

## Inversión con mentalidad empresarial

Cualquier gestor de fondos respetable debería tener como objetivo generar para sus partícipes unas rentabilidades consistentes y compatibles con el horizonte temporal de la inversión. Lo que diferencia fundamentalmente a unos gestores de otros es el proceso de generación de las ideas de inversión y el cómo éstas se articulan y gestionan finalmente en la cartera del fondo.

No cabe duda que en la actualidad la filosofía de inversión basada en el *Value Investing* ha alcanzado una gran notoriedad, tras los buenos resultados históricos cosechados por sus referentes. Nosotros, lejos de etiquetarnos en una filosofía de inversión concreta, preferimos autodenominarnos inversores con mentalidad empresarial.

Me gustaría comenzar con la siguiente reflexión: **Construir activos irreplicables, tangibles e intangibles, lleva un tiempo considerable.** Podemos pensar en una compañía como una especie de ser vivo que crece, se desarrolla, estableciendo relaciones con otros, y madura. Al igual que un ser vivo, existen ciertas compañías que adquieren una serie de habilidades que marcan la diferencia y perduran en el tiempo. Éstas son las compañías que más nos interesa analizar. Entender la historia de una compañía es una parte importante de nuestra tarea de investigación, ya que nos permite comprender el ecosistema en el que se desenvuelve e interactúa.

Las consecuencias de nuestra mentalidad inversora se reflejan en la composición de la cartera. Sin descartar ningún tipo de negocio, destaca el sesgo industrial de la misma. La razón principal viene explicada por la tipología de “habilidades” que tratamos de identificar en el proceso de búsqueda de ideas de inversión. En muchas ocasiones, las compañías seleccionadas cuentan con dueño o accionista de referencia. En este sentido, al estar en juego su reputación y dinero existe una clara alineación de intereses, similar a invertir en un fondo de inversión cuyo equipo gestor tiene su ahorro invertido en sus fondos.

¿Qué aspectos miramos más en detalle?

- **Relaciones comerciales:** Conocer en detalle quiénes son los principales clientes de una compañía, desde hace cuánto tiempo y entender por qué. Todo esto nos ayuda a comprender qué hace diferente a una compañía. Nos interesan compañías que son capaces de establecer relaciones de largo plazo con sus clientes. ¿Cómo lo consiguen? Produciendo un bien intermedio clave o realizando un servicio diferencial que supone un porcentaje pequeño del coste total del producto final. Como consecuencia, se convierten en un eslabón imprescindible dentro de la cadena de valor de su cliente, ya que está en juego su reputación. A su vez, este tipo de compañías suelen operar en nichos de mercado concretos en régimen oligopolístico. Además en este tipo de compañías, la reinversión anual en tecnología y mejora de procesos productivos supone un 5%-10% de las ventas. De esta manera, se crea una barrera de entrada que limita la aparición de nuevos competidores. En este caso, podemos encontrar una gran variedad de ejemplos, ya que es una tipología aplicable a industrias heterogéneas. Destacaríamos *Plastic Omnium* y *MGI Coutier* en el sector auto, *Corbion* y *Corticeira*

*Amorim* en el sector alimentación, *Vopak* en el sector Oil&Gas, *Logista* y *Stef* en el sector de distribución o *SAP* y *Teleperformance* en otros sectores.

- **Calidad del negocio:** La capacidad que tiene una compañía de transformar en caja el beneficio operativo contable (*Ebitda*). Porcentajes históricos por encima del 80% reflejan una gestión del circulante óptima. En este sentido, las compañías que tienen la capacidad de financiarse vía proveedores y de pasar a sus clientes el incremento de sus costes operativos son buenas candidatas para pensar que atesoran alguna ventaja competitiva. Como ejemplos destacaría *Hilton Food* y *The Gym Group*.
- **Asignación eficiente del capital:** Qué se hace con el dinero que genera un negocio. Analizarlo en detalle nos ayuda a entender cómo ha evolucionado un negocio y la calidad del equipo directivo. La prioridad es siempre reinvertir en el negocio, antes que repartir dividendo, con el objetivo de mejorar la eficiencia y la productividad, así como financiar un crecimiento saludable. El mejor escenario implicaría poder reinvertir capital nuevo a unos niveles de rentabilidad sobre capital empleado (*ROCE*) por encima de doble dígito. No obstante, la realidad siempre es más compleja. Entrando en detalle, es necesario conocer si la reinversión en crecimiento, en términos inorgánicos, ha creado valor. ¿Cómo? Estudiando el momento del ciclo de capital del sector en el que opera la compañía. Es de sentido común pensar que será mejor momento de compra la parte baja del ciclo, ya que habrá seguramente más vendedores forzosos y menos liquidez. Similar a lo que ocurre en la inversión en bolsa. Es primordial no sobrepagar y evitar una potencial destrucción de valor vía fondo de comercio. Esta forma de actuar más prudente va en línea con el plan de incentivos a largo plazo con el que se premia a los directivos. Por tanto, hay que huir de aquellos incentivos que están vinculados únicamente al crecimiento de ventas sin tener en cuenta la creación de valor al accionista (*TSR*). Este punto a vigilar es de suma importancia cuando la compañía no tiene dueño, es decir, no existe un accionista de referencia de perfil familiar. Para terminar, otro detalle en el que fijarse, es la evolución del número de acciones en circulación. Si el crecimiento se ha financiado orgánicamente y además se ha retirado acciones en circulación vía programas de recompra de acciones estamos ante una compañía que interesa mirar en detalle. En definitiva, la composición de capital es la verdadera creación de valor para los accionistas en el largo plazo. Como ejemplos cercanos destacamos *Amadeus* e *Inditex*.
- **La estructura de capital:** Relacionado con el punto anterior. La prudencia financiera y el sentido común a la hora de realizar inversiones sería dos de las premisas fundamentales. El nivel de deuda asumible por una compañía dependerá de la clase de activos que la respalde. No obstante, los negocios muy ligados al ciclo, con poca predictibilidad en términos de caja y que operan negocios sin diferenciación son los más vulnerables. Nuestro objetivo en este caso es buscar negocios que mantengan una férrea disciplina financiera, generadores de caja, que les permita autofinanciar su crecimiento, orgánico e inorgánico. Como referencia, niveles de deuda neta razonables, incluyendo las obligaciones por planes de pensiones de los trabajadores,

no deberían superar 2x el beneficio operativo (*Ebitda*). Como excepción, destacaríamos las compañías que cuenten con activos reales de perfil concesional que respalden niveles de deuda superiores, por ejemplo: *Ferrovial* y *Gas Natural*. Otro aspecto interesante a vigilar es qué porcentaje del flujo de caja operativo se destina a pagar el coste de financiación. Como máximo no debería superar el 15%-20%. Para terminar, preferimos negocios con deuda a tipo fijo y vencimiento, cuanto más largo, mejor.

En definitiva, la mentalidad empresarial aplicada a la inversión en bolsa te ayuda a razonar y entender la calidad de un negocio desde una perspectiva cualitativa, aislándote del ruido y la miopía cortoplacista.

Atentamente,



Álvaro Cubero Fraile

Responsable de Renta Variable