ValueInvestor INSIGHT
31 de Octubre 2017
The Leading Authority on Value Investing

Demostrado

"Como humanos nos encanta estar con la manada", afirma Francisco García Paramés que, como inversor, ha ignorado con bastante éxito esa particular llamada de nuestra naturaleza innata.

INVESTOR INSIGHT

Francisco García Paramés
Cobas Asset Management

Foco de inversión: Busca invertir en compañías cuyos negocios sean fáciles de entender y "está dispuesto a esperar todo el tiempo que sea necesario hasta que el mercado reconozca el verdadero valor que poseen".

Es raro que un inversor en la cumbre de su carrera decida comenzar de nuevo, pero este fue el caso hace tres años de Francisco García Paramés. Tras una brillante carrera (su cartera insignia Bestinver Internacional triplicó a sus índices de referencia con un retorno neto anualizado superior al 12 % de 1998 a 2014), decidió separar su andadura de la de Bestinver y, transcurrido el periodo de no competencia acordado, fundó su propia firma, Cobas Asset Management, con sede en Madrid. La firma comenzó a invertir en enero y ahora gestiona cerca de 2.000 millones de euros.

Si bien algunas prácticas de índole empresarial han evolucionado, "invertimos exactamente igual que hacíamos antes," dice García Paramés. Entre los sectores que encuentra de interés específico hoy día encontramos transporte marítimo, fabricación de automóviles, fertilizantes y productos de panadería.

Se compromete con sus inversores a "mantenerse fiel al enfoque de inversión en valor". ¿Qué significa eso para usted principalmente?

Francisco García Paramés: Para nosotros esto significa un análisis en profundidad, seleccionar empresas de calidad a precios atractivos y ser pacientes para que aumenten de valor. Extremadamente pacientes, diría yo. En nuestro análisis, nos centramos en comprender la ventaja competitiva de una empresa y por tanto la calidad y durabilidad de su negocio, lo que nos permite estimar de forma creíble su valor intrínseco. Si nuestro análisis es correcto y hemos sido selectivos al comprar solo con descuentos significativos respecto al valor real, el tiempo debe correr a nuestro favor. Estamos preparados para esperar tanto como sea necesario hasta que el mercado acabe por reconocer el precio de cotización ese valor. Lo que hace que esto resulte tan difícil de hacer es la naturaleza humana. Como humanos nos encanta estar con la manada, y resulta muy difícil ir en contra de esto. Ni siquiera nos resulta fácil a nosotros, pero no se puede tener éxito en este negocio sin ir a contracorriente.

Describa situaciones en las que ha encontrado suelo fértil para dar con empresas de calidad a precios razonables.

FGP: Cuando llevas en el mercado 25 años, aprendes qué buscar y qué situaciones te gustan. Nuestra cartera hoy cotiza a un precio de entre 8 y 9x beneficios cuando el mercado se acerca al doble así que, obviamente, no estamos comprando empresas donde todo es perfecto. Aún veo cada día en los mercados que sigo estrechamente acciones en sus mínimos de 52 semanas y las que más caen en el día.

Un área en la que estamos encontrando oportunidades hoy día es en las empresas de Reino Unido relacionadas con el consumidor que, en algunos casos, han visto sus acciones perder el 50 % en el último par de años, además de sufrir la depreciación de la libra esterlina otro 20-25 %. Un ejemplo sería Dixons Carphone [Londres: DC], el minorista de electrónica y dispositivos con tiendas de tipo Best Buy y también otras que se centran de manera más concreta en la venta de teléfonos móviles. Hay mucha incertidumbre sobre cómo afectará el Brexit a las empresas y sobre la amenaza de la competencia online, pero cuando evaluamos la sostenibilidad del negocio frente a una valoración de menos de 10 veces beneficios, consideramos que el mercado está generando una negatividad excesiva sobre el precio de la acción.

Con el tiempo, también nos hemos especializado en empresas de gestión familiar que representan ni más ni menos que un cuarto de las acciones que cotizan en Europa. Se las puede pasar por alto relativamente debido a que gestionan sus negocios a muy largo plazo (algo que nosotros sin duda preferimos, pero que puede frustrar a muchos inversores) y porque suelen estar estructuradas como holding de empresas con intereses variados que pueden carecer de una coherencia obvia. También nos gusta que los intereses de los propietarios de la familia suelen estar bien alineados con los de otros accionistas, lo que da como resultado menos errores en la asignación de capital, menos dependencia de la deuda y un énfasis saludable sobre el control de costes.

Con el tiempo, una inversión que nos ha dado muchas alegrías ha sido Exor [Italia: EXO], el holding de empresas de inversión de la familia italiana Agnelli. Cuando hablamos por última vez [VII, 31 de octubre de 2012], tomando tan solo los valores de cotización de las acciones que Exor tenía en aquel momento en la empresa de pruebas industriales SGS, en la división de camiones y en la empresa de equipamiento agrícola de Fiat Industrial y en Fiat Auto, además de las estimaciones de valor conservadoras para acciones más pequeñas en varias empresas diversificadas, llegamos a una estimación de precio por acción que prácticamente doblaba el precio en el mercado de entonces. Si ajustamos estos holdings públicos a lo que consideramos valores de mercado, obtenemos una ventaja extra del 25 %. Cosas así pueden ocurrir en estos tipos de empresas y creemos que el mercado con el tiempo se ajusta solo. Puede llevar mucho más tiempo del que nos gustaría, pero si estamos en lo cierto sobre las empresas subyacentes, estamos protegidos frente a las desventajas mientras esperamos, porque el valor intrínseco sigue creciendo. [*Nota*: A alrededor de 16,90 € hace cinco años, las acciones de Exor cerraron a 54,10 € recientemente.]

¿Sigue siendo Exor atractiva hoy día?

FGP: Poseemos una posición pequeña. Una empresa que consideramos que se pasa aún más por alto sería Bolloré [París: BOL], el holding de inversión controlado por Vincent Bolloré. El propietario piensa a largo plazo y controla algunos activos muy interesantes, algunos con cotización en Bolsa como la empresa de telecomunicaciones y entretenimiento Vivendi [París: VIV], además de puertos y otras empresas de infraestructuras mayoritariamente en África. Tan solo aplicando los múltiplos a los que las empresas portuarias comercian en mercados emergentes a los activos de Bolloré tendríamos un precio por acción mucho mayor para la empresa que los 4,10 € de hoy día.

¿Qué importancia tienen para usted los ciclos empresariales como fuente de oportunidad?

FGP: No nos asustan los cíclos y diría que hoy nos centramos más en empresas con un ciclo más pronunciado e incluso en empresas orientadas a las materias primas. Los ciclos económicos tienen que tolerarse con una enorme paciencia, pero si tu análisis del negocio es correcto, los ciclos dan la vuelta de forma natural con resultados bastante predecibles, si no con una cadencia predecible. También vemos más empresas basadas en materias primas defendiendo la cartera de manera eficaz frente a las posibles consecuencias inflacionistas negativas de la manipulación monetaria del banco central.

CÍCLICAS:

Tenemos la mayor exposici· n hist· rica en nuestras inversiones al sector mar²timo, particularmente en el sector de transporte de GNL.

Dada la imprevisibilidad de su cadencia, insistimos en este tipo de inversión solo en casos de empresas con producción eficiente a bajo coste y de aquellas con sólidos balances generales. Sin alguna de estas características creemos que el riesgo asumido sería excesivo.

¿Qué empresa cíclica está llamando su atención hoy día?

FGP: Nuestra cartera actualmente tiene la mayor exposición de su historia en el sector del transporte marítimo. Este sector ha sufrido durante los últimos dos o tres años debido a la caída en los precios de las materias primas y a la huida de capital del sector, lo que ha provocado que los precios de las acciones bajen de forma espectacular. En especial, nos interesa el transporte de gas natural licuado [GNL], donde vemos una dinámica de oferta-demanda por lo general favorable y nos gusta que el negocio funcione en gran medida sobre con-

Francisco García Paramés

¡Otra!

Si bien decidió a finales de 2014 dejar Bestinver, su hogar inversor durante 25 años, Francisco García Paramés no tenía entre sus planes probar algo nuevo. "No había la menor duda: iba a volver", dice.

Y así ha sido. Fundó Cobas Asset Management para continuar con la misma estrategia de inversión en valores que siempre ha desarrollado, pero con una sensibilidad reforzada sobre el lado empresarial para mantener los activos que gestiona para las estrategias de la firma en lo que él considera niveles más manejables.

Al tener que atenerse a un acuerdo de no competencia de dos años, García Paramés dedicó su primer año "fuera de juego" a hacer básicamente lo que siempre hace: seguir las noticias, seguir los mercados y seguirle el pulso general a empresas y sectores que ya conoce o que quiere conocer mejor. El segundo año lo dedicó casi en su totalidad a escribir un libro, *Invirtiendo a Largo Plazo* (*Investing for the Long-Term*), que se publicó en español el año pasado y que aparecerá en inglés a principios del próximo año.

"La gente me preguntaba si quería retirarme y relajarme", dice. "Pero, ¿por qué iba a hacerlo? El trabajo es estimulante y variado, se ajusta a mi personalidad, lo hago razonablemente bien y es muy satisfactorio. ¿Por qué iba a querer dejar 'de trabajar' si estoy así de bien?"

tratos a largo plazo. Hablaremos con más detalle sobre esto más tarde, pero uno de nuestros holdings, Teekay LNG Partners [TGP], es líder en el sector, con contratos a largo plazo con importantes empresas energéticas como Total, Royal Dutch Shell y British Petroleum que aseguran más de 11.000 millones de dólares en ingresos futuros. Consideramos que hay muy buena visibilidad en los flujos de caja futuros, pero la acción cotiza a quizá 8 veces beneficios futuros.

Volviendo a su pregunta sobre de dónde vienen las ideas, con mucha frecuencia una idea lleva a otra. A medida que obtuvimos más información sobre transportistas de GNL y Teekay, nos encontramos con una empresa francesa llamada Gaztransport et Technigaz [París: GTT], que fabrica las membranas utilizadas para almacenar el gas licuado en los barcos. Tiene una cuota de mercado global dominante y consideramos que podemos obtener sólidos beneficios económicos con el tiempo a pesar de los movimientos cíclicos regulares. He ahí un ejemplo de cómo nuestro interés inicial en Teekay LNG nos ha llevado a terminar comprando en múltiples empresas vinculadas de forma diversa con el GNL en todo el mundo.

Como norma siempre ha tenido una pronunciada inclinación hacia Europa en su cartera internacional. ¿Sigue siendo así hoy día?

FGP: Nuestra inversión en Europa viene a ser aproximadamente del 50 %, lo cual es poco para nosotros. Muchos de nuestros holdings a largo plazo, como el grupo Schindler de Suiza, Wolters Kluwer de los Países Bajos o Exor, han evolucionado extremadamente bien durante los últimos cinco años. Eso nos ha impulsado a buscar en otros lugares y estamos luchando por encontrar nuevas empresas en Europa con suficiente calidad en su actividad a precios suficientemente atractivos.

Hemos estado más activos de lo habitual en Asia, que representa entre el 15 y el 20 % de la cartera. Sobre todo en Corea del Sur y Japón hemos podido encontrar empresas con una cotización extremadamente barata, en especial si miramos el efectivo neto en sus balances generales. Para dar dos ejemplos del mismo sector en Japón, tenemos a Daiwa Industries [Tokio: 6459] y Fukushima Industries [Tokio: 6420], que fabrican equipamiento de refrigeración comercial para restaurantes y tiendas minoristas. Se trata de empresas

SOBRE MODELOS:

Tengo una calculadora que suma, resta, multiplica y divide. No necesito nada más sofisticado.

con un 50 % de retorno de capital pero Daiwa cotiza actualmente en su nivel de efectivo neto (lo que compensa los costes operativos) y Fukushima cotiza a 6-7x beneficios. No creemos que estos tipos de valoraciones tengan sentido.

La gente habla sobre mercados como Japón y Corea del Sur como mercados permanentemente infravalorados porque el gobierno corporativo suele ser muy malo. No somos ingenuos acerca de ello, pero también hemos visto montones de ejemplos a lo largo de nuestras carreras donde los descuentos relacionados con la gestión pueden desaparecer rápidamente. Durante largo tiempo Exor, por ejemplo, tenía acciones preferentes sin derechos de voto que cotizaban a veces con un 40 % de descuento respecto a las acciones comunes con derechos de voto. No pensamos que fuera racional, en especial en una empresa en la que creímos que la dirección estaba actuando totalmente en interés nuestro. Entonces un día la empresa decidió consolidar todas las acciones en una sola clase de acción con los mismos derechos de voto y el descuento desapareció. Las cosas cambian. Habríamos estado bien si el descuento se hubiera mantenido, pero claramente fue incluso mejor que desapareciera.

¿Qué hándicap está representando el actual entorno inversor y político en su país natal, España?

FGP: Ha sido un proceso doloroso, pero la restructuración de la economía que siguió a la crisis financiera, en general, ha derivado en unas mejores perspectivas económicas para España. El déficit público en relación con el PIB sigue siendo muy alto, pero la competitividad del país ha mejorado significativamente y los precios de las acciones se han recuperado bastante bien desde los mínimos de hace cinco años.

La situación en Cataluña obviamente no es buena. Tengo ideas encontradas sobre cómo se está resolviendo, pero soy optimista y creo que al final el sentido común se impondrá y que la economía no sufrirá un retroceso. La mayoría de las acciones que cotizan en el mercado español pertenecen a empresas globales, por lo que el impacto sobre los precios de las acciones de la amenaza secesionista no ha sido tan dramático. Aunque tampoco diría que ha acabado propiciando oportunidades de compra.

¿Qué destacarías de lo que ves interesante en el mercado español?

FGP: No es un tema que destaque demasiado, pero estamos encontrando oportunidades en el sector inmobiliario, que diría que se encuentra ante las primeras señales de recuperación. Muchos de los excesos que se crearon antes de la crisis financiera aquí tenían que ver con el sector inmobiliario, así que a los implicados les ha llevado mucho tiempo recuperarse y a las personas también les cuesta acometer nuevos proyectos con optimismo sobre el futuro. Estamos invirtiendo mayoritariamente en empresas de pequeña capitalización centradas en el desarrollo inmobiliario residencial y comercial. Un ejemplo sería Inmobiliaria del Sur [Madrid: ISUR], con sede en Sevilla y con una capitalización bursátil de tan solo unos 180 millones de euros. Hay varias empresas como esta que esperarían beneficiarse de una vuelta a la normalidad en el mercado inmobiliario.

Coméntenos a grandes rasgos cómo enfoca la valoración de empresas.

FGP: Me gusta decir que tengo una calculadora en mi mesa que suma, resta, multiplica y divide y que no tenga necesidad de nada más sofisticado. Para mí, analizar empresas no es un ejercicio que consista en crear complicados modelos matemáticos de descuento de flujo, de lo que se trata es de desarrollar una visión completa del negocio comercial de una empresa y de su capacidad para generar ingresos de efectivo en el futuro. El objetivo no es predecir con precisión el flujo de efectivo disponible cada año sino más bien llegar a un nivel de ganancias normalizadas sobre el que podamos aplicar un múltiplo apropiado y obtener nuestra estimación de valor intrínseco.

Explíquenos un poco más cómo normaliza los beneficios.

FGP: Al normalizar los beneficios, primero nos aseguramos de que los estados financieros sean un reflejo preciso de la situación real de la empresa, mirando aspectos como la conversión de flujo de caja disponible, lo razonable de las políticas contables con respecto al reconocimiento de ingresos y gastos y posibles responsabilidades extracontables. Entonces tratamos de determinar qué aspecto de la situación actual podría oscurecer temporalmente la capacidad de la empresa de generar ganancias. Esto podría ser un ciclo: queremos mirar el poder de las ganancias basándonos en condiciones de mercado estables, que no sean situaciones de auge ni de quiebra, o quizá haya una empresa que está generando pérdidas temporalmente y que es probable que mejore o si no liquide o cierre. En todos los casos también estimamos cualquier mejora orgánica que veamos en la empresa durante los siguientes dos o tres años.

Por último, para llegar a una estimación del valor intrínseco aplicamos un múltiplo a las ganancias normalizadas que dependerá de la calidad del negocio. Por lo general, usamos la relación precio-beneficio (PER) media del mercado bursátil correspondiente a los últimos 200 años de 15x, que equivale a unos réditos de ganancias del 6,6 %, en línea con el rendimiento real a largo plazo del capital. En el caso de una empresa sobresaliente podríamos aplicar un múltiplo de 17- 18x y en el de una mediocre, podemos usar 12-13x. Para la mayoría de empresas en que nos fijamos, sin embargo, 15x resulta razonable.

Con el tiempo, solemos disponer en nuestras carteras globales de entre 40 y 50 empresas, con tamaños de exposición basados tanto en el descuento sobre su valor intrínseco como en nuestra convicción en la idea. En nuestros fondos globales casi siempre hemos estado totalmente invertidos, con más buenas ideas de las que nos cabían en la cartera. Este es el caso hoy también.

Explique el potencial que ve en la empresa de fertilizantes y químicos especializados Israel Chemicals [ICL].

FGP: La empresa cuenta con dos divisiones principales. La primera produce potasio, fosfatos y otros fertilizantes especializados empleados para mejorar la producción de las cosechas. Por lo general son negocios de materias primas en las que la empresa no tiene poder para infuir sobre el precio

SNAPSHOTS DE INVERSIÓN

Israel Chemicals
(NYSE: ICL)

Negocio: Fabricación y comercialización de fertilizantes basados en potasio – y fosfato – y una variedad de productos químicos especiales aplicados en el sector industrial, alimentario y otras aplicaciones para el consumo final.

Información de la acción (@30/10/17):

Precio	**4,15**
Rango: 52 semanas	3,52 – 4,95
Rent. por Dividendo	3,5%
Cap. Bursátil	$5,02 billones

Datos Financieros (últimos 12 meses):

Ingresos	$5,3 billones
Margen Operativo	(-0,1%)
Margen Neto	(-3,4%)

Métricas de Valoración
(@30/10/17):

	ICL	S&P 500
P/E (últimos 12 meses)	n.a.	24,2
P/E Estimado	16,0	19,5

Principales Inversores Institucionales
(@30/6/17):

Compañía	% Owned
Israel Corp	46,0%
Potash Corp	13,8%
First Eagle Inv Mgmt	2,0%
Cobas Asset Mgmt	1,3%
Vanguard Group	0,9%

Posiciones Cortas (a día 13/10/17):

Acciones a corto/Capital Flotante	1,8%

ICL PRICE HISTORY

Resumen caso de inversión:
Que la compañía opere en ambos negocios, el de materias primas y el de alto valor añadido, contribuye a que el mercado no la entienda bien, dice Francisco García Paramés. Asumiendo que el negocio de productos químicos especiales continua con los buenos resultados y una normalización en el de fertilizantes, él llega a un valor razonable estimado de la acción de $9,80 por acción.

Fuentes: Informes de la compañía, otra información pública disponible.

y la rentabilidad depende en gran medida del nivel del precio de las materias primas. La segunda división produce químicos especializados y aditivos avanzados empleados en distintas aplicaciones industriales y de procesamiento de alimentos. Se trata de un negocio de mayor valor añadido con poder para marcar precios y por lo general una alta rentabilidad.

¿Tiene alguna visión concreta sobre en qué momento del ciclo global de fertilizantes nos encontramos?

FGP: Le voy a decir a grandes rasgos cómo vemos el ciclo: el precio del potasio se ha reducido a más de la mitad hasta alcanzar menos de 300 $ por tonelada, y en el nivel de precios actual resulta muy difícil justificar la creación de nueva capacidad. Al mismo tiempo, la población mundial sigue aumentando en número y riqueza, lo que aumenta la demanda de comida, en especial de proteína, mientras que la cantidad de tierra en la que puede cultivarse está estancada o en lento declive. De modo que una de las principales formas de satisfacer la creciente demanda global de alimento será aumentar el rendimiento del terreno cultivable, lo que se beneficiará de la aplicación de fertilizante.

Dada esta dinámica, esperamos que los precios del potasio aumenten en algún punto para que el mercado pueda disfrutar de un mejor equilibrio entre oferta y demanda. Un argumento similar puede usarse respecto a los fosfatos, donde los productores están teniendo también unos beneficios mínimos en la actualidad.

ICL se beneficia de una fuente de recursos única como el Mar Muerto. ¿Hay algún riesgo de que la empresa la pierda en el futuro?

FGP: El Mar Muerto, que se encuentra a 400 metros por debajo del nivel del mar, brinda a la empresa una fuente prácticamente inagotable de potasio, magnesio y bromo a bajo coste. Esa es una importante ventaja competitiva, en especial con respecto a los químicos con base de bromo que comercializa. Las instalaciones de producción que ICL posee están también cerca de puertos internacionales, lo que le brinda acceso eficiente a canales de envío hacia mercados desarrollados y emergentes. De hecho, visitamos las instalaciones en junio, y son de última generación. También me gustaría reseñar que fuimos de los pocos analistas y accionistas que acudieron al evento organizado por la empresa; esto refleja el poco seguimiento que tiene ICL.

La empresa necesita renovar su concesión con el gobierno israelí en 2030, pero no creemos que esto suponga un riesgo. El gobierno cuenta con una " acción estatal" especial en ICL y recibe significativos impuestos y royalties de ella. Además, ICL posee las instalaciones de producción del Mar Muerto, lo que para cualquier otro posible interesado sería extremadamente costoso de replicar. Parece haber un acuerdo de mutuo beneficio que es probable que ambas partes quieran renovar.

A un precio reciente de 4,15 $, ¿considera las acciones muy baratas?

FGP: Creemos que ICL está siendo, por lo general, una incomprendida en la comunidad de inversores, en parte porque tiende a ser seguida por analistas de fertilizantes y materias primas en lugar de por personas con conocimientos sobre químicos especializados.

La empresa debería generar alrededor de 500 millones de dólares de flujo de caja neta este año, gracias a su línea de químicos especializados. Suponiendo que los ciclos del potasio y del fosfato se normalicen, creemos que la empresa puede ganar cerca de 840 millones de dólares en flujo de caja para 2020. Si aplicamos el múltiplo 15x, nuestra estimación de valor de mercado rondaría los 9,80 $ por acción.

Este es un ejemplo del tipo de empresa familiar que nos gusta. La familia Offer posee un 46 % de las acciones a través de otra empresa que ellos controlan, Israel Corp. [Tel Aviv: ILCO], y creemos que gestionan la empresa pensando en el largo plazo y en el interés de todos los accionistas.

Una última cosa que me gustaría mencionar: Potash Corp. of Saskatchewan [POT], que posee el 14 % de ICL, ha anunciado que va a vender su participación en ICL para cumplir los requisitos normativos relacionados con su fusión con Agrium. Esto podría suponer un obstáculo para las acciones hoy, pero debería tan solo tratarse de algo temporal.

De químicos especializados a productos de panadería, ¿podría describir su situación de inversión respecto a Aryzta [ARYN]?

FGP: Otra situación que no mencioné anteriormente y que puede llevar a una estimación errónea de precio se da cuando la actividad principal de una empresa está en un lugar geográfico distinto de donde tiene su sede o de donde cotizan sus acciones. En este caso, Aryzta es una empresa irlandesa que cotiza en Suiza y tiene la mitad de su negocio en EE. UU. Ciertamente, esos no son los únicos problemas aquí, pero puede ser parte de los motivos por los que la encontramos mal valorada.

La empresa es el mayor especialista en panadería del mundo y opera en casi 30 países. Fabrica la masa, la congela y la envía a panaderías propiedad de la empresa que seguidamente hornean los productos acabados y los entregan a clientes como McDonald's, Starbucks y Subway. Globalmente es un negocio bastante fragmentado: Aryzta es, de lejos, el mayor actor con cerca de un 11 % de cuota de mercado, y con economías de escala a un nivel regional que brindan la ventaja competitiva de una fabricación y distribución más eficiente. Aryzta suele estar bien integrada en las cadenas de suministro de sus clientes y es una de las pocas empresas en cada mercado regional capaz de proporcionar la cantidad, variedad, calidad y consistencia de producto que sus clientes exigen.

Tras varios tropiezos, incluidas adquisiciones secundarias desafortunadas y la pérdida de un volumen de negocio sustancial de clientes principales como Subway y Hostess, la empresa sustituyó durante el pasado año a todo su equipo ejecutivo. Gary McGann, al que conocemos y respetamos de su anterior puesto

SNAPSHOTS DE INVERSIÓN

Aryzta
(Suiza: ARYN)

Negocio: Proveedor de productos horneados de panadería, pasteles, tartas y empanadas, que se venden a través de varios canales de venta al por menor y restaurantes en cerca de 30 países a nivel mundial.

Información de la acción
(@30/10/17, Tipo de cambio: $1 = CHF 1,00):

Precio	**CHF 31,52**
Rango: 52 semanas	CHF 26,14 – CHF 45,87
Rent. por Dividendo	1,8%
Cap. Bursátil	CHF 2,80 billones

Datos Financieros (últimos 12 meses):

Rango: 52 semanas	CHF 26,14 – CHF 45,87
Rent. por Dividendo	1,8%
Cap. Bursátil	CHF 2,80 billones

Métricas de Valoración
(@30/10/17):

	ARYN	S&P 500
P/E (últimos 12 meses)	n/a	24,2
P/E Estimado	17.0	19,5

Principales Inversores Institucionales
(@30/6/17):

Compañía	% Owned
Causeway Capital	7,5%
Black Creek Inv Mgmt	5,0%
Cobas Asset Mgmt	4,5%
Norges Bank	3,1%
OppenheimerFunds	2,8%

Posiciones Cortas (a día 13/10/17):

Acciones a corto/Capital Flotante	n.a.

ARYN PRICE HISTORY

Resumen caso de inversión:
Mientras antiguos errores estratégicos y operacionales ensombrecen la fortaleza del negocio principal de la compañía, actualmente están siendo abordados por un nuevo y competente equipo directivo, dice Francisco García Paramés. Sus estimaciones de 17 veces flujo de caja libre para 2019, junto con el valor de activos no estratégicos, le llevan a fijar el precio razonable de la acción alrededor de 60 francos suizos por acción.

Fuentes: Informes de la compañía, otra información pública disponible.

de director ejecutivo de la empresa de embalaje Smurfit Kappa, fue nombrado presidente del consejo. El nuevo director ejecutivo, Kevin Toland, se incorporó recientemente a la empresa procedente del operador aeroportuario DAA y, antes de eso, de la empresa de alimentación Glanbia. Cuenta con un historial excelente en ambas empresas.

¿En qué está centrando el nuevo equipo directivo su atención?

FGP: La empresa ha estado desarrollando un nuevo plan estratégico. Entre las principales iniciativas, está saliendo del negocio directo al consumidor para no competir con clientes comerciales básicos. Planean centrarse únicamente en las líneas de productos de panadería básicos congelados y en comidas preparadas. Buscan revisar los sistemas de fabricación y distribución para optimizar mejor la utilización de capacidad y reducir costes. Por último, buscan equilibrar el balance mediante ventas de activos y a través del uso de flujo de caja. Estos son exactamente los tipos de cosas que deberían estar haciendo para capitalizar mejor lo que todavía es una franquicia sólida y sostenible.

¿Cómo ve esto traducido a mayores ganancias y a un aumento del precio por acción actual de 31,50 francos suizos?

FGP: A medida que el nuevo plan operativo dé sus frutos, esperamos que los márgenes de EBIT mejoren del 7 % a cerca del 10 %, lo que sigue estando por debajo de los niveles históricos. Suponiendo un 2-3 % anual de crecimiento de ingresos, creemos que la empresa, para finales de su año fiscal en julio de 2019, pueda generar 250 millones de euros en flujo neto de efectivo. Si aplicamos un múltiplo de 17x a ese flujo de efectivo neto y añadimos los activos secundarios, llegamos a una estimación de valor de mercado para las acciones de 60 francos suizos. Hay algo de apalancamiento en la empresa, pero creemos que es totalmente manejable dado el nivel de generación de flujo de caja.

En general, tendemos a enfatizar la calidad del negocio mucho más que la calidad de la gestión al evaluar oportunidades de inversión. En este caso, afortunadamente, creemos que tenemos a ambas trabajando a nuestro favor.

¿Qué cree que es lo que el mercado no está entendiendo en Renault [RNO]?

FGP: Renault, con sede en Francia, es hoy el noveno mayor fabricante de automóviles del mundo, con ventas de más de tres millones de turismos y vehículos comerciales ligeros anualmente. Más de la mitad de su volumen de ventas procede de Europa, y el resto procede principalmente de mercados emergentes como Brasil, Rusia, Turquía, India, Irán y Corea del Sur.

Un aspecto que hace única a la empresa es la alianza estratégica que mantiene con los fabricantes japoneses Nissan y Mitsubishi Motors, que se ha extendido también mediante asociaciones adicionales con el fabricante alemán Daimler, el ruso AvtoVAZ y el chino Dongfeng Motor. No ha sido una alianza fácil para trabajar, pero desde luego funciona y permite a miembros como Renault mejorar su velocidad de comercialización y beneficiarse de significativas economías de escala

de fabricación e I+D a las que, de otra manera, no tendrían acceso. Las empresas de la alianza, por ejemplo, son fabricantes líderes de vehículos eléctricos enchufables en el mundo, con ventas globales desde 2010 de alrededor de 425.000 unidades. Para 2022, más del 80 % de vehículos de Renault estarán basados en plataformas de vehículos comunes de la alianza.

¿Tiene alguna visión sobre dónde estamos en el ciclo de ventas de automóviles?

FGP: Es posible que EE.UU. y Europa se encuentren cerca del punto álgido del ciclo de ventas. Sin embargo, países emergentes como China, Rusia, Brasil e India siguen teniendo décadas de crecimiento sostenido por delante. Esperamos que los países emergentes compensen cualquier problema cíclico de EE. UU. y Europa y que no veamos un descenso en las ventas globales. También nos gustaría comentar que el número de kilómetros recorridos por los vehículos al año está en una trayectoria de ascenso continuo, incluso en mercados desarrollados, lo que constituye un buen augurio para la demanda de vehículos a largo plazo.

¿Cree que es más o menos probable que actores como Renault salgan adelante a medida que la tecnología perturba el negocio de los automóviles?

FGP: Los principales fabricantes de vehículos en el mundo hoy día son en su mayoría los mismos que hace 50 años, lo que muestra lo difícil que es sacar a actores fuertemente arraigados de este sector. Durante los próximo cinco años, la alianza invertirá alrededor de 50.000 millones de euros en I+D, haciendo hincapié en automóviles autónomos y en el llamado transporte como servicio. Se han mostrado agresivos en el establecimiento de asociaciones con empresas emergentes centradas en nuevas tecnologías. Ninguna garantiza que ganen a medida que el sector evolucione, pero sin duda están haciendo lo correcto para poner el viento a su favor.

¿Cómo valora las acciones de Renault, que cotizan ahora a unos 84,75 €?

FGP: El último plan quinquenal de la empresa prevé 70.000 millones de euros en ingresos y un 7 % de márgenes operativos para 2022, basados en la venta de más de cinco millones de vehículos al año. Esperamos que consigan estas cifras, pero nuestras estimaciones son más conservadoras.

Suponiendo un crecimiento anual de los ingresos de alrededor del 3 % y unos márgenes operativos medios del 4,7 % a través del ciclo, nuestra estimación normalizada de flujo de caja neta anual es de unos 1.400 millones de euros. Si aplicamos un múltiplo de 11x, el negocio de Renault queda valorado en unos 15.500 millones de euros. Le añadimos otros 22.000 millones de euros como valor estimado del 43 % de participación que Renault sigue teniendo en Nissan, que también se basa en un flujo de efectivo neto al que se ha aplicado un múltiplo de 11x. Esto nos da un valor total estimado para Renault de 129 € por acción.

Un posible catalizador del precio de la acción sería que el gobierno francés vendiera su casi 20 % de participación mino-

SNAPSHOTS DE INVERSIÓN

Renault
(Paris: RNO)

Negocio: Fabricante francés de coches de pasajeros y vehículos comerciales ligeros con negocio global, opera con un acuerdo estratégico de colaboración con las compañías japonesas Nissan y Mitsubishi Motors.

Información de la acción:
(@30/10/17, Tipo de Cambio: $1 = €0,86):

Precio	**€84,73**
Rango: 52 Semanas	€71,92 - €90,76
Rent. por Dividendo	3,7%
Cap. Bursátil	€25,08 billion

Datos Financieros (Últimos 12 meses):

Ingresos	€55,59 billion
Margen Operativo	6,3%
Margen Neto	7,7%

Métricas de Valoración
(@30/10/17):

	RNO	S&P 500
P/E (Últimos 12 meses)	5,4	24,2
P/E Estimado	5,5	19,5

Principales Inversores Institucionales

(@30/06/17):

Compañía	% Owned
Norges Bank	2,7%
BlackRock	1,8%
Vanguard Group	1,4%
Henderson Global Inv	0,9%
Lyxor Asset Mgmt	0,9%

Posiciones Cortas (a día 13/10/17):

Acciones a corto/Capital Flotante	n.a.

RNO PRICE HISTORY

Resumen caso de inversión:
Las alianzas estratégicas globales de la compañía le permiten beneficiarse de economías de escala clave y enfocarse en la fabricación y desarrollo de nuevos productos, según Francisco García Paramés. Asumiendo ingresos y rentabilidad por debajo de los objetivos de la compañía y aplicando un múltiplo de 11 veces el flujo de caja libre normalizado, le llevan a creer que el precio de la acción se situaría cerca de los €130 por acción.

Fuentes: Informes de la compañía, otra información pública disponible.disponible.

ritaria en Renault. Creemos que la posible jugada final de Ghosn [Carlos Ghosn, director ejecutivo] será fusionar Renault y Nissan, lo que podría también resultar un fuerte catalizador para el repunte de las acciones de Renault.

Describa un poco más en profundidad su tesis para Teekay LNG Partners.

FGP: Teekay LNG posee y opera una flota que consta principalmente de 32 buques cisterna de gas natural licuado y 25 buques cisterna de gas licuado del petróleo. Cuenta con otros 18 buques cisterna de GNL pedidos, con entrega prevista entre 2017 y 2020.

Hay dos aspectos principales que sustentan la tesis. El primero es que, dado que es significativamente más limpio y respetuoso con el medio ambiente, el gas natural es el combustible fósil de más rápido crecimiento en todo el mundo. Esto está impulsando la demanda de LNG, que permite a los compradores globales abastecerse de suministros de mercados donde el gas natural es abundante y tiene unos precios menores. China, por ejemplo, quiere que el gas natural suponga el 15 % de su consumo energético total para 2030, partiendo de alrededor del 6 % que supone ahora, y no tiene la capacidad nacional de alcanzar ese objetivo. Globalmente, esperamos un crecimiento anual de entre el 5 y el 10 % en el consumo de gas natural durante los próximos años.

El segundo es que, como mencioné antes, la empresa añade capacidad solo con contratos vigentes a largo plazo, lo que da como resultado una visibilidad y estabilidad mucho mayor para flujos de caja futuros de la que el mercado parece reconocer. Llevan 25 años en el negocio y rara vez han tenido que renegociar contratos, que hoy tienen una vida media restante de 13 años.

Ha mencionado la importancia de la solidez del balance general al invertir en empresas cíclicas. ¿Como valoraría eso aquí?

FGP: La empresa tiene una carga de deuda relativamente grande, pero, de nuevo, creemos que es manejable dentro de la dinámica del negocio. Han podido financiar proyectos de inversión con unas previsiones de TIR de entre el 13 y el 15 % y un coste de la deuda de alrededor del 3 %.

Los inversores mostraron su clara desaprobación cuando la empresa recortó su dividendo en un 80 % cerca de finales de 2015. ¿Sigue este movimiento afectando aún al precio de la acción?

FGP: Cuando los precios del petróleo se derrumbaron en 2014 y 2015, obtener capital social adicional para financiar el gran programa de gastos de capital de la empresa se hizo imposible, por lo que la dirección redujo el dividendo trimestral de 70 céntimos a 14 céntimos. Creemos que a largo plazo fue la decisión adecuada dadas las altas tasas esperadas de retorno sobre las inversiones planificadas, pero después de reducir el dividendo las acciones cayeron unos 25 $ a cerca de 10 $, algo que nosotros consideramos una reacción del todo exagerada.

SNAPSHOTS DE INVERSIÓN

Teekay LNG Partners
(NYSE: TGP)

Negocio: Con residencia fiscal en Bermudas provee de servicios globales de transporte marítimo de gas natural licuado, gas licuado de petróleo y crudo.

Información de la acción: (@30/10/17):

Precio	**17,40**
Rango: 52 Semanas	13,05 – 19,90
Rent. por Dividendo	3,3%
Cap. Bursátil	$1,39 billones

Datos Financieros (Últimos 12 meses):

Ingresos	$403,5 millones
Margen Operativo	46,8%
Margen Neto	35,9%

Métricas de Valoración
(@30/10/17):

	TGP	S&P 500
P/E (Últimos 12 meses)	10,2	24,2
P/E Estimado	8,3	19,5

Principales Inversores Institucionales
(@30/6/17):

Compañía	% Owned
Fidelity Mgmt & Research	10,0%
OppenheimerFunds	6,3%
Cobas Asset Mgmt	5,0%
Morgan Stanley Inv Mgmt	3,3%
Neuberger Berman	2,8%

Posiciones Cortas (as of 13/10/17):

Acciones a corto/Capital Flotante	1,5%

TGP PRICE HISTORY

Resumen caso de inversión:
Según Francisco García Paramés, la dinámica positiva de la demanda de gas natural hace que el negocio de la compañía sea más atractivo de lo que el mercado parece reconocer, y además los contratos a largo plazo lo hacen más predecible. Aplicando un múltiplo de 15 veces el flujo de caja libre estimado para 2019, García Paramés piensa que el precio razonable de la acción es de 33$, cerca de doblar el precio actual de la acción.

Fuentes: Informes de la compañía, otra información pública disponible.

El equipo directivo dijo que aumentarían el dividendo cuando solventaran dos obstáculos: primero, que toda la financiación para los nuevos buques cisterna estuviera asegurada, lo que debería ocurrir en algún momento de este trimestre. Lo segundo, que la deuda que vencía el próximo año se refinanciara. Estamos esperando solventar satisfactoriamente estos obstáculos y ver un gran aumento del dividendo en algún momento entre 2018 y 2019. Podemos imaginar que a los inversores les gustará algo así tanto como no les gustó cuando el dividendo se redujo.

¿En cuánto cree que están valoradas las acciones, ahora a 17,40 $, en su estimación de flujo de efectivo neto normal?

FGP: Basándonos en gran medida en los contratos en vigor, esperamos que la empresa genere 175 millones de dólares en flujo de caja en 2018 y 200 millones de dólares en 2019. Si aplicamos un múltiplo de 15x a las cifras de 2019, dando por implícito un 6-7% de rendimiento de flujo de caja, tenemos una estimación de 33 $ por acción de valor de mercado. Esto sigue siendo un 30 % menos que la cotización de las acciones en la primavera de 2014, a pesar de contar con el mismo plan de negocio y haberlo ejecutado como estaba previsto.

Vemos que también tiene en su cartera al socio general de Teekay LNG Teekay Corp. [TK]. ¿Es este caso de inversión básicamente el mismo?

FGP: Como socio general, Teekay Corp. se beneficiará directamente del éxito de Teekay LNG y, dado que recibe el 50 % de los dividendos de Teekay LNG por encima de un determinado umbral, se beneficiará de manera desproporcionada si los beneficios de TPG aumentan significativamente.

Hay otras piezas clave en Teekay Corp., incluidos intereses de asociación general en Teekay Offshore Partners [TOO] y TNK Tankers [TNK]. Ha habido problemas con estas dos empresas, pero los problemas que no son cíclicos parecen haberse resuelto en gran medida. Basado en nuestro análisis de la suma de las partes, con la mayoría del valor procedente de Teekay LNG, estimamos que el valor de los activos netos de Teekay Corp. sea de más del doble del actual precio de 8,25 $ por acción.

Siempre hay problemas de fondo de los que preocuparse en el mundo. ¿Hay alguno en concreto que le quite el sueño por la noche?

FGP: Siempre me ha interesado lo que sucede en el mundo y en los distintos países individualmente, pero no dedico tiempo a tratar de predecir qué va a ocurrir a nivel general. Lo que puedo hacer es prestar atención a cuando el capital deja un sector, creando oportunidades potenciales para los inversores y a cuando el capital entra en un sector, creando riesgos potenciales para los inversores.

El mejor modo en que un inversor puede prepararse para el futuro es invertir en activos reales y el mejor modo de hacer esto es poseer acciones. No tengo ninguna pista sobre lo que va a ocurrir con los mercados en general. Solo sé que cuando los mercados globales cotizan a beneficios de 17x, tenemos una cartera que cotiza a la mitad de esa cifra. Si podemos poseer empresas que cotizan en bolsa a precios bajos, estamos contentos.