



Tema del mes:

Ventajas competitivas



4 págs



8 min.

Ventajas competitivas Barreras de entrada ROCE FCF yield

¿Cómo puede una empresa mantener rentabilidades extraordinarias en el tiempo?
¿Cómo logra hacer frente a sus competidores?

Al fin y al cabo, cuando algo funciona tan bien, las fuerzas del mercado se ponen en marcha para terminar con esa situación. Es lo que se define como proceso de competencia. Sin embargo, existen negocios que a pesar de todo logran mantener una posición de mercado destacada que les permite obtener rentabilidades extraordinarias. Encontrar este tipo de negocios puede ser una de las tareas más lucrativas para el inversor. En esta ocasión vamos a hablar de las **barreras de entrada** o **ventajas competitivas**.



1.1 ¿Qué es exactamente una ventaja competitiva

Podemos decir que es una característica que tiene una compañía que es imposible o al menos muy difícil de replicar. De esta forma, una compañía queda protegida de la competencia y, gracias a estas barreras de entrada, consigue mantener, a medio y largo plazo, su posición en el mercado, incluyendo la rentabilidad

extraordinaria que anhela todo inversor. Pero hay que entender que los mercados están inmersos en un proceso continuo e inacabable y siempre habrá un emprendedor intentando aprovechar un conocimiento nuevo o una descoordinación temporal, para ofrecer un producto a un precio atractivo y con un coste razonable.

Gracias a estos emprendedores es muy difícil, a veces imposible, que una compañía consiga mantener beneficios extraordinarios durante mucho tiempo. Siempre capital empleado.

Esto significa que las compañías con ventajas competitivas duraderas son muy escasas y estas ventajas limitadas en el tiempo, porque, además, el desarrollo del conocimiento provoca cambios imposibles de predecir. La cara positiva es que esto también nos dice que tampoco hay mal que cien años dure y, en los sectores en crisis con exceso de capital invertido, acabará produciéndose tarde o temprano una salida de capital, mejorando la situación de los que permanecen. El ejemplo más claro son las compañías cíclicas, con un negocio sometido a los vaivenes que los ciclos económicos producen en la oferta y la demanda, con las consiguientes alteraciones en su rentabilidad.

Se trata en cualquier caso de encontrar compañías con altas rentabilidades derivadas de **ventajas competitivas**, resultando imprescindible entender el origen de dicha rentabilidad y su potencial sostenibilidad en el tiempo.

Ahora bien, dicho esto, no todas las ventajas competitivas son iguales. Estas **barreras de entrada** pueden presentar formas muy diferentes.



1.2 ¿Qué tipos de ventajas competitivas hay?

Una vez detectada una compañía con una alta rentabilidad en un mercado estable, hay que encontrar las causas esenciales que hacen que en ese mercado existan **barreras de entrada** y se obtenga en consecuencia una rentabilidad extraordinaria. Como hemos dicho, es casi imposible mantener a muy largo plazo esa alta rentabilidad, pero puede haber barreras de entrada que permitan una razonable duración en el tiempo.

Si se conocen y se comprenden bien esas **barreras de entrada** podremos prever cuándo pueden desaparecer poniendo en peligro la ventaja y la rentabilidad. Así minimizaremos los errores y obtendremos nosotros también, acompañando a la compañía, esa rentabilidad extraordinaria.

1. **Disponer de una ventaja de costes.** Existen varios tipos:

La primera vendría derivada de las *características de la producción*, como puede ser la posesión o el derecho sobre un activo único. Por ejemplo, en el caso de una compañía petrolera o minera, si se tiene acceso a un yacimiento cuyas cualidades naturales permiten extraer la materia a un coste medio muy por debajo que la competencia, estamos ante una barrera importante.

La segunda se deriva de *ventajas de proceso*, tanto patentables, como no. En este caso, se trata de compañías que con mejoras continuas en los procesos consiguen mantener en el tiempo esa ventaja. Éstas son las barreras menos potentes.

En tercer lugar, si el *tamaño o escala* es esencial para diluir costes fijos, y somos el competidor más grande, será posible mantener durante mucho tiempo esa ventaja de costes. Si somos la empresa más grande, en un sector con costes fijos muy altos, entonces seremos capaces de

tener el coste unitario más bajo. Seremos capaces de repartir los costes fijos entre una mayor cantidad de unidad producidas.

Estas serían **ventajas de oferta**. Las ventajas en costes son, evidentemente, más importantes en industrias/sectores donde el precio constituye una parte muy importante del criterio de compra del cliente, como por ejemplo en las industrias "commodity" (es decir, donde el único factor que diferencia tu producto del de la competencia es el precio).

2. **Que existan costes de cambio (switching costs).** Cuando para el cliente es muy incómodo o gravoso cambiar y comprar el producto o servicio de la competencia, lo que permite establecer un precio superior al normal de mercado.

3. **Activos intangibles.** Las patentes y las licencias pueden hacer que se establezcan monopolios legales durante cierto tiempo. Asimismo, cuando una marca es muy fuerte, es decir, es muy valorada por los clientes, esta empresa va a ser capaz de cobrar ligeramente más por sus productos

4. **Que haya «efecto red».** Esto se produce en aquellos casos en los que cuantas más personas usan un producto, más valioso resulta este para el cliente. Esto dificulta que aparezcan competidores porque no cuentan con esa red y la tienen que construir desde cero.

Tipos de barrera de entrada

		Características de producción
Ventajas de oferta	Ventaja en costes	Ventaja de proceso Tamaño o escala
Ventajas de demanda	Costes de cambio Activos intangibles Efecto red	



Estas últimas tres serían **ventajas de demanda**. La combinación entre las economías de escala y una ventaja de demanda que permite extraer mayor valor de tus clientes es la ventaja más poderosa que puede tener un negocio.

1.2 ¿Cómo encontrar inversiones que tengan ventajas competitivas?

Una consecuencia o señal necesaria de la existencia de ventajas competitivas es que:

- El retorno sobre capital empleado (*ROCE*) sea alto
- Las *cuotas de mercado* sean estables

Habrá que analizar si el Retorno Sobre el Capital Empleado (*ROCE* por sus siglas en inglés) es alto y estable en el tiempo, pues tener un **ROCE** elevado un año en concreto se puede deber a factores puntuales no sostenibles, mientras que si la empresa tiene un retorno sobre capital alto y estable es una señal de que hay barreras de entrada que actúan protegiendo la rentabilidad del negocio.

Si por el contrario el **ROCE** es bajo, estaremos posiblemente hablando de mercados sin grandes fosos defensivos, en los que cualquier competidor puede entrar y obtener una posición, alterando repetidas veces las cuotas de mercado de los diferentes actores.

Si un sector tiene **cuotas de mercado** que cambian mucho es poco probable que haya barreras de entrada. Sin embargo, si la compañía opera en un sector donde hay cuotas de mercado altas, concentradas y estables en el tiempo durante bastantes años, también estaremos posiblemente ante una señal de que hay barreras de entrada.

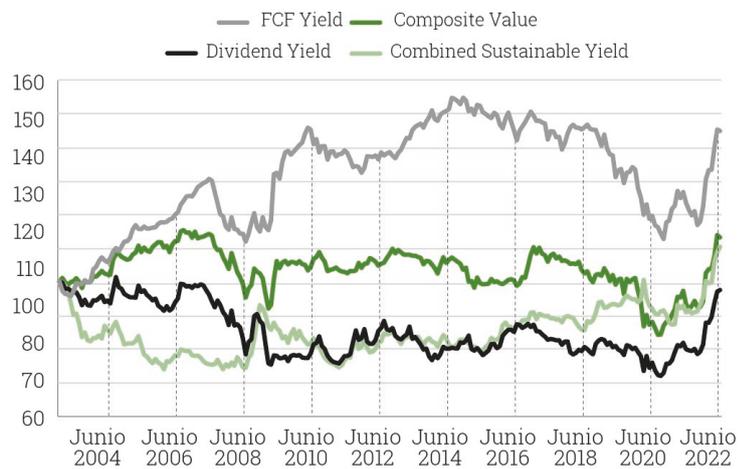
Estas características; compañías con una posición líder en el mercado, altas barreras de

entrada o rentabilidad superior, ayudarán a que consigan tener una consistente **generación de flujos de caja**.

Esto es de vital importancia, ¿por qué? Porque la valoración actual de un negocio está basada en el valor presente de sus flujos de efectivo futuros. La predictibilidad y visibilidad de la obtención de los flujos de caja aminora el riesgo e incrementa el margen de seguridad de nuestras inversiones.

Compañías que cuenten con una robusta y recurrente generación de flujos de caja libre, es decir, valore que nos ofrezcan una alta rentabilidad sobre sus flujos de caja libres, han tenido un rendimiento superior históricamente durante las desaceleraciones y recesiones, como se observa en el siguiente gráfico:

Las acciones estadounidenses de alto rendimiento de flujo libre de superan a largo plazo



Fuente: MSCI, Factset global, Bernstein research.

Leyenda: El gráfico muestra el rendimiento del índice de acciones value, compuesto barato, rendimiento sostenible combinado, alta rentabilidad por dividendos y alto rendimiento de FCF del quintil más barato en relación al índice equiponderado. El rendimiento sostenible combinado es una combinación de alta rentabilidad por dividendo, alto rendimiento de FCF y alto rendimiento de recompra de acciones con una condición adicional de que la acción ha mantenido o aumentado su dividendo en 7 de los 10 años más recientes.



1.3 En Cobas

Creemos que a lo largo de estos años hemos sido capaces de construir carteras de calidad, con la ventaja de haberlo hecho, además, a precios que consideramos son muy atractivos, lo cual nos ayuda a mantener la calma y la convicción en cualquier entorno de mercado.

La calidad de los negocios que componen nuestras carteras puede observarse a través del **ROCE** conjunto que generan, y que sería todavía más alto, en el caso de la Cartera Internacional, si excluyésemos del cálculo las compañías relacionadas con materias primas, negocios muy intensivos en capital.

Así mismo, la rentabilidad intrínseca que dichos negocios nos generan, medida a través de la **generación de flujos de caja libre**, creemos que es muy satisfactoria.

Cartera **Internacional** (Datos a 30/6/2022)

Ratios

ROCE: 30% (ex - MM.PP.: 39%)

PER 2022e: 6,2x (Benchmark: 11,6x)

FCF yield unleveraged: 24%

Grupo de Control: 61%

VaR: 12,2%

Lo mismo sucede en el caso de nuestra Cartera Ibérica, para la cual estas magnitudes son similares a las que observamos en la Cartera Internacional.

Cartera **Ibérica** (Datos a 30/6/2022)

Ratios

ROCE: 28%

PER 2022e: 7,1x (Benchmark: 12,0x)

FCF yield unleveraged: 13,8%

Grupo de Control: 90%

VaR: 8,3%

En el escenario actual, donde la alta inflación y el temor a que la rápida retirada de los estímulos monetarios lleve a las principales economías a entrar en un escenario de estanflación o, lo que es peor, en una nueva recesión, será primordial estar invertido en compañías con buenos fundamentales que cuenten con **barreras de entrada**, que tengan un consolidado poder de fijación de precios debido a su posición de liderazgo dentro de sus respectivos nichos, que les dotará de la resiliencia indispensable para poder mantener un crecimiento estructural. En este entorno, el mercado recompensará primordialmente la estabilidad de las ganancias, la rentabilidad y las valoraciones.

Hay que tener en cuenta que es muy difícil prever los movimientos del mercado a corto plazo y además te hace perder foco sobre lo esencial, que para nosotros siempre ha sido las posibles **ventajas competitivas** de las compañías en el largo plazo y su capacidad de generación de caja, de forma recurrente, a lo largo del tiempo.