sus crecimientos y rentabilidades eran igualmente buenos. Tras realizar su valoración, vimos que al igual que Orpéa, estaba cara.

Justo en ese momento da comienzo lo que Coelho denominaba “la prueba del conquistador”. En esta coyuntura tan solo hay dos caminos: la huida o la perseverancia. Nosotros escogimos la segunda, esto no garantiza éxito inmediato encontrando valor, pero sirve para aprender e incorporar un nuevo sector a tu radar inversor. Finalmente, nosotros hallamos una pequeña joya llamada LNA Santé (o Le Noble Age). Esta compañía, a diferencia de Orpéa y Korian, no solo era buena y bonita, sino que también estaba barata.

Antes de desmenuzar LNA Santé, permítannos profundizar en el análisis de la tendencia del envejecimiento, y más concretamente en Francia, donde nuestra compañía logra más del 90% de sus ingresos.

Por un lado, estudiaremos la demanda o en este caso el número de personas que durante las próximas décadas serán susceptibles de acudir a una residencia para mayores. Para ello es necesario que nos fijemos en la pirámide poblacional francesa que mostramos a continuación:



France
2017
Population
64,938,715

Fuente: PopulationPyramid website

En la actualidad, nos encontramos ante una población que cada vez se hace más mayor y es más dependiente. A esto se le une el hecho de que la generación del *baby-boom*, es decir, aquellos nacidos después de la Segunda Guerra Mundial, comenzarán a necesitar cuidados adicionales y por ende, algunos de ellos ingresarán en una residencia de ancianos. Con todo ello, se espera que de aquí al año 2050 el número de personas francesas mayores de 80 años se doble, garantizando la demanda de este tipo de instalaciones.

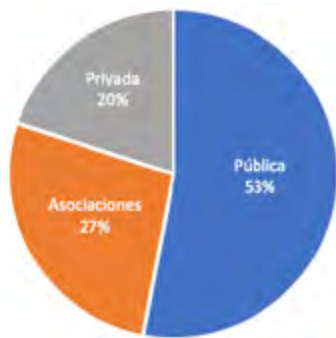
Por otro lado, analizaremos la oferta; esto es, si hay suficientes camas para todos los ancianos que van a llegar a estas residencias durante los próximos años.

	80+ between 2016 and 2050 ¹	Nombre of existing beds	Bed ratio (in % of 80+ population)	Estimated beds to be created
FRANCE	+97% 8.1mi in 2050	590.000	14%	25,000 by 2025 +116,000 to rebuild

Fuente: Orpéa

Tal y como demuestra la imagen superior, la respuesta es un no rotundo. Para dar acogida a toda esta demanda, será necesario construir 25.000 camas nuevas hasta 2025 y reformar otras 116.000, ya que más de un tercio del parque francés de residencias tiene más de 45 años, lo que hace que no estén adaptadas a las necesidades actuales. Por ese motivo, la pregunta que nos formulamos es ¿quién va a acometer semejante inversión?

Pues bien, si atendemos al reparto actual de la propiedad de residencias de ancianos en Francia, la contestación parece sencilla ¿no?



Fuente: Bryan, Garnier & Co y Elaboración propia

En principio debería ser el sector público el que construyera más de la mitad de las camas que se necesitan. Sin embargo, todos somos conscientes de las restricciones presupuestarias que afrontan países como Francia debido a su elevada deuda y déficit, lo que complica que el Estado vaya a abordar dichas inversiones. Entonces, si el Estado no puede, ¿será el sector privado quién se ponga manos a la obra?

Para responder a esta cuestión, primero debemos ver quién soporta el coste de estar una noche en una de estas instalaciones privadas.



Fuente: Orpéa

El gráfico superior nos muestra que, a pesar de ser una residencia privada, al menos un 20% de la tarifa diaria es subsidiada por la seguridad social francesa, causando que indirectamente el Estado asuma parte de la factura total. Por ello, las autoridades tampoco desean dar nuevas autorizaciones para la apertura de residencias privadas, ya que de un modo u otro siempre les toca pagar la cuenta.

Ante tal situación, la reacción de Orpéa y Korian ha sido expandirse internacionalmente, en busca de nuevas oportunidades más allá de sus fronteras. Mientras que LNA Santé ha preferido centrarse en lo que ya conoce: Francia, diversificando su cartera de servicios y haciéndolos accesibles a más gente.

Prueba de ello es el lanzamiento de la nueva gama confort o low-cost. La tarifa diaria en una de estas residencias es 65€/noche, siendo sustancialmente inferior a lo que se abona en una de las normales (155€/noche). De esta manera, LNA Santé quiere llegar a todos los bolsillos e incentivar a las autoridades a conceder nuevas autorizaciones. Esto es así debido a que estas instalaciones permiten al Estado satisfacer la demanda de nuevas camas a un coste razonable, ya que en vez de pagar un 20% de 155€/noche, tan solo desembolsarían un 20% de 65€/noche. La cuestión que subyace es ¿cómo puede ser rentable este modelo? Gracias a diversos factores como el tamaño, residencias con más de 125 camas (vs media del sector: 80 camas) y la localización, no encontrándose en las zonas más céntricas de las ciudades. Con todo ello se logra que, a pesar de que el precio por cama sea bajo, los costes también lo sean, por lo que el margen es similar al de una residencia común.

Además, LNA Santé prosigue su estrategia de no solo centrarse en residencias de ancianos, sino también en centros de rehabilitación, geriátricos, psiquiátricos y atención médica a domicilio. La compañía ya tiene experiencia en todos estos segmentos y quiere ganar especial peso en el último de ellos, dado que el gobierno está fomentando esa vía de atención para limitar el gasto hospitalario que el Estado soporta año tras año.

Sin embargo, no todas las residencias ni todos los geriátricos se encuentran en las mejores condiciones, ya que como anteriormente mencionábamos algunas de estas instalaciones están particularmente obsoletas, por lo que es necesario reformarlas y adaptarlas. Este proceso de remodelación favorece una mejora en los márgenes obtenidos por la compañía, dado que una vez reformadas consiguen mejores márgenes que las viejas.

Tanto estas reformas como la edificación de nuevas instalaciones las lleva a cabo la propia constructora de la compañía, que tan solo trabaja para ellos, lo que aporta más flexibilidad a la hora de acometer estas remodelaciones. Por el contrario, la estrategia de LNA Santé es no ser el propietario de las instalaciones que opera. Éstas son vendidas a inversores institucionales a través de su socio Fidexi, con quien tiene una relación de más de 25 años, y luego éstos le hacen un *lease-back* o subarrendamiento a la compañía. Todo ello permite que LNA Santé no soporte el riesgo inmobiliario y por tanto tenga un balance financiero mucho más sólido y liberado para acometer nuevas inversiones.

Una vez hemos estudiado las claves del sector y las peculiaridades de nuestra compañía, llega el momento de valorar si realmente está barata. Para ello, efectuaremos dos valoraciones: la primera de ella en función de algunos de los objetivos establecidos por LNA Santé para 2022 y la segunda de acuerdo a los múltiplos a los que recientemente se han transaccionado activos como éstos.

Capitalización (M. Sobre CMR)		461	47454
Objetivo 2022			
Numero de camas		10.850	
	Estándar	2.513	
	Otros establecimientos	1.317	
Precio diario por cama			
	Estándar	177	
	Otros establecimientos	172	
Ventas anuales (Miles millones)		186	
EBITDA		77	
	Estándar	13.56	
	Otros establecimientos	3.16	
EBIT		64	
-Intereses e impuestos		76	
Beneficio Neto		76	
XLR PE		148	
Valor de la compañía		148	66,7 €
Margen de seguridad		+1%	

Valoración Alternativa		
EV 2022		547
EBITDA 2022		77
EV/EBITDA 2022		7,1
EV/EBITDA Mkt		12
Margen de seguridad		69%

Tras completar exitosamente el plan estratégico 2013-2017, la directiva lanzó unos nuevos objetivos para el año 2022. Nosotros tomamos como referencia el número de camas estándar (gamas *elegance* y *confort*, centros de rehabilitación, geriátricos...) y la cifra de otros establecimientos (o pendientes de reformar). El crecimiento del primer tipo vendrá principalmente por la reforma de instalaciones antiguas y un mayor peso de la gama *confort*, mientras que el segundo tipo serán aquellas que todavía queden pendientes de renovar a partir de 2022. Todo este crecimiento es fácilmente conseguible dado que la mitad es orgánico (remodelación de instalaciones ya existentes) y la otra mitad inorgánico (adquisiciones y consecución de nuevas autorizaciones en la gama *confort*).

El precio medio tanto de las instalaciones ya remodeladas como las pendientes de reformar está a día de hoy en torno a 155€/noche. A esta tarifa le aplicamos un crecimiento del 2% anual en base a la historia reciente, la regulación, nuestras conversaciones con la compañía y la competencia. La gran diferencia no se encuentra en el precio sino en los márgenes. Para entenderlo más fácilmente: imaginemos dos taxistas, uno con el coche nuevo y otro con el coche viejo. Ambos cobran la misma tarifa por su servicio, pero el segundo tiene unos costes (mantenimiento, reparaciones...) mucho mayores al primero, lo que hace que su margen por carrera sea sustancialmente inferior.

Tras detraer la depreciación, intereses e impuestos llegamos a un beneficio neto normalizado de 36 millones de €. Esta cifra casualmente es similar al objetivo de flujo de caja libre que establece LNA Santé en un 5% de sus ingresos ($5\% \times 686 = 34,3\text{M€}$), ratificando que nuestras asunciones se sitúan en línea con lo que propia compañía ha estimado. Este beneficio normalizado de 36M€ lo multiplicamos por un PER de 18 veces, inferior a las 20-25 veces que el mercado paga por sus comparables, obteniendo así un valor de 648 millones de €, lo que se traduce en un potencial del 41%.

En la valoración alternativa, hemos acudido directamente a examinar los múltiplos que han desembolsado fondos de capital riesgo por este tipo de instalaciones, el resultado es unas 12 veces EBITDA. Pues bien, nosotros hemos ido hasta el año 2022 y estimado cual será el EBITDA y *Entreprise Value* de LNA Santé. El primero de ellos ya lo hemos tasado en la valoración anterior, mientras que en el segundo hemos asumido la actual capitalización bursátil y deuda y hemos añadido la deuda adicional que será necesaria para alcanzar los objetivos de camas marcados en el plan. Con todo ello obtenemos que el EV/EBITDA de LNA Santé en 2022 será 7,1 veces, cuando el mercado está pagando 12 veces; esto nos daría un margen de seguridad de casi el 70%.

Sea cual sea el método que utilicemos, podemos afirmar que LNA Santé es un pequeño tesoro que probablemente haya pasado inadvertido por su tamaño, iliquidez y estar fuera de los focos. Este es un caldo de cultivo magnífico para encontrar buenas empresas con un gran descuento.



**Ya hemos triplicado el capital
de los primeros inversores**

**B
H**
BUY & HOLD
GESTIÓN DE ACTIVOS

Nuestros resultados nos avalan

Entrevista a

Víctor Alvargonzález



1. ¿Quiénes son tus gestores de referencia?

Ray Dalio y Warren Buffett. Por ese orden. Y no porque uno me parezca mejor que el otro, sino porque a la hora de trabajar para terceros me identifico más con la forma de trabajar de Dalio que la de Buffett. El oráculo de Nebraska es un inversor de muy largo plazo y si trabajas para terceros, sobre todo en España, no puedes tener una estrategia tan largoplacista. En cambio para mis finanzas personales soy mucho más seguidor de Buffett que de Dalio.

2. ¿Qué libros son los que más te han influido en tu forma de invertir?

Pocos, la verdad. He aprendido mucho más con la práctica y el día a día. Recuerdo hace muchos años uno que se llamaba "Trader Vic" - lo de que se llame igual que yo es pura casualidad - que tiene la ventaja de estar escrito por alguien que ha vivido realmente el mercado. Me enseñó que el mercado tiene sus propias leyes, que no basta con ser economista o estudiar la economía y las empresas.

3. ¿Cómo valoras que los tipos de interés sean negativos en la mayoría de la deuda soberana de la Eurozona, del Reino Unido, de Japón y de Canadá?

Esa es una pregunta complicada, porque el hecho de encontrarnos en esta situación tan extraña puede significar muchas cosas. Puede ser solo el resultado del exceso de dinero que hay en el sistema como consecuencia de los programas de estímulo monetario, lo cual no es que sea tranquilizador, pero al menos sabes que igual que se llena la bañera se puede ir vaciando poco a poco.

Pero también podríamos estar asistiendo a una pérdida del valor del dinero. Me explico: los tipos de interés son, por definición, el precio del dinero, y si el dinero no cuesta nada, podría interpretarse que tampoco vale nada, lo cual es más inquietante. Otra respuesta inquietante sería que el dinero, es decir, la mayoría de los inversores, presiente algo grave en el horizonte, como cuando los animales huelen la tormenta. Y por eso es el dinero prefiere estar seguro en bonos alemanes o suizos aunque sea pagando, que ya es decir, antes que estar invertido en las bolsas o en la economía real. Pero hasta ahora ese dinero tan miedoso se ha perdido uno de los mayores *rallies* bursátiles de la historia, así que podría estar equivocado.

También podría ocurrir que simplemente sea una reacción a la mezcla de mucho dinero del sistema unida a la revolución digital y a la globalización, que son claramente desinflationistas.

Dicho todo esto, mi planteamiento es siempre práctico y lo que pienso es cómo sacarle partido al escenario en el que se puedan encontrar los mercados. Ya llevo tiempo sacándoselo a este proceso de "japonización" del mercado de bonos y tendrá muchas y positivas consecuencias sobre otros activos, igual que también negativas.

4. ¿Japonización de Europa? ¿qué activos se beneficiarán?

Me alegro que me hagas esa pregunta porque cuando yo hablaba de este tema hace ahora ocho años todo el mundo me miraba como si me hubiera bajado de una nave extraterrestre. Y ya ves: todavía no sé si se, japonizará la economía real europea, pero el mercado de bonos ya está japonizado. El tipo de interés del bono alemán ya es negativo y, si tomamos los tipos de interés reales, son todos ya negativos en la eurozona en la mayoría los vencimientos, excepto en Italia, Irlanda, Grecia, Portugal y España, donde se limita a los vencimientos cortos y medios. Y ahora en Suiza hasta el 30 años da cupón negativo. Si eso no es que japonizarse.

Los primeros beneficiarios han sido los bonos de la eurozona. Y siguen siéndolo. Pero también se está beneficiando mucho el mercado inmobiliario Y seguirá haciéndolo, y me refiero no sólo al típico "piso español", también a los fondos que invierten en el sector inmobiliario europeo. Y va a ponerse en valor el dividendo. Piensa que el dividendo medio del Eurostoxx 50 es del 3,5% y como compara eso con el 0% o negativo del bono alemán. Aclaro que no me la jugaría con los bancos porque no se están enterando del cambio digital que se les viene encima y además va a llover sobre mojado, es decir, sobre un entorno de tipos de interés que rompe su margen financiero.

5. ¿Cómo afrontaremos en España el auge de la gestión pasiva? Durante muchos años hemos sido los que más comisiones hemos cobrado por ETFs y fondos de Europa

Bueno, de momento hay poco que afrontar porque ha funcionado muy bien la barrera de entrada que han establecido los distribuidores de productos financieros. Y, supuestamente, podrían haber tenido cierta ayuda de los políticos, porque lo único que impide que los ETF se hagan con la mitad del mercado español es, aparte de la barrera de entrada de los distribuidores, la barrera fiscal establecida por el gobierno. Llama la atención porque tan producto de inversión colectiva es un fondo de inversión tradicional como un ETF, que, de hecho, significa fondo cotizado y que normalmente

tienen muchos más partícipes que la mayoría de fondos tradicionales. No sé si es irónico o sospechoso, pero resulta que, en España, el producto de inversión colectiva preferido por los inversores particulares en todos los mercados avanzados por su relación precio rentabilidad, el más “colectivo” de todos, que es ahora el ETF, aquí no se le quieren dar las ventajas fiscales de los instrumentos de inversión colectiva. “Raro, raro”.

6. ¿Quiénes son Los Pedros? ¿Acertarán algún día?

Son esos economistas y gestores que para atraer clientes, lectores o seguidores utilizan el miedo, al igual que los políticos utilizan el voto del miedo. A mí me parece éticamente reprobable, porque hacen que la gente se pierda muchos períodos alcistas en los mercados. Pero funciona: la mayoría son bastante famosos. Y consiguen su objetivo. Y funciona porque el dinero es miedoso por naturaleza, lo cual es lógico, porque cuesta mucho ganarlo. El ahorrador al que le dicen que el mundo se va hundir busca la protección de quien lo ha dicho, en la esperanza de que le salve de la quema. Y de paso le compra “su libro” y se hace seguidor en Twitter para ser el primero en enterarse del momento en el que el cielo caerá sobre nuestras cabezas.

Acertar, acertarán, porque la economía es cíclica. Y es parte inherente de la misma que haya desplomes igual que hay períodos alcistas. Pero en esta ocasión la cosa se les está complicando, porque llevamos 10 años de mercado básicamente alcista, no ha llegado la hiperinflación como consecuencia del estímulo monetario y Japón sigue pagando sus deudas. Pero vamos, llegará y podrán decir eso de “ya lo advertí”.

¿Nombres? Se dice el pecado pero no el pecador. Si yo hablo de ello no es tanto para señalar alguien sino para que la gente esté informada de cómo funciona el sector. Así, puestos a escuchar avisos de crisis, mejor que escuchen a quienes no suelen anunciarlas todos los días.

7. ¿Asset allocation para este 2019? ¿Estar 100% invertido o guardamos algo de liquidez?

Siempre hay que guardar liquidez. La liquidez es rentable incluso cuando no tiene remuneración alguna, como ocurre actualmente. Su rentabilidad es la del activo que vamos a comprar barato aprovechando una corrección.

Para distribución de activos sugiero que la gente se apunte a mi informe en victorvalvargonzalez.com, que es gratuito, pero avanzo que sigo en renta variable y que actualmente la cuestión es sencilla: basta con tener un fondo global y añadirle alguna “guinda” interesante. Los bonos también se pueden tener en cartera, porque los americanos ofrecen cierto cupón y los europeos se benefician del proceso de japonización. La verdad, estamos en un escenario que con la cartera típica se funciona muy bien. Obviamente no durará eternamente

8. ¿Qué fuerzas/eventos realmente moverán los mercados próximamente?

A corto plazo seguirán siendo la política que adopte la Reserva Federal de los Estados Unidos y que haya uno un acuerdo entre Estados Unidos y China en materia comercial. Y el BCE.

9. ¿Sell in May and go away?

No, yo esperaré a ver si el SP 500 es capaz de alcanzar y romper sus máximos anteriores. El MSCI world ya está ahí. Es un momento interesante para estar invertido, Aunque siempre de una forma acorde al perfil de riesgo de cada uno.

10. Revolución digital, robótica, asesoramiento automatizado... ¿qué nos depara los siguientes años?

Una auténtica revolución. Los bancos, las sociedades y agencias de valores, las EAF ...: todos piensan que la revolución digital no va a llegar al sector financiero, o solo tangencialmente. Yo creo que simplemente llega con retraso porque la gente no ahorra ni invierte hasta que se acercan los 40 años, como pronto. Pero según se vayan renovando la edad, los conocimientos y los hábitos de lo analógico a lo digital por parte de los inversores y los ahorradores y van sustituyendo generaciones veremos cómo se produce ese cambio.

En realidad ya se está produciendo. Las personas de 50 y 60 años ya utilizan todo tipo de servicios digitales, sólo están esperando a que les ofrezcan las mismas ventajas y valor añadido en temas financieros, que todavía no es el caso. Quienes no se han dado cuenta son las entidades financieras, que siguen pensando que ser digital es tener una aplicación que hace exactamente lo mismo que lo que hacían hasta la fecha, cuando en realidad es un cambio mucho más profundo que, además de tecnológico, afecta a los precios y a los servicios.

Por poner un ejemplo, Amazon es básicamente un gran almacén, que es un negocio que ya existía antes, sólo que mucho más grande y, gracias a la tecnología, mucho más cómodo y eficiente. Y Netflix lo que sustituye es al cine de toda la vida, con la ventaja de que no hace falta que te muevas de casa y que por el precio de una entrada tienes cine y series de primera todos los días.

No se trata solo de tener una aplicación: hay que renovar y mejorar todo el negocio. Y es de lo que no son conscientes, en mi opinión, la mayoría de las entidades financieras. Piensan, como ha ocurrido con la mayoría de los sectores que peor han llevado el cambio digital, que no les pasará a ellos. Irónicamente los peores no son los bancos, son las sociedades de valores y las empresas de asesoramiento financiero que comparados con la revolución digital de muchos negocios es como si fueran gestorías de los años 70. Sólo falta que entres y la gente esté fumando. Y que se utilice máquinas de escribir.

Tesis de Inversión

Adept Technology Group



@ Lucas López
Autor del blog en Rankia "Micro Value"

Hoy traigo una *microcap* de 85 millones de libras de Market Cap. Su nombre es Adept Technology Group (ADT), cotiza en Reino Unido y su *core business* es la prestación de servicios IT y telecomunicaciones. Ellos mismos se definen como una compañía con la capacidad de conectar cualquier dispositivo del interior de un edificio con el exterior.

Pero eso es ahora. En el año 2004, la compañía nacía como un operador tradicional de líneas y llamadas. Hasta el 2008, triplicaron el EBITDA en un pequeño negocio con un altísimo apalancamiento operativo. Aquella fue la Fase 1: "El inicio". Llegó el 2008 y el sector comenzó a consolidarse con rapidez, y pronto se vieron compitiendo contra gigantes a los que no podían hacer frente. El CEO supo que o cambiaban o acabarían siendo barridos por el mercado. Aquello fue la Fase 2: "El estancamiento". Y fue al inicio de la Fase 3, en el 2014, cuando por fin el CEO comenzó a dar un giro de 180 grados a la compañía, con adquisiciones estratégicas que la transformaron por completo, convirtiéndola en lo que es hoy. Es la fase que he llamado "Transición hacia la calidad".

	FASE 1			FASE 2							FASE 3			
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	999	1.864	2.490	3.280	3.517	3.612	3.624	3.651	3.732	4.043	4.591	6.153	7.827	9.771

Básicamente, la transformación se produjo mediante la adquisición de cuatro compañías, que sentaron las bases de varios equipos de profesionales, el *know-how* de nuevos segmentos de negocio, y una importante base de clientes de cara a los próximos años.

La línea de negocio originaria, operador tradicional de línea fija, llamadas y fibra, cae año tras año en torno al 10%. De hecho, ha pasado de ser la fuente principal de

ingresos en 2015 (73% de los ingresos) a convertirse en meramente residual a corto plazo. Esta evolución hacia una compañía integradora de comunicaciones, ha permitido disparar sus márgenes y transformar una compañía en decadencia en una excepcional, como explicaré más adelante. La primera adquisición, Centrix, realizada a un múltiplo de 1,2x ventas, le ha dado acceso a una gestión integral de comunicaciones y pasar a ser proveedor de soluciones IT de Avaya, así como operador de Medusa. El perfil de cliente medio era mediano (200-7.500 usuarios) y le ha dado acceso a clientes como hospitales y los principales centros de negocio de Londres. La segunda adquisición, Comms Group (1,14x ventas) era un gestor integral de comunicaciones, y proveedor de soluciones IT de Avaya. Su perfil de cliente medio era una compañía de menor dimensión (menos de 150 usuarios). La tercera, Our It Department (1x ventas), les dio acceso a servicios puramente *outsourcing* de IT, *software* y *cloud*, contando con Partners como Microsoft, Cisco, Apple y Dell. El perfil del cliente medio eran empresas tradicionales. Por último, integraron Atomwide (1,5x ventas), especializada en servicios IT, ciberseguridad, desarrollo de *software* y apps, y con una mayor exposición al sector público. Junto a Cisco, han desarrollado el mayor cortafuegos de Europa (en campus universitarios de Reino Unido). Retuvieron todo el talento de la compañía, incluido un equipo experto en desarrollo de apps, con más de 2M de usuarios que pagaron por ellas, y se llevaron gratis 2 *data centre on-premise*. Adicionalmente, captaron toda su base de clientes (más de 3.000 colegios y 12 universidades). Con las adquisiciones siempre se buscaban servicios *in house* de nichos de mercado, gestionados en remoto para obtener una mayor escalabilidad. No buscan ventas, sino "alquileres" (recurrencia), y compañías integrables a los mismos márgenes del grupo lo más rápido posible. Estudian muy bien cada adquisición. De hecho, sólo 1 de cada 12 operaciones acaba fraguándose. En total, han realiza-

do 24 compras a lo largo de 15 años. Muy rigurosos en el precio, máxime 4x-6x EBITDA y con pagos parciales por objetivos. Con ello, se minimiza el riesgo de equivocarse en las adquisiciones.

Compañía adquirida	Fecha compra	Precio compra (M)	Ventas (M)	Ratio ventas
BLUECHERRY TELECOM	Mar 14	2,05	1,20	1,71
CENTRIX	May 15	11,50	8,75	1,28
COMMS GROUP	May 16	3,50	3,30	1,14
DUR IT DEPARTMENT LIMITED	Feb 17	3,75	3,75	1,00
ATOMWIDE	Ago 17	12,00	7,50	1,50
SHIFT-7	Ago 18	8,00	5,00	1,60
ETS HOLDINGS	Oct 18	4,25	3,16	1,34
RATIO VENTAS PROMEDIO →				1,4
RATIO VENTAS ADEPT →				1,8

Con todo esto, han conseguido situarse del otro lado del negocio. Escapar de un sector B2C en declive y “oligopolizado”, hacia un B2B atomizado, con más de 900 compañías. Sus rivales han pasado a ser ahora sus proveedores, y se benefician de la competitividad del sector en el que antes operaban. Todavía tienen por delante un mundo de posibilidades para seguir creciendo, a costa de adquirir pequeñas compañías integrables en su ecosistema. Su preferencia por este tipo de compañías se basa en menores precios y nichos de mercado más protegidos de la competencia.

En cuanto al perfil del cliente, actualmente gestionan el 70% de los hospitales privados de Londres, más de 3.000 escuelas, 12 campos universitarios, 100 ayuntamientos, más de 200 centros de negocios en Londres, y más de 20.000 clientes de pequeño tamaño. Estos son solo algunos de los ejemplos:



Entre los *partners*, cuentan con prácticamente todos los *players* del mercado para cada segmento, con aras a ofrecer la mejor relación calidad-precio a sus clientes, en función de su demanda y de su área geográfica.

Aunque pueda parecerlo, la compañía no ofrece un servicio *commodity*. De alguna manera, su modelo *in house* hace cautivos a sus clientes. Los *switching costs* son altos, ya que el cambio de proveedor supone un coste de tiempo demasiado elevado como para compensar un bajo retorno. De hecho, la fiabilidad pesa más que el precio. Si tu proveedor de telecomunicaciones no falla, es muy raro que cambie. Además, este tipo de negocios requieren un alto nivel de customización que se traduce en una inversión inicial muy importante. En los hospitales, la compañía gestiona la monitorización de pacientes, conexión entre médicos y ambulancias, etc. ¿Alguien se arriesgaría a cambiar una parte tan sensible del negocio a cambio de una leve reducción del precio? Obviamente no, siempre y cuando el sistema sea eficaz.

En cuanto al sector (IT + Cloud + Fixed Voice), no para de crecer año tras año. Son mercados que mueven al año en torno a 29B en Reino Unido, y se estima que crecerán hasta los 34B en el 2020. Además, el gobierno de UK anunció de cara al 2022 el objetivo de que al menos un tercio del gasto público esté gestionado por pymes británicas. En resumen, tenemos un negocio cuyos ingresos son recurrentes al 80%, con un servicio integrado en el proceso productivo del propio cliente, y cuyas incidencias son gestionadas de manera remota, lo cual permite generar importantes economías de escala. Por la naturaleza del negocio, mantiene un alto retorno sobre el capital invertido (ROIC en torno al 25%). Es una compañía ligera en capital, sin apenas activos en propiedad. De hecho, el propio CFO me confirmó que el *capex* se mantendrá muy por debajo del 1% sobre las ventas. Estas características la convierten en un consolidador de mercado, en un *compounder* de manual.

El CEO que ha transformado una empresa en decadencia levantando una de incuestionable calidad, es Ian Fishwick, fundador y con más del 16% del accionariado, con más de 25 años en el sector y que lidera el departamento clave de M&A de la compañía. En cuanto a la retribución del equipo gestor, todos cobran salarios adecuados al tamaño de la compañía. El CEO ha sido retribuido con tan sólo el 3% del EBITDA de la compañía, incluyendo los diferentes bonus distribuidos por cumplimiento de objetivos.

	Short-term employee benefits			Post-employment benefits		Total 2017 £
	Salary and fees paid or receivable £	Bonus and commission paid or receivable £	Other benefits £	Pension contributions £	Total 2018 £	
R Wilson	61,242	—	11,035	391	72,668	58,231
D Lukic	38,380	—	9,675	331	48,386	34,129
C Kingsman	12,743	—	—	33	12,776	—
I Fishwick	248,333	57,500	44,131	13,306	363,270	367,330
A Woodruffe	—	—	—	—	—	64,520
R Burbajo	128,400	68,471	2,358	391	199,620	153,212
J Swalte	166,667	30,388	11,274	391	208,720	189,954
Total	655,765	156,359	78,473	14,843	905,440	867,376

Recientemente se han producido compras significativas por parte de *insiders*. Destaca la adquisición de diez mil acciones por parte del CEO. Sin embargo, puede llamar más la atención la compra de más de un millón de acciones por parte de un tal Christopher Kingsman. ¿Pero quién es Christopher Kingsman? Es un ex Cambridge y ex Fidelity que en la actualidad gestiona una Family Office. Como curiosidad, en su biografía de LinkedIn se define “fan de la filosofía de inversión de Charlie Munger, centrado en invertir en compañías con una cultura excepcional que aportan verdadero valor a sus accionistas”. <https://www.linkedin.com/in/cdkingsman/>

En cuanto a la gestión del capital, a largo plazo han generado valor para sus accionistas a través de la compra de acciones cuando la compañía ha venido cotizando muy por debajo de su valor intrínseco.

¿A cuánto podría cotizar un *compounder* ligero en activos, con excelentes márgenes y retornos sobre el capital, bien gestionado, con *skin in the game*, con unos ingresos recurrentes y protegidos de la competencia? ¿A cuánto debería cotizar un negocio de estas características? Vayamos a la valoración. En esta ocasión, he planteado 3 escenarios. En el optimista, la compañía crece al ritmo que ya lo hace ahora, con un margen EBITDA y una ratio conversión FCF-EBITDA menores incluso que los actuales. Las pautas seguidas en las tres valoraciones han sido escenarios a 5 años vista, manteniendo una deuda 1,0x – 1,5x EBITDA. Del FCF generado, el 30% lo distribuye a sus accionistas y el 70% lo reinvierte en seguir haciendo adquisiciones a su múltiplo promedio (1,4x ventas).

	Pesimista	Conservador	Optimista
Crecimiento ventas orgánico	2.0%	2.5%	2.8%
Margen EBITDA	19.0%	20.0%	21.0%
Margen FCF – EBITDA	75.0%	80.0%	81.0%
Múltiplo EV/FCF	15x	16x	18x
Pautas seguidas			
➤ Escenarios a 5 años vista	Adquisiciones a múltiplo promedio (1,4x Ventas)		
➤ Deuda 2x – 2,5x EBITDA	FCF → 30% dividendo y 70% reinvertido		

Así, en el escenario pesimista, la compañía estaría haciendo 12M de *Free Cash Flow*, que a un múltiplo de 15x, obtendríamos una valoración de 5,5 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 60%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.0%	Ventas 2023	90 M
Margen EBITDA	19.0%	EBITDA 2023	17 M
Margen FCF – EBITDA	75.0%	FCF 2023 before growth Capex	12 M
Múltiplo EV/FCF	15x	Valoración	550 p. / acción

Precio actual (335 p.)	Potencial + 60 %
Valor estimado (550 p. / acción)	

En el escenario moderado, la compañía estaría haciendo 16M de *Free Cash Flow*, que a un múltiplo de 16x, obtendríamos una valoración de 8 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 135%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.5%	Ventas 2023	105 M
Margen EBITDA	20.0%	EBITDA 2023	21 M
Margen FCF – EBITDA	80.0%	FCF 2023 before growth Capex	16 M
Múltiplo EV/FCF	16x	Valoración	800 p. / acción

Precio actual (335 p.)	Potencial + 135 %
Valor estimado (800 p. / acción)	

En el optimista, con los números que ya hace en la actualidad, la compañía haría 21M de *Free Cash Flow* a 5 años, que a un múltiplo de 18x obtendríamos una valoración superior a las 12 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 270%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.8%	Ventas 2023	123 M
Margen EBITDA	21.0%	EBITDA 2023	26 M
Margen FCF – EBITDA	85.0%	FCF 2023 before growth Capex	21 M
Múltiplo EV/FCF	18x	Valoración	1.250 p. / acción

Precio actual (335p.)	Potencial 270%
Valor estimado (1.250 p. / acción)	

En cuanto a los comparables, el trabajo ha consistido básicamente en tomar todas las compañías de Reino Unido que operan en los mismos segmentos, y analizar los múltiplos a los que cotizan en la actualidad.

Company IT Sector	Market Cap	Deuda Neta	EV	Ventas	EV / Ventas	EBITDA	EV / EBITDA	Growth 3y	% Margen
Grc International Group	63	-2	61	16	3,9	1	80,2	84%	5%
Loopup Group	177	9	186	24	7,8	5	34,5	39%	23%
Kainos Group	534	-39	495	134	3,7	17	28,5	20%	13%
Ideagen	321	-1	320	36	8,9	9	35,1	50%	25%
Elecosoft	60	-3	57	20	2,8	4	13,6	30%	21%
Gresham Technologies	63	-7	56	22	2,6	4	15,9	23%	16%
Oxford Metrics	106	-12	93	63	1,5	10	9,8	8%	15%
Sopheon	125	-15	110	32	3,4	8	13,4	19%	26%
Tracsis	180	-22	158	80	2,0	9	16,8	23%	12%
Netcall	47	1	47	22	2,2	5	8,7	9%	25%
IMimobile	145	9	154	134	1,1	15	10,0	43%	11%
Castleton Technology	72	5	76	26	3,0	6	12,7	95%	23%
RM	205	23	229	190	1,2	16	14,3	-3%	8%
Redcentric	103	23	126	95	1,3	1	179,3	2%	1%
Tribal Group	142	-9	132	84	1,6	10	13,0	-10%	12%

He seleccionado las compañías con crecimiento y márgenes similares. El múltiplo promedio de EV/Ventas es de 3,9x, y el EV/EBITDA de 20,2x. Adept, con un crecimiento y margen superiores a la media, cotiza a un EV/Ventas de 2,4x y a un EV/EBITDA de 11,3x.

Company IT Sector	Market Cap	Deuda Neta	EV	Ventas	EV / Ventas	EBITDA	EV / EBITDA	Growth 3y	% Margen
Loopup Group	177	9	186	24	7,8	5	34,5	39%	23%
Elecosoft	60	-15	50	22	2,3	4	13,6	30%	21%
Ideagen	321	-1	320	36	8,9	9	35,1	50%	25%
Sopheon	125	-15	110	32	3,4	8	13,4	19%	26%
PROMEDIO	134				3,9		20,2	24%	19%
ADEPT TECHNOLOGY	79	31	110	46	2,4	10	11,3	37%	21%

Con esto queda patente que la compañía cotiza a un precio irracional. ¿Cuál es el motivo? Podríamos decir que ópticamente está cara (PER 25x), que tiene algo de deuda (1,5x EBITDA), que cotiza en el AIM, que sólo la cubren 2 analistas locales, que es una *microcap*, el Brexit... Pero la conclusión a la que he llegado es que el mercado todavía mantiene la percepción que la compañía sigue siendo un operador tradicional de llamadas, cuando los ingresos derivados de este segmento apenas representan ya una parte residual del negocio.

Como catalizadores, a medida que la compañía continúe su transición hacia una compañía de servicios IT (Fase 3), se producirá un *re-rating* progresivo. Además, cuando siga ganando tamaño por nuevas adquisiciones, se producirán nuevas sinergias que seguirán elevando los márgenes del grupo.

En cuanto a los riesgos, podríamos hablar del Brexit, pero la realidad es que todo esto ha originado que el gobierno británico se instale en una política de proteccionismo de sus pymes locales, que beneficiará a las compañías británicas a medio plazo. Riesgo tecnológico. Más de una vez se lo han preguntado al CEO. Ian Fishwick, que lleva

25 años en el sector, siempre responde: "No existe riesgo de disrupción tecnológica, ya que nosotros operamos en el negocio B2B en el que no hay tanta moda como en el del pequeño cliente". Riesgo de personal. Muchas de las adquisiciones las realizan a través del pago de acciones, para que el nuevo equipo se sienta parte de la compañía y se impliquen en el proyecto. Sin duda, más preocupante es el riesgo de fuga de talento como ya está sucediendo en Francia, y que el Brexit podría acelerar. Es un factor a vigilar de cerca, pero de momento no afecta a la compañía. Riesgo de adquisiciones. Al hacer sólo 2 adquisiciones al año, si una de ellas saliese mal, supondría un duro golpe para la compañía. Sin embargo, al incluir como parte de la contraprestación pagos por objetivos, con esta estrategia minimizan el riesgo de cometer algún error.

En resumen, tenemos un *compounder* que cotiza con un descuento muy interesante, con un equipo gestor excepcional, y con un potencial por delante y un viento de cola como pocos para continuar haciendo adquisiciones. Como curiosidad, hasta noviembre de 2018, la compañía se denominaba Adept Telecom. Este cambio de nombre ha sido una de las medidas adoptadas para convencer al mercado de que ya ha dejado de ser un operador tradicional de llamadas.

Como siempre, os animo a hacer un análisis de la compañía por vosotros mismos y dejar aquí vuestras impresiones. Como suelo decir, el inversor particular debe salirse de lo ordinario para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis un buen día y mejores inversiones.

Tesis de Inversión

iQIYI



@ **Cristian Barros**

Autor del blog en Rankia "Money for Nothing"

Conocida como "el Netflix chino" es la plataforma de vídeo *streaming* líder en China con casi **81M de usuarios** de pago, **500M de usuarios activos mensuales** y más de **126M de usuarios activos diarios** nace de ser una *spin-off* del buscador **Baidu** "el Google chino". La compañía salió a cotizar en USA en marzo de 2018 a 15,8\$

y en tres meses se revalorizó un **170%** aunque acabó cerrando 2018 en niveles de su OPV.

En 1987 se fusiona con FKI Electrical PLC, "desfusionándose" en 1989 y llamándose desde entonces Babcock International Group PLC.

Descripción y cadena de valor

El modelo de negocio de iQIYI es **similar** al de Netflix, la compañía transmite **contenido propio** y de terceros en su **web** y, como *Netflix*, iQIYI cobra una **suscripción mensual** para poder acceder a su contenido **sin límites** y sin anuncios. Este segmento representa **el 41% de las ventas** de la compañía.

iQIYI también permite acceder **gratuitamente** a su contenido (aunque de forma **limitada**) por el cual, a cambio, el usuario está sujeto a **anuncios publicitarios** equivalente al modelo de **YouTube**. Los ingresos por publicidad derivada principalmente por estos usuarios representan otro **41%** de las ventas.

Por otro lado, iQIYI emite **contenido de terceros**, es decir, iQIYI cobra una **contraprestación** por emitir este contenido de terceros productores en su plataforma y esta sección supone el **8%** de las ventas de la compañía.

Finalmente, el **10% restante** de las ventas de iQIYI vienen dadas por **otras formas de monetización** como son retransmisiones en vivo de **shows o eventos** mediante los cuales el consumidor paga solo por esta **retransmisión** (similar a cuando se compran los derechos para ver un partido de fútbol o baloncesto por un canal de pago), también incluyen en este apartado los ingresos derivados de los **videojuegos** incluidos en la propia plataforma, que son generalmente desarrollados por **terceros**, mediante los cuales iQIYI monetiza cobrando una **comisión** por utilizar su **plataforma** o participa en los ingresos **derivados de las**

compras incluidas dentro del propio juego. En este apartado, también podemos encontrar todo tipo de **merchandising** y artículos relacionados con las producciones más famosas de la plataforma, donde el público asiático es un **gran consumidor**.

Por lo tanto, el modelo de negocio de *iQiyi*, es bastante **similar** a Netflix, aunque tiene más **dividida su fuente de ingresos** dado que el consumidor chino es de un **poder adquisitivo inferior** al americano/europeo de Netflix generalmente con **mayor renta disponible**.

Sector, competidores y diferenciación

El mercado del entretenimiento online en China está en **pleno desarrollo**, el incremento de la **clase media** en el país derivado de la migración de su **población más rural** hacia zonas **metropolitanas** está ayudando a este crecimiento que, añadiendo el **rápido desarrollo tecnológico**, hacen de este mercado crezca a **doble dígito**.

Según un informe de **iResearch**, la industria del entretenimiento **online** (formada por el 80% reproducción de videos) se espera que crezca a una CAGR del **24%** entre 2017-2022, teniendo China la base de usuarios de Internet más grande del mundo con más de 760 millones de usuarios de Internet y alrededor de los **900 millones estimados para 2022**. Adicionalmente, el informe cita que, el tiempo diario medio empleado por un usuario chino en un dispositivo móvil para la visualización de videos, en el periodo de 2012 a 2016 se incrementó **desde los 13 a los 95 minutos superando así, a los usuarios estadounidenses**.

Sus **competidores** principales son **Tencent Video** (Tencent) y **Youku** (Alibaba), donde la **líder en usuarios de pago y usuarios activos es iQIYI**, seguido de Tencent Video y con algo más de distancia Youku.

La reconocida avanzada **inteligencia artificial de Baidu** junto (desarrollada por el propio buscador) junto con sus tecnologías de **"Big Data analytics"** permite a iQIYI tener una **ventaja competitiva** sobre el conocimiento del usuario para la personalización del contenido, que es elegido en base a esta tecnología y es capaz de detectar los actores/presentadores o protagonistas en sus series/dramas/shows que más **suscriptores o visitas puedan atraer**, entre otras facetas. Según iQIYI, esta es una de las **claves de su éxito**, un éxito respaldado por datos como que, en el año 2017, **42 de las 50 series/dramas/shows más vistos en China fueron producidas o retransmitidas por iQIYI**, además de **producir 6 del top 10 de dramas originales en China en 2017**.

Tanto Tencent Video como Youku están enfocadas en ser un **servicio extra** o de **valor añadido** para las empresas matrices (Tencent y Alibaba respectivamente) en cambio, el modelo de negocio de iQIYI, es más **corporativo**, comportándose como una **empresa ajena a su matriz**, aunque con su respaldo, que, además, sigue siendo **el máximo accionista**.

Aunque se trate de un mercado con **diversos agentes**, estos **no tienen por qué ser excluyentes entre sí**, como bien dijo el CEO de Disney (Bob Iger) "la mayoría de hogares en USA, están suscritos a **más de un servicio streaming**".

¿Por qué el mercado ofrece esta oportunidad?

La **guerra comercial** entre USA y China y el **enfoque específico** del mercado que castiga a la empresa por las **pérdidas** están llevando a la compañía a cotizar **desde los 42\$** que llegó dos meses después de su IPO a los **16\$** en apenas **6 meses**.

El mercado parece estar **ignorando** que se trata de una compañía que poco tiene que ver con el tema **arancelario** ya que su base de usuarios es 100% China. Además, no se está teniendo en cuenta el **crecimiento a doble y triple dígito de sus ingresos**, en sus 4 secciones, y su base de usuarios, que crece siempre a un **mayor ritmo de lo esperado** y sin tener en cuenta que estas pérdidas forman parte de la **estrategia enfocada** llevar a cabo una **agresiva política de creación de contenido** (30% de los trabajadores de iQIYI), **mejora de su plataforma e inversión en I+D** (43% de los trabajadores) para **mejorar su plataforma** para la mayor captación y retención de clientes, en un momento clave en la fase de **crecimiento** del entretenimiento online en China y así **consolidar definitivamente su posición de liderazgo**.

Valoración

PYG

En millones de CNY	2015 31/12/15	2016 31/12/16	2017 31/12/17	Últimos 12M 30/9/18
INGRESOS	5.318,6	11.237,4	17.378,4	22.779,2
Coste Ventas	6.041,8	11.436,6	17.386,6	23.145,2
MARGEN BRUTO	-723,2	-199,2	-8,2	-366,0
Gastos Operativos	1.704,4	2.590,3	3.944,8	5.471,8
EBIT	-2.427,6	-2.789,5	-3.953,0	-5.837,8
Gastos Intereses	55,5	110,5	277,6	
Pérdidas Tipo Cambio	77,0	238,6	-400,7	
Gastos no operativos	3,9	-77,6	-85,4	-522,8
EBT	-2.563,9	-3.060,9	-3.744,5	-6.245,4
Impuesto Sobre Beneficios	11,2	13,1	-7,6	-10,6
BENEFICIO (antes de extraordinarios)	-2.575,1	-3.074,0	-3.736,9	-6.234,8
B/P Extraordinarios	-2.340,5	-4.736,0	4.966,5	-309,0
BENEFICIO NETO	-4.915,7	-7.810,1	1.229,6	-6.543,8

Otros Datos Relevantes del PyG

Amortización	395,0	408,7	461,8	
EBITDA	-2.032,6	-2.380,8	-3.491,2	
Free Cash Flow	775,3	2.279,3	2.989,5	
Basic Earnings per Share	-14,36	-23,20	2,84	-11,11
Diluted EPS	-14,36	-23,20	-1,15	-11,11
Research & Development Expense	500,0	824,5	1.269,8	1.751,4

BALANCE

En millones de CNY	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	Q3 2018 09/30/2018	%
ACTIVOS CORRIENTES	5.154,3	5.700,5	17.034,6	41%
ACTIVOS NO CORRIENTES	8.477,3	14.500,4	24.182,2	59%
TOTAL ACTIVOS	13.631,6	20.200,9	41.216,8	100%
PASIVO CORRIENTE	11.889,9	11.625,6	17.944,3	44%
PASIVO NO CORRIENTE	7,3	292,7	1.774,7	4%
TOTAL PASIVO	11.897,1	11.918,3	19.719,0	48%
EQUITY	1.734,5	8.282,6	21.497,8	52%
PASIVO + EQUITY	13.631,6	20.200,9	41.216,8	100%

Otros Datos Relevantes del Balance

Efectivo y Equivalentes	1.867,2	1.512,9	9.675,7
Total Deuda Financiera	100,0	593,4	1.456,6
Deuda Neta	-1.767,2	-919,6	-8.219,1
Capital Social	325,8	23.179,5	39.518,0
Beneficios Ejercicios Anteriores	-15.630,4	-14.923,7	-18.101,0
Acciones en Circulación	342,5	342,5	717,3

CASH FLOW

En millones de CNY	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017
Beneficio Antes de Extraordinarios	-2.575,1	-3.074,0	-3.736,9
Amortización Licencias Copyrights	2.293,7	4.036,1	7.492,0
Depreciación Licencias Copyrghts	0,0	212,2	390,2
Cambios Working Capital y otros	1.352,1	1.437,8	-133,5
CASH FLOW OPERATIVO	1.070,8	2.612,1	4.011,8
Capex	-295,4	-399,9	-1.022,3
Adquisiciones intangibles	-30,6	-42,1	-110,3
Adquisición de Copyrights	-2.586,1	-5.290,8	-9.087,4
Otras	-221,2	-930,3	-440,6
CASH FLOW INVERSIONES	-3.133,4	-6.663,1	-10.660,7
Incremento de deuda		4.100,0	2.519,4
Pago de deuda	-131,7	-688,2	-6.826,0
Emisión de Bonos Convertibles			10.528,2
Otras			339,5
CASH FLOW FINANCIACIÓN	-131,7	3.411,8	6.561,1
Efecto del tipo de cambio	72,0	14,7	-143,4
VARIACIÓN CASH	-2.122,4	-624,5	-231,2

A cierre del 3Q.2018 los ingresos a 12M de iQIYI alcanzaban los ¥22.779,2M (3.365M\$) con una base de 80,7 millones de subscriptores de pago, para el último trimestre del año, la empresa estima unos ingresos alrededor de ¥6.500-6750M (\$950-990M) que equivale a unos ingresos de ¥24.630M (\$3.640M) para 2018.

Siguiendo la media de ingresos por suscriptor a 3Q.2018 de ¥284 (22.779,2/80,7), los subscriptores a cierre del año

2018 alcanzarían los 86,7 millones (24.630/284), un 7,45% más que el trimestre anterior, que anualizado asciende a un incremento del 33% hasta los 107,6 millones de usuarios estimados para el 3Q. 2019.

En base a los usuarios estimados para dentro de un año, podemos hacer una aproximación de los ingresos de cara al 3Q.2019:

SECCIÓN	PREMISA	VALOR	Ingresos est. 3Q 2019 (mill CNY)	Ingresos est. 3Q 2019 (mill USD)	1Y Growth	%/Ventas	
Membership Services	Tarifa Suscripción 15 Yuanes al mes (2,2\$). Equivalente a 180 yuanes al año	¥180,0	Usuarios medios estimados 94,1 [(107,6 + 80,7) / 2]	16.946	2.503	81,2%	41,0%
Online Advertising	Promedio crecimiento anual [YoY], últimos 6 trimestres	40%	Online Advertising 12M a 3Q.2018 fue de 9.267,3 mill Yuanes	12.974	1.916	40,0%	41,0%
Content Distribution	* Consideramos que cada sección permanece con el mismo peso respecto al total de ingresos. "Membership Services" y "Online Advertising" representan el 82% de las ventas mientras que "Content Distribution" y "Others" representarán un 8% y un 10% respectivamente.			2.919	431	55,8%	8,0%
Other	* Hallamos el importe de Ingresos totales mediante: $[(16.946+12.97)/82\%] = 36.488$ mill CNY * Luego multiplicamos el 8% y 10% correspondientes para hallar los 2.919 y 3.649.			3.649	539	59,6%	10,0%
INGRESOS TOTALES ESTIMADOS PARA 3Q 2019			36.488	5.390	60,2%	100%	

* Ingresos totales en base a una base de 107,6M de Subscriptores y 94,1M Subscriptores medios

Con unos ingresos estimados de alrededor de **¥36.488 (\$5.390M)** y considerando los **múltiplos actuales** de iQIYI podemos aproximar el precio objetivo (**conservador**) de cara a este 2019, como vemos en el siguiente gráfico, que, al mismo tiempo, comparamos con los mismos múltiplos

de cotización de Netflix en el periodo equivalente al actual de iQIYI, fue en el año 2016 donde Netflix tuvo unos usuarios medios de 92,1M comparados con los **94,1M estimados** $[(107,6+80.7)/2]$ para iQIYI a 3Q.2019:

	Netflix Media año 2016	iQIYI Actual 3Q2018
Market Cap (mill USD)	45.496,9	15.422,0
Enterprise Value (mill USD)	46.209,0	14.207,9
Revenue (mill USD)	8.830,7	3.364,7
Subscribers Medios	92,1	61,7
Subscribers Growth YoY	14%	89%
EV/Ingresos	5,2	4,2
EV/Subscribers medios	501,9	230,3
Revenue/Subscribers medios	\$95,9	\$54,5

	Múltiplos Netflix 2016 (Periodo Equivalente)	iQIYI Actual
EV/Ingresos	5,2	4,2
EV/Usuarios	501,9	230,3

RATIO	AJUSTE	MÚLTIPLO (Conservador)	MARKET CAP OBJETIVO (en mill USD)	PRECIO OBJETIVO	POTENCIAL
EV/Ingresos	Redondeo a la baja del múltiplo actual de iQIYI	4,0	22.773	32	48%
EV/Usuarios	Rev/Subsc Netflix es 1,76 veces superior	285,0	28.045	39	82%
PROMEDIO			\$25.409	\$35	65%

* Múltiplo EV/Subscriptores medios = 285x; Netflix cotiza a 502 veces su base de usuarios, mientras iQIYI lo hace a 236 veces (2,1 veces menor) cuando los ingresos sobre estos subscriptores medios de Netflix en el periodo equivalente eran de 1,76 veces superior, por lo que el 280x lo tomamos como el ajuste de esos 502 de Netflix equivalentes para iQIYI, es decir: $502/1,76=285$, que multiplicado por los usuarios medios de iQIYI.

Tenemos en cuenta que actualmente lo que nos interesa de iQIYI es que siga **incrementando su base de usuarios** y siga **consolidando su posición de dominio** en este mercado creciente en China del que actualmente es **líder**. La directiva está claramente enfocada en el objetivo de inversión en I+D para seguir mejorando la plataforma y la tecnología analítica de Big Data junto con Baidu, al mismo tiempo, se está haciendo un desembolso importante en la **producción y lanzamiento** de mayor contenido propio y firmando acuerdos con terceros como Nickelodeon, Ctrip, China Sports Capital, Eros Int, JD. Com, Fuji TV y la propia Netflix entre otras, además, el presidente de Baidu ,Ya Qin Zhan, anunció en el foro económico de Davos (diciembre-2018) que “**vienen por delante muchos acuerdos interesantes**”.

Conclusión

Estimaciones 3Q 2019 12M	
Revenue (mill CNY)	36.487,9
Revenue (mill USD)	5.389,6
Subscribers	107,6
Subscribers Growth	33,3%
Subscribers Medios	94,1
Market Cap (mill CNY)	172.018,1
Market Cap (mill USD)	25.408,9
Precio Objetivo	\$35
Potencial	61,0%

En una compañía como iQIYI, en el **corto plazo** debemos centrarnos en que la compañía tenga una **buena base de subscriptores** y, como digo, **consolidar su liderazgo**, para poder generar **ventajas competitivas** a través de la **cuota de mercado** resultante y el **mayor poder de negociación** con terceras productoras y los costes asociados a la propia productora de iQIYI, que a través de ese incremento de la base de usuarios y **poder de negociación**, puede permitir a la compañía generar márgenes positivos al tener **capacidad para subir los precios** (actualmente bastante reducidos) y **reducir sus costes**, que en gran medida vienen dados por la amortización de los derechos de autor o **Copyrights**, que con una vida útil media de 2,5 años, suponen una **elevada amortización anual** (por este motivo los FCF son positivos).

El próximo 21 de febrero la compañía presenta resultados del 4Q.2018 y, probablemente, la acción **será castigada** si no hay mejoría en sus pérdidas, aunque si los subscriptores mejoran acorde o mejor a lo estimado, esta corrección puede ser un buen momento de entrada con un **potencial (o margen de cobertura) mayor**.

Este análisis no es una recomendación de compra o venta, supone un punto de vista personal bajo mis propios criterios de valoración, personalmente poseo acciones de “iQIYI Inc”, el análisis debe ser propio de cada uno y siempre debe ir acompañado de una valoración personal sobre los riesgos derivados de cada inversión.

Tesis de Inversión

Enterprise Diversified



@ Alberto Ayuso

"We ask something of you, as well. Keep your focus on the long-term. Don't fixate on results over a quarter or a few years. We don't want short-term shareholders. This is not a company to trade in and out of." Steven Kiel. SYTE Annual Letter 2017.

El enfoque de todo inversor sufre una evolución constante con el paso del tiempo, a medida que el aprendizaje y la experiencia adquirida le permiten adoptar modelos mentales nuevos, así como un mejor conocimiento de sí mismo.

En mi caso, esta evolución me ha llevado a asignar una importancia fundamental a la directiva de las empresas. La experiencia me ha demostrado que no es suficiente el hecho de que ésta posea acciones: si quieres ganar al mercado tendrás que asociarte con auténticos *Outsiders**.

*Outsider: Concepto extraído del libro "The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success" William N. Thorndike Jr. (2012). El libro resume las características en común de 8 CEOs poco convencionales que consiguieron que el precio de las acciones de sus empresas superara con un amplio margen a sus comparables y al índice en largos periodos de tiempo. Vamos a ver algunas de estas características a través de la figura de Steven Kiel, Chairman de Enterprise Diversified (SYTE), la empresa sobre la cual trata esta tesis.

Un poco de historia...

Steven Kiel es el gestor del fondo de inversión Arquitos Capital Management. El retorno anualizado de este fondo (neto de comisiones) desde su lanzamiento en abril de 2012 hasta finales de 2018, ha sido 21.3%.

Además, es el CEO de Enterprise Diversified (SYTE), -antigua Sitestar Corporation-, desde octubre de 2015, cuando un grupo de inversores liderados por él tomaron el control de esta pequeña empresa en problemas y bajo sospecha de fraude. A finales de 2018 pasó a ser presidente de esta compañía.

Hoy Enterprise Diversified, Inc., con una capitalización de 22M\$, es un *holding* que funciona como un vehículo de inversión cotizado. Ser una compañía cotizada con capital permanente les permite acceder a otro tipo de inversiones que no podrían realizar desde un fondo de inversión.

La filosofía de la compañía es centralizar las decisiones de asignación de capital a nivel corporativo y descentralizar las decisiones operativas entre los gerentes subsidiarios. Este modelo de organización ha demostrado ser muy eficiente ya que permite invertir el capital generado por los diversos negocios donde se estime que el retorno va a ser más interesante.

Los mejores CEOs son inversores

"The directors and I are students of investing from a value perspective" Steven Kiel. Annual Letter 2015.

La ventaja de que un inversor con una mentalidad *value* dirija una compañía es que va a evaluar todas las decisiones teniendo en cuenta el objetivo de maximizar la creación de valor a largo plazo, aunque eso signifique tomar decisiones dolorosas o que no cuenten con el favor del mercado en el corto plazo.

Las métricas en las que suelen centrarse las compañías y los analistas suelen ser el crecimiento en ventas y en beneficios en términos absolutos y, normalmente, los bonus de los directivos van ligados a ellos. Sin embargo, esto suele llevar a pobres asignaciones de capital, como adquirir otras compañías pagando un precio demasiado alto, sobreestimar sinergias, no tener una estructura fiscal óptima... En general, los inversores exitosos saben que es necesario centrar la atención en las métricas divididas por el número de acciones y en los retornos sobre el capital empleado.

En SYTE los ingresos y beneficios contables no son una métrica fiable debido en parte a la ciclicidad y variabilidad de estos y en parte a que los criterios contables obligan a anotar las variaciones de las inversiones en fondos en la cuenta de pérdidas y ganancias.

De esta manera, tiene sentido que la métrica elegida por el management para dirigir y evaluar el desempeño de la empresa sea el crecimiento del valor en libros por acción, ya que sería la misma que elegiríamos nosotros como inversores externos.

Asignación de capital

La asignación de capital es el pilar central de SYTE. La empresa no provee *guidance* ni presenta planes estratégicos, lo cual proporciona una gran flexibilidad a las decisiones tanto operativas como estratégicas y permite priorizar la generación de valor a largo plazo sobre el cortoplacismo del mercado.

Un ejemplo de asignación de capital inteligente ha sido la emisión de acciones por valor de 4M\$ cuando estas cotizaban por encima de 2 veces valor en libros para financiar parte de la compra de activos inmobiliarios de Mt. Melrose (a 15\$ de media). La generación de valor para el accionista es inmediata.

Otro ejemplo es el uso de deuda en esta misma transacción con recurso a estos activos, lo que aumenta el ROE de la empresa sin comprometerla financieramente.

Segmentos de negocio

Gestión de fondos de inversión: La empresa posee el 100% de la gestora Willow Oak Asset Management, creada en octubre de 2016. Este es el segmento más importante dentro de SYTE, junto con los activos inmobiliarios, y la principal fuente de crecimiento. Se trata de negocio altamente escalable sin necesidad de capital adicional y que esconde una alta opcionalidad. La gestora por un lado posee inversiones en los fondos

Alluvial, Bonhoeffer y Willow Oak Select Fund y por otro lado tiene derecho a cobrar comisiones de estos, tanto fijas como de resultados. Esto supone un gran apalancamiento operativo ya que si estos fondos aumentan sus activos bajo gestión la comisión fija aumenta en la misma medida, sin ningún tipo de incremento de costes, por lo

que este flujo de caja va directamente al EBITDA. Si además tienen buenos rendimientos, este incremento de ingresos puede ser exponencial.

Steven Kiel ilustra esta opcionalidad por medio de un ejemplo en la carta del cuarto trimestre de 2018:

El fondo Bonhoeffer es gestionado por Keith Smith, quien forma parte de la directiva de Enterprise Diversified.

El fondo Bonhoeffer se lanzó en julio de 2017 y actualmente gestiona 14M\$. La empresa recibe un 50% de las comisiones de este fondo. No es nada exagerado suponer que para 2022 Bonhoeffer gestione 50M\$ millones. Supongamos también, como un experimento mental, que el fondo tiene un rendimiento del 30% ese año. ¿Demasiado alto podrías pensar? El 30% es el rendimiento promedio anual que Keith obtuvo en su cartera personal en los 11 años anteriores al lanzamiento del fondo.

Con la estructura de comisiones de Bonhoeffer, SYTE ganaría aproximadamente \$ 1.5 millones en 2022. El valor en libros para los intereses de SYTE en Bonhoeffer es actualmente de \$0. La capitalización de mercado de toda la compañía es actualmente de \$ 22 millones. Una relación y un año tienen la capacidad de ganar el 7% del valor total de la empresa.

Inmobiliario: A través de Mt. Melrose. La mayoría de los activos inmobiliarios están en alquiler, es decir, generando rentas que pueden ser reinvertidas oportunamente en este segmento o en otros (no necesariamente existentes).

Fontanería y climatización: se centra en la adquisición y operación de pequeñas empresas de climatización y fontanería a vendedores forzados a través del HVAC Value Fund. Se trata de un negocio estacionalmente cíclico.

Servicios de Internet: segmento heredado de la antigua Sitestar que ofrece acceso a Internet para particulares y empresas, servicios de conexión a Internet, alojamiento web y diversos servicios auxiliares en EEUU y Canadá. No es un buen negocio, pero han conseguido moderar el decrecimiento en ventas y genera caja que puede ser reinvertida en los otros segmentos.

Otros: incluye los activos inmobiliarios heredados de la antigua Sitestar, los ingresos y gastos a nivel corporativo y algunas inversiones de corto plazo.

Intereses alineados

Es difícil encontrar una empresa en la que los intereses estén tan alineados entre la directiva y los accionistas. Steven Kiel, tiene invertido en ella el 29% del fondo Arquitos, en el cual tiene su patrimonio y el de familiares y amigos, se juega por tanto también su reputación. Además, todos los miembros de la directiva poseen un número significativo de acciones, así como gran parte de los empleados hasta completar un 28.5% del capital en manos de *insiders*. Otro 30% del capital está en manos de fondos con una visión a largo plazo.

Riesgos

Además de los riesgos inherentes a casi todas las inversiones, en esta empresa destacan los siguientes:

- Reducido historial desde que Steven Kiel tomó las riendas de la empresa.
- Dependencia excesiva de personas clave. La tesis se sustenta fundamentalmente en el talento de Steven Kiel y el resto de la directiva, así como en el alineamiento de intereses de estos con los demás accionistas.
- El apalancamiento operativo de la gestora de fondos también puede jugar en contra.
- Ilíquidez de la acción.

Valoración y conclusión

A pesar de lo reconfortante que suele ser establecer un precio objetivo para una compañía, es algo que creo que no tiene sentido en este caso.

Podríamos intentar establecer un múltiplo "objetivo" para el valor en libros. Pero tampoco creo que tenga mucho sentido. ¿Por qué?

- Porque algunos elementos clave de la empresa están marcados a valor 0\$ en libros, como los derechos a cobrar comisiones de los diferentes fondos de Willow Oak, tanto fijas como variables.

- Porque el reducido histórico de la empresa bajo el mando de Steven Kiel (a efectos prácticos desde principios de 2016) no nos permite establecer un ROE sostenible ni evaluar el crecimiento del valor en libros a largo plazo, especialmente teniendo en cuenta que dedicaron el primer año a sanear la empresa.

No obstante, teniendo en cuenta que el valor en libros de las propiedades inmobiliarias se corresponde con el menor entre el coste de adquisición o el "fair value", que

éste se actualiza cada año, pero únicamente si la variación es a la baja y que el *management* ha hecho limpieza del balance durante la restructuración, podemos fiarnos de que las valoraciones del resto de activos fuera de la gestora sean conservadoras.

Con el precio de la acción en 8,6\$ estamos pagando únicamente 1.09x valor en libros por una empresa cuyo balance merece con toda seguridad un múltiplo mayor y en la que se dan las siguientes características:

- Modelo de organización tipo "Berkshire Hathaway".
- Alineamiento de intereses.
- Directiva formada por inversores con visión de largo plazo.
- Base de activos bajo gestión tan pequeña que es relativamente fácil que se multiplique por varias veces, con posibilidad de incrementar exponencialmente los ingresos.
- Foco de la directiva en hacer crecer el valor en libros por acción. De esta manera, se dan las condiciones óptimas para que el rendimiento de la acción supere a los índices en los próximos años.

Resumen del Balance

	Por acción (\$)		
	dic-16	dic-17	sep-18
Caja	1.7	1.5	0.1
Cuentas por cobrar	0.1	0.2	0.2
Inversiones (fair value)	0.4	4.6	4.1
Inmobiliario	1.3	0.4	4.6
Fondo de comercio y otros activos	3.0	1.3	2.5
Total Activos	6.5	7.9	11.5

Cuentas a pagar	0.1	0.1	0.2
Gastos acumulados	0.1	0.2	0.1
Ingresos diferidos	0.1	0.1	0.1
Deuda	0.2	0.3	3.4
Equity	6.0	7.2	7.7

Nº Acciones (post reverse split 1/125)	1,521,841	2,199,724	2,544,776
Precio (post reverse split 1/125)	\$ 10.75	\$ 14.88	\$ 15.00

Precio / Valor en libros	1.79	2.06	1.95
--------------------------	------	------	------

Valor en libros/acción a dic-2018	7.9
Precio por acción a 29/01/2018	8.6
Precio / valor en libros a 29/01/2018	1.09

*Nota: el valor en libros a dic-2018 aparece comentado por Steven Kiel en la carta del Q4 del fondo Arquitos.



MI CARTERA

Web y App para móvil

¿Conoces ya nuestra nueva herramienta de **Mi Cartera**?

➤ Ya puedes crear tu propia cartera con dinero ficticio para comprobar tu sistema de inversión en acciones, ETFs y Fondos de inversión así como evaluar el histórico de tus operaciones. Esta herramienta te permitirá conocer mejor tu cartera, saber si está bien diversificada, cuál es la tendencia de tu rentabilidad y qué activos podrían ayudarte a mejorarla. Además podrás consultar las ideas de inversión en función de tu perfil de riesgo. Descubre el optimizador para crear tu cartera eficiente.

Conocer y analizar en profundidad nuestra cartera es un paso clave a la hora de obtener buenos rendimientos en nuestras inversiones. Si tenemos una visión global de la misma podremos identificar posibles errores en la configuración de la misma como tener activos muy similares en cartera, no estar correctamente diversificado y tener una cartera que no se ajusta a nuestro perfil de riesgo. Por ello Rankia pone a disposición de sus usuarios una herramienta gratuita para hacerlo.



Prueba la nueva herramienta Mi Cartera y simula tus inversiones.

<https://www.rankia.com/carteras/login>



Rankia



Entrevista a Miguel Rodríguez San Juan



Miguel Rodríguez estudió Administración y Dirección de Empresas y realizó un Master en Finanzas y Gestión de Mercados Financieros por la Universidad San Pablo CEU (Madrid). Además, gestiona patrimonio familiar desde hace casi 20 años y trabajó durante 5 años en una pequeña *boutique* de Corporate en Madrid, asesorando en operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas.

Actualmente, es uno de los socios de Efialia (<https://efialia.com/>), compañía especializada en el asesoramiento de operaciones corporativas.

Por otra parte, gracias a su relación con Marc Garrigasait y David Aguirre, es Consejero en Koala Capital Sicav y está en el Advisory Board del fondo Panda Agriculture & Water Fund.

1. ¿Cuáles fueron tus comienzos en el mundo de la inversión? ¿Qué te atrajo de él?

Mi primer contacto con el mundo de la inversión se produjo cuando comenzaba segundo de carrera en la universidad. Entonces, asistí a un curso de mercados financieros impartido por José Luis López Mendo en la Universidad Complutense que me cautivó. Transmitía tanto que me enganchó y comencé a estudiar el comportamiento de los mercados financieros y algunas compañías que me llamaban la atención por su modelo negocio.

Además, mis inicios fueron en pleno estallido de la burbuja *puntocom*. Considero una suerte haber empezado a invertir en un mercado como el de aquella época, donde las empresas tecnológicas, telecomos y algunos *blue chips* se desplomaban debido a las elevadas valoraciones registradas, pero muchos pequeños valores olvidados subían contra mercado.

2. ¿Cuál fue tu primera inversión y qué aprendiste de ella?

La primera inversión fue la compañía valenciana Natra. Por aquel entonces, la compañía tenía básicamente 2 negocios, cacao/chocolate y caféina.

La inversión fue *tenbagger* y además entregó un dividendo en especie de Natraceutical, filial de ingredientes funcionales en la que realizaron un *spin off*.

Posteriormente, Natra se introdujo en una vorágine de compras apalancadas (Chocolaterie Jacali, Zahor, All Crump, Nutkao) que la dejó en una situación muy complicada, destruyendo todo el valor generado previamente.

Obtuve varias lecciones interesantes:

- No es prudente enamorarse de ningún negocio. Todo cambia muy rápido y si no te adaptas, lo normal es que mueras.
- La inversión es paciencia. Si el negocio es bueno y está infravalorado, la paciencia es tu aliada.
- Aprendí que los empresarios también se “emborrachan” de éxito y la importancia de la correcta asignación de recursos. Hay pocos aspectos más relevantes que reinvertir de forma adecuada el capital generado. Hacerlo de forma correcta, multiplica el valor del negocio exponencialmente y si no es así, puede hacer desaparecer tu compañía.

3. Actualmente eres consejero de Koala Capital Sicav... ¿Cómo comenzaste en este proyecto?

Conocí a Marc Garrigasait hace unos 9 años cuando escribía en “El Confidencial” y por su blog “Investors Conundrum” (<https://investorsconundrum.com/>). Me interesé por su forma de gestionar e invertimos en Koala Capital Sicav. A partir de ese momento, fuimos conociéndonos más y nos dimos cuenta de que teníamos similares valores, que nuestra forma de ver la economía, los mercados financieros y el mundo de la inversión era muy parecida.

Koala es un vehículo de inversión mixto-flexible-global, que también ha servido como fuente de ideas para la generación de otros productos de inversión como los fondos Panda Agriculture & Water Fund y Japan Deep Value.

Tanto él, como David Aguirre, me propusieron ser consejero de la Sicav y lo aprobaron por unanimidad todos los accionistas, en la junta de mayo de 2018.

4. ¿Por qué Japón?

En el caso de Japón, la explicación es muy sencilla. Nunca habíamos visto compañías cotizadas tan baratas y tengo muchas dudas de que lo volvámos a encontrar en nuestra vida.

Debido a una serie de circunstancias producidas (burbuja histórica, gran depresión, ciclo bajista, barreras idiomáticas, empresas no seguidas, etc.), hoy se pueden encontrar compañías pequeñas y medianas en Japón, que puedes adquirir por debajo de 3 veces Valor de empresa/Flujo de caja libre (>30% FCY yield) y en muchos casos, las puedes adquirir teniendo más caja neta de deuda que capitalización bursátil. Además, empezamos a observar una serie de catalizadores que nos hacen pensar que, tarde o temprano, los flujos acabarán encontrando esta oportunidad y poniendo estas compañías en valoraciones razonables.

5. ¿Me podrías explicar algunos de los catalizadores?

Hay una serie de catalizadores tanto micro como macro que es interesante conocer. Todo ello, sin perder de vista que el mayor catalizador es la valoración. La experiencia me dicta que cuando hay un activo extraordinariamente barato, esa ineficiencia no dura demasiado tiempo.

Catalizadores micro.

- El Abenomics incluye hasta 11 medidas con el objetivo de reforzar el Gobierno Corporativo, algunas de las cuales incluyen una mayor transparencia e información a los accionistas, el incremento de dividendos (desde 2002 se han multiplicado por 3) o la recompra de acciones (en su día prohibidas) entre otras.
- Los cambios generacionales en compañías concretas están favoreciendo cambios estratégicos, de gestión y de remuneración al accionista.
- Con estas valoraciones existe atractivo para realizar operaciones corporativas (OPAs, fusiones o la eliminación de participaciones cruzadas).

Catalizadores macro.

- Mayor flujo inversor. El diferencial entre la rentabilidad de la renta fija (bonos 10 años en Japón ligeramente en negativo) y una rentabilidad por dividendo superior al 2%, es muy significativa como para no atraer flujos.

- El Government Pension Investment Fund (GPIF), el mayor del mundo con \$1,5T de activos bajo gestión, tiene el mandato de aumentar su inversión en Bolsa y reducir su peso en bonos. Actualmente tiene un 25% en renta variable.
- Potencial para el Value Investing. No hay apenas inversores *value* nacionales y muy pocos internacionales invirtiendo allí todavía.

negocios a precios razonables. A largo plazo, la rentabilidad de los segundos es bastante más elevada que la de los primeros.

Para invertir con éxito, es importante entender bien la compañía, el negocio, sus ventajas competitivas, su equipo directivo, los competidores y disruptores y para establecer una valoración razonable, es importante no generar escenarios muy lejanos en el tiempo.

6. Por qué invertir en el sector agroalimentario y del agua?

Todos tenemos claro que, en esta locura de expansiones monetarias de los Bancos Centrales, tiene mucho sentido invertir en activos reales y se nos ocurren pocos mejores que los agrícolas.

La agricultura sufrió una primera revolución en las décadas de los 60-70 con la introducción de maquinaria agrícola, fertilizantes y riego por aspersión, que incrementó la productividad de forma notable.

Actualmente, se tiene que producir una segunda revolución, ya que el mundo crece a un ritmo de más de 200.000 personas diarias. La ONU estima que rochemos los 10.000 millones de habitantes en 2050 (vs 7.690 millones en la actualidad). Además, los países que más crecen aumentan más su renta per cápita y demandan más proteína (carne y pescado). El reto de alimentar esta población creciente es importante y las empresas líderes de muchos subsectores agrícolas, ganaderos y de agua se verán beneficiadas.

7. ¿Cuál dirías que es el problema más importante a la hora de valorar negocios y qué debemos tener en cuenta para invertir con éxito a largo plazo?

El problema más importante a la hora de valorar negocios es que cada día es más difícil conseguir ventajas competitivas duraderas en el tiempo.

Muchos inversores intentan comprar negocios muy baratos independientemente de la calidad del negocio, pero cuando son más expertos, acaban comprando muy buenos

8. En alguna ocasión has mencionado que el ratio que tú consideras más importante es el EV/Flujo de caja, y además te parece muy relevante el retorno sobre el capital invertido (ROIC). ¿Cuáles serían los filtros mínimos que debe cumplir una empresa para considerar invertir en ella?

Cada maestrillo tiene su librillo, pero para mí, lo más importante es analizar la generación de caja recurrente. Es menos manipulable, te avisa anticipadamente si algo no funciona y es un buen termómetro para analizar si la asignación de recursos y la reinversión es correcta.

Asimismo, es clave conocer el retorno del capital invertido y el crecimiento del negocio. Realmente, la combinación de toda esta metodología es la que te lleva a invertir en una compañía.

Para calcular el Valor de Empresa – Enterprise Value (EV) ajustado a la capitalización, se debe restar el efectivo y equivalentes y si existe alguna inversión líquida a corto plazo con un valor de mercado perfectamente calculable, se suman las deudas, *leasings*, preferentes, minoritarios y se ajusta el déficit de los planes de pensiones si existieran.

El ROIC es clave ya que nos muestra la rentabilidad del negocio en función del capital empleado que necesitas para generar valor. Compañías *compounders* son muy interesantes si consiguen reinvertir toda su generación de caja con un ROIC alto. Si esto se consigue realizar durante varios años consecutivos, la generación de valor es extraordinaria.

Además, me gusta utilizar el método GARP (Growth At A Reasonable Price) que compara el EV/FCF y el crecimiento de ventas. A priori, cualquier inversión por debajo de 1 es inte-

resante. En Japón se da la circunstancia de que hay numerosas inversiones por debajo de 0,50, ratio extraordinario que muestra la oportunidad de estas inversiones.

9. Además de ser consejero en Koala Capital Sicav, también eres socio director de Efialia. ¿A qué se dedica Efialia y cuál es tu función allí? ¿En qué se parece y en qué se diferencia la labor de Efialia con la de un inversor en bolsa?

Efialia es una consultora fundada en Guipúzcoa en 2011 por Óscar Mambrillas y Xabier Urtizberea que se dedicaba fundamentalmente a realizar consultorías comerciales y gerencias interinas. Hace año y medio nos incorporamos Gabriel Benguría y yo con la idea de seguir la buena línea marcada y de ofrecer otros servicios vinculados al Corporate Finance. Hemos intermediado con éxito en diversas operaciones de compraventa de empresas y estamos valorando la posibilidad de vehicular el creciente interés inversor de nuestros clientes hacia PYMES con el objetivo de aportar nuestro conocimiento y ponerlas en valor.

La realidad es que hay muchas semejanzas en ambas labores ya que todo gira en torno a la valoración de compañías. Sean privadas o cotizadas, lo esencial es saber valorar de forma adecuada las compañías y comprar o vender en función de ello.

10. Hasta la fecha, ¿cuál ha sido tu mejor y tu peor inversión? ¿Qué sucedió?

Por citarte alguna inversión de Koala Capital Sicav, estoy muy contento con Etsy, compañía de *e-commerce* que pone en contacto a artesanos de cualquier parte del mundo con potenciales compradores. Ya tiene 39,4 millones de compradores activos (CAGR del 18% desde 2015) y 2,1 millones de vendedores con más de 60 millones de productos disponibles. Es un *tenbagger* en los últimos 3 años contra el que no han podido ni Amazon, ni Ebay, ni Alibaba.

La inversión de la que guardo peor recuerdo es de la Inmobiliaria catalana AISA. Fue una compra en corros de Barcelona a 9€ que posteriormente salió al mercado continuo y llegó a 42€. Consiguieron engatusar a inversores tan re-

levantes como Nozar, Enric Masso o Amancio Ortega. Yo acabé vendiendo sobre 6-7€.

Aprendí la importancia de un buen *management* y su alineación de intereses con los accionistas.

11. Y para terminar, ¿cuáles los últimos tres libros que has leído?

Los últimos 3 libros que me he leído son muy diferentes pero interesantes.

“Editando genes: recorta, pega y colorea” de Lluís Montoliu.

El libro trata sobre la técnica CRISPR, de la que oiremos hablar mucho en los próximos años y que espero que pueda darnos nuestro tercer Nobel científico en el nombre de Francis Mojica. Esta técnica nos va a cambiar la vida ya que podremos combatir enfermedades y será una revolución para la agricultura y la ganadería.

“Hágase el agua” de Seth M. Siegel.

Explica cómo Israel, un país desértico y aislado ha conseguido convertirse en un vergel gracias a la innovación y la creatividad.

El libro trata el gran problema del agua, sector donde se tienen que producir grandes cambios e inversiones. Además, tiene una segunda lección sobre la importancia de los incentivos en la vida.

“Flash Boys” de Michael Lewis.

Libro recomendado por Marc Garrigasait. Me parece muy recomendable para cualquier inversor ya que explica bien el High Frequency Trading (HFT) y el uso de algoritmos que tanta relevancia han conseguido en los últimos años. También pone de manifiesto cómo se puede manipular un mercado de valores y cómo nos han tomado el pelo a la hora de ejecutar algunas operaciones de compraventa de acciones.

Tesis de Inversión

NBI Bearings



@ **Rodrigo Cuesta**

Presidente del club de inversión de la Universidad de Valencia UV Invest y blogger en Rankia

El análisis que hemos realizado lo podemos dividir en dos grandes bloques: **el cuantitativo y el cualitativo**. En el análisis cualitativo hablamos principalmente del *managemet*, la propiedad y ventajas competitivas que hemos encontrado principalmente. En la parte cuantitativa hablaremos de los números, es decir, su EBITDA, deuda, márgenes y lo más importante, nuestra valoración y por lo tanto su potencial. Por último, antes de entrar de lleno en el análisis nos gustaría aclarar que todos los números que utilizamos y de los que pondremos alguna imagen, los hemos sacado de la propia web de la empresa, lo que indica la gran transparencia que tienen con el inversor, cosa en la que haremos hincapié más adelante.

Vamos a comenzar explicando a qué se dedica esta empresa. NBI Bearings es una empresa que está centrada en el diseño, fabricación y comercialización de rodamientos de alta precisión y productos de alto valor añadido dirigidos a sectores industriales. Un rodamiento es una pieza que se introduce dentro de cualquier mecanismo industrial que gira. Se trata de un producto que requiere altas especificaciones técnicas para adaptarse a las necesidades del producto y robustez para que el mecanismo que permite la movilidad de la pieza no falle.

En particular, NBI Bearings está centrada en el ámbito industrial. Se trata de una decisión estratégica basada en la búsqueda de una mayor flexibilidad, en la producción y un mayor margen operativo en su negocio. Según dice Roberto Martínez, presidente de NBI Bearings.

Una vez explicado de forma resumida a qué se dedica la empresa, nos gustaría dar unos pequeños datos sobre cómo se compone la industria a la que pertenece y por ende de sus competidores y posibilidades de crecimiento.

El mercado de rodamientos es un mercado muy grande. Según estimaciones de SKF, una de las empresas con mayor cuota en dicho mercado, en 2018 alcanzó la cifra de 86.000MM\$(USD).

Nos encontramos en un sector que crece en EEUU y Europa en torno al 6%, en Asia al 9%, mientras que la economía mundial está creciendo al 2-3%. Por tanto, tenemos un sector grande y en crecimiento, en el cual nos encontramos esta empresa de pequeña capitalización con mucho potencial de crecimiento, con mejores retornos sobre el capital que sus competidores y mayores márgenes. Esto nos indica que la empresa tiene más calidad que la gran mayoría de sus competidores. Es, por tanto, un sector interesante, con una empresa más interesante todavía.

La cuota de mercado está muy repartida

- 60% está en manos de las empresas que facturan más de 1000M €.
- 20% en manos de pequeñas y medianas empresas que facturan por debajo de 30M €. NBI se encuentra en esta posición.
- El 20% restante en manos de empresas asiáticas que producen y comercializan mayoritariamente en Asia Pacífica.

En cuanto a los clientes del mercado, se reparte en:

- 40% empresas industriales
- 30% empresas automovilísticas
- 30% distribución

Viendo la situación del mercado, vemos como NBI Bearings está situado en una buena posición en un mercado que ofrece unas condiciones enormes de crecimiento.

En cuanto a las características de su producción dentro del sector y sus ventajas competitivas podemos comentar lo siguiente:

- Rodamientos de alta calidad.
- Producción en tiradas bajas para conseguir mejor margen operativo.
- Producción especializada.
- Plazos de producción y de entrega inferiores a los competidores.
- Precios inferiores a los competidores.
- Contratos macro a largo plazo con los clientes que se van renovando automáticamente a largo plazo.
- Adecuación a las necesidades de los clientes.

La principal ventaja competitiva con la que cuentan es el coste de cambio. Al tratarse de una producción muy especializada, de alto valor añadido, es necesario que se produzca previamente a la fabricación un proceso de homologación. Este proceso de homologación dura aproximadamente 3 años de media y supone unos costes elevados (aproximadamente 20.000€ a cada parte). Por tanto, si una empresa decide no usar el rodamiento después del proceso de homologación, tendrá que parar la producción 3 años e incrementar los costes de producción.

Vemos que no existen incentivos por parte de los clientes a dejar de usar esos rodamientos hasta que el producto comercializado se quede obsoleto.

Otra ventaja competitiva con la que cuentan son los altos costes de entrada que tiene el sector de producción de rodamientos. Al ser un sector intensivo en capital físico, requiere de unas inversiones para empezar a producir bastante elevadas.

En cuanto al crecimiento, NBI Bearings lleva a cabo un proceso que agrupa tanto crecimiento **orgánico como inorgánico**.

El modelo de desarrollo, en palabras de su CEO, consiste en integrar la cadena de producción verticalmente mediante la adquisición de otras empresas que ya están instaladas en el sector, siempre con el objetivo de crear valor. A través de este proceso crean valor doblemente. Por un lado, mediante la integración vertical de nuevas fases a la cadena de producción, crea valor aumentando la flexibilidad de la empresa, ya que de esta manera la empresa se vuelve más eficiente en su estrategia de producir tiradas cortas y de alto valor añadido, mejorando por tanto su margen operativo. Además, por otro lado, les permite absorber la cartera de clientes que ya tenían consolidadas dichas empresas. De esta forma crean valor es optimizando estas empresas, consiguiendo mejoras de eficiencia que permitan que por sí mismas ser rentables y generar beneficios.

Este crecimiento exógeno o inorgánico se ha basado en los últimos años en la adquisición de sociedades ya consolidadas en el sector.

En el año 2016 llevaron a cabo la adquisición del 100% del capital social de las empresas **EGIKOR S.A., Industrias Betico S.A. y Talleres Ermua S.L.**, lo que le permitió a NBI Bearings crear su división industrial. Además en 2018 adquirieron el 75% del capital de Aida Ingeniería.

Sin embargo, no todo el crecimiento de la compañía ha sido inorgánico, sino que también han crecido de manera interna.

En el año 2015, empezaron a construir una fábrica en Oquendo. Esta inversión ha llevado a la empresa a tener un aumento de costes. Dicha construcción ya se ha acabado, y por tanto se acabó el sobrecoste de esta inversión. A demás, a principios del 2019, va a entrar en funcionamiento. La fábrica va a pasar a ser otro elemento de generación de caja para la empresa. Pensamos que la puesta a pleno rendimiento de esta fábrica, va a hacer que aumenten bastante los márgenes de la empresa, lo cual puede ser un buen catalizador.

Entrando en el **análisis del management**, vemos como el equipo lleva muchos años de experiencia en el sector, está muy focalizado en la generación de valor para el accionista y tienen un claro *skin in the game*. En este apartado cabe centrarnos en dos personas especialmente, una es Roberto Martínez, es el fundador, CEO y accionista de referencia con aproximadamente un 50% de las acciones de la empresa (48'64%). La otra persona de vital relevancia que cabe comentar es Antonio Gonzalo Bote, también es socio fundador, director de ventas y segundo máximo accionista de la empresa con aproximadamente el 20% de las acciones de la empresa (19'17%)

Accionista	Número de acciones	Porcentaje de capital
Roberto Martínez de la Iglesia (1)	5.997.992	48,64%
Antonio Gonzalo Bote (2)	2.363.712	19,17%

(1) Titularidad indirecta a través de Pakel Inversiones y Servicios, S.L. Unipersonal.
(2) Titularidad indirecta a través de Teknor Inversiones y Servicios, S.L. Unipersonal.

Vemos cómo hay una clara alineación de intereses. Los dos directivos se juegan parte de su patrimonio (sus acciones en la empresa pesan mucho más que sus salarios como trabajadores de ésta, cosa en la que nos solemos fijar) en el devenir de la empresa, siendo los principales interesados en realizar un papel de dirección y gestión adecuado.

Más allá, el resto de acciones están diluidas en Free Float.

Queremos hacer especial insistencia en la visión que tiene el **equipo directivo en la generación de valor para el accionista**. Lo primero de todo, tiene sentido ya que la directiva tienen un claro *skin in the game* como acabamos de expli

car. Este dato nos da una especial tranquilidad y nos indica cómo hay una clara alineación de intereses entre la propiedad, el *management* y los accionistas.

Están muy crecer de una manera más rápida, y también pensamos que para que empiecen a reducir deuda aún queda mucho, ya que además la tienen bastante controlada, en torno a 2-3x EBITDA.

Por lo tanto, es una empresa que se centra en la generación de valor para el accionista y eso nos hace estar muy tranquilos y cómodos con la compañía como inversores.

Además, llevan a cabo un proceso de recompra de acciones cuando el precio de éstas es relativamente bajo, que a nuestro juicio es una estrategia magnífica para la generación de valor, aunque las recompras de acciones no gozan de una buena imagen en España por considerar que pueden distorsionar el mercado, y así lo hace saber el legislador con las limitaciones que se observan en la Ley de Sociedades de Capital.

Respecto al caso de NBI Bearings consideramos que el proceso de compra de acciones propias que realizan de forma

gradual desde 2016 es positiva. La principal razón de ello es porque consideramos que los directivos de la empresa tienen un buen criterio para tomar esta decisión, fruto de la experiencia que acumulan en el sector. Además sabemos que sus intereses están alineados con los de los accionistas, ya que acumulan cerca del 70% de las acciones de la empresa. Por lo tanto consideramos que en este caso la recompra de acciones propias es una fuente de valor de para el accionista y una forma de reinversión fiscalmente eficiente para el inversor particular.

Introduciéndonos en la valoración cuantitativa, vemos como desde 2015, los ingresos, EBITDA, EBIT y sus respectivos márgenes han crecido progresivamente hasta día de hoy. En la imagen adjunta, se observa esta realidad. También se observa que, en el último año, han caído los ingresos. Hay que matizar que las cifras de 2018 están incompletas (falta el 4º trimestre), por lo que se está comparando el 2017 con 3 trimestres del 2018.

Por tanto, podemos observar cómo el crecimiento de la empresa durante estos años ha sido significativo.

cuenta de resultados (en miles de euros)	2015	DESV.15/16	2016	DESV.16/17	2017	17/3T 18	3T 2018
facturación	8.199	37,10%	11.240,30	92%	21.575,70	-16,6%	17.986
activación I+D	285,6	-25,40%	213	123%	474,6	-45,8%	257
TOTAL INGRESOS	8.484,80	35%	11.453,30	93%	22.050,30	-17,3%	18.243
costes de las ventas	-3.988,50	34,80%	-5.377,40	108%	-11.168,30	-17,7%	-9.197
MARGEN BRUTO	4.496,30	35,10%	6.075,80	79%	10.882	-16,9%	9.047
gastos de personal	-1.533	86,70%	-2.861,70	99%	-5.691,60	-31,3%	-3.910
otros gastos operativos	-1.181,40	25,60%	-1.483,90	49%	-2.204,60	-36,5%	-1.400
EBITDA	1.781,90	-2,90%	1.730,20	73%	2.985,80	25,2%	3.737
amortización	-681,8	-4,50%	-651,3	84%	-1.200,40	3,8%	-1.246
provisiones	-130	-6%	-122,2	70%	-208,1	-39,0%	-127
EBIT	970,1	-1,40%	956,7	65%	1.577,40	49,9%	2.364
Resultado financiero	-244,2	-35,40%	-157,8	66%	-261,4	-10,5%	-234
EBT (SIN EXCEPCIONALES)	725,9	10,10%	799	65%	1.316	61,9%	2.130
extraordinarios	-156,4	-157%	89,1	-70%	27,1	829,9%	252
EBT	569,5	55,90%	888,1	51%	1.343,10	77,4%	2.382
impuesto de sociedades	-32,2	440,60%	-174,1	11%	-192,8	121,5%	-427
BDI	537,3	32,90%	714	61%	1.150,30	69,9%	1.954
DEUDA FINANCIERA	2015	DESV.15/16	2016	DESV.16/17	2017	17/3T 18	3T 2018
deuda no bancaria LP	1.945,10	228%	6.370,50	-1%	6.277,50	2%	6.412
deuda bancaria LP	6.137,20	-2%	6.000,70	50%	9.008,70	53%	13.813
deuda no bancaria CP	350	-76%	83	76%	145,9	-50%	73
deuda bancaria CP	1.191,50	25%	1.483,50	-34%	981	-83%	164
DEUDA FINANCIERA BRUTA	9.623,80	45%	13.937,80	18%	16.413,60	25%	20.462
Tesorería	6.000,20	23%	7.400,90	-19%	5.988,90	76%	10.517
DEUDA FINANCIERA NETA	3.623,60	80%	6.536,90	59%	10.424,70	-5%	9.945
Acciones propias	940,8	-52%	455,7	60%	728,7	16%	846
DEUDA FINANCIERA NETA(CON ACC.PROP.)	2.682,80	127%	6.081,20	59%	9.696,10	-6%	9.100

De la anterior imagen nos gustaría comentar también cómo su deuda la han mantenido controlada durante todo este tiempo, manteniendo el ratio D.NETA/EBITDA entre 3'5 y 1'5 y estando actualmente por debajo de 2'5. Y todo esto sin olvidar que es una compañía en plena etapa de crecimiento, las cuales suelen tener unos ratios más altos.

Esto nos da confianza para creernos su *guidance* para 2022, ya que también a la vez suelen ser bastante conservadores y batir sus propios objetivos. A continuación, os dejamos una imagen con los datos principales de su *guidance* de 2022.

Por último, tenemos SNL Bearings LTD, que también es india y su Market cap. Es de 12M\$ aproximadamente. Sus ratios EV/SALES y EV/EBITDA son respectivamente de 2 y 8 aproximadamente.

	EV/SALES	EV / EBITDA
RBC BEARINGS INCORPORATED	4	18
NRB BEARINGS LIMITED	1,7	12
SNL BEARINGS LTD	2,2	8

Por lo tanto, teniendo en cuenta los múltiplos de estas tres empresas y los de todo el sector en general, vamos a seleccionar unos múltiplos de 10 para su EV/EBITDA y de 2 para su EV/SALES, a nuestro punto de vista conservadores y acordes al sector y a la calidad de NBI, para aplicárselos a sus resultados esperados para 2022 según su *guidance*.

Por lo tanto, si para 2022 se espera un EBITDA de 10M€ aproximadamente, la deuda, que tienen intenciones en mantenerla en dos veces EBITDA sería de 20M€ y el múltiplo a aplicar sería 10, por lo tanto:

$(\text{Market cap.} + 20) / 10 = 10$. Así se obtendría una capitalización de 80M€ y teniendo en cuenta que ahora su capitalización es de 50M€ su potencial de revalorización sería aproximadamente de un 60%.

Si hacemos el mismo ejercicio para EV/SALES, debemos cambiar en el denominador EBITDA por SALES y aplicarle un múltiplo de 2, por lo tanto:

$(\text{Market cap.} + 20) / 50 = 2$ Así se obtendría una capitalización de 80M€ como en el caso anterior, por lo que el potencial también sería aproximadamente del 60%.

Así que, en conclusión, nuestra valoración da un potencial de subida aproximadamente del 60%.



A la hora de valorar la empresa, lo vamos a hacer por comparables con sus competidores del sector. Vamos a compararlos con tres empresas de la industria que tengan diversos tamaños. Dos de las tres con las que la hemos comparado son más grandes, lo hemos seleccionado así ya que, si se cumple el crecimiento esperado, NBI poco a poco tendrá que converger con estas. Vamos a usar los ratios EV/SALES y EV/EBITDA para estimar un precio objetivo y su potencial de revalorización.

La primera empresa del sector que vamos a coger como referencia es RBC Bearings Incorporated, es estadounidense y su *market cap*. Es de 3.300M\$ aproximadamente. Sus ratios EV/SALES y EV/EBITDA son respectivamente de 4 y 18 aproximadamente.

La segunda empresa que hemos seleccionado es NRB Bearings Limited, es india y su *market cap*. es de 254'6M\$ aproximadamente. Sus ratios EV/SALES y EV/EBITDA son respectivamente de 1'7 y 12 aproximadamente.

Tesis de Inversión Clarkson PLC



@ José Luis Moreno Palomino

Ganador del viaje a la Conferencia Anual de Berkshire Hathaway por su participación en la revista Buscando Valor

Clarksons Plateau es un bróker especializado en el nicho marítimo con más de 160 años de historia. Es referencia en el sector, teniendo una cuota de mercado amplia en los distintos segmentos y uno de los mejores y mayores equipos profesionales, con oficinas y alcance a lo largo del mundo.

Opera en 4 segmentos:

Brokeraje – Es el mayor de todos componiendo el 73% aprox. de ingresos y EBIT. Hacen de intermediarios entre compañías que quieren transportar mercancía y la compañía naviera, acuerdos *time-charter* (fletamento) y entre compradores y vendedores de buques de 2ª mano y nuevas construcciones. Están dentro de todos los segmentos (Dry Bulk, LNG, Containers, Tankers, Offshore...).

Tiene buena cuota de mercado con mayores márgenes que el único comparable público que he podido encontrar. En los últimos años se ha llevado a cabo en el sector una significativa consolidación donde han ganado cuota de mercado de pequeños jugadores y que podría mejorar o hacer más sostenibles las economías del sector al reducir los competidores. En Asia-Pacífico y América, su tamaño no es tan grande como en Europa—Oriente Medio-África.

Tienen una cartera de pedidos de varios años (aunque solo muestran la de un año vista) que suele componer 35-50% de los ingresos totales del próximo año, proveyendo de cierta visibilidad del futuro rendimiento de la compañía.

Financiero – Es la rama de banca de inversión de la compañía.

Tiene departamento de *sales* y *trading* de acciones y renta fija especializado en empresas marítimas, de servicios al petróleo y de recursos naturales ofreciendo dentro de este *research sell-side*.

Servicios de *corporate finance* y *advisory* en operaciones de M&A y mercados de capital de deuda y *equity*. Dentro de este tiene buena cuota de mercado participando en los últimos 7 años en alrededor del 40% de las ampliaciones de capital del sector de *shipping* y *offshore drilling*. Entre 2010-

17 llevaron a cabo operaciones de ampliación de capital por \$19 Bn y emisiones de deuda por \$15.8 Bn siendo un total de \$34,8 Bn.

Servicios de futuros como los FFA (Forward Freight Agreement), que permite realizar coberturas respecto las tarifas de los *fletes*.

Structure asset finance, diversas soluciones financieras adaptadas al cliente como la monetización de contratos a largo plazo como los Bareboat Charters, Time Charters, CoAs y otro tipo de contratos I/p. Y por último financiación de proyectos en *shipping*, *offshore* y *real estate*.

Soporte – Servicios de soporte portuarios, transitarios (intermediario entre el exportador, importador y la compañía de transporte), almacenaje de mercancías, coordinación con los estibadores, atracadero, seguridad... Es la pata más pequeña del negocio y con peores márgenes, pero aun así los han mantenido consistentemente por encima del 10% EBIT.

Research – Provee de todo tipo de información del sector marítimo y de recursos naturales para tanto compañías como terceros además de realizar valoraciones de buques. Son servicios prácticamente imprescindibles para todo aquel interesado en el sector marítimo (y los más usados), podemos verlo en el uso que hacen las compañías. En las últimas presentaciones de empresas conocidas como Scorpio Tankers, he encontrado 17 referencias a Clarksons en gráficos, otras como International Seaways 8 y Teekay Corp 6.

Es el segmento con los mayores márgenes del grupo, por encima del 30% EBIT.

Creo que este segmento si podría tener ciertas ventajas competitivas. Tras más de 50 años publicando, debe tener una base de datos histórica muy amplia y completa. A esto, se suma que en la actualidad debido a su tamaño y demanda, ofrecen la información más completa del sector. Por tanto, de cara a futuro debería mantener su ventaja debido a la utilidad creciente para el consumidor año a año en especial en este sector donde entender ciclos pasados puede ayudar a comprender ciclos futuros.

Tener un *research* tan amplio, también genera sinergias a la rama de brokeraje y a la de *investment banking* y así poder hacer un mejor "*cherry picking*" de información y poner bonita la compañía para las IPOs etc...

Resultados de los últimos años:

Para la valoración, creo que sería recomendable reducir la previsión de EBIT con el promedio de *one-offs*, ya que son relativamente frecuentes.

	PLATOI													
Before exceptional items	1H 2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007		
Revenue	152.6	324	306.1	301.8	237.9	158	176.2	194.6	202.6	176.7	250.3	173.4		
Cost of sales	-5.5	-9.7	-8.9	-10.3	-13.3	-6.2	-6.3	-3.4	-8	-8.3	-7.5	-3.3		
Trading Profit	147.1	314.3	297.2	291.5	224.6	191.8	169.9	191.2	194.6	168.4	242.8	170.1		
Impairment of intangibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-13.9	0		
Administrative expenses	-128.3	-264.8	-253	-242	-191.3	-169.9	-150.8	-161	-160.1	-145.8	-190.9	-143.7		
Operating profit	18.8	49.5	44.2	49.5	33.3	24.9	19.1	30.2	34.5	22.6	98	26.4		
EBIT Margin	12.3%	15.3%	14.4%	16.4%	14.0%	12.6%	10.8%	15.5%	17.0%	12.8%	15.2%	15.2%		
Finance revenue	0.5	1	0.8	2.5	0.7	0.7	1.2	1	0.8	1.6	4.3	6.9		
Finance costs	-0.3	-0.3	-0.1	-1.1	0	0	0	-0.2	-3.3	-1.8	-4	-3.2		
Other finance costs-pension	0.2	0	-0.1	-0.4	-0.2	-0.5	-0.3	1.2	0.4	0.1	0.9	1.5		
Profit before taxation	19.2	50.2	44.8	50.5	33.8	25.1	20	32.2	32.4	22.5	39.2	31.6		
Taxation	-4.7	-1.2	-11.2	-12.6	8.7	-6.9	-6	-9.5	-8.9	-5.6	-16.4	-10.2		
Profit Equity Holders	13.7	35.2	31.4	35.3	25.1	18.2	14	22.7	23.5	16.9	22.8	22.4		
Non controlling interests	0.8	3	2.2	2.5	0	0	0	0	0	0	0	0		
Profit for the year	14.5	38.2	33.6	37.9	25.1	18.2	14	22.7	23.5	16.9	22.8	22.4		
Profit margin	10%	12%	11%	13%	11%	9%	8%	12%	12%	10%	9%	13%		
Exceptional	0	0	11.1	-1.94	-1.3	-0.9	3.4	2.4	0	0	-15	-4.2	-0.6	0.9
Acquisition	-0.9	-3.8	-6.8	-13.7	-6.6	-2	-1.5	0	0	0	0	0	-3.1	-3.4
TOTAL	-0.9	-3.8	4.3	-15.6	-7.9	-2.9	1.9	2.4	0	0	-15	-4.2	-3.7	-2.6
Profit after one-offs	12.8	31.4	35.7	19.66	17.2	15.3	15.9	25.1	23.5	16.9	7.8	18.2		
													Promedio	Promedio Ex 2008

SECTOR SHIPPING

Una máquina de destrucción de capital

El sector marítimo es conocido por asignación de capital nefasta, directivos cuestionables poco *shareholder-friendly*, intensivo en capital y donde es prácticamente necesaria la deuda. Sin embargo, como en la fiebre del oro que se hacía rico el que vendía picos y palas, Clarksons es *asset light*, con bajo *capex* y que apenas necesita deuda, teniendo caja neta. Clarksons ha creado históricamente bastante valor, generando desde la IPO en 1986 hasta el pico de 2018 un x33 en el valor de la acción sin contar dividendos, que llevan 15 años aumentando sostenidamente (aumento x5).

A pesar de tener cierta volatilidad en los márgenes e ingresos debido a las dinámicas del sector, esta es mucho menor que las marítimas y Clarksons ha sido rentable durante todos estos años incluyendo años duros para el sector como 2009-10, 2012-3 y post 2016 y consistentemente con márgenes de beneficio neto del 8-10%.

Soy optimista con el sector de *shipping* marítimo y creo que el menor número de futuras construcciones, sumados a las regulaciones medioambientales de reducción de sulfuros y lastrado de aguas traerán equilibrio al sector mejorando las tarifas de los fletes.

Se beneficiarían de la recuperación de las tarifas de los *fletes*, al aumentar la comisión dada la mayor cuantía de la operación. Con los *fletes* en niveles altos los dueños tratarían de cambiar contratos *spot* a *time-charters*, de más duración

para aprovechar la abundancia antes de que el sector empeore. Por otro lado, los pedidos de nuevos barcos o ventas de segunda mano aumentan sumado a un creciente interés en el sector. Todo esto repercutiendo en sus servicios.

Que el sector sea un poco bananero, creo que puede aprovecharlos. La necesidad de mucha deuda y frecuentes ampliaciones de capital podría "beneficiar" a aquellas compañías que se llevan comisiones en estas operaciones.

En caso de que las cosas no salgan como esperado, Clarksons a l/p seguirá viéndose favorecida por la globalización y crecimiento del transporte marítimo en sí a nivel global, que compone un % importante del transporte. A pesar del ruido por la guerra comercial y otros varios, a nivel global creo muy probable que siga creciendo sostenidamente.

INCENTIVOS Y REMUNERACIÓN

He prestado especial interés al ser un negocio de personas y no tener dueño claro, aunque entre los empleados disponen del 11,85% + 4,75% por share trust de empleados.

En la remuneración tiene un peso importante el bonus anual y el plan de incentivos l/p. Está basado en métricas operativas y al EBT, el de l/p, escalonado y basado en un target de EPS y retorno respecto al FTSE 250. En años buenos, el bonus nos restará potencial al beneficiarse del upside. Sin embargo, en malos, podrá actuar como soporte de la compañía debido a menores salarios. Respecto los trabajadores, el variable ronda el 50%.

Directivos:

REMUNERACIONES	1H 2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
Andi Case (CEO)	-	3,999,000	3,706,000	4,972,000	4,970,000	3,944,000	3,486,000	4,523,000	4,991,000	3,104,000	3,204,000	3,140,000	
YoY %	-	7.9%	-25.5%	0.0%	26.0%	13.1%	-22.9%	-9.4%	60.8%	-3.1%	2.0%		
Jeff Woyda (CFO)	-	1,322,000	1,099,000	1,459,000	1,436,000	1,176,000	1,083,000	1,100,000	1,204,000	802,000	1,726,000	1,061,000	
YoY %	-	20.3%	-24.7%	1.6%	22.1%	8.6%	-1.5%	-8.6%	50.1%	-53.5%	62.7%		
EPS before One-offs	-	117	104	121	131	96	74	120	125	89	121	124	
EPS YoY %	-	12.0%	-13.6%	-8.0%	36.9%	29.1%	-38.5%	-3.6%	40.1%	-26.3%	-2.5%		
Shares Outstanding	30,325,058	30,170,745	30,132,565	29,284,149	19,162,109	19,017,862	18,893,433	18,846,891	18,810,152	18,953,997	18,842,655	18,045,586	Promedio
YoY Share Growth	0.5%	0.1%	2.9%	-	0.8%	0.7%	0.2%	0.2%	-0.8%	0.6%	4.4%		1.0%
EPS	45.2	116.7	104.2	120.5	131.0	95.7	74.1	120.4	124.9	89.2	121.0	124.1	

El CEO tiene un salario base es de £640.000 que puede llegar hasta los £4.905.000 si cumple los objetivos (13% base + 79% Bonus + 8% Incentivos L/p) hasta un máximo de £5.606.000 si los supera. El CFO y COO tienen salario base de £408.000 y si cumplen objetivos hasta £1.583.000 (Salario base 26% + Bonus 58% + 16% Incentivos l/p).

El variable consistirá en 90% efectivo + 10% en *stock options* activables en 4 años.

Tienen un programa de recompras activado por el 10% de la compañía que no han usado, con la caja que tienes me parece algo mínimo aunque sea para financiar las *stock-options* ya que las acciones crecen año a año.

Si que es cierto que el salario se expande y contrae según los resultados de la empresa pero me parece que no lo suficiente y aunque el año haya sido bastante peor que el anterior, sigue llevándose parte importante del bonus.

MUCHA CAJA, PERO... ¿PARA QUÉ?

La caja neta es engañosa, de los 167M en 2017, la mitad está reservada para los bonus pagados tras terminar el año (estos pagos luego lo vemos reflejado como costes de salario). Además, últimamente cantidades altas de caja (25M 2017), están bloqueadas por sus patas del negocio más regulados, dejando esos 167M únicamente en 54M libras.

Lo que más me ha chirriado es la adquisición a final de 2014 de uno de sus grandes competidores, Platou, que ayudó a reforzar el segmento financiero que previamente generaba pérdidas. Aunque tenga sentido desde el punto de vista estratégico y el marco de consolidación del sector, me ha parecido que se ha destruido valor por la forma de pago y sobrepagar. A pesar de generar caja y tener caja neta, la compra (£281.1M) fue llevada a cabo en un 75% acciones, 16,66% deuda y 8,34% efectivo. Podría entender que por la magnitud y ser empresa familiar, fuera más una fusión con intercambio de acciones. Pero veo irracional que también llevaran a cabo una ampliación de capital por 1,6M de acciones (aprox. £32M) para financiar el pago en efectivo y deuda de la adquisición. ¿Para qué acumulas tanta caja si cuando la necesitas no la usas?

Conclusión

Por todo y ya que el precio tras las subidas no me parece del todo atractivo, me mantendré apartado. No me ha gustado del todo las decisiones de asignación de capital del actual equipo gestor y que los trabajadores se lleven gran parte del pastel. Estoy a la espera de los resultados de 2018 para realizar mejor la valoración.

Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

BUSCAMOS LA EXCELENCIA EN LA INVERSIÓN

En **Amiral Gestion** co-invertimos junto a nuestros inversores siguiendo la filosofía value desde hace 15 años. Nuestra independencia, nuestro foco en la gestión usando el análisis fundamental de compañías y nuestro amplio equipo de gestión nos han permitido ofrecer a nuestros clientes excelentes rentabilidades.

Contamos con **6 fondos de inversión** comercializados bajo la denominación Sextant:

- Sextant Grand Large
- Sextant PME
- Sextant Autour du Monde
- Sextant Europe
- Sextant PEA
- Sextant Bond Picking



Tel.: 910 882 806

Mail: inversores@amiralgestion.com

www.amiralgestion.com/es

Suscríbese a nuestro newsletter en:

www.amiralgestion.com/es/newsletter

¿Influye la suerte en las inversiones financieras? Caso práctico

© Escrito por @theveritas, autor del blog "Definitivamente Quizá"

Este es un tema que a menudo viene a mi pensamiento, la importancia del azar en las inversiones y en la vida.

Los lectores y *fanboys* de Taleb ya saben la respuesta, de hecho, ellos nos dirán que realmente una parte muy pero que muy importante de nuestros "éxitos" se deben al azar y no a nuestras capacidades. Por culpa del azar tendremos a encumbrar a gestores que realmente no serán tan buenos pero que debido al sesgo de supervivencia nos lo parecen.

Los casos de éxito que tomamos son casos de supervivencia, no tomamos en cuenta a todos aquellos que aplicaron la misma fórmula y no llegaron al éxito, y para los seguidores de Taleb, ese éxito y el azar tienen mucho que ver.

En el libro "Existe la suerte" de Taleb, nos cuentan un interesante ejemplo: supongan que ponen a miles de monos en máquinas de escribir y estos se ponen a teclear al azar. Con los suficientes monos, alguno de ellos será capaz de escribir aleatoriamente "La Ilíada", pero eso sí, por mucho que haya escrito esa obra, lo siguiente que va a escribir no es "La Odisea", seguramente sería un conjunto inconexo de letras y números.

Este es un debate eterno: ¿realmente influye el azar en nuestro éxito o fracaso? Sin duda, unos dirán que "al saber le llaman suerte", aquellos que no creen que sea el azar el que mueve el universo; sin embargo los Talebanos nos dirán que el papel del azar está infravalorado.

En teoría, el sentido común nos dice que ante cualquier situación de riesgo debemos actuar del modo en que minimizamos la probabilidad de que algo malo nos pase, así pues, haciendo lo más arriesgado nuestras probabilidades de supervivencia caen y haciendo lo más razonable aumentan. Pero el azar es muy curioso. Pongamos un ejemplo: si

salgo con el coche, mi primera medida ha de ser ponerme el cinturón de seguridad, está demostrado que eso aumenta nuestra probabilidad de supervivencia en un accidente de tráfico.

Pero ahora les cuento un caso de un conocido mío: conducía un camión de esos grandes con semirremolque y un día no se puso el cinturón; fue justo el día que tuvo un choque y claro, al no llevarlo puesto, salió disparado del camión, sufrió un grave accidente que lo llevó al hospital pero se recuperó y está bien. Sin embargo, el camión quedó ruedas arriba con la cabina chafada por el motor, de forma que si hubiera llevado el cinturón, lo habría retenido en el habitáculo y no habría sobrevivido porque el peso del motor lo hubiera matado.

Este es un caso claro de cómo haciendo aquello que es justo lo más negativo para nuestros intereses, resulta que eso hace que nos salvemos... muy peculiar. En realidad la explicación a esto es que la cantidad de variables es tan amplia que lo que en principio es una gran idea, para ese caso concreto no lo es, porque la cantidad de variables que afectan a la realidad simplemente escapa a nuestro control.

¿Creen que el futuro está escrito en las estrellas, o bien piensan que ustedes son los únicos dueños de su destino?, se lo dejo a su libre albedrío. Eso sí, les recomiendo la lectura del citado libro de Taleb, aunque no les convenza les hará más humildes, como a mí me hizo.

¿Cómo influye esto en el espíritu del blog? Verán, siempre les hablo de la teoría del ciclo económico de autores como Mises o Hayek, vengo a decir que siempre sucede lo mismo una y otra vez, y que es la Fed y el BCE los culpables de los ciclos. Con esta apelación a la suerte no estoy diciendo que no podamos planificar nada y que todo dependa del azar. Las tendencias a largo sí creo las podemos intuir, lo que no

podemos saber es a corto plazo qué va a hacer ningún activo o mercado; no se si mañana el mercado subirá o bajará, el corto plazo nadie lo sabe.

Bien, ahora vayamos con un caso práctico.

Analicemos la inversión del Fondo Cobas de Paramés en Día. Lo que ha sucedido es que el fondo de Cobas entró en Día más o menos en septiembre, en torno a los 2 euros, y salió del valor a principios de diciembre en el entorno de los 0.50 euros; una pérdida del 75% de la inversión en dos meses y medio, vamos que se comió toda la caída. Pero para más *inri* es que se sale justo antes de que el inversor ruso le diera por lanzar una OPA, que además puede no ser la única y puede hacer subir el valor. En todo caso, una se ha perdido una subida descomunal, vean el gráfico:



Bueno pues ahí lo tienen, vean cómo la suerte ha influido en esta inversión, ¿no es acaso mala suerte que el ruso que la lleva maltratando tanto tiempo decida presentar la OPA justo después de que salga Paramés? Juzguen ustedes mismos, pero realmente si el ruso hubiera hecho eso en diciembre probablemente Cobas no habría salido, o de hacerlo sus pérdidas no habrían sido tan abultadas, pero ha ocurrido justo después.

Es posible que Paramés escribiera "La Ilíada" en Bestinver pero que en Cobas no escriba "La Odisea", quién sabe...

He sido el primero en pedir explicaciones a gestores por errores de bulto, pero esto realmente tiene algo más que mala gestión, también parece tener algo de mala suerte. En sus manos lo dejo.

Por cierto Cobas sigue en Técnicas Reunidas, cuidadín les pediría que lean esto, no sea que más tarde se quejen de mala suerte, o de mala relación con los gestores, o váyase a saber la excusa.

Miren como a mi muy admirado Miguel de Juan del fondo Argos le vino de fábula estar fuera de mercado en el último trimestre de 2018, recuerden lo que le sucedió con Renta 4 y como se enfrentó a los gigantes y buscó una solución fuera, y eso le hizo evitarse ese nefasto trimestre de 2018... ¿existe la suerte? Piensen en ello.

P.D. Por todo esto recuerden: humildad, humildad y humildad, no soy yo de los que creen que el futuro está escrito en las estrellas. Al contrario, el único dueño de mi destino soy yo, pero la cantidad de variables que pueden afectar a nuestras decisiones tomadas libremente es tal que debemos mirar nuestros éxitos con el pavor de que quizá no son obra nuestra y que no debemos crecernos y pensar que somos muy listos y todo nos saldrá siempre bien. En realidad, todo esto viene para que tengan en cuenta que quizá pueden hacer algún largo en Día, ahora que puede venir una guerra de opas con el stop del 0.69 que ofrece el ruso, y a ser posibles no estén en Técnicas Reunidas por si acaso.

Disclaimer

El forero theveritas no está autorizado legalmente para recomendar inversiones y si se les ocurre meterse en Día, que tanto daño ha hecho a sus accionistas, los culpables del fracaso serán ustedes, o si no se salen de Técnicas Reunidas es cosa suya únicamente.

Créditos

Colaboraciones

- **Miguel de Juan** / Entrevista
- **Jesús Domínguez** / Tesis de inversión IPCO
- **Rodrigo Cobos** / Tesis de inversión Bpost
- **Álvaro Torres** / Tesis de inversión ASN Netherland
- **Alberto Ayuso** / Entrevista
- **Jesús Argai** / Tesis de inversión China Sunsine
- **Álvaro Jover** / Tesis de inversión Flexible Solutions Intr
- **Santiago Domingo y Antonio Marquina** / Tesis de inversión LNA Santé
- **Víctor Alvargonzález** / Entrevista
- **Lucas López** / Tesis de inversión Adapt Technology Group
- **Cristian Barros** / Tesis de inversión iQIYI
- **Alberto Ayuso** / Tesis de inversión Enterprise Diversified
- **Miguel Rodríguez San Juan** / Entrevista
- **Rodrigo Cuesta** / Tesis de Inversión NBS Bearings
- **José Luis Moreno Palomino** / Tesis de Inversión Clarkson PLC
- **@theveritas** / ¿Influye la suerte en las inversiones financieras? Caso práctico

Equipo Editorial



Miguel Arias
Director Ejecutivo



Enrique Valls
Editor



Salva Marqués
Asistente Editorial



Samuel Izquierdo
Responsable contenidos Fondos



Rafa Cardós
Diseño y Maquetación



Si quieres participar en el siguiente número de la revista, ponte en contacto con **nuestro equipo**:

buscandovalor@rankia.com



(+34) 963 386 976
Rankia S.L.

C/Serpis 66, Entresuelo B | Edificio Arcade
46022 Valencia | Spain

www.rankia.com

¿Buscas formación en Value Investing?



Descubre el **Máster en Value Investing y Teoría del Ciclo** que ofrece el Centro de Estudios Superiores Online de Madrid Manuel Ayau (OMMA)

Haz click para
más información



100€ de descuento
adicional tan sólo
contratando
desde Rankia*



Ponentes Master



Alejandro Muñoz

Profesor/Socio fundador de EQUAM Capital



Mario de la Fuente

Profesor/Director Financiero de Bestinvest



Javier Ruiz

Profesor/Director de Inversiones de Horos Asset Management



Francisco García Paramés

Conferenciante/Presidente y CEO de Cobas AM



Álvaro Guzmán de Lázaro

Conferenciante/Director de Inversiones de azValor



Fernando Bernad Marrase

Conferenciante/Subdirector de Inversiones de azValor

*Los 100€ se abonarán en un cheque Amazon una vez comprobado que se hecho efectivo la matrícula.

Rankia