

**Nuestra misión es preservar y
hacer crecer tu capital,
protegiendo su valor presente y
maximizando su valor futuro.**



¿Quiénes somos?



Tomás Maraver

CIO*

14 años de experiencia en Londres:

- King Street (€20bn Hedge fund) – 6 años
- KKR (Private Equity) – 6 años
- JP Morgan (Investment Banking) – 2 años

ICAI – Licenciado en Ingeniería Industrial



Íñigo Gasset

COO and Head of IR

14 años de experiencia en Banca

Internacional y en Consultoría

- RBS (Corporate Coverage) -12 años
- PWC (Consultoría) – 2 años

IEB – Licenciado en Derecho y Máster en Bolsa y Mercados Financieros

Quality: Los mejores retornos...



Crterios MSCI

- Quality: rentabilidad sobre recursos propios, estabilidad del crecimiento en ganancias y bajo apalancamiento
- World: Índice ponderado por capitalización de los mercados desarrollados
- Value: Precio / Valor contable, PER 1yrFwd, rendimiento por dividendos
- Growth: PER 1yrFwd , tasa de crecimiento interno, crecimiento de ingresos y ganancias a largo plazo

... con el menor riesgo

Retornos vs. Riesgo 1994-2021 (S&P 500)



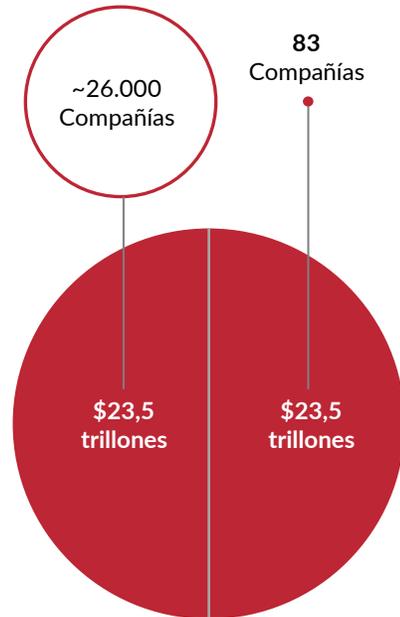
Quality: Consistentemente menor volatilidad y menor riesgo con mayores retornos

Retornos vs. Riesgo 15 años (Russel 3,000)



Pocas empresas generan la mayoría del valor

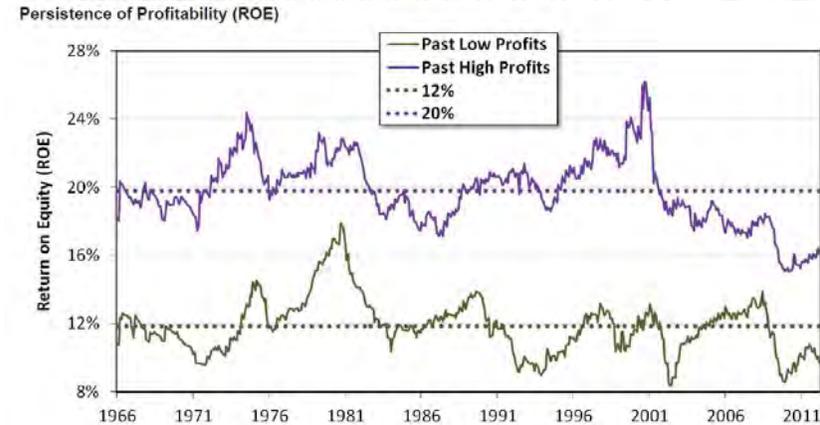
Creación valor en bolsa 1926-2019



Fuente: Bessembinder

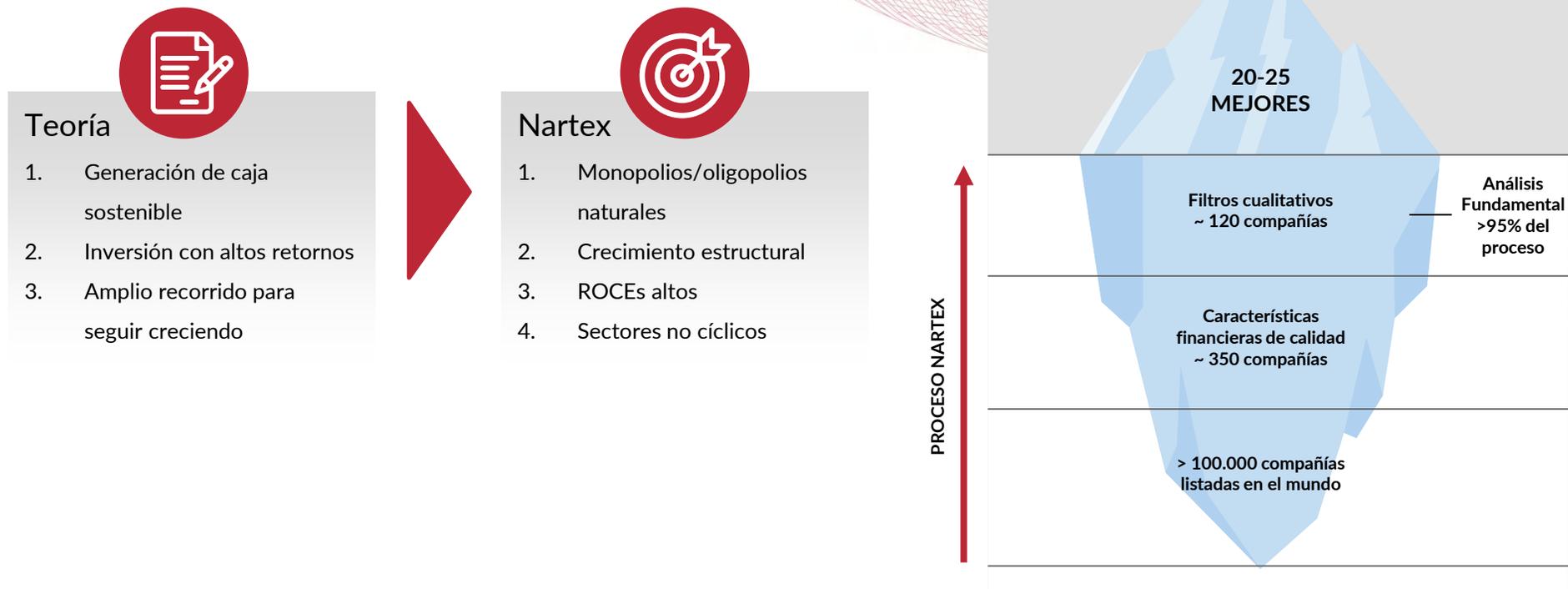
- De 1916 a 2019, la mitad de los \$47 trillones generados por la bolsa americana se deben a 83 empresas (0,3%)
- El 4% de las compañías son las responsables de los mayores retornos de la renta variable vs. fija

Las compañías buenas no se transforman en malas, ni las malas en buenas



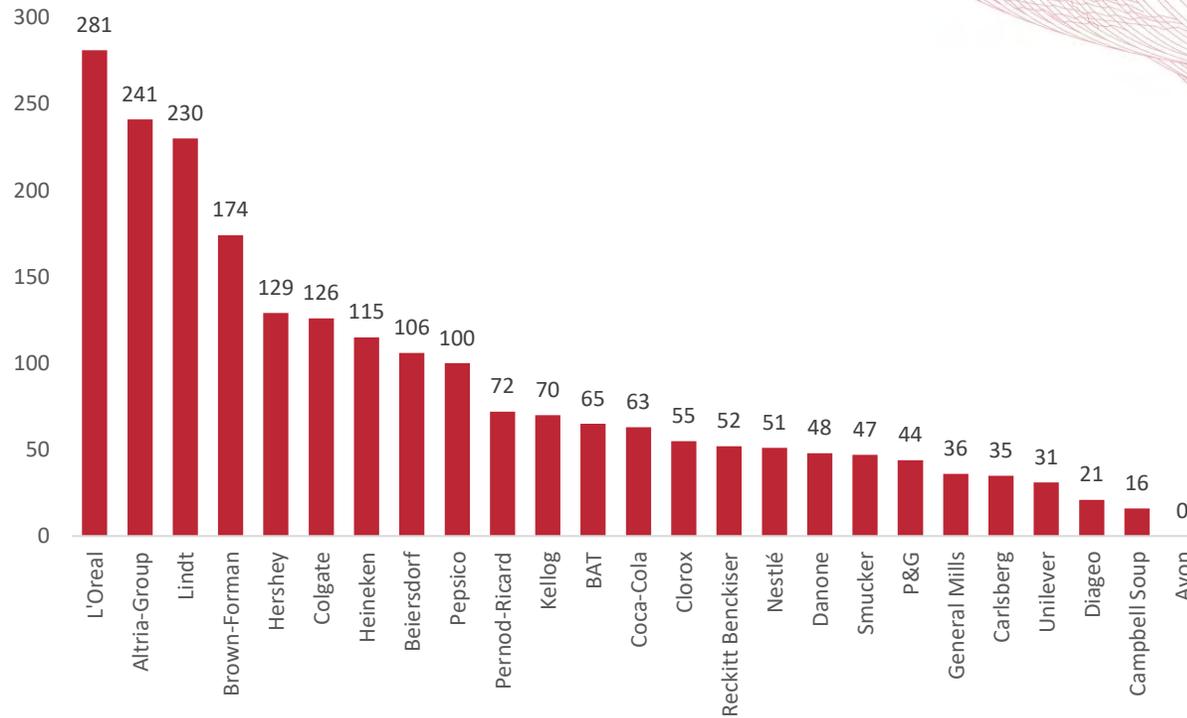
- *Porque el Real Madrid haya ganado 14 copas de Europa no esperamos que la próxima la gane el Rayo*

Implementación Nartex



Lo importante a largo plazo son los fundamentales...

PER justificado en 1973 para batir al mercado



- El mercado hizo 16x la inversión... pero podrías haber pagado >100x con muchas compañías de consumo tradicional



- No es lo mismo un Rolex que un Swatch

¿Qué aspecto tiene una cartera quality?

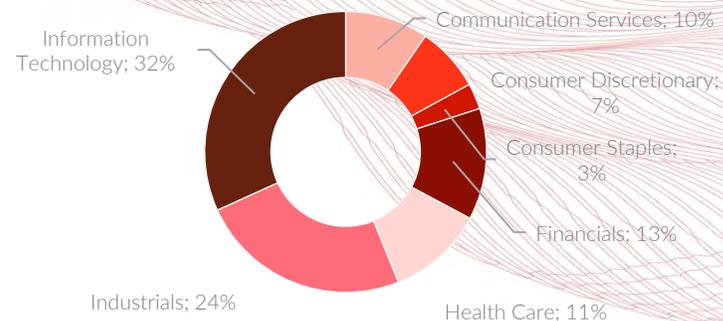
Parámetros fundamentales

- 24 nombres
- Baja rotación – horizonte de inversión +3 años
- Compañías críticas en su cadena de valor

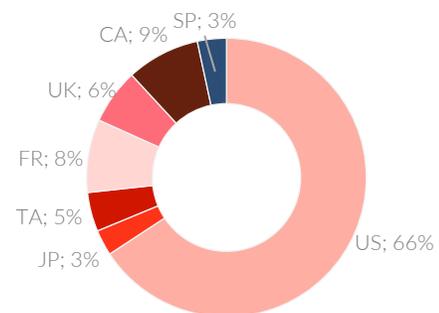
Métricas clave*

- PER 22x
- FCF Yield ~4,5%
- 3 years EPS growth ~14,5%
- Margen EBIT 27%
- ROCE 18%

Exposición sectorial



Distribución geográfica (país de cotización)



*Basados en la mediana del portfolio

Ejemplos

Railes

Compañías que cobran un “peaje” para permitir el acceso a un mercado. Se apalancan en el trabajo y capital de terceros

S&P Global

Oligopolios con largo recorrido

Tienen una posición muy fuerte en su mercado, tienen mucho margen de crecimiento y ganan cuota de mercado de forma consistente

ThermoFisher
S C I E N T I F I C

Monopolios naturales

En B2B buscamos monopolios ya que si no es muy difícil tener poder de precios



Raras avis

Casos excepcionales en nuestro portfolio, compañías de mucha calidad donde el mercado piensa que un problema es estructural y en realidad es transicional


Willis Towers Watson

Sector Ferroviario América del Norte

Canadian Pacific &
Canadian National Railway

Agenda

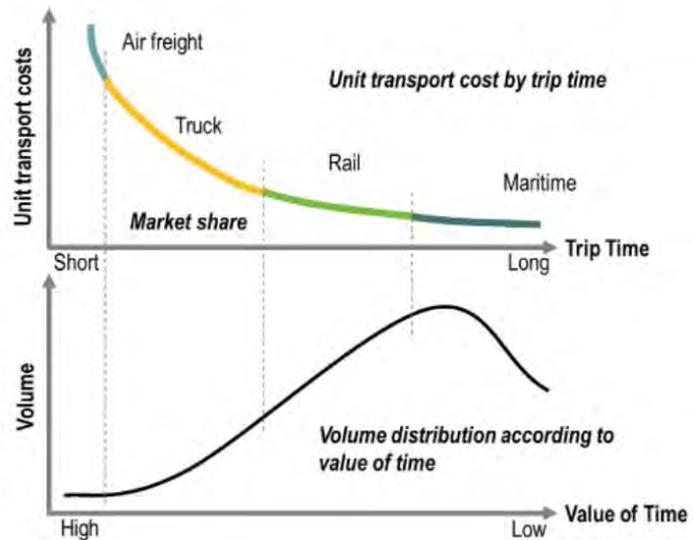
- ① Estructura de mercado
- ② Fuentes históricas y futuras de retornos
- ③ Tesis de inversión: Canadian Pacific y Canadian National

Conceptos básicos: Trenes, la infraestructura no regulada

Criterios de consumo

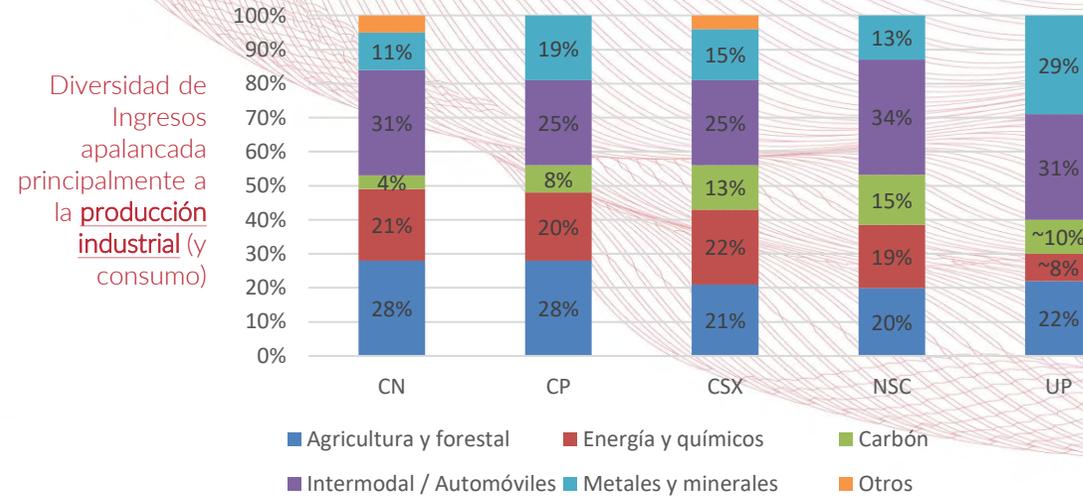
- Coste
- Tiempo de transito
- Frecuencia
- Fiabilidad del servicio

Distribución de la demanda por modo de transporte



Distribution of Freight Demand by Mode

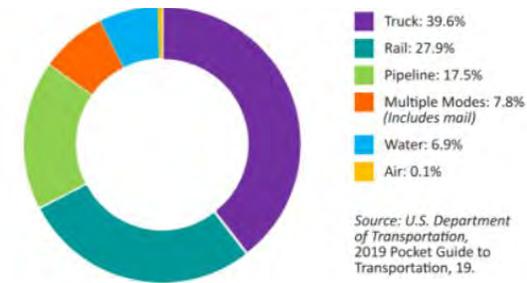
Mix de transporte por compañía



Diversidad de Ingresos apalancada principalmente a la producción industrial (y consumo)

Distribución de volumen por toneladas-milla

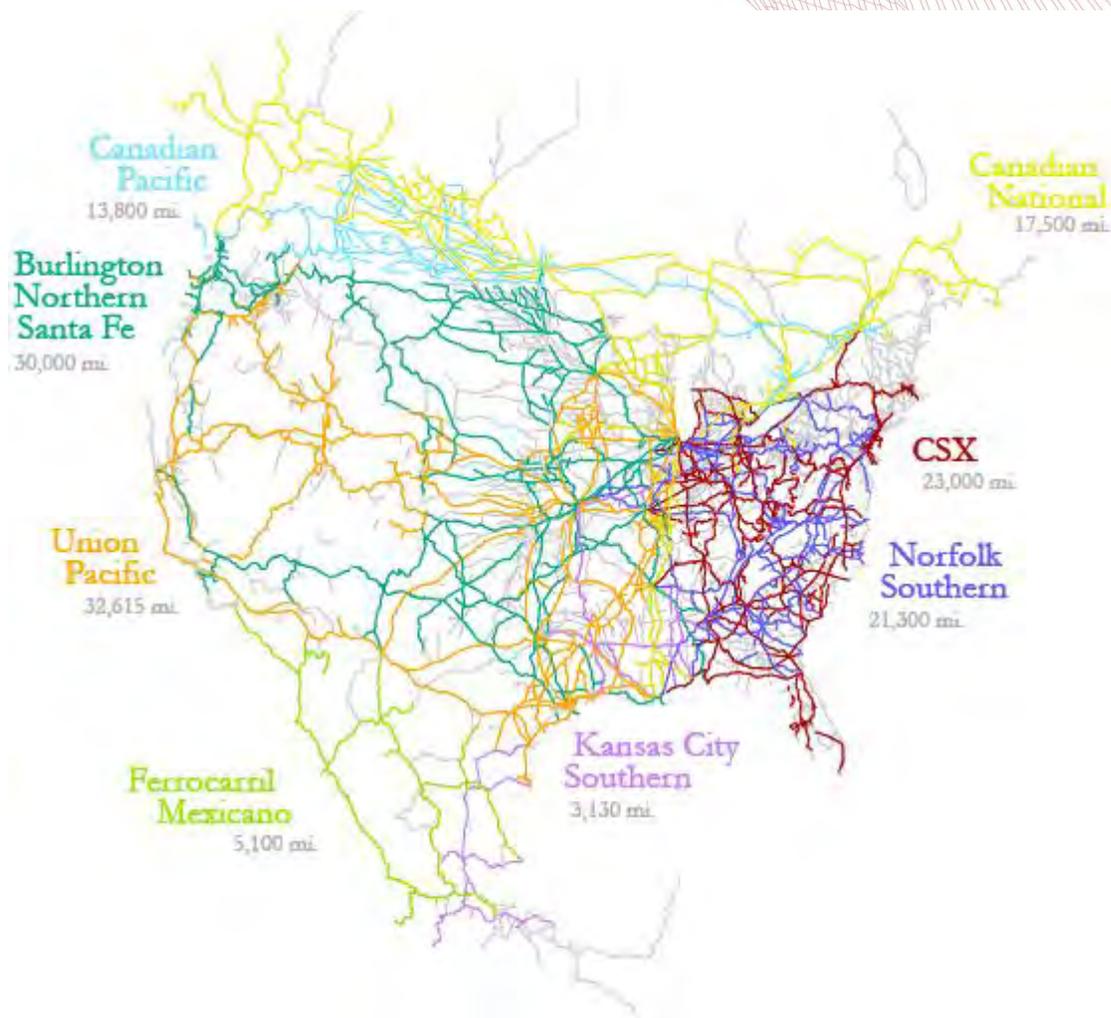
Baja fiabilidad de servicio y la priorización de las ganancias ha provocado una pérdida de cuota de mercado con respecto a camiones



Source: U.S. Department of Transportation, 2019 Pocket Guide to Transportation, 19.

Por valor (\$m) los trenes son <10% del transporte ferroviario y los camiones ~60%

Actores de la industria:



Estructura de mercado benigna

- Tres duopolios
 - Dos en el Norte CN y CP
 - Dos en el Oeste BNSF y UP
 - Dos en el Este CSX y NS

Barreras de entrada

- Infraestructura no replicable
- No puedes construir una nueva ruta ferroviaria
 - No en mi patio (NIMBY)
 - Costes incuantificables de derechos de paso

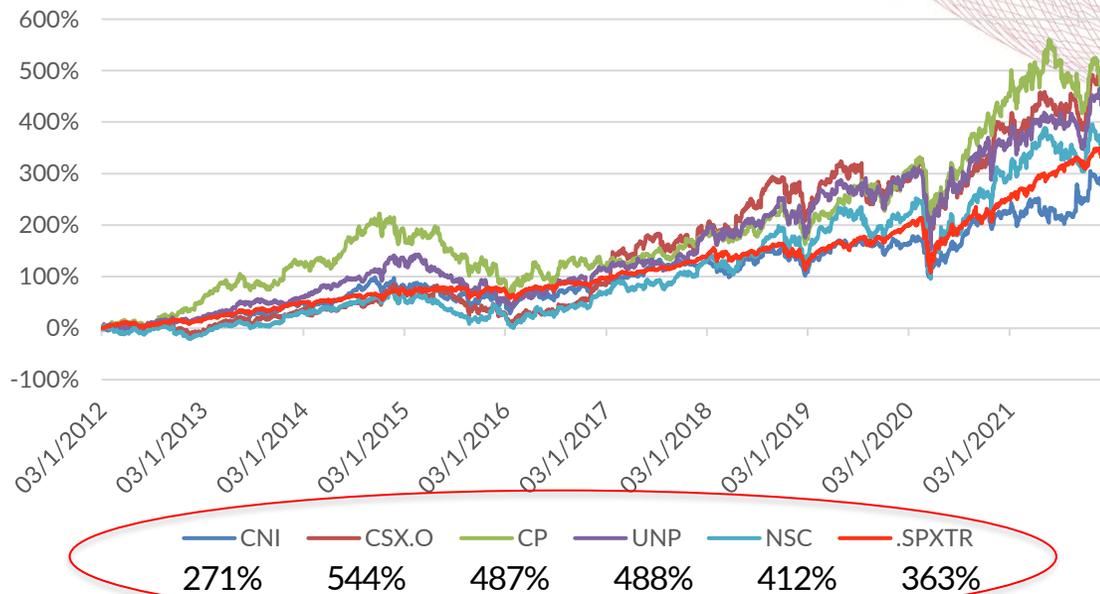
Cuadro general

| | Market cap. (\$bn) | Revenues (\$bn) | Operating ratio* |
|-------------------|--------------------|-----------------|------------------|
| Canadian National | 100 | 14 | 62% |
| Canadian Pacific | 84 | 8 | 60% |
| CSX | 70 | 13 | 58% |
| Norfolk Southern | 58 | 11 | 65% |
| Union Pacific | 138 | 22 | 61% |

* Ratio operativo - coste total. Mostramos 2019 como más representativos pre interrupciones por Covid

Evolución del precio de las acciones los últimos 10 años

Retorno total 10 años (hasta Dec-21)



Directional sources of returns over 10 yrs

| | Total returns (IRR) to Dec-21 | | | | | Avg rails |
|------------------------|-------------------------------|-------|-----|-----|-----|-----------|
| | CNI | CSX.O | CP | UNP | NSC | |
| NI growth | 37% | 38% | 69% | 32% | 32% | 42% |
| Fwd Multiple | 25% | 15% | 1% | 19% | 29% | 18% |
| Div yield (reinvested) | 16% | 14% | 7% | 17% | 14% | 14% |
| Buybacks | 22% | 33% | 22% | 32% | 25% | 27% |

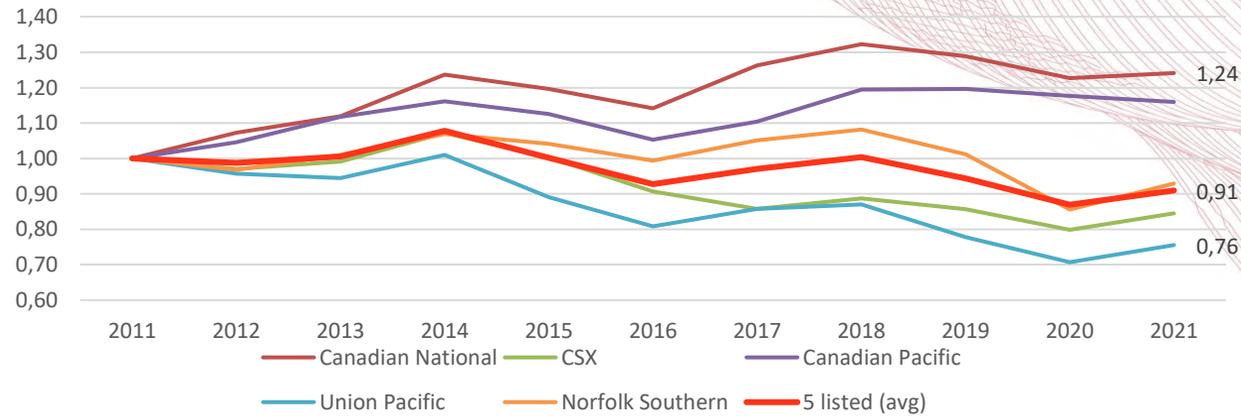
Summary historical total return vs. S&P

| | Total returns (IRR) to Dec-21 | | |
|-------------------|-------------------------------|--------|--------|
| | L10 yrs | L5 yrs | L3 yrs |
| Canadian National | 14% | 15% | 20% |
| CSX | 20% | 27% | 24% |
| Canadian Pacific | 19% | 22% | 28% |
| Union Pacific | 19% | 22% | 25% |
| Norfolk Southern | 18% | 25% | 28% |
| SPX | 17% | 18% | 26% |
| Avg rail | 18% | 22% | 25% |
| Δ | 2% | 4% | -1% |
| Avg rail ex CN | 19% | 24% | 26% |
| Δ | 3% | 5% | 0% |

- Retornos extraordinarios del sector batiendo significativamente al S&P 500 (ex. Canadian National)
 - 5.4x vs. 4.6x
- La principal fuente de retornos el crecimiento de las ganancias potenciado por las recompras de acciones
- Expansión de múltiplo relevante pero por debajo de la expansión del SPX (~10% mas bajo)
- CP /CSX /UP han batido al mercado debido a su (i) crecimiento de las ganancias en el periodo (en particular CP) y (ii) la reducción en el numero de acciones (en particular UP/CSX)

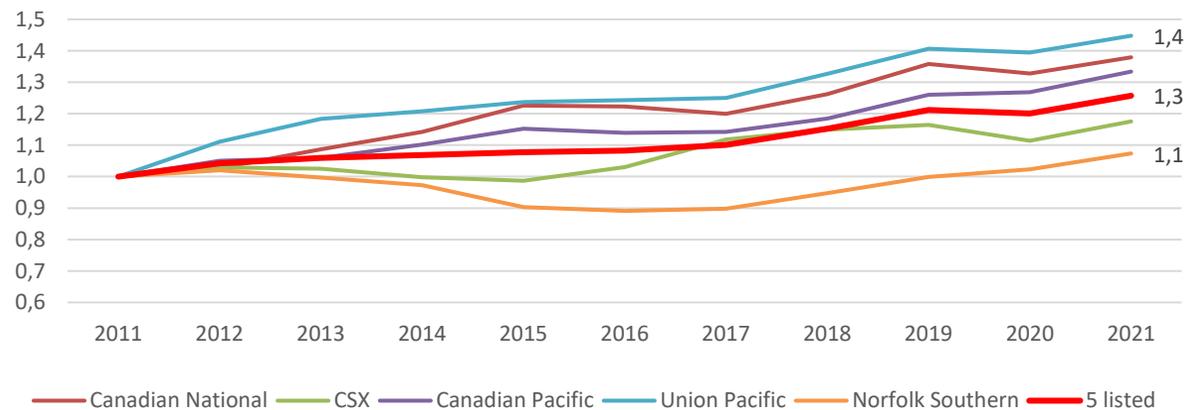
Crecimiento de las ganancias (1/2):

Volumen - Toneladas milla re-indexado a 2011



- No hemos visto crecimiento de volumen en la última década en el sector
 - Promedio CAGR -0.9% últimos 10 años y -0.4% a 5 años
 - La compañía con peores retornos ha sido la que ha visto mayor crecimiento en volumen

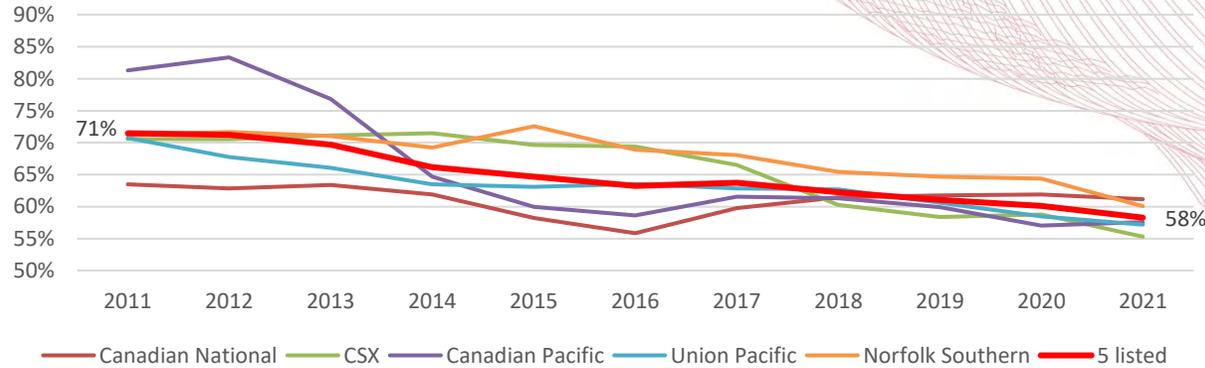
Precio - Ingresos de transporte por tonelada-milla, ¢/RTM



- Por otro lado, el precio ha sido un impulso relevante, con un 2,3% de CAGR en los últimos 10 años.
 - Se ha visto una aceleración en los últimos 5 años con un ~3.0% en ese periodo (alrededor de ~0.6% por encima de la inflación)

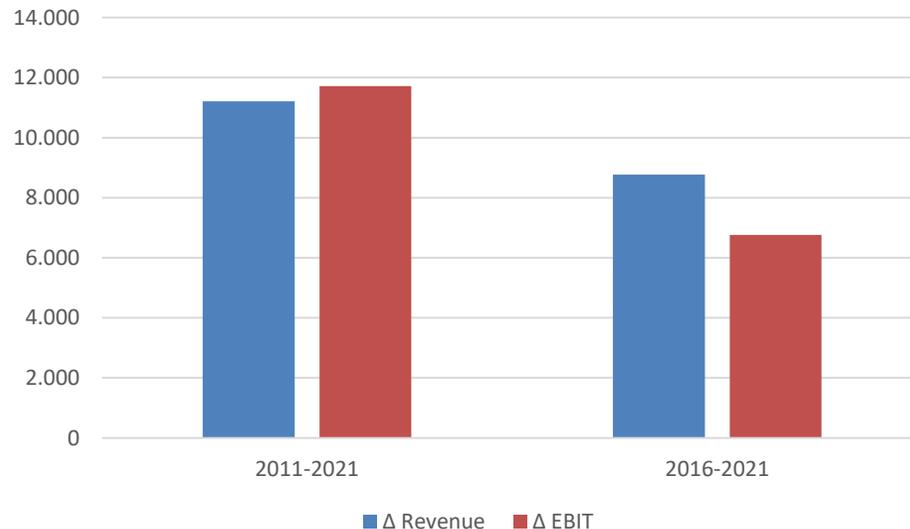
Crecimiento de las ganancias (2/2):

Ratio operativo (costes totales) - se ha reducido significativamente impulsando los ingresos



- El foco en las operaciones en toda la industria ha impulsado un descenso medio del ratio operativo del 13%
- Implica una expansión del 45% en los beneficios (ceteris paribus)
- Canadian Pacific y CSX registraron la mayor compresión, lo que resulto en el mayor rendimiento de las acciones.

Aumento de los ingresos / EBIT en los últimos 10 y 5 años.



- Conversión del crecimiento de los ingresos del 105% y el 77% en los últimos 10 y 5 años respectivamente

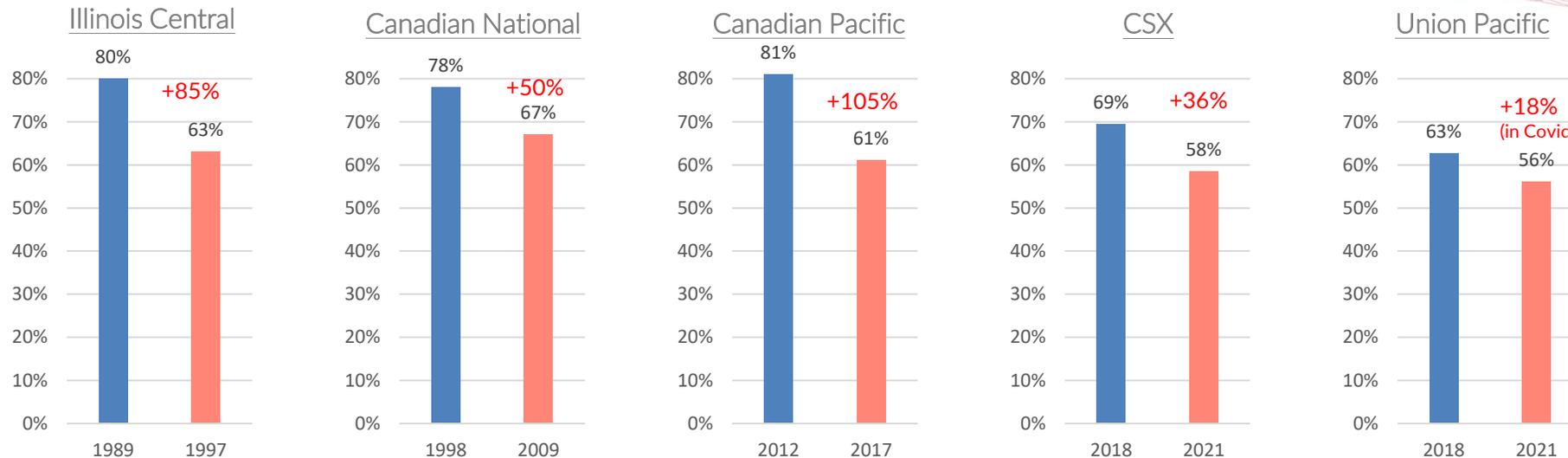
El precio y la productividad han supuesto un enorme impulso para el sector (~20% ingresos / ~50% márgenes/ ~30% impuestos- otros)

“PSR” – Precision Scheduled Railroading



- Hunter Harrison cambió completamente el sector con una nueva filosofía > centrada en la mejora continua
- Históricamente, los trenes estaban detenidos hasta que estaban llenos, pero con el PSR (ferrocarril programado con precisión) salían a una hora aprovechando al máximo activos y personal.
 1. Reducir los patios de maniobras, reducir los tiempos de inactividad/espera, foco en velocidad (cuanto más rápido se mueven mayor es la capacidad)
 2. Trenes más largos y pesados
 3. Eliminar las rutas no rentables, cambiar la tripulación a mitad de camino
 4. Mejora de la oferta (mayor fiabilidad) para impulsar ingresos y optimizar precios (vía subastas)

Abajo el impacto de las 4 reestructuraciones de Hunter Harrison y Jim Vena en Union Pacific implementando PSR. Costes operativos antes y después de implementar PSR:



El numero representa en % de crecimiento del EBIT por expansion de margenes

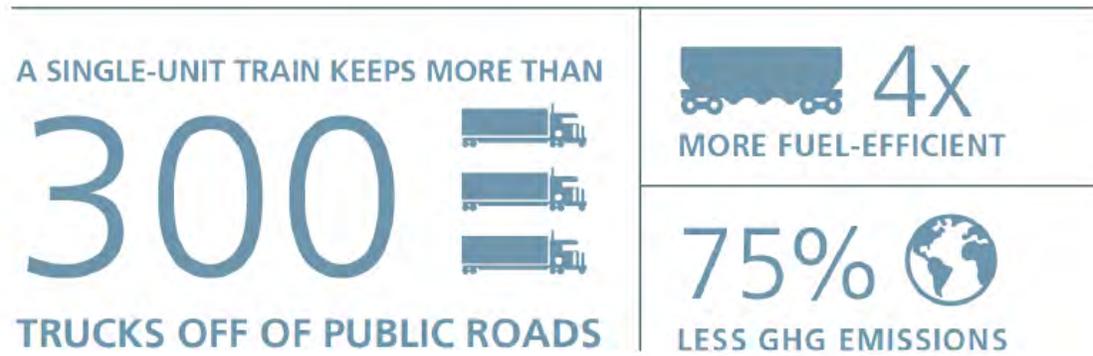
Tesis de industria- PSR 2.0

- Palanca de márgenes: la expansión de los márgenes aún tiene recorrido, pero de menor magnitud que en el pasado, dado el punto de partida
- El volumen se beneficia ahora de varios impulsores ~60% de márgenes incrementales.
- Es probable que el precio continúe por encima de las tendencias inflacionistas

Palancas de volumen

- ① ESG
- ② “Near shoring” – producción industrial
- ③ Mayor atractivo vs. camiones (servicio y precio)

ESG - como en la gestión de activos, no es una prioridad hasta que es la prioridad



- El transporte ferroviario emite un 25% de los GEI (gases de efecto invernadero) que emiten los camiones y son 4 veces más eficientes
- "Los transportistas necesitan reducir las emisiones de carbono, el ferrocarril es la solución fácil" - Consultor del sector

Feedback mixto entre clientes (existe pero no es standard aún)

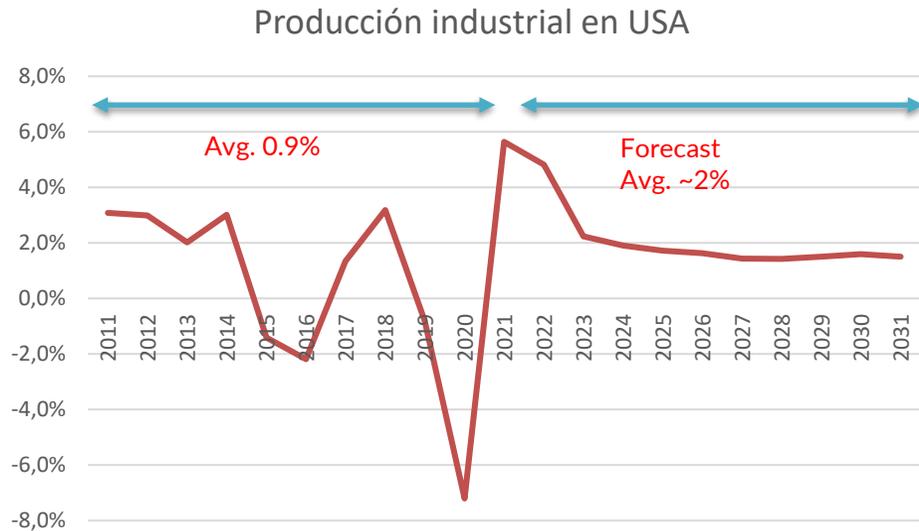
- International Paper & Co - Analista de logística sobre camiones vs. ferrocarriles y consideraciones medioambientales

Es algo en lo que estamos recibiendo presiones para que nos centremos.... tenemos varios grupos internos que están trabajando codo con codo para sacar el producto de nuestras fábricas y llevarlo al ferrocarril.... trabajar para entender qué tipo de inversiones de capital hay que hacer para recibir vagones"

- General Mills – jefes de transporte re ESG

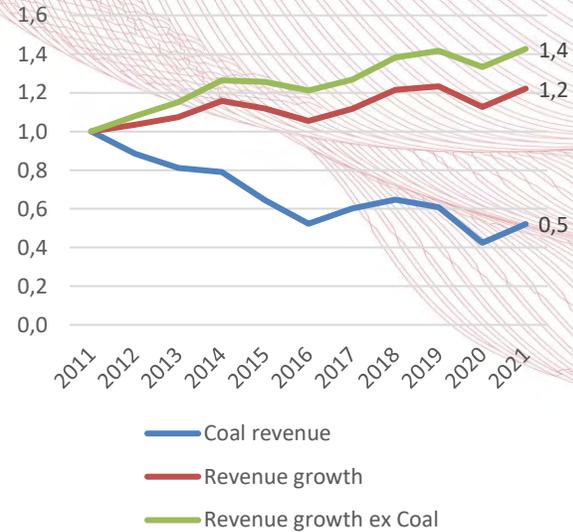
"[ESG] es importante desde un punto de vista corporativo general...la emisión por transporte es relativamente pequeño frente a otras áreas... nuestros objetivos de aumentar el ferrocarril tienen más que ver con el coste que con una oportunidad de impacto ambiental"

Near shoring (relocalización)



Es difícil predecir factores macro, se espera que la producción industrial aumente su ritmo de crecimiento debido a (1) la relocalización de la industria, (2) inversión en inmobiliario e infraestructuras y (3) el suministro de grano y potasa en América.

La reducción de volúmenes de carbón esta dejando de ser relevante



Deloitte 2022 perspectiva de producción –

- El 24% de los ejecutivos de la industria encuestados está considerando acercar sus operaciones a los clientes finales. Algunos fabricantes ya están en proceso de localización de redes de proveedores y en respuesta a los aranceles podrían redoblar esfuerzos...
- Es probable que la relocalización de componentes o incluso producto final cobre fuerza a medida que la globalización y bajos inventarios sigan divergiendo. El aumento de los salarios y de los costes de transporte en todo el mundo hace más competitivo el nearshoring o el onshoring

- El carbón ha sido un factor adverso relevante reduciendo el crecimiento de los ingresos en un 1,6% anual durante los últimos 10 años.
- Esta disminuyendo en importancia (habiéndose reducido del 23% de los ingresos al 10%, y estando parte del remanente vinculado a la exportación y la metalurgia, es decir, el punto de equilibrio no es 0%)

Mayor atractivo en relación con el transporte por carretera

- 1 Inflación: el aumento del coste de combustible y la escasez de conductores >> Impacto en beneficio sustancialmente más alto para los camiones

 - El transporte por carretera muestra márgenes del 0-10%, y el combustible y el personal representan gastos significativamente mayores que para el ferrocarril (<30% de las ventas frente a >40-50%+ de las ventas)
 - La escasez de conductores de camiones, sigue aumentando los costes de personal, lo cual ayuda al ferrocarril a ser estructuralmente más competitivo en precio
- 2 Consecuencias del aumento en los inventarios y la mejora de la fiabilidad del ferrocarril >> El ferrocarril tiene que mejorar el nivel de servicio

 - Es probable que los niveles de inventarios sean estructuralmente más altos tras las recientes disrupciones (Covid, Ucrania) y que las empresas ferroviarias sigan mejorando sus niveles de servicio
 - Ofrece una importante oportunidad en el ámbito intermodal
 - Ejemplos de entrevistas con clientes...
 - "Creo que a la gente le interesa ahorrar dinero año tras año....., así que esto apunta a más intermodal y más ferrocarril, en mi opinión. Y luego se intentará controlar parte de costes de los camiones"
 - "El ferrocarril es realmente la dirección en la que queremos avanzar para todos nuestros clientes....vemos producto que se mueve por ferrocarril a una tarifa muy competitiva frente a los camiones. También reduce nuestra dependencia sobre los brokers de la industria del transporte por carretera. Hemos observado una importante falta de fiabilidad con los transportistas intermediarios"
 - "La mezcla hoy es 70/30 [ferrocarril/camión] y se está pasando a 90/10, posiblemente se alcance el objetivo en los próximos 3 o 4 años si se establecen relaciones con estos transportistas ferroviarios"
 - "El mercado de camiones está en declive y probablemente seguirá estándolo debido a la edad de la mano de obra.....esto influye en nuestra estrategia a largo plazo y en nuestro foco en el ferrocarril".

Métricas operativas y valoración

| Company: | US companies | | | Canadian companies | |
|---|--------------|------------------|---------------|--------------------|--------------------------|
| | [CSX] | NORFOLK SOUTHERN | UNION PACIFIC | CN | CANADIAN PACIFIC RAILWAY |
| | | | | | PF merger |
| <u>Punchline operating metrics</u> | | | | | |
| Operating Ratio (2022) | 58% | 60% | 57% | 61% | 62% |
| 3 yr EBIT growth (21-24) | 6.7% | 6.9% | 8.4% | 11.2% | 15.4% |
| 3 yr FCF growth (21-24) | 2.7% | 0.1% | 7.8% | 3.6% | 17.7% |
| <u>Punchline valuation metrics (2024)</u> | | | | | |
| FCF Yield (2024) | 4.3% | 4.3% | 4.5% | 4.1% | 4.8% |
| EV/EBIT (2024) | 13.2x | 13.0x | 14.3x | 14.4x | 15.0x |
| EV/EBITDA-Capex (2024) | 14.3x | 14.6x | 15.8x | 16.9x | 15.9x |
| ROIC | 17% | 15% | 21% | 17% | 12% |
| <u>Punchline valuation metrics (2021)</u> | | | | | |
| FCF Yield (2021) | 3.9% | 4.2% | 3.6% | 3.7% | 2.9% |
| EV/EBIT (2021) | 16.0x | 15.9x | 18.3x | 19.9x | 23.0x |
| P/E 2021 | 19.9x | 19.2x | 21.2x | 23.6x | n/a |

2021 tiene efectos extraordinarios por Covid

A FAVOR DE USA

- 1 Menor utilización de la capacidad (menos intensidad de capital)
- 2 Mayor potencial en intermodal

A FAVOR DE CANADÁ

- 1 Menor competencia con camiones (mejor mix producto y longitud de trayecto)
- 2 Sinergias (PC) restructuración operativa (CN)

Canadian Pacific – Fusión transformacional

Huella única – 1ª red Canadá-EEUU-México

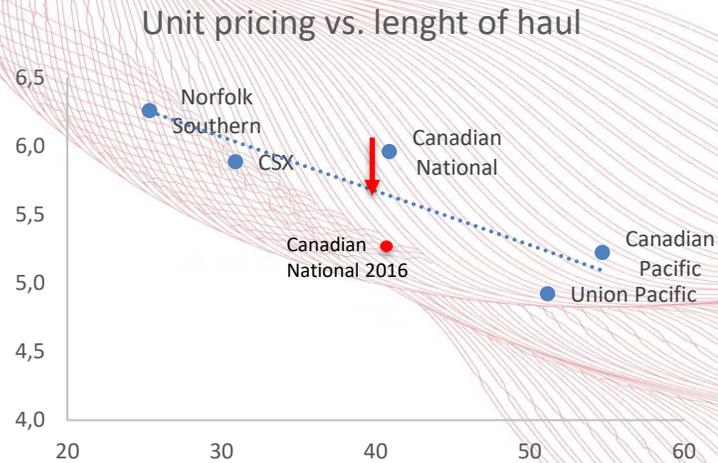
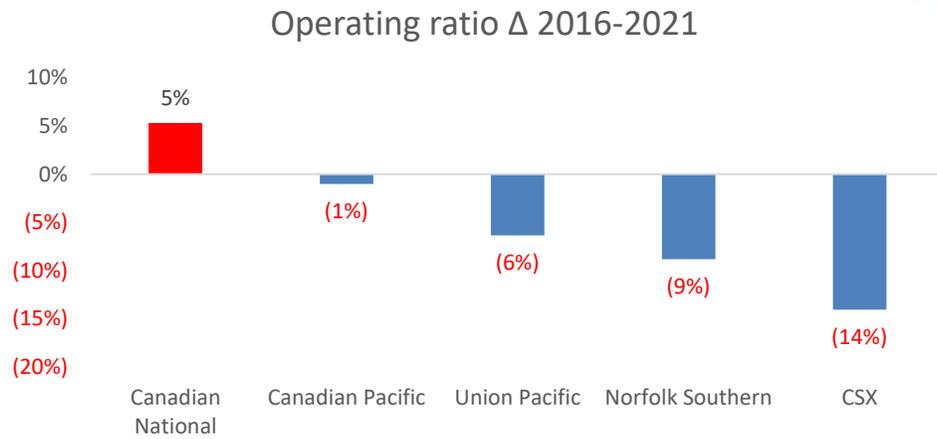
Una red única dirigida por el mejor gestor
 Crecimiento del volumen (2-3%)
 + precios (2-3%)
 + sinergias
 + expansión de los márgenes (alto ROIIC) y recompras que impulsan la rentabilidad hacia ~15%



- CP acordó la compra de KCS (cierre esperado en T1 2023)
- Se ha previsto alcanzar unas sinergias de \$1bn a nivel de Ebitda en los próximos 3 años (>16% del EBITDA del grupo combinado)
 - Elimina la necesidad de que los clientes traten con más de un operador abriendo nuevos mercados.
 - Las sinergias incrementaron desde \$780m tras las conversaciones con clientes, asunción validada en nuestras conversaciones con expertos
 - Experto “... los \$1bn de sinergias son fácilmente alcanzables, van a fluir sobre el agua”
- Keith Creel/equipo (los mejores operadores del sector) aplicando PSR a KCS



Canadian National – Volver al PSR



- Canadian National pasó de ser la mejor gestionada a la peor
- Los activistas lograron el cambio de CEO, ahora el equipo está centrado en la aplicación de la PSR:
 1. Incrementar la velocidad en la red
 2. Pulir la cartera de negocio (es decir, impulsar los precios existentes)
 3. Impulsar el crecimiento con negocio que fluya a las ganancias (es decir, precios futuros)
- Devolver el negocio a sus niveles anteriores aplicando los procedimientos probados en la industria

Citas de personas del sector

- Han abandonado su enfoque operativo y se han centrado totalmente en el marketing y las ventas
- CN tiene la mejor red de Norte América
- CN tiene un problema operativo. Tienen ingresos no efectivos saliendo de todas partes
- CN sería un lugar para entrar y quitar un montón de costes de forma inmediato sólo organizando un poco las cosas

Oportunidad única para mejorar los ratios operativos (lo hemos visto 5x en la industria) combinado con el crecimiento estructural en precios y volumen proporcionando un retorno esperado ~15%

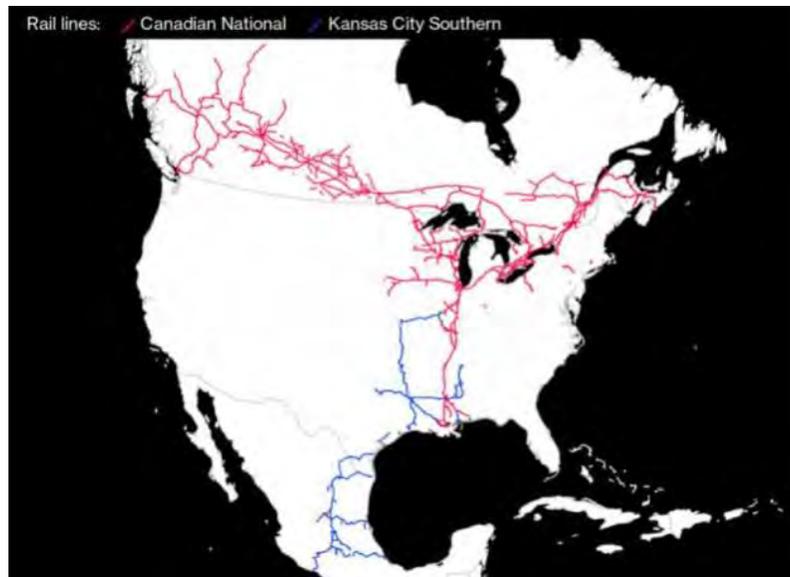
Efecto de segundo orden...duopolio centrado en los precios

Las cuotas de mercado: Canadian National ~60% y Canadian Pacific ~40% dada su huella física (CN mayor red que CP)

- En zonas con un alcance geográfico similar, la cuota es de 50-50
- CP es generalmente más débil en el Este

El efecto de segundo orden es la disciplina de precios de ambos actores, que puede cambiar los márgenes a largo plazo: tenemos un duopolio enfocado en la rentabilidad y la disciplina de precios con volúmenes creciendo estructuralmente

- A corto plazo: normalización de las cosechas en Canadá y resolución de la falta de empleados post Covid
- A largo plazo: relocalización de las cadenas de suministro (potasa, grano) intermodal, + sinergias para CP / reestructuración en CN



Menos riesgo cuando ambos actores se centran en la rentabilidad.

Riesgos relevantes

- ① Regulación – STB “ingresos adecuados”
- ② Recesión
- ③ Camiones eléctricos

Test

- ① Monopolio u oligopolio
- ② Mercados con crecimiento estructural
- ③ Alto ROIIC
- ④ Industrias con baja ciclicidad

