



Buscando Valor

La revista de referencia sobre Value Investing

Q^{EMÉRITO}UINTANA Buscando EMPRESAS que **PERDUREN**

Especial Empresas con Ventajas Competitivas



*Tesis de inversión de
Green Landscaping Group*
Carlos Santiso



*Seilern: valor de
crecimiento y consistencia*
Enrique Roca



A cuentas con el foso
Miguel de Juan



Entrevista
Alfredo R. Cebrián,
Cuatroochenta

> Bienvenidos



Salva Marqués
Editor

En un momento en el que los mercados parecen sobrevolados, existe entre los inversores cierto temor a asistir de nuevo a una posible corrección similar a la vivida en marzo de 2020.

Desde los mínimos que se marcaron en esa fecha, el S&P 500, uno de los índices de referencia de Estados Unidos se ha revalorizado un 100%. Y aunque parece razonable reservar cierta liquidez esperando encontrar buenas oportunidades en caso de presenciar un nuevo tropiezo bursátil, el principal problema que esto supone es el coste de oportunidad. En otras palabras, lo que dejamos de ganar por no estar invertidos.

Una alternativa de inversión que nos puede ayudar a no sacrificar nuestro coste de oportunidad incrementando nuestra liquidez, pasa por encontrar negocios con ventajas competitivas duraderas, lo que en inglés se llama "moat" y cuya traducción en español sería foso defensivo.

En épocas alcistas, la mayoría de negocios ven como el precio de su cotización sube, incluso aquellos más mediocres. Pero a largo plazo y especialmente en épocas de pánico en las bolsas, es lógico pensar que aquellos negocios protegidos por un mejor foso defensivo tienden a comportarse mejor en bolsa.

Por este motivo y dada la situación actual, hemos creído fundamental dedicar esta XIII edición de la revista Buscando Valor a la temática de "Ventajas competitivas".

A continuación, en estas páginas Emérito Quintana profundizará sobre el término y justificará la necesidad de desarrollar los fundamentos teóricos del *value investing* en general y de las ventajas competitivas en particular.

Enrique Roca analizará un fondo de inversión centrado en la adquisición de empresas con ventajas competitivas. Carlos Santiso nos presentará una interesante tesis de inversión con importantes vientos de cola. Miguel de Juan nos recordará por qué debemos de invertir en empresas que tengan ventajas competitivas duraderas y enfatizará la importancia de no sobrepagar por ello.

Además realizamos una entrevista a la empresa cotizada española Cuatroochenta y podremos disfrutar y aprender de más contenidos seleccionados para esta edición.

**¡Bienvenidos a la revista
Buscando Valor!**

El objetivo de la revista Buscando Valor es ofrecer contenido de calidad para todos aquellos aficionados o profesionales cuya filosofía de inversión se basa en comprar un activo por debajo de su valor intrínseco, es decir, para los amantes del Value Investing.

Por esto, en cada edición contamos con autores que se dedican a ello profesionalmente, pero también participan personas aficionadas al mundo de la inversión con mucho talento y que quieren compartir sus ideas con el resto de la comunidad.

Sabemos que existen centenares de libros para aprender a invertir, miles de páginas web con información bursátil, millones de artículos publicados... pero solamente una revista recopila y selecciona los mejores contenidos y tesis de inversión en castellano.

Queremos seguir mejorando y nuestra mayor motivación es saber que Buscando Valor resulta útil para los lectores: vosotros sois la razón principal por la que nos esforzamos en sacar adelante este proyecto.

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

06

A cuentas con el foso

Miguel de Juan

10

IDEAS DE INVERSIÓN

Mo-Bruk

16raia

16

Buscando empresas que perduren

Emérito Quintana

22

ENTREVISTA

Cuatroochenta

Alfredo R. Cebrián

28

IDEAS DE INVERSIÓN

Consol Energy

Gustavo Martínez

32

NO SOLO ACCIONES

Seilern: El valor del crecimiento y la consistencia

Enrique Roca

36

IDEAS DE INVERSIÓN

Green Landscaping Group

Carlos Santiso

44

EL RINCÓN DE MOCLANO

42 fondos de calidad según tu nivel de riesgo

Moclano

46

CÓMO ANALIZA UN INVERSOR PROFESIONAL

Invertir en las empresas líderes del mañana

Pascal Riegis

48

Moats: ilusión o realidad

Joaquín Gaspar Fierro

50

Créditos

A CUENTAS DEL FOSO

“

Un buen negocio es como un fuerte castillo con un profundo foso a su alrededor.

Quiero tiburones en el foso. Quiero que sea intocable, intraspasable.

– Warren Buffett

”

De Warren Buffett todos los inversores hemos aprendido. Algunos algo y otros mucho -espero y me costaría creerlo, que algunos nada. Y es normal, no sólo es un auténtico fuera de serie a la hora de invertir y de entender el mundo de la inversión, sino que con los años ha ido ganando aún mayores conocimientos. Pero pese a ello, hay ciertas verdades fundamentales que podemos considerar que forman parte del *aeternum* de la inversión. El asunto del foso defensivo o *moat* en inglés, es uno de ellos.

Gracias a un amigo, me ha pedido que escriba unas reflexiones respecto a este punto y que os ofrezca mi forma de pensar sobre ello. ¡Espero que no sea demasiado heterodoxo y no me corran a gorrazos!

Vamos con ello. Como seguramente sabréis, el foso defensivo alrededor de un castillo tenía una función defensiva (vamos a olvidarnos de la función de castigo para aquellos malos siervos del señor del castillo que fueran arrojados al mismo para ahogarse como miserables) ante los ataques de los enemigos del señor feudal en cuestión. La alegoría que usa Buffett en este caso es más que adecuada, pues cuando invertimos en una determinada empresa, ésta también se ve asediada por los ataques de sus “enemigos”. Dado que las costumbres- que no la naturaleza- de los Hombres es ahora menos proclive a usar las espadas, lanzas, hachas y mazas y solemos resolver las cosas -salvo algún que otro café, que siempre hay- mediante el diálogo, el debate y la negociación pacífica, aquellos fosos físicos alrededor del castillo no nos serían muy útiles alrededor de nuestra empresa.

Pero los ataques siguen ahí, porque nuestra empresa sigue viéndose asediada por los enemigos. Esos enemigos, como bien sabéis, son las demás empresas competidoras por el mismo trozo de pastel- o de mercado -en el que nuestra empresa quiere entrar o está dentro. Y de su capacidad de competir con esas otras -del sector o de sustitutos que pudieran aparecer- depende de su supervivencia. Y en estos tiempos civilizados, rendir la plaza, el castillo, no conlleva que nos pasen por la hora o que seamos ejecutados al hierro de las lanzas, pero igualmente perdemos todo el patrimonio invertido durante años y los empleados de nuestra empresa se verán, con mucha seguridad,

en circunstancias que no les permitirán sacar adelante a sus familias. Sí, el foso sigue siendo importante.

Y para nosotros como inversores, también lo es, pues aunque no trabajemos directamente en la empresa, hemos apostado por ella, hemos depositado nuestra confianza en su futuro y en la dirección y empleados de la misma, en su esfuerzo y honradez para así, ver coronado con una rentabilidad razonable la confianza que les hemos otorgado. No nos matan, pero nos destrozan la vida igualmente. Por ello, nuestra empresa debe contar con un foso lo más amplio, profundo y duradero posible, porque nuestra supervivencia, y la rentabilidad para nuestros inversores, depende que la competencia no derribe sus murallas. Evidentemente hay muchos tipos de fosos defensivos: ser los más competitivos en costes, ser los más demandados por los consumidores por la calidad o servicio de nuestros productos, ser el primero en un negocio con efecto red que logra acceder y reforzarse con cada nuevo usuario que se nos une... sí, hay muchos tipos. Y lamentablemente, ninguno de ellos es a prueba del futuro, es decir, todos ellos tienen ventajas e inconvenientes. Actualmente parece que se está viendo el efecto red como si fuera el foso a prueba de todo -las principales representantes de este tipo son empresas tecnológicas- y, sin embargo, no es así.

Hay que recordar siempre que, como decían en la película de Alec Baldwin y Anthony Hopkins *El desafío* (*The Edge*)-, “de lo que un hombre es capaz, cualquiera lo es”. Cierto que no es exactamente así, pero como motivación y como recordatorio, es muy útil. Al menos para saber que, en estas compañías tecnológicas, lo importante no es la capacidad de conseguir financiación, o las naves industriales o... lo importante es la idea. Yo soy bastante negado para estas cosas así que podemos descartarme como posible futuro inventor de algoritmos para aplicaciones de móviles. No seré yo. Pero alguien habrá, en EEUU, en China, en Colombia, en Polonia, en India o en Mozambique donde se le ocurrirá una novedosa forma de hacer lo que ahora parece de una fortaleza inmovible. Y encontrará financiación y su efecto red será brutal... y el de la empresa actual, no podrá resistirlo. Como ha sucedido en el pasado con las empresas a las que desbancaron las actuales gigantes de la tecnología.

Hay empresas cuyo foso defensivo es la calidad, el lujo y la exclusividad de sus productos, como LVMH, y lo protegen e incrementan adquiriendo nuevas marcas que encajan en su nicho. Otras, lo son por tener los mejores precios -y costes- del mercado, como COSTCO, y cada día trabajan honestamente para fortalecer dicho foso, para hacerlo más y más ancho y profundo. Otras, como puede ser Facebook o similares, tienen un foso o ventaja competitiva basado en el efecto red- con los pros y contras que ello tiene-, otras, lo tienen por contar con activos que son prácticamente monopolios, como pueden ser las empresa del Argos tipo Ferrovial y sus activos en Heathrow o la ETR-403 de circunvalación en Toronto o BostonOma-ha con sus inversiones en los carteles anunciadores en carreteras que tienen limitado los nuevos que se pueden construir teniendo ahí una fuerte barrera de entrada.

Pero ninguna de ellas está exenta de problemas, tanto presentes como futuros. Algunos riesgos son más sencillos de ver, otros son totalmente imprevistos y sus consecuencias impredecibles: jamás pude imaginar que los vuelos se vieran cerrados de la noche a la mañana, pero el año pasado por la pandemia pudimos verlo. Otros riesgos pueden depender del futuro de la tecnología y su uso, de tal forma que den al traste con modelos de negocio cuya tecnología y efecto red actual les permite ser unos gigantes. En otras ocasiones, el riesgo es totalmente dependiente de la regulación, por ejemplo los requisitos de capital para los bancos o situarse en un país como China que pueda trastocar las reglas de juego cuando a ellos les

interese y respetar los intereses de los inversores minoristas sólo si les conviene. Otros dependen totalmente del equipo directivo, del fundador -y a veces es lo mejor, y otras veces es un auténtico quebradero de cabeza.

Pero pese a todos los riesgos, es preferible contar con empresas que tienen algo especial y, entonces, vigilar que dicho elemento único o diferente sigue siéndolo durante nuestra inversión pues, en el medio y sobre todo en el largo plazo, la evolución en bolsa irá relativamente en consonancia y, por tanto, nuestra rentabilidad dependerá de esa ventaja competitiva. Pero no solo.

Incluso empresas estupendas, fabulosas y únicas son malas inversiones en general si son compradas a un precio caro. Invertir sigue siendo una actividad en la que intentamos comprar con nuestro dinero algo que valga más de lo que nos cuesta. Podemos comprar un utilitario y ganar mucho dinero porque estamos pagando por él, el precio de una bicicleta; pero también podemos ganar mucho dinero si compramos un Ferrari o un Rolls Royce y pagamos por él el precio del utilitario. Como no ganaremos dinero es comprando un Ferrari y pagando por él el precio de un yate de lujo o un jet privado.

Es importante encontrar empresas con un foso, con una ventaja competitiva que sea duradera y creciente, pero nunca debemos olvidar el precio que pagamos por ese lujo.



Por **Miguel de Juan**
Asesor del fondo Argos

omma

business
school
madrid

Máster en Value Investing y Teoría del Ciclo

omma.edu.es



TESIS DE INVERSIÓN DE MO-BRUK

Por **16raia**

Autor del blog **Acciones con descuentos** en Rankia

Mo-Bruk es una compañía **polaca** de **gestión de residuos** que actualmente capitaliza unos 1.100 millones de PNL (unos 250 millones de euros). Es una compañía que viene de crecer fuerte los últimos años y cumple prácticamente todo lo que un inversor busca: un **constante crecimiento de sus ingresos y EPS, alineación de intereses** con la directiva, **nula deuda**, sector con **vientos de cola** en su país y cotizando a **múltiplos muy atractivos**.

EMPRESA Y SECTOR

Como he mencionado anteriormente la empresa se dedica a la gestión de residuos y concretamente opera en tres líneas de negocio:

- La incineración de elementos médicos o peligrosos.
- Solidificación de sustancias inorgánicas que en mayor parte acaban convirtiéndose en granulado de cemento.
- Producción de combustibles alternativos a partir de residuos urbanos e industriales.

En resumen lo que hace la compañía es recibir una tasa de las empresas que generan estos residuos, Mo-Bruk los procesa y hace granulado de cemento, energía o combustibles para luego venderlos.

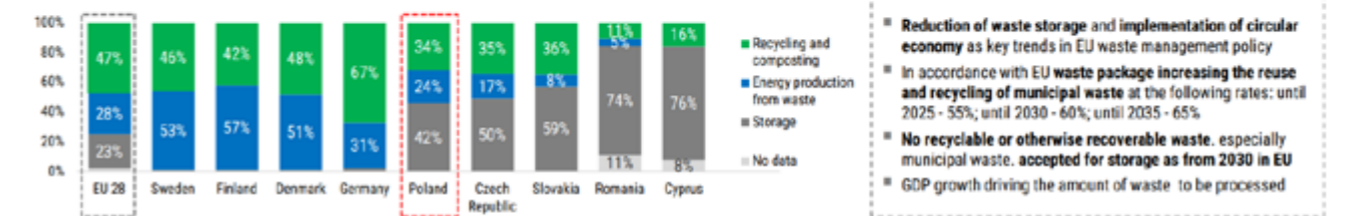
Históricamente la gestión de residuos se ha considerado un sector muy lucrativo ya que cuando un centro de este tipo es construido en una área es como un tipo de monopolio regional ya que para las empresas competidoras no les es rentable llevar sus residuos a otro centro más lejano porque incurrirían en mayores costes de transporte. Además vecinos y administraciones no suelen ver con buenos ojos la instalación de otro centro debido a que es algo que a los ciudadanos no les gusta y es muy difícil que las autoridades concedan varios permisos en una misma zona.

Además, concretamente en el caso de Polonia, este es un sector con tendencias a la alza ya que es un país donde una gran parte de los residuos no son tratados y se tiran directamente a un vertedero, pero la presión de la normativa europea empujará a Polonia en aumentar el tratamiento de residuos, haciendo que Mo-Bruk se vea enormemente beneficiada.

Este gráfico muestra el gran margen de mejora que a Polonia le queda en el ámbito de la gestión de residuos en comparación con países europeos más desarrollados:

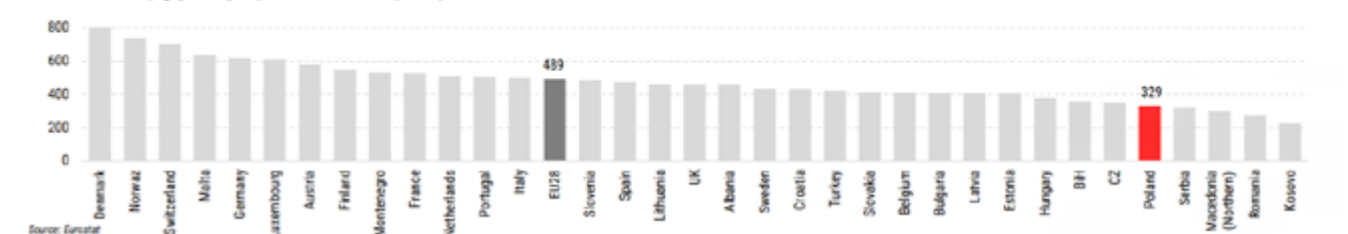
Mo-BRUK is a beneficiary of EU regulations on circular economies forcing countries to process waste rather than to landfill, and has growth prospects due to the ever-growing waste market

Disposal methods for municipal waste in selected EU countries (2018)



■ Reduction of waste storage and implementation of circular economy as key trends in EU waste management policy
 ■ In accordance with EU waste package increasing the reuse and recycling of municipal waste at the following rates: until 2025 - 55%; until 2030 - 60%; until 2035 - 65%
 ■ No recyclable or otherwise recoverable waste, especially municipal waste, accepted for storage as from 2030 in EU
 ■ GDP growth driving the amount of waste to be processed

Waste amount (kg/per capita) in EU countries (2018)



Fuente: Mobruk

CRECIMIENTO A FUTURO

La empresa ve oportunidades de crecimiento en sus tres líneas de negocio a causa de las tendencias del sector como muestra esta diapositiva de la presentación de la compañía.

High growth opportunities in all segments of the Company's operations



Fuente: Mobruk

La idea es abrir nuevos centros ya que a pesar de su crecimiento la compañía sigue teniendo un fracción muy pequeña del mercado y tiene aún muchísimo margen antes de consolidarse. Tiene capacidad por 2 mil millones de toneladas en un sector que en 2018 se estimaba de 115 mil millones.

También la compañía espera crecer sus ingresos vía aumento de sus tasas, explotando así su ventaja competitiva. Además, sus clientes no optarán por no reciclar si los precios se encarecen un poco ya que las fees impuestas por la administración en Polonia por no tratar los residuos están subiendo constantemente año tras año tal y como muestra el siguiente gráfico:



EQUIPO DIRECTIVO

El equipo directivo lleva muchísimos años al frente de la empresa y con total alineación de intereses. Tienen una sociedad que posee el 35% de las acciones de Mo-Bruk y eso se nota en el trato al accionista. El año pasado repartieron prácticamente todo el beneficio en dividendos, lo que, teniendo caja neta y margen de endeudarse para poder financiar las inversiones, me parece lógico.

De hecho, el dividendo también es un motivo más para invertir en la compañía. A precios actuales, si el dividendo de 20 PLN por acción se mantuviese en el futuro (que seguramente a medida que crezcan los beneficios si no hay cambio en la política de dividendos también lo hará) supondría un retorno del 6% anual.

La directiva se ha marcado unos objetivos para 2022 según los que recibirán incentivos sobre sus actuales salarios o no. Los objetivos son los siguientes.

- Si el EBITDA por acción crece entre un 25 y 30% de media y el EBITDA llega a los 250 millones se doblan el sueldo.
- Si crece entre un 35-45% y se llega a los 300 millones de EBITDA se lo triplican.
- Si excede el 45% y se llegan a los 350 se lo cuadruplican.

Todo esto cumpliendo un ratio de endeudamiento/EBITDA siempre inferior a 2.5 y teniendo en cuenta que sus salarios actuales son bajos. Por ejemplo el CEO cobra el salario más alto que es de unos 2.500.000 PLN (unos 150.000€).

RIESGOS

Los mayores riesgos que puedo ver son:

- Posible reducción de márgenes por la entrada de más competencia debido a las buenas perspectivas del sector. No obstante, creo que las ventajas competitivas mencionadas anteriormente y la falta de capacidad para el tratamiento de residuos en Polonia pueden proteger a la empresa del aumento de competencia.
- Procedimientos legales. La empresa tiene y ha tenido procedimientos legales que le han impuesto fees por tener vertederos con residuos sin tratar. De hecho la acciones están aún más ridículamente baratas por un procedimiento que empezó hace unos meses donde se le exige a la empresa una fee de unos 60 millones de PLN por ese concepto. La empresa ya ha dicho que recurrirá y es cierto que en el pasado ha ganado batallas legales o por ejemplo hace poco consiguió una reducción de una de estas "multas" que pasó de 19 a 6 millones.

El último aspecto es algo a tener en cuenta, pero sinceramente creo que si invertimos a largo plazo el último procedimiento en marcha no debería preocuparnos mucho ya que, en caso de confirmarse la sanción, solo lastrará los beneficios de un año, pero no su plan de crecimiento.

Finalmente, no veo riesgo divisa ya que el PLN y el euro han estado bastante correlacionados la última década.



VALORACIÓN

Como he expuesto anteriormente, creo que el negocio es de muchísima calidad y que cotice por debajo de 20 veces beneficios es ridículo por lo que es algo que espero que a medida que la compañía crezca y se disipen algunas dudas el mercado corregirá.

Si asumimos que la compañía **crece al 25% de media anual** como la directiva se marca en el rango más bajo del plan de incentivos y sin llegar a los 250 millones que se proponen en ese plan (ya que prefiero ser un poco conservador y no asumir que los márgenes se expandan aún más), perfectamente el precio de cotización puede doblarse de aquí a finales de 2022 más posible dividiendo *in crescendo*.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Revenues	65	92	130	178	222,5	278,125
Y/Y Growth %		41,54%	41,30%	36,92%	25%	25%
EBITDA	19,04	34,8	59,4	103,57	129,05	161,3125
EBITDA margin %	29,29%	37,83%	45,69%	58,19%	58%	58%
Depreciation & Amortization Expense	8,56	8,28	8,5	8,34	8,5	8,5
EBIT	10,48	26,52	50,9	95,23	120,55	152,8125
EBIT margin %	16,12%	28,83%	39,15%	53,50%	54,18%	54,94%
Interest expense/Income	1,82	1,3	0,79	0,42	0,5	0,5
Petrax Income	8,66	25,22	50,11	94,81	120,05	152,3125
Income Taxes	1,64	4,82	9,54	18,39	19,00%	19,00%
Tax rate	18,94%	19,11%	19,04%	19,40%	22,81%	28,94%
Net Income	7,02	20,4	40,57	76,42	97,42	123,37
Profit margin	10,80%	22,17%	31,21%	42,93%	43,70%	44,36%
EPS	1,94	5,65	11,27	21,47	27,31	34,66
Fully diluted shares (millions)	3,61	3,61	3,6	3,56	3,56	3,56
			Multiple PER	20	546,29	693,11
			Current price	324		



Guía de fondos
Cómo elegir un fondo de inversión

OBTÉN LA MEJOR
FORMACIÓN
GRATUITA

Guía de másteres y posgrados
Conviértete en un
inversor profesional



BUSCANDO EMPRESAS QUE PERDUREN

“Para la mayoría de las personas es de sentido común pagar más por algo que es más duradero. Desde electrodomésticos de cocina a coches o casas.” Así comienza el estudio de ventajas competitivas, también llamadas “fosos defensivos”, en el libro de Pat Dorsey.

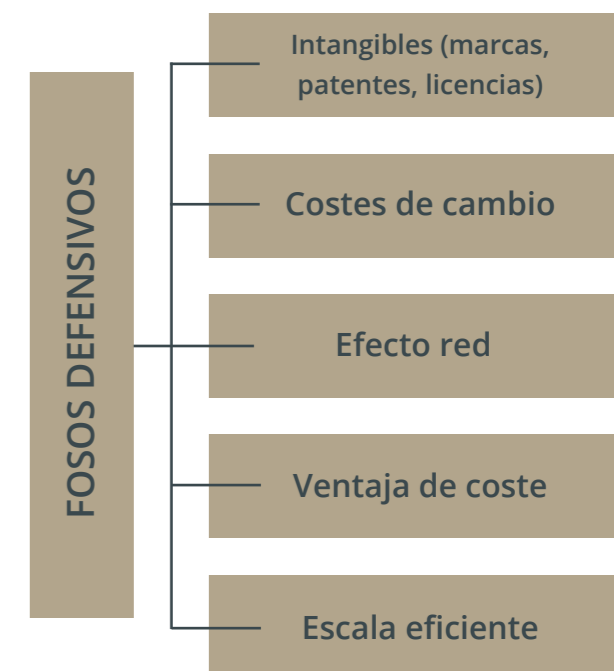
La analogía es sencilla: si imaginamos una empresa como un castillo económico, lo ideal es que el castillo sea lo más valioso y rentable posible, y que esté dirigido por un noble inteligente y honesto; como los demás querrán asediar ese castillo tan valioso, debemos protegerlo con fosos defensivos amplios y profundos. En palabras de Warren Buffett: “En los negocios, busco castillos protegidos por fosos infranqueables”.

En resumen: las altas rentabilidades atraen competencia, y las ventajas competitivas protegen esa rentabilidad extraordinaria. Una empresa que cuente con ventajas competitivas duraderas será más valiosa que una empresa similar que no las tenga, pues tendrá más probabilidades de sobrevivir por mucho tiempo y obtener rentabilidades superiores a la media.

Este es el **enfoque más habitual** con el que se han estudiado las ventajas competitivas, centrado en **proteger la rentabilidad** sobre el capital de la empresa, y cuyas categorías se basan en la **experiencia práctica**. Dorsey y su equipo de Morningstar evaluaron durante años la rentabilidad histórica de cientos de empresas para detectar aquellas que habían conseguido retornos sobre el capital sólidos y una rentabilidad estable. Estudiaron **qué les permitía defenderse de la competencia**, y trataron de encajar la gran mayoría de esos fosos defensivos en unas pocas categorías:

Otros autores como Bruce Greenwald utilizan otras categorías: ventajas de oferta, ventajas de demanda, y economías de escala.

El propio Buffett nos ha ido dando pinceladas a lo largo de los años sobre el tipo de empresas a las que se refiere. En la carta a los accionistas de Berkshire Hathaway de 1991 menciona que las empresas que obtienen altos rendimientos sobre el capital tienden a: (1) ofrecer **bienes que son necesarios o deseados**, (2) **se percibe que no tienen un sustituto similar**, y (3) poseen un **poder de fijación de precios** al margen de la regulación.



Por **Emerito Quintana**
Asesor del fondo
Numantia Patrimonio
Global



En su altamente recomendable conferencia de 1998 en la Universidad de Florida² explica ejemplos como la confianza de los consumidores en **Disney**, la imagen de marca de **Coca-cola** y su ausencia de memoria gustativa, la ventaja en costes de **GEICO**, o la experiencia del consumidor en la compra de chocolates **See's Candies**.

No es mi intención ahondar en este enfoque sino más bien **alertar de su uso en exceso y hacer matizaciones**, pues en el mundo de la inversión siempre es buena idea cuestionarnos todo. Existe el riesgo de pensar que este enfoque es una teoría general y atemporal; es decir, que puede servirnos para analizar cualquier empresa en todo momento. También es posible que nos fijemos más en el **anecdotario de inversores famosos** que en las ideas que intentan ejemplificar; por ejemplo, que nos enamoremos de Coca-Cola en vez de analizar una nueva ventaja competitiva que se esté creando en una empresa, o reflexionar sobre la teoría subyacente.

Esas categorías sólo son una ayuda, un modelo, un atajo para analizar con más facilidad muchas empresas con unos pocos modelos mentales, pero pueden quedar obsoletas rápidamente. **Sin una teoría que lo fundamente, la confusión está asegurada**: “¿Por qué oigo hablar de Coca-Cola o Gillette cuando Buffett está comprando Apple a manos llenas? ¿Ha cambiado de estrategia?”, “Viendo los informes de Morningstar me pueden encajar las inversiones en Facebook y Alphabet de Pat Dorsey, pero ¿qué hay de Smartsheet, Wix o Upwork? No lo entiendo.”

Pat Dorsey recalcó en 2019 que **abusar de tu poder para subir precios a los clientes atrae competidores y erosiona tu ventaja**³. Al revisar la durabilidad de las 5 categorías de ventajas competitivas, explica que **el efecto red es más común que antes**, pues todos tenemos en el bolsillo un smartphone con conexión a internet y llegar a una masa crítica de consumidores es más fácil, con curvas de adopción más rápidas. Por su parte, la ventaja por **imagen de marca de empresas de productos empaquetados** se ha erosionado en la última década, pues **la publicidad digital ha reducido su barrera de entrada**. Para Dorsey, **los costes de cambio pueden ser la**

ventaja más duradera, pues una vez que formas parte del día a día de los procesos de otras empresas, y se han acostumbrado a usar tus productos, es difícil que cambien mientras les des un buen servicio. Se ha creado un comportamiento repetitivo, y él cree que es lo que está ocurriendo con soluciones en la nube como Smartsheet o empresas como Upwork, nuevas formas de trabajar que crearán hábitos duraderos.

Por eso no está invirtiendo en Coca-Cola, Nestlé o Unilever, sino en los fosos defensivos del futuro, hayan dado frutos ya en forma de alto ROIC o no, por estar en proceso de siembra y reinversión. Como él dice: nada es inmutable, **hay ventajas que se amplían y otras que se erosionan**.

Si nos fijamos bien, más allá del anecdótico, Buffett siempre está explicando cualitativamente **pautas de comportamiento de los consumidores**, y hace hincapié en la sostenibilidad de las ventajas, no en la situación actual o pasada. En sus palabras: “La clave para invertir es determinar la ventaja competitiva de una empresa determinada y, **por encima de todo, la durabilidad de esa ventaja**.”

Normalmente se habla de ventajas competitivas desde una **perspectiva extractiva**, nos fijamos en cómo la empresa consigue exprimir al cliente, en cómo puede mantener **cautivo al consumidor**, pero ese aspecto es precisamente el que no hace sostenible una ventaja competitiva. **Sólo deleitando al consumidor** década tras década, ofreciéndole mucho más valor de lo que paga, puedes **minimizar su búsqueda de alternativas** y conseguir su lealtad y confianza. Estresar tu margen de negociación hasta el límite, subiendo precios lo máximo posible, no hace sino **hipotecar tu foso defensivo** restándole durabilidad.

Buffett resalta este matiz porque ha contribuido enormemente a su éxito. Su **tesis de inversión en GEICO**⁴ de 1951, que él mismo denominó hace 70 años como “growth company”, ha sido una de las claves de su rentabilidad, y curiosamente **la inversión más rentable de Benjamin Graham**, el padre del Value Investing. GEICO ofrecía un **producto necesario que no se quedaba obsoleto** (seguro de coche)

con una **ventaja en costes** frente al resto, y con **mucho cuota de mercado por delante que ganar**.

En los últimos años el gran inversor **Nick Sleep**, del que recomiendo encarecidamente leer sus cartas⁵, ha popularizado el concepto de **“economías de escala compartidas” y “ratio de robustez”**. Cuando se pregunta a un directivo qué hará con el flujo de caja libre que genera la empresa, el 99,9% de las respuestas incluyen: reinvertirlo para crecer orgánicamente, hacer fusiones y adquisiciones, recomprar acciones, reducir deuda o dar dividendos. Muy pocos directivos responden: **“devolvérselo al consumidor**, en forma de mejores servicios o menores precios.” Desde un punto de vista financiero puede no parecer lo más lógico, pero esa cultura corporativa en las condiciones adecuadas provoca clientes leales, crecimientos duraderos y ventajas sostenibles. Es la **clave del éxito de empresas como GEICO, Amazon, Charles Schwab y Costco**.

En la carta de 2005 Buffett nos explica el valor que se aporta al consumidor respecto a lo que gana GEICO, dándonos una idea de su ratio de robustez:

“De hecho, GEICO ofrece a todos sus componentes importantes beneficios: en 2004, sus clientes ahorraron aproximadamente mil millones de dólares en comparación con lo que de otro modo habrían pagado por la cobertura, sus asociados obtuvieron un bono de participación en las ganancias de 191 millones de dólares que significó de media el 24,3% del salario, y su propietario, que somos nosotros, disfrutó de excelentes rendimientos financieros.”

Traducido de la carta anual de Berkshire Hathaway de 2005. En el resto de la carta podemos comprobar que, con esos \$1.000 millones de “float”, los accionistas consiguen \$50 millones de rentabilidad al año. Esa es la relación entre el valor aportado a consumidores y trabajadores y la rentabilidad del accionista, el ratio de robustez o margen de negociación sin explotar. Cuanto más alto sea, mayor será la durabilidad de la ventaja. En el caso de COSTCO esa relación es de 5 a 1, consiguiendo clientes leales, trabajadores contentos, y baja competencia. Con la suscripción Prime, se calcula que Amazon aporta 8 veces más valor al consumidor que el coste de la suscripción, y esta

filosofía ha estado presente en la empresa desde su fundación, y se explica en la primera carta a los accionistas de 1997:

“Nuestra opinión es que devolver implacablemente mejoras de eficiencia y economías de escala a los clientes en forma de precios más bajos crea un círculo virtuoso que conduce a largo plazo a una cantidad mucho mayor en dólares de flujo de caja libre y, por lo tanto, a un Amazon.com mucho más valioso. Hemos hecho juicios similares sobre “Free Super Saver Shipping” y “Amazon Prime”, los cuales son costosos a corto plazo y, creemos, importantes y valiosos a largo plazo.”

En los últimos años, los medios de comunicación han intentado avivar una aparente disputa entre la visión de Warren Buffett y la de Elon Musk, quien dijo: **“Si tu única defensa contra los ejércitos invasores es un foso, no durarás mucho**, lo que importa es el **ritmo de innovación**, que es el determinante fundamental de la competitividad”. ¿Tiene Elon razón? Por supuesto, y más en su negocio. ¿Se equivoca Buffett? No, **se malinterpreta a Buffett**, y se sacan de contexto los ejemplos de hace 40 años. ¿Qué ve Buffett en Apple? Que su **marca y ecosistema** cambian el comportamiento del consumidor, y el enorme valor que se ofrece al consumidor aporta **fidelidad y recurrencia**. Apple ha construido un modelo de suscripción disfrazado de ventas de hardware. Según Buffett, el valor que se aporta al consumidor es muy superior al precio de un iPhone⁶, así que el consumidor sale ganando, y queda mucho margen de negociación sin explotar, lo que hace la ventaja duradera y sostenible.

Vemos por tanto que no se trata de entender cómo podré seguir exprimiendo a mi cliente sin tener competencia para que mi rentabilidad sobre el capital se mantenga alta, sino de los **aspectos cualitativos que lograrán que la empresa sobreviva y prospere**, creando valor para accionistas y consumidores. Al margen de ventajas competitivas pasajeras, son las personas al cargo las que en el día a día hacen crecer o menguar las ventajas competitivas, las que deciden abrazar una nueva innovación o caer en la complacencia, las que se centran en que la empresa perdure o en maximizar los beneficios contables del próximo trimestre. Son las personas las que, en

definitiva, crean los resultados financieros del futuro, para bien o para mal.

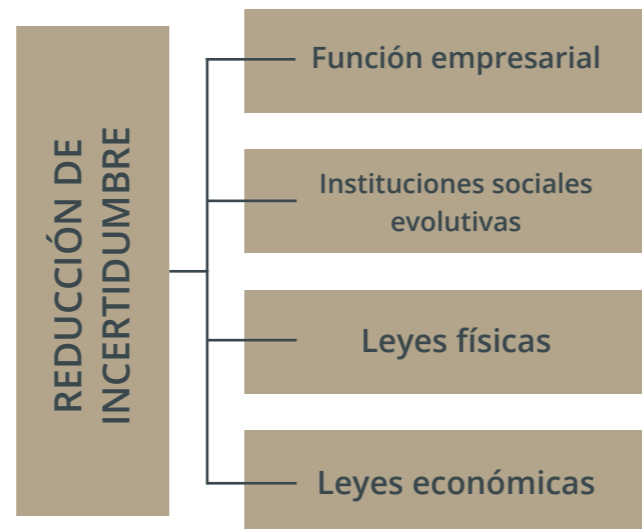
A muy largo plazo las personas también son pasajeras, así que **deberá existir una cultura corporativa**⁷ que alcance todos los rincones de la empresa y permita que ciertos valores pervivan más allá de personas concretas. La cultura de innovación, adaptabilidad, sacrificio del corto plazo, auto-disrupción y enfoque en el consumidor hacen que el negocio perdure. Para reducir la incertidumbre se invierte en un proceso en vez de en una situación estática, en una serie de costumbres y buenas prácticas empresariales que permitan afrontar cualquier futuro con éxito y resiliencia.

Al igual que los inversores nostálgicos de la estrategia de compra de “empresas colilla” de Benjamin Graham en los años 30, más valiosas muertas que vivas, hay inversores **enamorado de la inversión en las marcas icónicas del pasado**, las empresas “inevitables” en cualquier cartera. Sin embargo, hemos visto que es imperativo adoptar un **enfoque dinámico**, y que muchas de esas ventajas competitivas se están erosionando, mientras otras se fortalecen. El mundo cambia, y no surge el mismo tipo de relaciones económicas en un mundo digital de activos intangibles que en uno analógico de fábricas, máquinas e inventarios. No sin razón aparecen papers explicando que el clásico enfoque de los fosos defensivos del pasado es un anacronismo⁸.

La inversión es un proceso empresarial de estimación, y por tanto es práctico y subjetivo, no es posible sistematizarlo hasta el extremo, pero **es posible acumular conocimiento multidisciplinar para que nuestras estimaciones sobre el futuro sean cada vez menos equivocadas**. La teoría también puede ayudarnos a interpretar la realidad, y aún queda mucho camino para afianzar los fundamentos teóricos de la inversión⁹. ¿Qué pilares podemos ir colocando para fundamentar desde un punto de vista teórico el surgimiento de ventajas competitivas? ¿Podría dicha teoría servir siempre?

El futuro es incierto, y el valor de las empresas depende del futuro, de ahí la dificultad del arte de in-

vertir. Sin embargo, **el futuro no es infinitamente incierto**, y gracias a la teoría económica podemos descubrir las 4 herramientas para combatirlo. Ahora el enfoque no está en maximizar un dato contable, sino en minimizar la incertidumbre:



- **Función empresarial:** El ser humano **tiende a conseguir lo que se propone**, y aunque no existe certeza, podemos estimar que **la persona con perspicacia, perseverancia y un intenso enfoque mental en su objetivo**, tendrá una probabilidad mayor de alcanzarlo que alguien que cambia de rumbo constantemente sin interés ni energía. Esto nos permite hacer predicciones en la buena dirección, del tipo: **“Juan tiene más probabilidades de acabar sus estudios que Nuria”**.
- **Instituciones Sociales Evolutivas:** es la teoría que más nos ayuda a este respecto. Son **esquemas pautados de comportamiento** que surgen espontánea y evolutivamente tras largos procesos de ensayo y error. Los comportamientos más útiles para resolver los problemas se convierten en hábitos y costumbres que aprovechan una gran cantidad de conocimiento tácito acumulado durante siglos. Podemos nombrar, por ejemplo: el lenguaje, el derecho, la familia, la moral, o el dinero. Estas instituciones, además de permitir el desarrollo de la sociedad, **reducen la incertidumbre y facilitan prever las conductas** más probables de quienes nos rodean (los

contratos se cumplen, hay que ser puntual, la familia se protege, el lenguaje tiene unas reglas, el ajedrez otras).

Pueden surgir en el mercado conductas repetitivas de forma que esa institución con su **enorme inercia** impide temporalmente que la competencia reduzca la rentabilidad de la empresa. No porque los gestores sean mejores o peores empresarios, sino porque los clientes se comportan según esas conductas durante mucho tiempo y valoran características que sólo esa empresa ofrece, generando la ventaja competitiva y dificultando la reproducción del modelo de negocio. El uso de herramientas como **Excel o Autocad, cepillarnos los dientes o contratar seguros** son algunos ejemplos.

- **Leyes económicas: limitan lo que puede ocurrir en la realidad**, por muy incierto que sea el futuro, y aunque sean leyes de **tendencia, cualitativas y relativas**, pueden ser muy útiles, y permiten afirmar, por ejemplo, que: “Un aumento de la masa monetaria provocará un aumento de los precios mayor que el que habría habido sin dicho aumento de la cantidad de dinero”, “La imposición de un salario mínimo provocará paro involuntario”, “El intervencionismo en Venezuela aumentará la probabilidad de expropiación, la pobreza y provocará un menor desarrollo económico frente a países con mayor libertad económica como Singapur, Suiza y Estados Unidos”.
- **Leyes Físicas:** de igual forma, no todo puede ocurrir en el futuro. No podemos confiar nuestros ahorros a un modelo de negocio que incumpla el principio de localidad, la conservación de la energía, o la segunda ley de la Termodinámica. Tampoco confiaremos en alguien que nos diga que sus aerogeneradores extraen energía del viento a un 120% del límite de Betz, pero nos aprovecharemos de que el volumen de un recipiente aumenta mucho más rápidamente que su superficie, lo que **nos otorga economías de escala y ventaja** frente a un recipiente más pequeño en cuanto a litros almacenados por metro cuadrado de material.

Estas 4 herramientas, aunque muy generales, **nos deberían permitir desarrollar las 5 ventajas competitivas** ya analizadas y **descubrir otras nuevas** que se estén creando, además de poner en valor aquellas a las que se le da menos importancia, como las **culturas corporativas**.

Creo que sería muy productivo que más inversores tomen el testigo y traten de **desarrollar los fundamentos de nuestra disciplina**, incluido el estudio de los fosos defensivos. Como dijo Juan Ramón Rallo: *“...los value investors deberán de estar dispuestos a dejar de ser una “filosofía de inversión” para convertirse en una “ciencia de la inversión”, con todo lo que ello implica: rigor en las categorías [...], preocupación por que sus proposiciones sean consistentes entre sí y con el resto de leyes económicas, mayor esfuerzo por articular un conocimiento difícilmente articulable y, como consecuencia de lo anterior, un progresivo abandono de su anecdotario de experiencias personales y de estudios de caso en pos de una mayor modelización de las técnicas inversoras hasta donde sea técnicamente posible.”¹⁰*

Con unos fundamentos sólidos y curiosidad para seguir analizando modelos de negocio y entendiendo las motivaciones de consumidores y directivos, será más fácil detectar empresas que perduren y prosperen para proteger nuestro patrimonio y hacerlo crecer.

¹“El pequeño libro que genera riqueza.” Capítulo uno: Fosos económicos. Pat Dorsey.

² Charla Warren Buffett titulada - español (completa) - YouTube

³ Interview with Pat Dorsey, founder, Dorsey Asset Management - YouTube

⁴ The Security I Like Most-Buffet (sabercapitalmgt.com)

⁵ Full_Collection_Nomad_Letters_.pdf (igyfoundation.org.uk)

⁶ “The \$1,000 iPhone X is enormously underpriced. It’s got competition so you can’t push the price, but in terms of its utility to people and what they get for a thousand dollars... you can have a dinner party that would cost that, and here this is, and what it does for you, it’s incredible. I have a plane that costs me a lot, maybe a million dollars a year or something of the sort. If I used the iPhone — I use an iPad a lot — if I used the iPhone like all my friends do, I would rather give up the plane.” Warren Buffett on CNBC 2018.

⁷ Widening Moats + Culture — Investment Masters Class (mastersinvest.com)

⁸ ComplexityInvesting_9.1.8_Aug19-1.pdf (squarespace.com)

⁹ Intenté aportar mi granito de arena en mi Trabajo Fin de Máster.

¹⁰ Juan Ramón Rallo. Escuela Austriaca y value investing: una hoja de ruta. juandemariana.org, 17/11/2010.

ALFREDO R. CEBRIÁN

CEO y cofundador de

480



1. La primera pregunta es muy obvia y probablemente poco original pero seguro que los lectores quieren saberlo, ¿por qué el nombre?

Cuando arrancó Cuatroochenta emergía el mercado de los *smartphones* impulsado especialmente por iPhone. Nos pareció un guiño utilizar 480, tomado de la primera resolución del primer iPhone (480x320) como un símbolo del cambio que se iniciaba, esa nueva ventana de posibilidades y de movilidad.

Además es un nombre que la gente no asocia a nada al escucharlo y para nosotros esto era algo interesante, para que básicamente se asociara con nuestra compañía y con los valores que le fuéramos imprimiendo.

2. ¿Cómo resumirías la actividad que ofrece vuestra compañía?

Si les preguntas a nuestros clientes te dirán que les ayudamos a encontrar la solución que necesitan en materia de *software*, y que lo más importante es que les entendemos desde el punto de vista de negocio, procesos, etc.

A partir de ahí nuestra actividad principal es ofrecer *software* para optimizar de forma constante las compañías de nuestros clientes. En esa línea desarrollamos productos en formato *software as a service* (SAAS) en arquitectura *cloud*, que ofrece a nuestros clientes la solución a sus necesidades de digitalización, optimización, control en multitud de sectores, como el Facility Service, Gestión de Activos, Infraestructuras, Banca, etc.

Por otra parte contamos con una división de Ciberseguridad (Sofistic), que aporta soluciones y servicios para reforzar la seguridad de nuestros clientes ante el reto que suponen las nuevas amenazas, dado que por la naturaleza de nuestra actividad esto es un aspecto crítico e irrenunciable dentro de los planes más inmediatos de cualquier compañía.



VOLVER
AL ÍNDICE

ENTREVISTA CON...

3. Este año cumplís una década de historia, ¿cómo una desarrolladora de apps de Castellón ha evolucionado hasta ampliar sus actividades y expandirse por tantos países?

Especializarnos en nuestros inicios en aplicaciones dirigidas a movilidad, las aplicaciones móviles, nos permitió posicionarnos rápidamente a nivel nacional, porque entonces no existía el gran ecosistema actual de proveedores especializados. A través de los casos de éxito, nuestros clientes y una estrategia basada en crecer a través de nuestra reputación y la calidad de nuestro trabajo nos facilitó las cosas. No tardaron en llegar clientes de otros países de forma natural y por nuestra forma de ser aprovechamos cada oportunidad para abrir mercado e ir estableciéndonos en otras geografías.

La realidad es que estar en Castellón no debería afectar en nada a una empresa como la nuestra para internacionalizarnos. Por otra parte, en Castellón existen empresas que son líderes y referentes en sus sectores a nivel global, no solo en el ámbito tecnológico, sino en sectores tradicionales, especialmente en el sector cerámico. Existe el prejuicio de que es más complicado crecer en este tipo de localizaciones que si naces en un mercado más referenciado globalmente como Madrid, Barcelona o Valencia en España u otros lugares que todos conocemos alrededor del mundo, pero la realidad nos ha demostrado que la ubicación geográfica cada vez tiene menos peso, especialmente en servicios como el nuestro, a la hora de determinar tu mercado y que además ofrece ventajas en términos de calidad de vida para el equipo, apoyo del ecosistema local, etc. En otros lugares posiblemente habríamos sido un proyecto más y destacar habría sido más complicado todavía.

En este sentido es muy importante romper barreras basadas en prejuicios. En muchas ocasiones veo que hay planteamientos empresariales que se autolimitan, pero si observas el potencial desde una visión más global enseguida te das cuenta de que a efectos prácticos no hay demasiada diferencia en sus posibilidades si un proyecto tecnológico como el nuestro nace en un lugar u otro. Además, ahora que el teletrabajo está permeando en toda la sociedad, aún es

más sencillo, porque no dependes exclusivamente del talento local.

Creo que no tardará en llegar el momento en el que a algunas empresas les cueste decir o decidir de dónde son, e incluso decidir dónde fijarlas legal y fiscalmente. Hay proyectos que surgen de socios con ubicaciones diferentes, que se conocen y mantienen la relación telemáticamente y cuyo personal está totalmente deslocalizado... para estas nuevas empresas, decidir de dónde son es algo meditado, no natural o casual como antes. Si además vemos cómo se comporta la gente más joven y estructura sus relaciones, su mentalidad por naturaleza será global: juegan en red con gente de todo el mundo de forma natural, visualizan contenidos y vídeos de todo el mundo, etc. Los gobiernos se están adaptando aunque sea por el fenómeno global de las grandes tecnológicas, pero pronto tendrán que regular nuevas normas para gestionar este tipo de organizaciones deslocalizadas en su origen. Cuando un español, un francés, un colombiano y un estadounidense que se conocen de forma telemática se deciden a montar un proyecto en común como socios... ¿Qué cuestiones se plantearán a la hora de fijar la ubicación -especialmente fiscal- de la compañía? Es la pregunta que me plantearía constantemente si trabajara en la administración pública o en el gobierno... y en la respuesta se encuentran los retos a nivel legislativo, logístico, de infraestructuras, etc. Y eso es a lo que se enfrentan los países y ciudades para ser atractivos.

4. ¿Qué actividad genera más negocio en la actualidad: las aplicaciones cloud, el software de gestión empresarial o la ciberseguridad?

Evolucionan en bloque, nuestra filosofía es trasladar al cliente una oferta única basada en sus necesidades. Entender bien sus requerimientos, estrategia y procesos, y ofrecerle las soluciones de forma lógica desde el punto de vista de su modelo de negocio y mercado. Esta filosofía de gestión de cliente y *offering*, nos hace muy transversales y propicia que el negocio evolucione de forma similar orgánicamente, sin tener en cuenta las operaciones de M&A por supuesto.

5. ¿Y cuál creéis que tiene más recorrido y potencial a medio y largo plazo?

El segmento que esperamos que más crezca como mercado es la ciberseguridad, se está cruzando un aumento de las amenazas exponencial que repercute en la demanda de más servicios con una oferta limitada por la escasez de perfiles técnicos especializados en esta área. Hay estudios que señalan que la ciberdelincuencia mueve ya más dinero que el narcotráfico en todo el mundo y los riesgos que supone esta amenaza afectan de forma integral a todo el tejido empresarial y social. Por lo que inevitablemente las empresas van a tener que ampliar sus presupuestos, además de forma inaplazable. Las empresas siempre tienen que priorizar para gestionar sus recursos, en este caso la ciberseguridad se está convirtiendo en una prioridad y esto hará que la demanda crezca por encima de otros segmentos de mercado.

No obstante, recorrido y potencial desde el punto de vista de la empresa tienen todas las unidades, ya que el mercado es inmenso y todavía somos una empresa incipiente y con un gran recorrido por delante en relación al papel que queremos jugar al menos en nuestros mercados principales. Por lo tanto, ahora la clave es poner a trabajar todos nuestros recursos para exprimir ese potencial y ser capaces de entregar una performance por encima del propio crecimiento del mercado. En esa línea estamos trabajando.

“

Nuestra filosofía es trasladar al cliente una oferta única basada en sus necesidades. Entender bien sus requerimientos, estrategia y procesos, y ofrecerle las soluciones de forma lógica desde el punto de vista de su modelo de negocio y mercado.

6. Es evidente que estáis en un sector con mucho futuro, ¿dónde os veis en unos años?

Nuestra visión a medio plazo es ser una compañía reconocida globalmente por nuestras soluciones especializadas. Para ello estamos trabajando en mejorar nuestra capilaridad comercial, evolucionar nuestra suite de productos y crecer en los sectores que mayor impacto tenemos de forma exponencial.

Cuatroochenta en unos años será una empresa española reconocida internacionalmente en sectores clave como un fabricante de software especializado, de calidad y de referencia en determinadas actividades. Como país necesitamos tener referentes globales por sus soluciones tecnológicas como Cuatroochenta; nosotros estamos trabajando para serlo cada vez en más países.

7. Cambiando de tema, en octubre cumpliréis un año en el BME Growth en el que nunca habéis cotizado por debajo del precio de salida, ¿El balance es positivo?

El Balance es muy positivo, no solo por la cotización actual sino porque está cumpliendo con las expectativas a nivel de visibilidad, gestión y oportunidades de financiación.

La cotización a menos de un año de nuestra salida ha tenido una evolución excelente. El mercado reconoce los resultados y la evolución de la compañía, no obstante nuestro foco está puesto en hacer crecer Cuatroochenta y seguir con nuestro plan, ya que en la actualidad, como dijimos en el día de nuestra incorporación al mercado, estamos en el punto de partida y el recorrido de la empresa solo ha empezado. Por lo tanto, el valor de compañía es solo una foto fija de un recorrido, nosotros estamos totalmente enfocados en el negocio, que al final es el que nos permitirá evolucionar.

8. En vuestra opinión, ¿cómo está valorando el mercado vuestra estrategia de crecimiento en lo que llevamos de año?

El mercado ha respondido muy bien a la salida de la compañía y a cada hecho relevante sobre las adquisiciones que hemos realizado desde nuestra salida, alcanzando los máximos de cotización tras el anuncio de cada adquisición prácticamente. Por lo que observamos que hay interés en la empresa y nuestra estrategia. A partir de ahí, todavía no hace ni un año de nuestra salida, pero estamos convencidos de que esto seguirá siendo así conforme avancemos en nuestros planes y se vaya constatando la continuidad y los resultados de nuestro plan.

Ahora mismo somos una compañía muy atractiva, ya que la salida nos está permitiendo acelerar nuestras acciones y nuestro plan de crecimiento, en unos ejercicios veremos el recorrido que ha tenido todo esto y, como sucede ahora cuando vemos la empresa que éramos solo hace un par de años, seguro que veremos un cambio muy importante. Mantener esa evolución ascendente de negocio es la clave y esto pasa por seguir entregando las mejores soluciones a cada vez más clientes.

9. Por último, ¿qué argumentos puedes ofrecer a futuros inversores para que se interesen por vuestra empresa?

Las empresas como Cuatroochenta suponen una

oportunidad de invertir en compañías que esperan multiplicar su tamaño. Esto conlleva un atractivo intrínseco, ya que al final puedes participar hoy en las empresas que serán referentes en el futuro. Nosotros, además, estamos demostrando con hechos que vamos en ese camino.

En el caso concreto de Cuatroochenta, nuestra forma de trabajar, estrategia, operaciones, quizá ofrezca un plus de confianza, ya que nuestro camino es muy claro: nuestro modelo de negocio es sencillo de entender y el factor diferencial, basado en la calidad de nuestras soluciones, está demostrado por las referencias de que disponemos. Es decir, tenemos un modelo contrastado en clientes que pertenecen a sectores estratégicos en todo el mundo y un sistema de gestión y modelo orientado a escalarlo. Creo que invertir en una empresa tecnológica, dedicada concretamente al segmento de soluciones para empresas y ciberseguridad, con soluciones propias que son referentes y que demuestra solvencia y cumplimiento es una buena definición de oportunidad para un inversor que esté pensando en entrar hoy en una empresa con un gran futuro.

Invertir en empresas de nuestro tamaño siempre conlleva un punto de riesgo superior a invertir en empresas en índices como el Ibex35. El inversor lógicamente invierte asumiendo ese riesgo con la expectativa de mejores retornos. En el caso de Cuatroochenta nuestro modelo de gestión y cultura basada en la responsabilidad y el cumplimiento hace que además podamos ofrecer niveles de confort muy óptimos, superiores a la media comparable, para inversores que estén pensando en el medio y largo plazo. Les recomendaría que accedan a nuestros canales de comunicación y busquen información sobre la compañía; verán que el grado de transparencia, información y comunicación están muy por encima de lo que la compañía estaría obligada. Nosotros pensamos en el inversor como una persona o entidad que decide embarcarse en el proyecto, mantenerlo al tanto de todo es parte de nuestra forma de ser, ya que como mínimo aspiramos a convertirlos en embajadores de la compañía por todo el mundo.

INVERTIR EN FONDOS DE INVERSIÓN DESDE CERO



¿Conoces nuestro curso TOP ventas?

El curso definitivo para aprender a invertir en fondos de inversión paso a paso

TESIS DE INVERSIÓN EN CONSOL ENERGY



Por **Gustavo Martínez**
Gestor de renta variable y
especialista en mercados
financieros

Consol Energy es el principal productor de carbón de EEUU. Recientemente ha sido excesivamente penalizada en bolsa y aunque desde los mínimos de la pandemia ha recuperado bastante, aún sigue teniendo un potencial upside muy interesante.

Consol es la mejor minera de carbón térmico de EEUU, la más eficiente y con abundantes reservas, un gran balance y un fantástico equipo directivo. "A pesar de ello cotiza a 5 veces beneficios normalizados y a 3 veces beneficios de 2019.

Lo normal es que el gas siga subiendo con lo que merece la pena detenerse a mirar un poco más de cerca esta compañía.

¿FUNDAMENTALES DEL NEGOCIO?

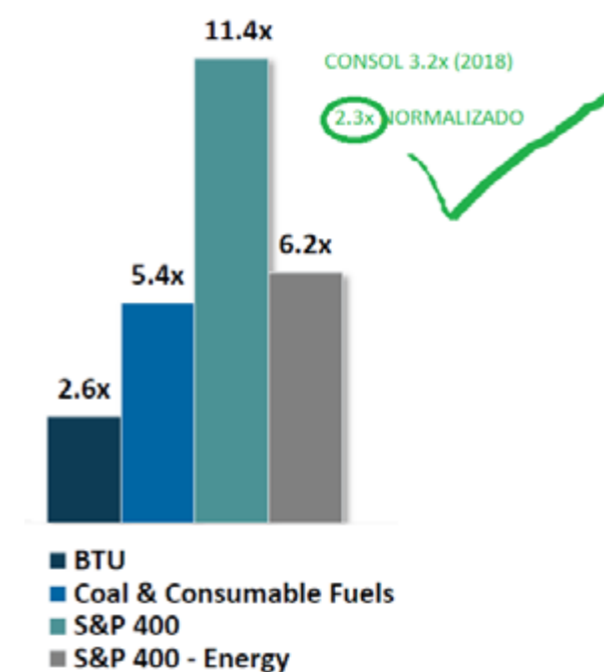
La compañía crea valor a través de los siguientes puntos de estrategia.

- Aumentando la participación en centrales eléctricas de alto rendimiento (operan a un factor de planta de 12% más de media que el resto de plantas de la competencia. Sus clientes son 12 plantas termoeléctricas (el 88% de los clientes internos) a las cuales sirven al menos 500.000 toneladas. La participación en estas plantas ha crecido desde el 10% en 2012 al 42% en 2018 y subiendo.
- Potenciando el uso de la Marine Terminal.
- Diversificando su cartera de clientes.

Métricas operativas del negocio

Código	Nombre	Reservas (BT)	Btu/Lb	Sulfur
CEIX	Consol Energy	2,30	12.907	2,3%
HNRG	Hallador Energy Company	0,13	11.500	5,5%
FELP	Foresight Energy	2,07	11.400	2,9%
ARCH	Arch Coal	1,10	9.500	2,0%
BTU-US	Peabody	4,89	11.500	1,2%
ARLP	Alliance Resources Partners Lp	1,70	-	-
CLD	Cloud Peak	0,98	-	-

TEV/EBITDA



¿RIESGOS DEL NEGOCIO?

Hay tres factores de riesgo que afectan a CONSOL y son los siguientes:

- Durante el ejercicio 2020 ha habido 3 clientes principales que han concentrado el 57% de las ventas de la compañía.
- CONSOL tiene una única reserva de carbón de lo que se deriva un posible riesgo si no es capaz de adquirir o desarrollar reservas de carbón adicionales que sean económicamente recuperables.
- Por otro lado, la conexión entre la planta de preparación y la Terminal (punto de exportación) está operada únicamente por dos líneas Norfolk Southern y CSX de trenes.

¿CÓMO DE FUERTE ES SU BALANCE?

Antes de dichos endeudamientos, tenía un ratio de Deuda sobre RRPP del 40%. Dicho endeudamiento se llevó a cabo en el 2017 para financiar la segregación de la compañía de la matriz.

Balance de situación	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	LTM
Total pasivo corriente	379,09	422,21	492,18	392,26	368,47	370,26
Deuda a largo plazo	301,83	856,65	708,54	653,8	566,86	609,33
Arrendamientos de capitales	11,81	8,64	25,69	64,45	71,88	57,1
Pensión y otros beneficios posteriores a la jubilación	759,35	607,06	505,42	482,43	423	399,44
Otro pasivo no corrientes	435,23	468,9	477,3	528,47	539,67	529,08
Pasivo Total	1887,31	2363,46	2209,12	2121,41	1969,85	1965,2

Si vemos la Deuda / CF (se acerca a 3). Con los CF que genera CONSOL se podría pagar la deuda en algo más de tres años, teniendo en cuenta que los vencimientos son en 3 años (100M\$), 4 años (400M\$) y 7 años (300\$).

¿CÓMO DE FIABLES SON LOS RESULTADOS?

Por la parte de los ingresos, el reconocimiento de los mismos está estandarizado y se produce cuando la titularidad del carbón pasa al cliente, suele ser en la central de preparación.

CONSOL presenta una gestión de inventarios excelente, representa un 3-4% sobre ventas, gracias a los contratos multi-años que tiene ya firmados para el futuro.

El porcentaje de amortización se mantiene constante en el tiempo sobre las ventas entre un 12-14%.

Criterios contables:

- Los inventarios están valorados por el sistema FIFO al menor entre coste o valor neto realizable. Conservador.
- Depreciación: deprecia más contablemente que gasto de CAPEX de mantenimiento real. Conservador.



VALORACIÓN Y UPSIDE

Normalizando a un beneficio de 150 millones anuales y restando deuda y provisiones obtenemos una valoración de unos 1500 millones si usamos un múltiplo de 15 normalizado. Correcto para una empresa líder en la producción de carbón.

Acciones sin autocartera 28 M. Esto me lleva a un precio objetivo en un escenario normal de \$53 por acción lo que supone un upside de más del 100% con respecto a su cotización actual que se sitúa en \$22 por acción.

¿SON LOS RESULTADOS RECURRENTE?

Para el negocio de CONSOL principal, uno de los riesgos que tiene son los climas templados. El futuro sobre el clima tiende a los extremos. Dato que a CONSOL le beneficia en ambos casos.

Viendo que la demanda de carbón térmico en la última década ha decrecido un 40%, las ventas de CONSOL desde el 2012 han crecido un 35%, asumimos que se está comiendo cuota de mercado a los competidores.

Durante los años 2018-2020 estaba casi a plena capacidad y de esta ha vendido el 96%-97% por lo que podemos concluir que los resultados van a ser recurrentes.

En cuanto a la demanda en los últimos 10 años en USA pasa de 1.200 MT a 800MT, una contracción del 35%. La producción y venta de CONSOL durante los últimos 7 años se ha incrementado un 41%, es decir, que CONSOL está ganando cuota de mercado.

Viendo un estudio de las minas más rentables de USA (más de 160), Consol tiene sus tres minas entre las 20 primeras (otro signo de fortaleza).

Cuenta de resultados	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	1143,51	1321,41	1472,79	1375,56	879,46	1117,05
Otros ingresos	28,6	44,2	43,87	34,59	12,03	6,91
Ingresos totales	1172,11	1365,61	1516,66	1410,15	891,49	1123,96
% de cambio interanual	(13,9%)	16,5%	11,1%	(7,0%)	(36,8%)	-
Coste de los bienes vendidos	-923,63	-960,4	-986,02	-963,68	-699,59	-777,85
Beneficio bruto	248,47	405,21	530,64	446,47	191,91	346,1
% de cambio interanual	(61,2%)	63,1%	31,0%	(15,9%)	(57,0%)	-
% márgenes brutos	21,2%	29,7%	35,0%	31,7%	21,5%	30,8%
Gastos de venta generales y administrativos	-50,03	-83,61	-65,35	-67,11	-62,88	-80,78
Depreciación y amortización	-178,12	-172	-201,26	-207,1	-210,76	-221,76
Otros gastos operacionales	46,07	16,55	9,45	4,15	20,07	-0,73
Otros gastos operacionales	-182,08	-239,06	-257,16	-270,06	-253,58	-303,27
Beneficio operativo	66,39	166,15	273,48	176,41	-61,67	42,83
% de cambio interanual	(84,8%)	150,3%	64,6%	(35,5%)	(135,0%)	-
% márgenes brutos	5,7%	12,2%	18,0%	12,5%	(6,9%)	3,8%
Gastos por intereses	-14,05	-26,1	-83,85	-66,46	-61,19	-62,24
Ingresos por intereses e inversiones	1,17	2,62	2,15	2,94	1,23	2,53
Otros ingresos (gastos) no operativos	-	-	2,84	1,71	0,79	1,06
EBT excl. Artículos inusuales	53,5	142,67	194,62	114,6	-120,83	-15,81
Cargos de fusión y reestructuración	-	-	-	-	-9,82	-9,82
Ganancia (pérdida) en la venta de activos	5,23	17,21	0,57	2	54,73	57,96
Acuerdos legales	-	-	-4	-4	0,62	0,62
Otros artículos inusuales	6,29	9,91	-3,57	-14,5	66,06	9,04
EBT incl. Artículos extraordinarios	65,0	169,8	187,61	98,1	-9,24	41,99
Gastos de impuestos	-14,57	-87,23	-8,83	-4,54	-3,97	-6,04
Beneficios por operaciones continuadas	50,45	82,57	178,79	93,56	-13,21	35,95
Beneficio neto de empresa	50,45	82,57	178,79	93,56	-13,21	35,95

SEILERN: EL VALOR DEL CRECIMIENTO Y LA CONSISTENCIA

Por **Enrique Roca**

Coordinador de la sección de fondos de inversión y autor del blog **Fondos de Inversión y Erre en Rankia**

- 1) Un modelo de negocio estable
- 2) Desarrollar su actividad en un sector con crecimiento estructural
- 3) Compañías líder dentro de su sector
- 4) Contar con una ventaja competitiva sostenible
- 5) Crecimiento orgánico a partir de las ventas
- 6) Poco intensivas en cuanto a capital y tener una tasa de retorno sobre capital invertido alta
- 7) Baja concentración de clientes y presencia geográfica diversificada
- 8) Balance sólido
- 9) Gobierno corporativo ejemplar y equipo directivo excelente
- 10) Transparencia contable

El desarrollo de cada uno de estos puntos en sus publicaciones y comentarios es una tesis tanto contable como empresarial.

Personalmente valoro dos cualidades que destacan sobre las demás a la hora de analizar los fondos de Seilern que me ayudan a conocer no sólo la cartera actual del fondo, si no también sus posibles inversiones: el ámbito de inversión y la disminución del riesgo gestor.

ÁMBITO DE INVERSIÓN

En cuanto al primer tema son famosas sus diez reglas de oro que determinan el universo invertibles y que son la fuente principal de generación de *alpha*:

VOLVER
AL ÍNDICE 

NO SOLO ACCIONES...



Están convencidos de que invertir en este tipo de compañías a largo plazo proporcionará al inversor retornos por encima de la media asumiendo un nivel de riesgo inferior.

El ámbito invertible muy reducido en su caso, pone en entredicho la sabiduría convencional sobre los méritos de la diversificación, y revela que la típica gestión de fondos basada en índices es aún más egoísta e injustificada de lo que muchos pensaban. Las empresas *quality growth* son los activos definitivos para quienes se toman en serio la idea de hacer inversiones rentables a largo plazo, minimizando el riesgo de pérdida permanente de capital. Ni siquiera hay que preocuparse demasiado por el precio o PER actual al que compras ya que el tiempo es tu aliado y lo que parece caro, el paso de los años lo convertirá en una buena inversión.

Todo lo que requiere la inversión en *quality growth* es paciencia, pensamiento independiente y las reglas de oro especiales para encontrar las mejores empresas del mundo. Para un inversor realmente interesado en aprovechar al máximo su tiempo en los mercados, sólo lo mejor le servirá y esto se traduce en un proceso exhaustivo de examen y seguimiento de 60-80 compañías.

Una vez enfocada la filosofía del fondo lo que hacen es construir carteras concentradas, de entre 17 y 25 compañías excepcionales. Una vez que encontramos uno de estos negocios, permanecemos invertidos a largo plazo. El peso de las diez primeras suele superar el 50% de la cartera.

Su filosofía de inversión es muy simple. Creemos firmemente que en el **largo plazo el crecimiento de los beneficios de una compañía se verá reflejado en el precio de la acción**. Y, por tanto, centramos nuestras inversiones en compañías excepcionales que demuestran de manera recurrente que son capaces de hacer crecer sus beneficios. Están convencidos, de que invertir en este tipo de compañías a largo plazo proporcionará al inversor retornos por encima de la media asumiendo un nivel de riesgo inferior.

Y podemos decir que lo consiguen:

Returns	
Rentabilidad acumul. %	01/09/021
Año	28,62
3 años anualiz.	22,05
5 años anualiz.	19,91
10 años anualiz.	19,70
Rendimiento a 12 meses	0,00

Gestión	
Nombre del gestor	Fecha inicio
Michael Faherty	18/05/2018
Marco Lo Blanco	01/05/2019
Creación del fondo	01/01/2008

Sorprende las rentabilidades obtenidas con las medidas de riesgo que en contra de lo que podría pensarse en un principio son inferiores a los índices. Sin embargo son capaces de añadir alpha consistentemente.

Medidas de volatilidad	
Volatilidad	16,32%
Rentabilidad media 3a	23,45%
Ratio de Sharpe	1,33%

Estadísticas modernas de cartera		
	Índice estándar	Índice ajustado
	MSCI ACWI Growth NR (USD)	MSCI World Free Growth NR (USD)
Beta	0,90	0,90
Alfa 3a	3,62	3,08

Un factor definitorio de este fondo es su consistencia de resultados en base a una volatilidad por debajo de la media, lo cual le permite navegar sin sobresaltos en los momentos bajistas donde lo suelen hacer mucho mejor que los índices.

Personalmente me gusta mucho la distribución de la cartera al descartar sectores tradicionales que no cumplen sus reglas y que son principalmente bancos-aseguradoras, petroleras-materias primas, automóviles, telcos, *utilities*.

Ello facilita el conocimiento presente y futuro del fondo por parte de los inversores, tanto si quiere invertir únicamente en el fondo como si desea que forme parte de una cartera.

Seilern es una casa con un enfoque estrictamente «**Bottom up**» y no tienen en cuenta **ninguna visión macroeconómica** a la hora de construir las carteras. Dicho esto, invierten el 100% de su tiempo en entender los modelos de negocio de cada una de las compañías que tienen en cartera y cómo los diferentes ciclos del mercado pueden afectarla. Obvia el crecimiento empresarial por compras externas o por recompras de acciones.

Otro aspecto positivo del fondo es encontrar crecimiento y valor en empresas tanto en empresas tecnológicas como de otros sectores como salud.

5 regiones principales	
Estados Unidos	66,83%
Zona Euro	17,18%
Europe - ex Euro	10,24%
Reino Unido	5,75%
Canadá	0,00

5 mayores sectores	
Salud	32,23%
Tecnología	23,43%
Consumo cíclico	17,88%
Servicios de Comunicación	9,90%
Servicios Financieros	6,66%

Como vemos en la composición de la cartera poca rotación ante el convencimiento de que el tiempo es tu principal aliado en estos negocios. La rotación del fondo es muy baja, de tan sólo el 25%, y, a la hora de

determinar el peso en cartera de cada valor, se toman en cuenta las siguientes consideraciones: valoración, ciclo de mercado, catalizadores y liquidez.

Cartera		
Posiciones	Peso	Compra inicial
Alphabet Inc A	7,06	31 oct 2010
Nike Inc B	6,60	31 oct 2017
Mastercard Inc A	6,50	30 sept 2009
Accenture PLC Class A	6,21	31 oct 2010
Adobe Inc	5,59	31 dic 2020
IDEXX Laboratories Inc	4,67	30 sept 2019
Stryker Corp	4,59	31 mar 2008
Staubmann Holding AG	4,48	30 sept 2017
Edwards Lifesciences Corp	4,33	29 feb 2020
The Estee Lauder Companies Inc Class A	4,22	31 mar 2017

Fuente: Morningstar.es

DISMINUCIÓN RIESGO GESTOR

Si observamos el riesgo gestor vemos que en 2018-2019 se produjo el relevo.

Uno de los rasgos de la gestora es que **el equipo de gestión tiene una relevancia menor ya que el protagonismo recae sobre las cualidades de las empresas invertibles**. Este sistema les hace más resistentes a posibles cambios y salidas de gestores, algo suicida en muchas gestoras *boutique*, ante la ola de cambios, fichajes, y creación de nuevas gestoras.

De hecho en 2018 se fue el CIO, Raphaël Pitoun, algo que resolvieron rápidamente moviendo a Peter Seilern como CIO de nuevo y añadiendo más analistas al equipo. Anteriormente se fueron Giles Warrent y Michael Boyd después de 17 años compartiendo ideas para gestionar Guardcap.

Pese a esto, decir que tienen un equipo de primera compuesto por diez analistas generalistas con un amplio *background* y donde se contrastan las ideas antes que Seilern dé el visto bueno.



TESIS DE INVERSIÓN: GREEN LANDSCAPING GROUP (GLS)

Green Landscaping Group (GLS) es una compañía sueca que ofrece diferentes servicios de jardinería en varias regiones de Suecia y Noruega. Sus servicios van desde el mantenimiento y cuidado de zonas verdes como parques, rotondas, plantas en plazas y calles, árboles, medianas, etc., a la construcción de parques y jardines públicos desde cero, así como el mantenimiento de las calles y otros espacios verdes durante la época de invierno, cuando suele haber nevadas. Adicionalmente, otros servicios incluyen el mantenimiento de zonas verdes en establecimientos deportivos, como campos de golf y de fútbol.

El modelo de negocio se basa en un crecimiento inorgánico apoyado en menor medida por crecimiento orgánico. Dicho de otro modo, la empresa se encarga de adquirir negocios que luego integra en el grupo y que intenta se beneficien de cruces de ventas y otros beneficios de pertenecer a un grupo más grande, como conseguir mejores precios o contratos de mayor tamaño. La estructura del negocio es descentralizada, de manera que los CEOs de los negocios adquiridos mantienen su puesto, gestionando la compañía del mismo modo en que lo venían haciendo.

Actualmente el grupo está formado por 28 unidades de negocio, 25 en Suecia y 3 en Noruega.

Los clientes principales del grupo pertenecen al sector público, formado principalmente por el gobierno sueco, municipalidades, diputaciones y administraciones públicas. En total, el sector público representa el 68% de las ventas, mientras que el 32% restante proviene de propiedades privadas y residenciales, y otros clientes privados.

Generalmente los contratos tienen una duración de entre 5 y 7 años, prorrogables por el mismo periodo. Estos contratos se obtienen por procesos de licitación, lo que supone ciertas barreras de entrada para empresas más pequeñas que no tienen la escala ni recursos para acometer proyectos de mayor tamaño.

Por **Carlos Santiso**
Gestor de los fondos
Icaria Cartera Permanente
e Icaria Dinámico



**VOLVER
AL ÍNDICE**



DRIVERS DE CRECIMIENTO

GLS tiene tres formas de crecer. La primera es conseguir contratos públicos para el cuidado y mantenimiento de zonas verdes. En este sentido, el tamaño de la compañía, en comparación con otras, así como el amplio abanico de servicios que ofrece la suelen hacer favorita a la hora de obtener estos contratos. Adicionalmente, en ocasiones, contratos de mayor tamaño dan lugar a otros contratos más pequeños.

La segunda manera y quizás la más relevante es el crecimiento por M&A. La mayor parte del crecimiento surge de la adquisición de otros negocios que ayudan al grupo a incrementar su escala y posicionamiento en Suecia y Noruega.

Finalmente, la tercera vía de crecimiento surge de los beneficios que obtienen las subsidiarias por pertenecer a un grupo de mayor tamaño, con más contactos (clientes y proveedores), recursos y alcance. Un negocio que pasa a formar parte de GLS tiene acceso a un mayor número de clientes ya que se producen ventas cruzadas entre las diferentes empresas del grupo, permitiendo también obtener contratos de mayor tamaño. Adicionalmente tiene acceso a más proveedores con los que puede obtener mejores precios gracias a un mayor volumen de pedidos.

LA INDUSTRIA

El mercado total de Suecia se estima en unos SEK 33b, lo que daría a GLS una cuota de c.7%. Sin embargo el TAM real de GLS es de tan solo SEK 22b ya que el 30% del mercado total está gestionado a nivel interno, esto es, no se externaliza el servicio. Teniendo esto en cuenta, la cuota de mercado de GLS equivaldría a algo menos del 10%.



Una cuota de mercado del 10% es relevante, pero lo que impacta es la diferencia con respecto a los otros players. Nos damos cuenta a través de esta imagen de la fragmentación del mercado y cómo puede beneficiar a una compañía como GLS que está empezando a convertirse en una máquina generadora de caja.

No solo importa que sea un mercado fragmentado, sino también es importante la tendencia y expectativa de crecimiento del mismo. El mercado en el que opera GLS principalmente (el sueco) está creciendo a un 5% CAGR y se espera que mantenga la tendencia de crecimiento a futuro. No solo crece a tasas por encima del PIB, sino que es un mercado notablemente estable y anticíclico, una característica sin duda muy interesante.

En definitiva tenemos un mercado fragmentado donde el crecimiento potencial para empresas con un modelo de "roll-up" como GLS es enorme. Concretamente, el mercado potencial de GLS es 10x sus ventas de 2019.

Una de las características de esta industria es que es particularmente estable y con poca exposición a los ciclos económicos. El motivo principal es la duración de los contratos, que suelen ser de largo plazo, entre 5 y 7 años. A ello se suma el hecho de que tanto clientes públicos como privados suelen mantener sus zonas verdes cuidadas incluso en momentos de estrés económico. Tampoco debemos olvidar que el clima en Suecia es el que es y que en invierno nevará, haya crisis o no, y las carreteras y zonas públicas tendrán que estar accesibles para el público. Esto la hace una industria particularmente atractiva.

Hemos mencionado que en torno al 70% del mercado total es accesible para GLS. Se estima que el crecimiento de ese 70% del mercado crezca un 3-4% anual en los próximos años aunque en las grandes zonas metropolitanas el crecimiento esperado es del 5%. Este crecimiento viene apoyado por tendencias demográficas y una mayor inversión por organismos públicos.

Un ejemplo de ello es que varias municipalidades de Suecia han establecido el objetivo de que sus habitantes no deberían residir a una distancia mayor de 300 metros de un área verde, lo que consecuentemente está implicando una mayor inversión en la construcción de zonas verdes.

Por otra parte tenemos las tendencias demográficas y en este caso cabe decir que Suecia es uno de los

países que más rápido está creciendo su población en Europa. Por ejemplo, en enero de 2017 la población creció por encima de los 10 millones de habitantes y se espera que se alcancen los 11 millones antes de 2025.

En definitiva, tenemos un país con una base poblacional que crece a un ritmo acelerado comparado con otros países europeos y con una migración hacia las ciudades cada vez mayor, ambos factores dando resultado a una mayor demanda por espacios abiertos y naturales. A su vez, una mayor cantidad de estos espacios (parques, jardines, gimnasios al aire libre, etc.) requieren un mayor volumen de servicios de mantenimiento de dichos espacios.

Ambos aspectos benefician directamente a GLS ya que entre todas sus unidades de negocio abarcan servicios de construcción y mantenimiento de estos espacios. De hecho GLS es de las pocas empresas suecas capaces de ofrecer un abanico de servicios suficientemente amplio como para cubrir todas estas necesidades provocadas por el crecimiento poblacional y urbanización. Dicho de otro modo, GLS está posicionada de manera ideal para beneficiarse de estos vientos de cola.

ADQUISICIONES

Desde 2017 se han pagado un total de 734 millones por las adquisiciones (a cierre de 2020) mientras que el incremento de FCF en este periodo ha sido de 144M (una pequeña parte derivada de crecimiento orgánico). Teniendo en cuenta esto podríamos decir que el retorno sobre las adquisiciones es del 20% aproximadamente, nada desdeñable.

La intención es adquirir compañías a un múltiplo de beneficio operativo entre las 3-6x. Salvo 2018 este objetivo ha sido conseguido todos los años. Los múltiplos pagados sobre ventas están por debajo del 0,6x y en lo que llevamos de 2021 sigue siendo así. El tamaño y sector en el que opera GLS le permite hacer pequeñas adquisiciones a múltiplos muy interesantes que incrementan sus contratos a largo plazo y su backlog.

Debido a la estabilidad del negocio (contratos a varios años) el objetivo de apalancamiento se encuentra en el entorno de 2,5x. Actualmente se encuentra por encima de estos niveles (sobre 3x EBITDA). Aproximadamente el 20-30% de la adquisición se paga a través de emisión de acciones, con la consecuente dilución. El momento en que los márgenes asciendan al objetivo del 8% EBITA será muy beneficioso para los accionistas ya que no será necesario diluirlos para realizar adquisiciones.

ACCIONISTAS

De entre los principales accionistas hay varios que merecen ser destacados. Empecemos por el primero, Byggmästare Anders J Ahlström Holding AB. Esta es una empresa de inversión situada en Suecia y fundada en 1895 por Anders J Ahlström.

En segundo lugar tenemos a la familia Salén con un 18% del capital y representada por Steffan Salén. Steffan es CEO de Salénia AB, CEO de FöreningsSparbanken AB y analista financiero en Procter & Gamble.

El tercer máximo accionista es Johan Nordström, CEO de la compañía y con un 8% del capital. Siempre es positivo ver que la persona al frente de la compañía muestra una gran alineación de intereses.

Por último está Per Sjöstrand con el 4,4% del capital. Per es el presidente de la empresa, presidente de la mesa desde 2012 y probablemente uno de los motivos de la transformación de GLS a partir de 2014.

En definitiva, podemos decir que existe una alineación de intereses importante entre los accionistas, equipo gestor y directiva. Además, ver a Byggmästare Anders J Ahlström Holding AB como primer accionista, una empresa que no tiene estrategia de salida en sus inversiones demuestra una enorme confianza en el proyecto de GLS.

Aunque no lo hemos destacado, algunos accionistas con posiciones de menor tamaño están presentes también en el accionariado. En algunos casos, GLS realiza adquisiciones pagando parte del precio en acciones y haciendo que los CEOs de esos negocios

se conviertan en accionistas de todo el grupo, lo cual favorece la alineación de intereses.

En total, entre el CEO de GLS y los CEOs de las subsidiarias poseen más del 20% del capital, sin duda una muy buena señal.

RIESGOS Y CATALIZADORES

Riesgos

En nuestra opinión el mayor riesgo al que se enfrenta es el de ejecución. GLS es un proyecto en una etapa aún temprana y el riesgo de ejecución en la adquisición de nuevos negocios y su integración no es despreciable.

El modelo de *roll-up* es un modelo que está demostrado que funciona pero su ejecución es fundamental. El primer año real de la empresa podríamos decir que es 2019, una vez se integró Svensk Markservice al completo junto con otros negocios menores.

No obstante, una mala gestión de las adquisiciones puede resultar desastrosa para el grupo dado que la empresa no es autosuficiente a día de hoy con una generación de caja insuficiente para sostener el crecimiento. Una incapacidad de generar la suficiente caja en el futuro podría dar lugar a nuevas emisiones de capital y mayores niveles de apalancamiento que incrementarían el riesgo financiero del grupo.

CATALIZADORES

El principal catalizador es sin ninguna duda las adquisiciones. Hasta hoy la más relevante ha sido la de Svensk Markservice que supuso un incremento en ventas de casi el 100% anual y un beneficio operativo que casi multiplicó por 7.

El crecimiento de la empresa procede sin ninguna duda de su actividad M&A mientras que el crecimiento orgánico actúa como una base en la que apoyarse en el largo plazo, lo cual no quiere decir que sea menos importante. Por tanto, un mayor volumen de adquisiciones o un mayor volumen de capital empleado en éstas supone un claro catalizador para la empresa.

Cabe recordar que el mercado está altamente fragmentado con más de 6.000 empresas de tamaño muy reducido. Esto supone un mercado potencial enorme y un gran margen para seguir consolidando la industria.

En segundo lugar tendríamos la obtención de nuevos contratos con clientes. Esto es la operativa propia de la compañía, los servicios de mantenimiento y jardinería. Hemos comentado en el análisis que el crecimiento de la industria es cercana al 5% por lo que debemos esperar un crecimiento de al menos ese ratio por parte de GLS.

Por otra parte, la integración de los negocios adquiridos debería propiciar un mayor crecimiento al de la industria como consecuencia de las diferentes sinergias producidas entre las diferentes partes del negocio. Esto es de hecho una parte fundamental en la estrategia de GLS para seguir creciendo en el futuro. Algunas de estas sinergias pasan por cruces de ventas, consecución de contratos de mayor volumen gracias al tamaño del grupo, mejores precios con proveedores, etc.

Aunque las sinergias son a menudo exageradas en la mayoría de casos de M&A, en el caso de GLS las vemos factibles. El mismo modelo de negocio que se

aplica en GLS se utiliza en Instalco, empresa de Per Sjöstrand. En Instalco se ha conseguido obtener sinergias entre las decenas de empresas del grupo y que su CEO sea el presidente de GLS hace indicar que la intención es la misma.

Además, hemos visto como el mayor tamaño del grupo le ha propiciado ciertas economías de escala permitiéndole mejorar el margen bruto. A medida que nuevos negocios se van integrando estos efectos de escala deberían verse reflejados en los beneficios operativos conforme los costes de integración y de las propias adquisiciones se vean diluidos en un mayor volumen de ingresos.

En definitiva, la actividad M&A en un mercado ultra fragmentado, así como los beneficios de escala y sinergias entre los diferentes negocios del grupo suponen los catalizadores más relevantes para la empresa.

VALORACIÓN

Valorar Green Landscaping es algo complejo. Es necesario entender perfectamente la compañía así como su Capital Allocation para poder construir un modelo con sentido. El crecimiento de los últimos años tanto orgánico como inorgánico ha sido el siguiente:

Income Statements	2016	2017	2018	2021	2020	2021	2022	2023
Net Sales	680,7	796,6	1.176,1	1.973,1	2.112,9			
Other Operating Income	0,9	2,7	4,0	19,5	21,8			
Total Revenue	681,6	799,3	1.180,1	1.992,6	2.134,7	2.903,19	3396,73	3974,18
% Growth		17%	48%	69%	7%	36%	17%	17%
% Organic		0%	8%	1,6%	-6%	6%	2%	2%
% M&A			40%	67%	13%	30%	15%	15%

Tenemos un crecimiento por M&A salvaje los últimos 3 años. Lejos de ralentizarse en 2021, se está acelerando. Hablamos de que a cierre de junio de 2021, GLS ha invertido ya 280M de SEK para una aportación en ventas de unos 467M, es decir, unas 0,6x ventas. Consideramos para 2021 unos 160M adicionales para la segunda parte del año, lo cual nos dejaría un crecimiento inorgánico del 30%.

En cuanto al crecimiento orgánico el primer trimestre se ha normalizado la temporada de nieve (venía de unos años malos) creciendo orgánicamente un 33%. Con la situación post-covid algo más normalizada, sería esperable viendo la tendencia operativa de GLS recuperar un 6% de crecimiento orgánico.

línea de un año como el COVID donde se ralentizaron las adquisiciones.

Creemos que estas asunciones son realizables y están por debajo de lo esperable.

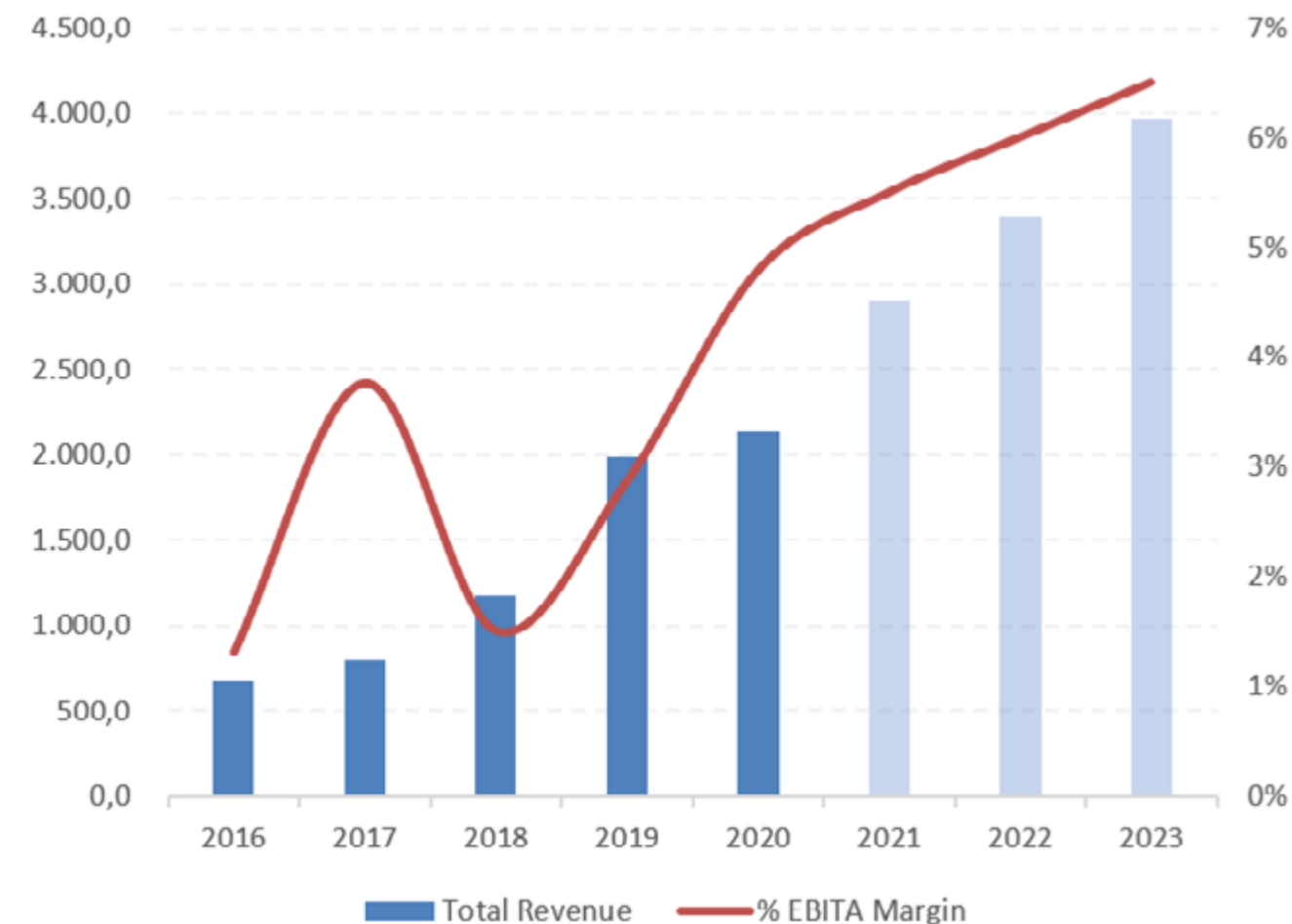
Por otro lado para saber que consumo de caja conllevan las adquisiciones utilizamos un múltiplo EV to sales por encima del que ha venido haciendo GLS los años anteriores:

Para los años siguientes asumimos un crecimiento orgánico del 2% (cuando la compañía da una orientación de crecimiento del mercado del 3-5%) y un crecimiento por M&A de tan solo el 15%, el cual está en

M&A Paid	0,00	138,80	216,00	14,50	364,40	280,2	326,609	407,608
% Organic		0,41	0,25	0,35	0,53	0,6	0,75	0,8

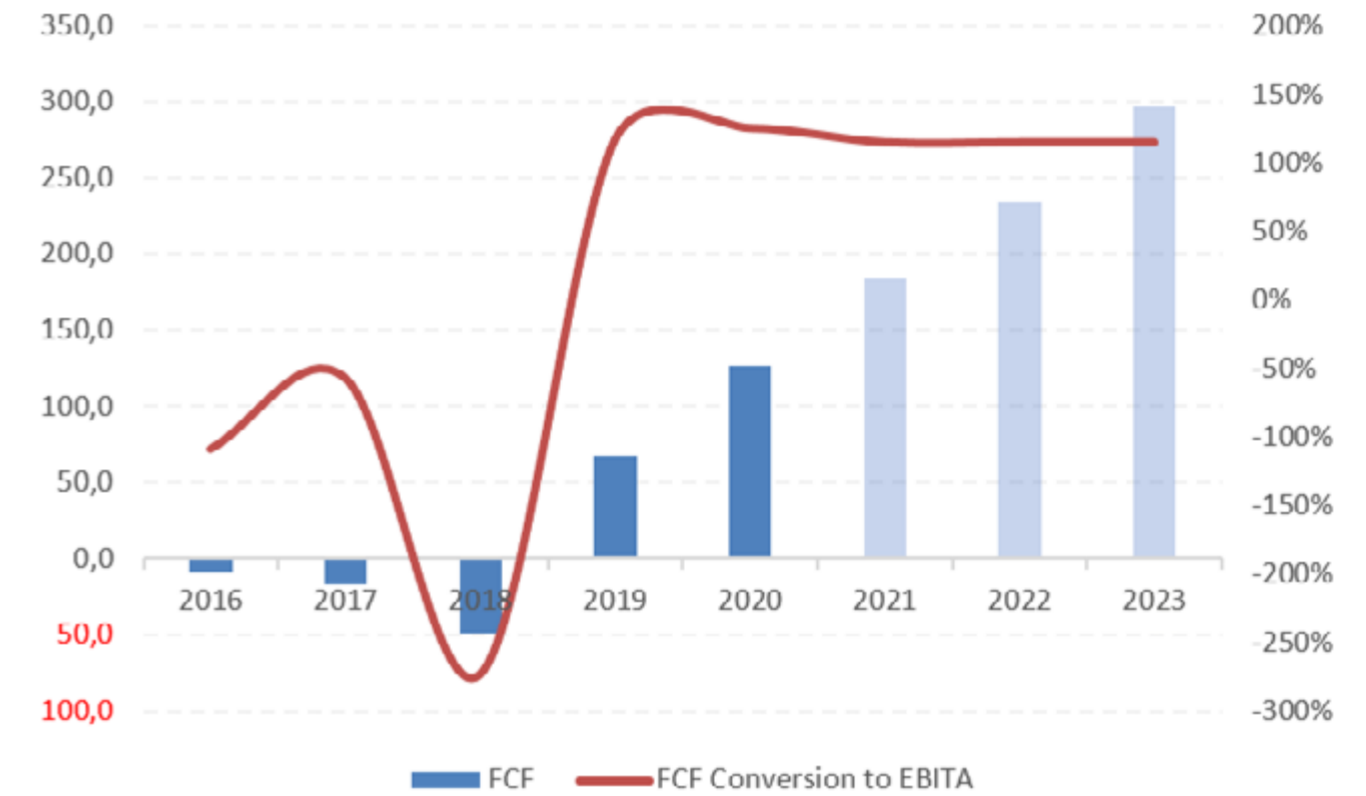
El flujo de caja generado no será suficiente para financiar las adquisiciones asumidas por lo que tenemos en cuenta una reducción de caja y dilución suficiente para financiar las adquisiciones comentadas.

El margen EBITA seguirá evolucionando al alza conforme se normalizan los sobrecostes y demoras por el COVID y se integran las adquisiciones realizadas.



Asumimos por lo tanto una mejora de 100pb en el EBITA desde los niveles actuales (5,5%) lo cual supone que estará realizando un margen EBITA del 6,5%.

La conversión en FCF como hemos comentado es muy alta, actualmente por encima del 120%. Por último hemos asumido una conversión por debajo de la actual, del 115% para ser muy prudentes de cara al futuro.



Esto significaría estar haciendo unos 300M de FCF en 2023, desde los 130M actuales, o lo que es lo mismo, doblar flujo de caja con un 33% CAGR desde los niveles actuales hasta 2023. Hay que tener en cuenta que este incremento vendrá vía crecimiento y vía expansión de márgenes, además de que el crecimiento en FCF de GLS es sustancialmente mayor al proyectado.

Con todo lo mencionado, llegaríamos en 2023 a un múltiplo EV/FCF de unas 16x. Teniendo en cuenta la resiliencia del negocio, su recurrencia, su crecimiento y capacidad de crecimiento futura, parece lógico pensar que un negocio como GLS cotizase al menos a unas 25x FCF en 2023. Este múltiplo nos llevaría a un PO de 121 o lo que es lo mismo, una TIR del 14% desde los niveles actuales.

El caso bajista nos dejaría un PO de 43 y el caso alcista nos dejaría un PO de 240. En nuestra opinión existe asimetría en favor de los escenarios alcistas en GLS.

42 FONDOS de CALIDAD según tu riesgo



Por **Moclano** **TOP 100**

Forero de Rankia e inversor en fondos

Moclano es inversor y participa habitualmente en el foro de Rankia. Cuenta con más de 1.000 publicaciones, 500 seguidores y 7.000 recomendaciones. Su labor en el foro es encomiable y por ello hemos seleccionado dos de sus últimas aportaciones que nos ayudarán a descubrir fondos de inversión de calidad y a calcular la rentabilidad de los fondos de inversión.

Aquí os presento una lista con una serie de fondos donde predomina la calidad, con diferentes niveles de riesgo y con productos con identidad propia en cuanto a la estrategia que persiguen.

Baja Beta (riesgo bajo):

- Ninety One Global Strategy Fund - Global Franchise Fund
- Morgan Stanley Investment Funds - Global Brands Fund
- Robeco QI Global Conservative Equities

Quality-moderado (riesgo bajo la media):

- Comgest Growth World
- Fundsmith Equity Fund
- Mirabaud - Sustainable Global Focus
- GuardCap Global Equity Fund
- Fiera Capital Global Equity Fund

- Threadneedle (Lux) - Global Focus
- UBAM - 30 Global Leaders Equity
- Seilern World Growth
- DPAM INVEST B - Equities World Sustainable
- Man GLG RI Global Sustainable Growth
- Legg Mason Martin Currie Global Long-Term Unconstrained Fund
- BNY Mellon Long-Term Global Equity Fund

Quality-agresivo (riesgo medio):

- Capital Group New Perspective Fund (LUX)
- Janus Henderson Global Equity Fund
- Wellington Global Quality Growth Fund EUR
- Nomura Funds - Global High Conviction Fund
- T. Rowe Price Funds SICAV - Global Focused Growth Equity Fund
- Baillie Gifford Worldwide Global Alpha Fund

Sesgo value (riesgo medio):

- MFS Meridian Funds - Global Concentrated Fund
- MFS Meridian Funds - Global Equity Fund
- Acatis Aktien Global Fonds

Fuerte crecimiento (riesgo por encima de la media):

- T. Rowe Price Funds SICAV - Global Growth Equity Fund
- GAM Star Disruptive Growth
- Baillie Gifford Worldwide Global Stewardship Fund
- Robeco Global Consumer Trends
- Goldman Sachs Global Millennials Equity
- Liontrust GF Sustainable Future Global Growth

Enfoque oportunístico (riesgo alto):

- Morgan Stanley Investment Funds - Global Opportunity Fund

- PGIM Jennison Global Equity Opportunities Fund
- Artisan Global Opportunities Fund

Long-Term (riesgo muy alto):

- Morgan Stanley Investment Funds - Global Insight Fund
- MainFirst Global Equities Fund
- Baillie Gifford Worldwide Long Term Global Growth Fund

Impacto (riesgo variable):

- BMO Responsible Global Equity Fund
- Baillie Gifford Worldwide Positive Change Fund
- Wellington Global Impact Fund
- Janus Henderson Horizon Global Sustainable Equity Fund
- Morgan Stanley Investment Funds - Global Sustain Fund

CÓMO CALCULAR LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Las rentabilidades de los fondos deben calcularse a través de la **media geométrica**, ya que por el efecto del interés compuesto las rentabilidades de las inversiones no son independientes unas de otras. Es lo que se conoce como rentabilidad anualizada.

Es un error común considerar la media aritmética para el cálculo de las rentabilidades.

Con un ejemplo se ve muy claro:

Imaginemos una inversión de 1.000€ en un fondo de inversión. El primer año se obtiene una rentabilidad del -37%, el segundo una rentabilidad del +26,50% y el tercero del +15%. La media aritmética de los tres años de inversión es $(-37 + 26,50 + 15)/3 = +1,5\%$. Pero, ¿hemos ganado realmente dinero con nuestra inversión?

$$\text{Año 1: } 1.000 \times (1-0,37) = 630\text{€}$$

$$\text{Año 2: } 630 \times (1+0,265) = 796,95\text{€}$$

$$\text{Año 3: } 796,95 \times (1+0,15) = 916,49\text{€}$$

Como se puede ver, el resultado real no es que hayamos ganado un +1,5%, sino que se ha perdido dinero. Se ha obtenido una rentabilidad anualizada del -2,86%, de la inversión.

Matemáticamente se calcula como la raíz enésima del producto de las rentabilidades:

$$[((1-0,37)*(1+0,265)*(1+0,15))^{(1/3)}]-1$$

En Excel, para calcularla lo puedes hacer con la fórmula **MEDIA.GEOM**, y al resultado **le restas la unidad**. Insertas la fórmula e introduces los valores de las rentabilidades anuales, sumándoles un uno. En el ejemplo sería: 0,63; 1,265; 1,15. Después restas 1 al resultado obtenido, y sale la rentabilidad anualizada.

INVERTIR EN LAS EMPRESAS LÍDERES DEL MAÑANA >>

La cuestión para todo inversor debería ser la misma: cómo identificar las empresas que crean valor, sea cual sea el entorno macro. Creemos que la mejor estrategia es invertir a largo plazo y centrarse en los fundamentos de una empresa. Según nuestro análisis, a largo plazo, las empresas de mediana capitalización tienen uno de los mejores potenciales de rendimiento* como clase de activos. Entre ellas se encuentran las empresas que aún no han alcanzado su nivel de crecimiento, pero que cuentan con modelos de negocio establecidos y una sólida gobernanza. En nuestra opinión, las empresas de mediana capitalización aún pueden crecer de forma significativa, incluso si la economía mundial se ralentiza. Son lo suficientemente ágiles como para formar parte de nichos de crecimiento y tendencias al alza. Sin embargo, no debemos olvidar el riesgo de pérdida de capital, que sigue estando muy presente.

Pero **cómo descubrimos las empresas líderes del mañana**. Como gestores activos de carteras, elegimos empresas de pequeña y mediana capitalización basándonos en un enfoque fundamental ascendente. Buscamos modelos de negocio convincentes con un alcance global que sean preferiblemente independientes del entorno macroeconómico. Prestamos atención a un potencial de crecimiento superior a la media, un balance sólido y un potencial de precios atractivo para las acciones a medio plazo. El objetivo es acompañar la expansión de empresas prometedoras hasta convertirlas en campeonas mundiales. El proceso de inversión se construye en torno a esta idea con un enfoque ascendente puro, sin sesgo de estilo ni apuestas macroeconómicas, para construir un rendimiento a largo plazo* a lo largo de los inevitables ciclos económicos. Se utilizan dos nociones clave para evaluar la solidez de una empresa y la pertinencia de la estrategia: El ROCE y el FCF.

1 ALTO RENDIMIENTO DEL CAPITAL EMPLEADO (ROCE)

Una empresa con un alto rendimiento del capital empleado (ROCE) podría tener ventajas competitivas potencialmente importantes. Domina los conocimientos técnicos que no tienen sus competidores en materia de marketing, redes de distribución, ventajas tecnológicas o relacionadas con las patentes, y la capacidad de competir en los costes de producción. Según nuestro análisis, el ROCE también permite comparar una empresa con otra que opera en el mismo sector de actividad, o verificar que un proyecto lanzado, o una adquisición realizada contribuyen realmente a mejorar la rentabilidad de la empresa.



Por **Pascal Riegis**

*Responsable de Renta Variable de
Small & MidCaps Europeas*

ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT

*La rentabilidad pasada no es una indicación fiable de la rentabilidad futura y no es constante en el tiempo.

El fondo presenta un riesgo de pérdida de capital. Las opiniones presentadas en este artículo son el resultado de nuestras previsiones de mercado en la fecha de publicación. Están sujetas a cambios en función de las condiciones del mercado y ODDO BHF Asset Management SAS no será en ningún caso responsable contractualmente de ellas.

2 FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA FINANCIAR EL CRECIMIENTO (FLUJO DE CAJA POSITIVO)

Nos centramos en empresas de calidad que ofrezcan ventajas competitivas, por ejemplo, un *know-how* comercial único, una ventaja tecnológica significativa o la capacidad de competir en costes de producción. El flujo de caja libre sostenido es importante porque permite a la empresa distribuir dinero a sus accionistas, recomprar acciones, financiar operaciones de crecimiento externo o servir la deuda si es necesario. Este enfoque garantiza que las empresas seleccionadas sigan generando beneficios y FCF incluso en un punto bajo del ciclo económico.

En el segundo paso, utilizamos el análisis fundamental para comprobar si la creación de valor de la empresa puede mantenerse o incluso mejorar con el tiempo. Entre otras cosas, evaluamos si la rentabilidad del capital supera el coste del mismo. En esta fase, hacemos gran hincapié en la idoneidad de la estrategia de la empresa, la calidad de su gestión y sus incentivos. Seleccionamos empresas que tienen un alcance internacional visible, es decir, que generan una parte importante de sus ventas a nivel internacional. Además de los datos facilitados por las empresas y los intermediarios, se produce un animado intercambio con la dirección de las empresas.

En el tercer paso, pasamos a la valoración. Utilizamos una combinación de métodos de comparación entre pares y modelos de flujo de caja descontado. Siempre aplicamos dos escenarios diferentes, uno en el mejor de los casos y otro en el peor, para determinar tanto el potencial alcista como el riesgo a la baja de cada empresa. Sólo invertimos en una empresa si el potencial alcista del mejor escenario es mayor que el riesgo a la baja del peor escenario.

En el cuarto paso, la cartera se construye con nuestras convicciones más fuertes. Las ponderaciones de los distintos valores no se definen en relación con el índice de referencia, sino en términos absolutos en función de su liquidez.

3 CENTRARSE EN LA SOSTENIBILIDAD

Dado que el cambio climático sigue siendo potencialmente la mayor amenaza para la economía a medio y largo plazo, los participantes en el mercado se han centrado en las cuestiones medioambientales. Para nosotros, las cuestiones sociales y de gobernanza siempre han sido fundamentales a la hora de analizar las empresas mediante criterios ASG.

La crisis de Covid-19 está volviendo a poner el foco en las cuestiones sociales. Creemos que los inversores prestarán más atención a la forma en que una empresa se prepara para gestionar escenarios extremos, a la gestión de su cadena de suministro, a sus empleados y a su preparación para trabajar en modo digital. El mercado no esperaba una crisis tan sanitaria, pero entiende que la próxima podría ser similar o incluso peor debido a la alteración del clima. El fondo sigue un estricto proceso de integración ESG mediante exclusiones, construcción de la cartera y diálogo con las empresas. Al construir la cartera, cada empresa se califica con nuestro modelo ESG propio o con un proveedor externo de datos no financieros, lo que repercute en la cartera final, ya que no puede haber más de un 10% en empresas de alto riesgo ESG. También hay un diálogo sistemático entre la gestión del fondo y las empresas peor calificadas. El fondo las desinvertirá si no hay resultados positivos después de 18 a 24 meses.

MOATS: ILUSIÓN O REALIDAD

Tal y como alguna vez me comentaron, “Lo del *moat* es muy fácil decirlo, pero muy difícil de ver...” sobre todo antes de que el mercado lo descuente y le asigne un *premium*.

Además, si *moat* es sinónimo de ventajas competitivas duraderas, entonces muchas veces caemos en el error de pensar que una empresa sí tiene un Moat, pero hemos pasado por alto que ni lleva la característica de duradera ni el plural de ventajas.

Gracias a los trabajos de Michael Porter y Pat Dorsey todos podemos reconocer un *moat* —en retrospectiva. Ellos lo hacen ver muy fácil en sus libros y conferencias, pero es porque llevan muchos años practicándolo y reflexionando para hacerlo digerible y darnos caminos simples a laberintos complicados. Es por esta razón que no debemos obviar ni olvidar todo el tiempo de estudio que los hizo llegar a esos resultados, es decir, debemos tratar de conocer y entender el proceso.

Aunque estamos parados sobre sus hombros, el estudio de las **ventajas competitivas duraderas** es una rama aún joven que merece más estudio, investigación y reflexión. Leernos un par de libros sobre el tema no nos hace expertos y de hecho, creer que dominamos el tema nos puede llevar a varios sesgos cognitivos como el de representatividad, el efecto Dunning-Kruger, la teleología o la falacia narrativa.

Y esa es la razón del título de este artículo. Si no conocemos y entendemos bien el proceso y todos los matices que hay en él a la hora de estudiar las ventajas competitivas duraderas; y si no desmenuzamos cada una de las variables que las componen para encontrar los complementos que realmente las hacen duraderas, entonces nos quedamos solamente con el resultado que es una receta y esto provoca que caigamos en varios sesgos cognitivos que nos harán ver moats donde realmente solo hay espejismos e ilusiones.

En mis ya casi once años escribiendo en Rankia he visto una y otra vez estas fallas, y yo también las he cometido muchas veces porque este es un proceso de eterno aprendizaje. Es por esta razón que desde el 2013 me sumergí en este tema para ir entendiéndolo mejor, para ir descomponiendo cada variable en sus distintos componentes y encontrar los complementos que las hacen realmente duraderas.

Por ejemplo, es un error concluir rápidamente que si una empresa tiene una marca que es reconocida y está en la mente del consumidor, entonces ya por eso tiene **poder de marca** y eso lo hace un *moat*. Tenemos como ejemplos recientes a Under Armour y Reebok, pero hay cientos así.

El poder de marca necesita de complementos para que realmente sea una ventaja competitiva duradera, tales como *feedback loops*, poder de reventa, *remakes*, estándar de facto, etc. Y además, tal y como dije en el segundo párrafo, debe de tener ventajas en plural, es decir, tener varias para que unas refuercen a las otras y para que esa diversificación les permita sobrevivir y hasta ser antifrágiles en distintos escenarios económicos y sociales.

Lo mismo sucede con el **efecto red** que es el favorito de todas las tecnológicas. Sí es una ventaja, pero para que sea duradera debe tener complementos como costo de sustitución, poder de negociación, regulación, patrones generacionales, etc.

Y así podemos ir descomponiendo variable por variable para entender mejor el proceso y no caer en ilusiones. E ir encontrando los complementos que deben existir para que esas ventajas competitivas sean realmente duraderas en lugar de efímeras.

Joaquín Gaspar Fierro

Autor del blog “**ETFs y toma de decisiones bajo incertidumbre**” en Rankia



Créditos

Colaboraciones

- **Miguel de Juan** / A cuentas con el foso
- **16raia** / Tesis de inversión de Mo-Bruk
- **Emérito Quintana** / Buscando empresas que perduren
- **Alfredo R. Cebrián** / Entrevista
- **Gustavo Martínez** / Tesis de inversión en Consol Energy
- **Enrique Roca** / Seilern: el valor del crecimiento y la consistencia
- **Carlos Santiso** / Tesis de Green Landscaping Group
- **Moclano** / El rincón de Moclano
- **Pascal Riegis** / Invertir en las empresas líderes del mañana
- **Joaquín Gaspar Fierro** / Moats: ilusión o realidad

Equipo Editorial



Miguel Arias
Executive Director



Salva Marqués
Editor



Enrique Valls
Head of Investment



Luis Ángel Hernández
Area Manager



Xiaoying Zhou
Editorial Assistant



Guillermo Sebastià
Sales & Investors
Communications



Jorge Romero
Investment Sales &
Business Development



Laura Such
Design and Layout



📌 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

Disclaimer: Todo el contenido de esta revista se trata como información general y no debería ser tomado como consejo de inversión, ni debe ser interpretado como recomendación de compra o venta de cualquier activo financiero. Los autores pueden o no tener posiciones en cualquier compañía aquí analizada. Cualquier acción que tomes como resultado de información, análisis, o consejo en este sitio es responsabilidad última tuya.

¿BUSCAS UN ASESOR FINANCIERO?

Te ayudamos a encontrar un/a experto/a para analizar y asesorarte sobre tu cartera.

SABER MÁS



Rankia



Rankia