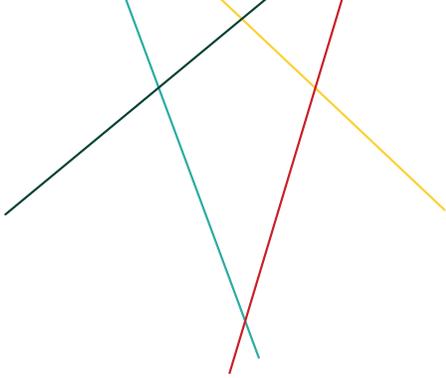




Invertir en calidad a largo plazo

CARLOS SANTISO

GESTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN Y DE PENSIONES EN ANDBANK



INTRO

VENTAJAS
COMPETITIVAS



EL CICLO DEL
CAPITAL

INVERSIÓN EN
CALIDAD





INTRODUCCIÓN

LA ASIMETRÍA MATEMÁTICA

Pérdidas	Necesario para recuperar
-5%	5%
-10%	11%
-15%	18%
-20%	25%
-25%	33%
-30%	43%
-35%	54%
-40%	67%
-45%	82%
-50%	100%
-55%	122%
-60%	150%
-65%	186%
-70%	233%
-75%	300%
-80%	400%
-85%	567%
-90%	900%
-95%	1900%
-100%	NUNCA

Bolsa Europea

Inicio	Underwater	Drawdown
sep-00	5 años 7 meses	-50.49%
jun-07	6 años 5 meses	-49.79%
oct-87	1 año 7 meses	-30.75%
jul-90	1 año 2 meses	-22.11%
Jan 2020	-	-21.69%
Aug 1998	9 meses	-20.39%
jun-92	9 meses	-15.40%
jun-15	1 año 7 meses	-13.15%
feb-94	1 año 10 meses	-13.00%
Aug 2018	9 meses	-12.96%

INTRODUCCIÓN

El contexto del múltiplo

<i>Compañía de calidad media</i>						
Años	1	5	10	20	30	CAGR
Beneficios	10,0	14,7	21,6	46,6	100,6	8%
Multiplo 8% TIR		10	10	10	10	

<i>Compañía de alta calidad</i>						
Años	1	5	10	20	30	CAGR
Beneficios	10,0	24,9	61,9	383,4	2373,8	20%
Multiplo 8% TIR		16,9	28,7	82,3	235,9	

INTRODUCCIÓN

Los intangibles

Period	0	1	2	3	0	1	2	3
Tangible assets (PPE)	\$100	\$106	\$112	\$119	\$25	\$27	\$28	\$30
Intangible assets (R&D, Brands, etc.)	—	—	—	—	\$75	\$80	\$84	\$89
Total productive assets	\$100	\$106	\$112	\$119	\$100	\$106	\$112	\$119
Sales		\$100	\$106	\$112		\$100	\$106	\$112
% change			6.0%	6.0%			6.0%	6.0%
Margin prior to reinvestment (30%)		\$30	\$32	\$34		\$30	\$32	\$34
<i>Maintenance reinvestment (7Y asset life)</i>		\$14	\$15	\$16		\$14	\$15	\$16
<i>Growth investment - tangible (capitalized)</i>		\$6	\$6	\$7		\$2	\$2	\$2
<i>Growth Investment - intangible (expensed)</i>		—	—	—		\$5	\$5	\$5
GAAP pretax earnings		\$16	\$17	\$18		\$11	\$12	\$13
Tax @ 25% **		\$3	\$3	\$3		\$3	\$3	\$3
Net income		\$12.9	\$13.7	\$14.5		\$8.4	\$8.9	\$9.5
ROIC (100% equity funding)		12.9%	12.9%	12.9%		33.6%	33.6%	33.6%
<i>** assumes Tangible Inc. gets tax benefits on growth capex to make cash taxes equal with Intangibles Inc.</i>								
Free cash flow		\$6.9	\$7.3	\$7.8		\$6.9	\$7.3	\$7.8
FCF growth			6.0%	6.0%			6.0%	6.0%

	Company A	Company B	difference
Market value	\$173	\$173	
P/E	13.4	20.5	54%
P/B	1.7	6.9	300%
FCF yield	4.0%	4.0%	0%

Source: Diamond Hill, for illustrative purposes only.

INTRODUCCIÓN

► Inversión en calidad

- ❖ **Empresas muy rentables** actualmente que lo seguirán siendo en el **futuro**.
- ❖ **Alta rentabilidad sobre el capital invertido**.
- ❖ **Coste del capital --> Mayor en empresas cíclicas, menor en empresas estables**.
- ❖ $\text{Rentabilidad} > \text{Coste de capital} = \text{Valor para el accionista}$.
- ❖ $\text{Rentabilidad} < \text{Coste de capital} = \text{Destrucción de valor}$.

Coste de capital = rentabilidad promedio del mercado +/- ajuste por nivel de riesgo del negocio

Valor generado para el accionista = rentabilidad del negocio - coste de capital

Rentabilidad anualizada en función del plazo de maduración de la inversión

Tiempo de maduración (años)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Rentabilidad anualizada	88%	37%	23%	17%	13%	11%	9%	8%	7%	6%

Nota: precio de compra de 40€ y precio objetivo de 75€

INTRODUCCIÓN

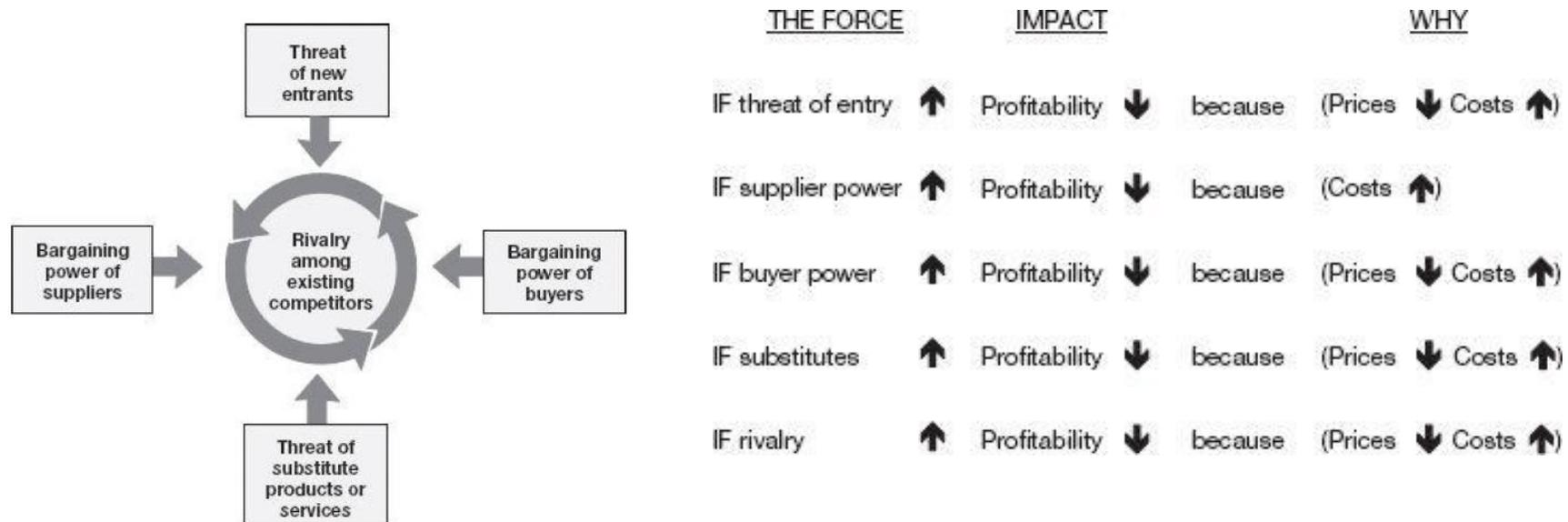
► 5 fuerzas de Porter

‘El verdadero objetivo de la competencia no es vencer a los rivales, se trata de obtener beneficios’.

Lucha en la que participan múltiples actores, no sólo la competencia.

1. **Clientes**, que siempre estarían más contentos si pagaran menos y obtuvieran más.
2. **Proveedores**, que siempre estarían más contentos si cobraran más y entregaran menos.
3. **Competencia potencial y existente**, porque incluso la amenaza de nuevos competidores pone límites a lo que pueden cobrar a sus clientes.

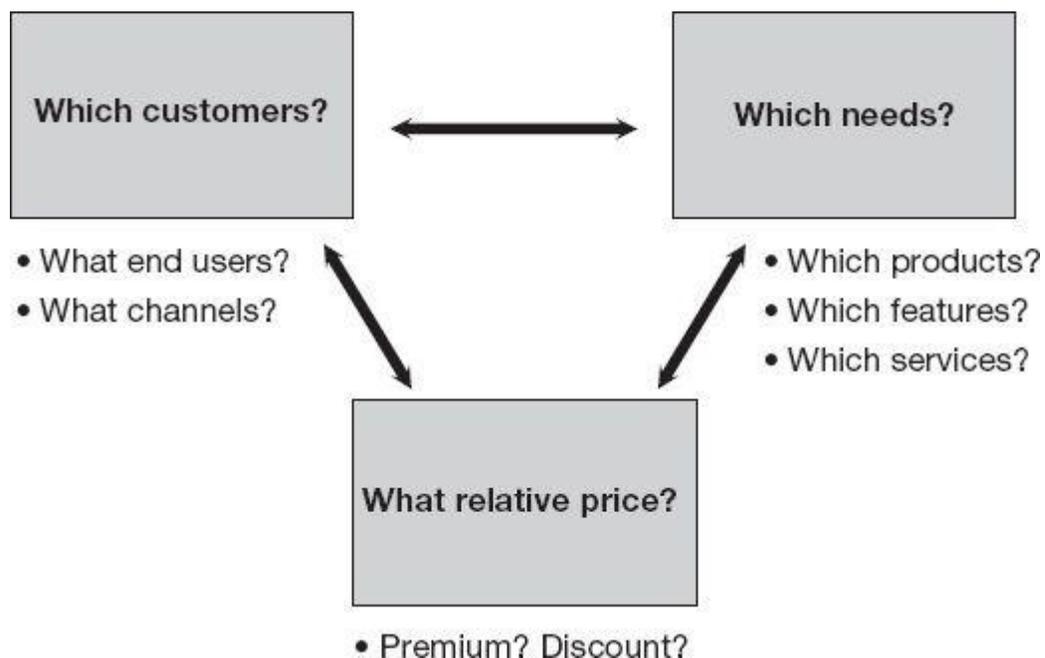
Industry structure: The five forces



INTRODUCCIÓN

► 5 fuerzas de Porter

‘La propuesta de valor es el elemento de la estrategia que mira hacia fuera, hacia los clientes, hacia el lado de la demanda de la empresa. La cadena de valor se centra internamente en las operaciones. La estrategia es fundamentalmente integradora, pues aúna la oferta y la demanda’.



	Hertz	Enterprise	Zipcar
Value proposition			
Customer/need	Travelers away from home; rent by the day	Replacement cars at home; rent by the day	Cars for non-owners at home; rent by the hour
Pricing	Premium: expense accounts or vacation travel	Economy: insurance or self-pay	Varies by usage: subscription plus hourly fee
Value chain choices			
Office locations	Airports, hotels, train stations (\$\$\$)	Throughout metro area, strip malls (\$)	None (¢)
Fleet choices	Full range of late models	"Sensible" cars, older fleet	"Cool" cars
Marketing	Consumer advertising (\$\$\$)	Market through body shops, insurers (\$)	Word of mouth, partnerships with schools (¢)

INTRODUCCIÓN

▶ Mi opinión

❖ Tras un análisis exhaustivo, es necesario reunir dos características:

1. Cuantitativas

1. Elevada tasa de reinversión.
2. Elevado ROCE.

2. Cualitativas

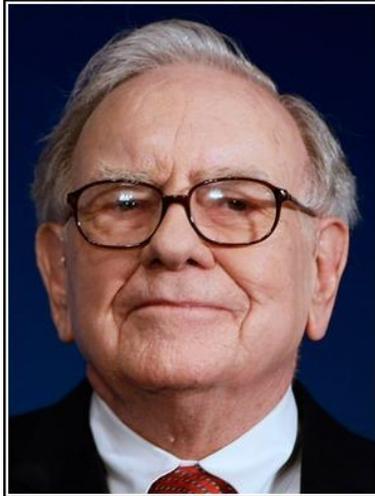
1. Monopolio. (Aena, Jungfraubahn)
2. Oligopolio y altas barreras de entrada (Corticeira, Vidrala, Jungfraubahn)
3. Pricing power y consenso a la hora de usarlo (sector del vidrio)
4. Fidelización o marca (Games Workshop, Apple, LVMH)
5. Nicho por consolidar (Italian Sea Group, CSU, Green Landscaping, Judges Scientific, Assa Abloy)
6. Beneficio de la seguridad (Intertek, Judges, WFCF)
7. Empresas de representación (Invisalign, Assa Abloy, prótesis)
8. Estabilidad de ingresos.

❖ La clave no está en tenerlas hoy, si no en mantenerlas mañana.



VENTAJAS COMPETITIVAS

MOAT (FOSO DEFENSIVO)



No formula in finance tells you that the moat is 28 feet wide and 16 feet deep. That's what drives the academics crazy. They can compute standard deviations and betas, but they can't understand moats.

— Warren Buffett —

AZ QUOTES

VENTAJAS COMPETITIVAS

▶ MOAT

- ❖ Aquellas **cualidades** que permiten a una compañía generar **márgenes y retornos** sobre el capital invertido, **superiores** a sus comparables.
- ❖ Toda empresa que genera retornos **excepcionales** atrae **competencia**.
- ❖ Su **sostenibilidad** es la **clave** a la hora de invertir, ya que identificar una empresa excelente es sencillo.
- ❖ Necesario aprender a **diferenciar ventaja temporal con MOAT**: Apple lanzó el primer Smartphone completo (temporal) o su posición competitiva de marca (Duradera)

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► SCREENER

1. Evaluar las métricas de rentabilidad histórica de la empresa.

- ❖ Analizar flujo de caja libre. Margen > 15%
- ❖ Analizar margen neto > 15%
- ❖ ROE > 15%
- ❖ ROA > 7%
- ❖ ROIC > 15%



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

▶ ¿Cómo mantiene a raya a la competencia?

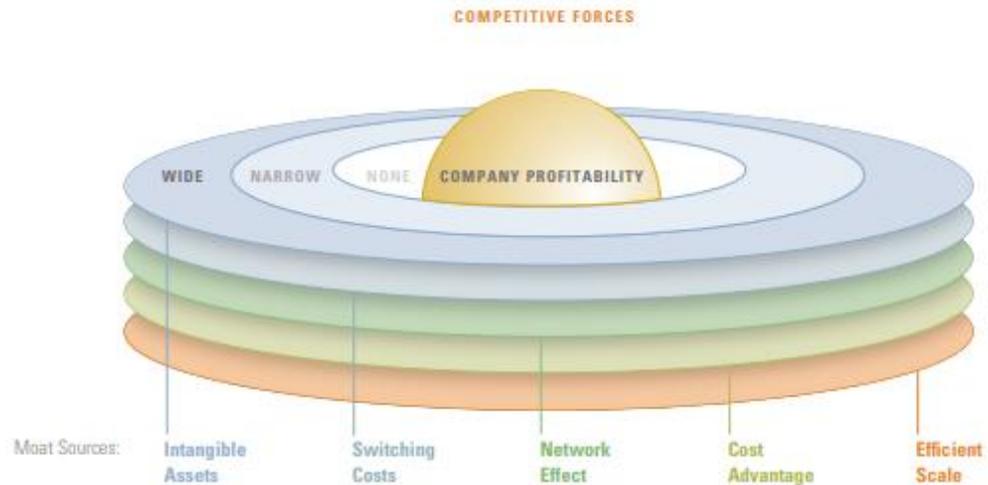
- ❖ **Diferenciación del producto a través de una tecnología** o características superiores. **Ventaja poco sostenible** en el tiempo.
- ❖ **Diferenciación percibida del producto a través de una marca de confianza o reputación. Foso muy potente.** Ojo, no es lo mismo Coca Cola que Abercrombie.
- ❖ **Disminuir los costes y ofrecer un producto a un precio inferior.** ¿Estructural o temporal? **La escala es difícil de igualar combinada con otras ventajas.**
- ❖ Bloquear a los clientes con **altos costes de cambio.** Uno de los **mayores moat.** Prótesis Stryker, si te habitúas a procesos de uno, difícil cambiar a otro.
- ❖ ¿**Requiere** el producto de la empresa **formación importante?**
- ❖ ¿Está el producto o servicio altamente integrado en la empresa del cliente?
- ❖ ¿Es el producto un estándar del sector? Reputación
- ❖ ¿Tiende la empresa a firmar contratos a largo plazo con sus clientes? Suele ser indicio de que el cliente no quiere cambiar de proveedores con frecuencia.
- ❖ Bloquear a la competencia creando fuertes barreras de entrada. Licencias, patentes, estas estrategias no son duraderas y pueden traer demandas o litigios.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Tipos de moat

- ❖ **Activos intangibles:** Apple.
- ❖ **Monopolios:** Aena.
- ❖ **Activos únicos:** Jungfrau
- ❖ **Costes de sustitución:** SAP
- ❖ **Efecto red:** VISA, Facebook, MSFT.
- ❖ **Ventaja de costes:** Dollarama, Amazon
- ❖ **Escala:** AWS, Azure.

Economic Moat: The Five Sources of Sustainable Competitive Advantage



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

▶ Activos Intangibles

- ❖ **Marca:** Apple, Coke, Nike. Hay **marcas con foso** (Apple) y **marcas sin foso** (Sony)
- ❖ Necesario crear **hábito** -> **Cautividad** : Coca Cola o Pepsi, pero no ambas. En el mundo de la cerveza no sucede lo mismo.
- ❖ **Patentes:** Farma. **No** supone **Moat** por posibles problemas legales.
- ❖ **Licencias:** Farmas, casino, agencias rating, vertederos, **pueden suponer un foso si pueden fijar precios libremente sin intervención del regulador.**



ROLEX



GILEAD



S&P Global



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Costes de Sustitución

- ❖ Los clientes están **cautivos** cuando el cambio conlleva dinero, tiempo y esfuerzo para reemplazar por algo nuevo. Esto **suele darse en el segmento del software**, el más asociado a los switching costs.
- ❖ Cuando un software es fundamental para el **funcionamiento del día a día** de una empresa, cambiarlo es complicado por mucho que la otra opción ofrezca un incremento sustancial de productividad.
- ❖ Cuando un producto requiere de **datos personales** o información importante, cambiar a otro producto o servicio se vuelve complicado por todo el coste de volver a confiar en alguien (abogado, médico)
- ❖ En general los **servicios personalizados o complejos** suelen tener altos costes de búsqueda, por lo que el cliente está cautivo aunque no esté del todo contento.



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Efecto Red

- ¿Cómo monetiza?
- Poder de negociación. Labels – Spotify.
- Poder de negociación. Facebook - Merchans



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

▶ Ventaja de costes

- ❑ Estructura de costes no replicable por los rivales, si fuese replicable no es barrera de entrada.
- ❑ Permite mantener alejadas a otras empresas ya que si una empresa se aventura a entrar en el sector, **simplemente con ser algo más agresivo en precios debido a la ventaja en costes, puedes echar al nuevo competidor del mercado.**
- ❑ Los bajos costes de estructura suelen ser debido, a input cost, tecnología propiedad de la empresa, lo más común protegida por patentes.
- ❑ En **industrias con procesos complicados**, donde la experiencia y aprendizaje es una fuerte fuente de reducción de costes. Químicos, semis.
- ❑ Las **ventajas basadas en experiencia y procesos pueden tener caducidad si la industria está sujeta a continuos cambios**. Por el otro lado si son empresas maduras con pocos cambios, las empresas en algún momento adquirirán la ventaja (las que aún no la posean).
- ❑ **Productos simples y tecnologías simples**, no es un campo donde suela haber ventaja en propiedad tecnológica.

aramco



IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Escala

- ❑ **Mayor volumen de pedido** – Mayor **descuento**: Compass
- ❑ **Negocios intensivos** – Necesidad de escala para ser rentables: AWS
- ❑ **Mayor escala de usuarios** – Mayor **dilución** del gasto: Netflix
- ❑ La **ventaja de escala** no depende del tamaño absoluto de la empresa, sino más bien de la **diferencia relativa de tamaño respecto a sus competidores**.
- ❑ Para las economías de escala es clave la **estructura de costes**: a una **empresa de retail** le cuesta lo **mismo producir una camiseta que cinco**, dado que su **estructura de costes fijos es baja y la mayoría son costes variables**. En una **empresa de software**, el primer paso de creación del código es el más importante y costoso; una vez superado, **cada licencia vendida tiene un coste variable que se mantiene estable y uno fijo que se va distribuyendo entre las nuevas unidades**, bajando paulatinamente sus costes por unidad.
- ❑ Resumen de las economías de escala: el negocio crece y los costes fijos se distribuyen entre más unidades, mientras que el coste variable por unidad se mantiene igual, haciendo de esta forma que el coste por unidad caiga.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Combinaciones potentes

- ❑ Economía de **escala + Cautividad**
- ❑ Es la **conjunción entre las ventajas de producción y de demanda**, lo más robusto y duradero funcionando JUNTAS.
- ❑ La clave está en el **ACCESO a los clientes**, si los **competidores** lo tienen, acabarán con el tiempo **alcanzando la misma escala**.
- ❑ Cuando se combina **con algún tipo de cautividad del cliente**, la escala se mantendrá e incluso se ira incrementando.
- ❑ Una **forma de expulsar a los nuevos entrantes cuando tienes escala y cautividad es bajar los precios**, difícilmente aguantarán y los futuros competidores se lo pensarán antes de entrar.
- ❑ **En los mercados pequeños es mucho más sencillos desarrollar esta combinación que en los grandes**. Si tenemos una ciudad con una población de 10.000 habitantes o menos, una ciudad de este tamaño sólo puede soportar un centro comercial grande. Quien lo desarrolle tendrá la ventaja o monopolio, ya que no habrá otro competidor interesado en entrar en un mercado tan pequeño. Dollar General, Dino Polska, Vidrala.
- ❑ Con **economías de escala y clientes cautivos** es simplemente **replicar los movimientos de los competidores más agresivos**. Siempre va a poder ofrecer unos precios con mejor margen y tener ventaja sobre los competidores, acabaría dominando el mercado.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Combinaciones potentes

❖ **Para aguantar las ventajas hay dos vertientes.**

1. Cualquier **pérdida de *market share*** afecta a la escala y a la ventaja en coste .
2. Las **ventajas en cautividad de clientes no se ven afectadas por pérdidas de cuota de mercado.**

En industrias donde las economías de escala son importantes, el líder tiene que estar siempre alerta de lo que hacen los competidores; para siempre tomar medidas y no perder cuota de mercado.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Combinaciones potentes

- ❖ **El tamaño no es lo mismo que las economías de escala.** Lo importante es la **cuota de mercado y las economías de escala en el tamaño objetivo.**

Puedes ser el líder de mercado a nivel mundial, pero que si en un determinado mercado, como por ejemplo EEUU, no lo eres, **en ese mercado no tendrás la escala.** Hay pocas compañías donde la ventaja de escala sea global y su repercusión también, Microsoft con su sistema operativo , Airbus son algunos de sus ejemplos, dado que su escala es global.

Si lo importante es la ventaja de escala del territorio concreto y te expandes fuera del territorio donde tienes la ventaja, estas disminuyendo tu ventaja competitiva. Es el caso por ejemplo de la industria retail, donde la infraestructura de distribución, los gastos en publicidad , y los costes de las tiendas son gastos locales no repercutibles a nivel mundial.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

► Combinaciones potentes

- ❖ **El crecimiento de una industria va en contra de las ventajas de escala, no a favor.** Las ventajas de escala se basan en compañías con una alta proporción de costes fijos, estos costes conforme incrementan los ingresos se mantienen fijos, quedando cada vez más diluidos y proporcionando la ventaja de escala. Si por ejemplo hay dos jugadores en un mercado con unos costes fijos de 100k, uno tiene 500k en ventas y le otro 2,5M, entonces la proporción de costes fijos es de 20% a 4% sobre ventas, un gap de 16%. Si dobla el sector de tamaño, y ambas empresas doblan ventas, el gap ya no es de 16%, es de 8%. Otro punto clave es que, cuanto más grande es el mercado, más difícil es que haya gap entre los competidores, por lo que es preferible mercados pequeños que gigantes.

Para las ventajas de escala son mucho más interesantes mercados locales, de nicho, pequeños.

La clave está en encontrar nichos no demasiado grandes con clientes cautivos, con la ausencia de competidores dominantes (a no ser que sea la empresa que analizas).

Mucho cuidado con empresas que en vez de defender sus propios mercados, se ponen a competir en otros donde no dominan y lo pasan mal. Las compañías que permanecen en los mercados que dominan son las que tienen mayor ventaja.

IDENTIFICAR COMPAÑÍAS DE CALIDAD

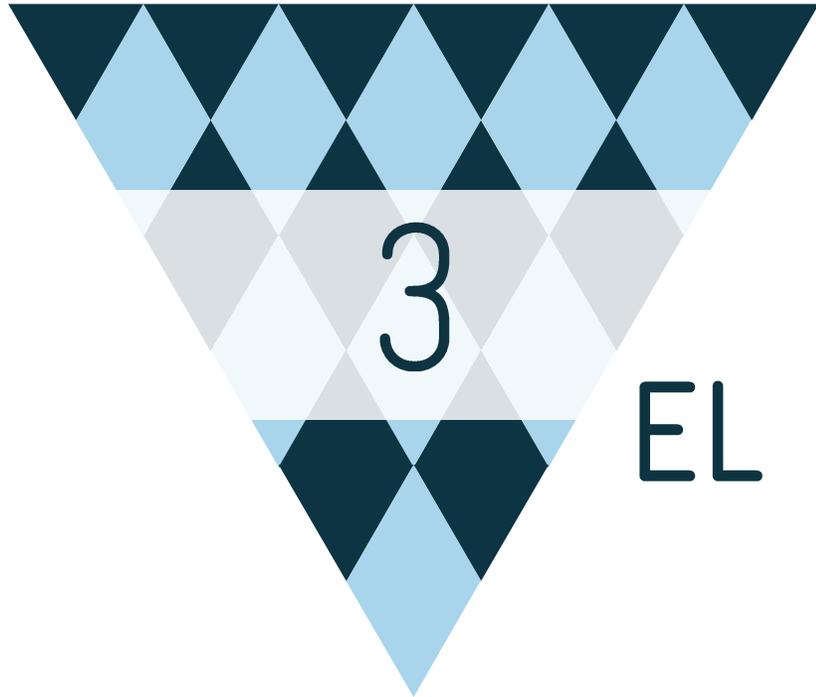
► Casos que erróneamente se consideran moat

1. Gran Tamaño: Compañías de gran tamaño o con una cuota de mercado dominante no implican la existencia de una ventaja competitiva.

2. Tecnología: La tecnología es fácil de replicar, generalmente no es signo de una ventaja competitiva.

3. Productos muy exitosos: Muchas marcas vienen y van, no hay que dejarse llevar por modas o ventas estacionales.

4. Proceso: Puede ser imitado con el tiempo. Gestión de stocks, inventarios y ventajas operativas, con tiempo y capex pueden replicarse.



EL CICLO DEL CAPITAL

EL CICLO DEL CAPITAL

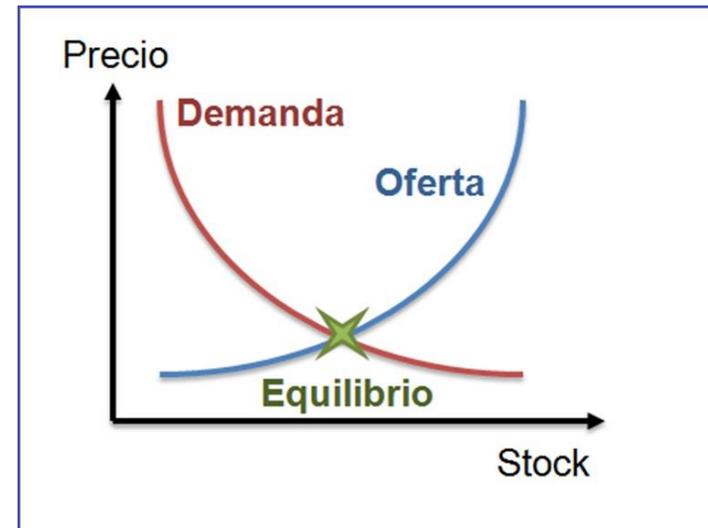
► Competencia

- ❖ Grandes rendimientos, **atraerán sin duda a la competencia**. Una compañía con **retornos mediocres** provocará **retiradas de capital en el sector y reducción de competencia**.
- ❖ Para Marathon, la oportunidad ideal del ciclo del capital es aquella en la que un pequeño número de grandes actores evolucionan a partir de una situación de **exceso de competencia** y logran imponer una “**disciplina de precios**” (ej: sector del Vidrio).
- ❖ Hyman Minsky observó que la **estabilidad financiera** es **desestabilizadora**. Fomenta todo tipo de comportamientos exagerados (en forma de competencia, oferta...). La inestabilidad, en cambio, desde el punto de vista del ciclo de capital, puede crear estabilidad.
- ❖ Una **industria básica** con un **número reducido de operadores** y una gestión racional, **con barreras de entrada y sin barreras de salida**, con reglas de juego sencillas, es el **escenario ideal** para que las empresas adopten una actitud colaboradora.

EL CICLO DEL CAPITAL

► Problemas actuales

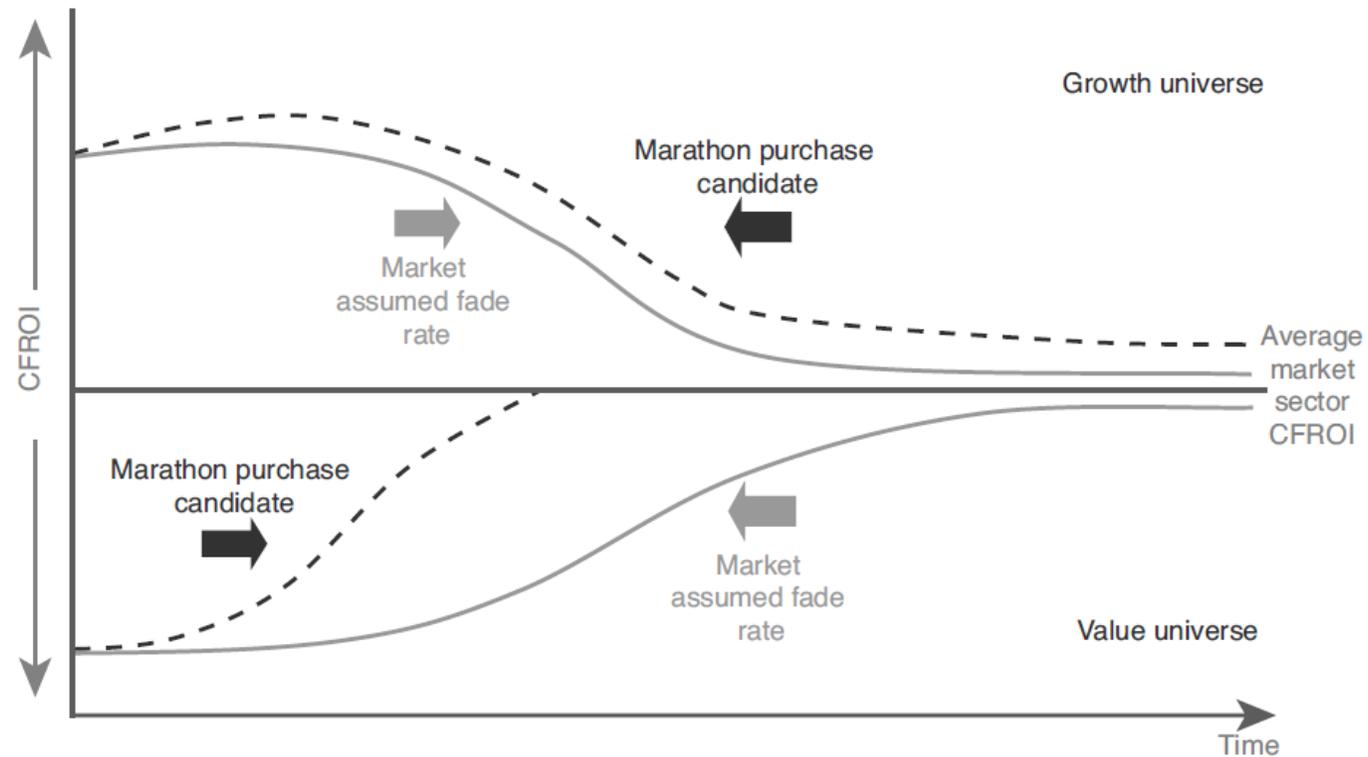
- ❖ **Extrapolación.**
- ❖ Los **value investors** están más **protegidos** respecto al sesgo de extrapolación.
- ❖ Es mejor centrarse en la **oferta** que en la demanda, dado que la **demanda** es una variable **imprevisible** dependiente de la forma de actuar de los individuos.
- ❖ Los **aumentos en la oferta** agregada de una industria son, con frecuencia, fácilmente identificables y se producen con cierto retraso, después de que el **gasto en capital agregado** en una industria haya cambiado.



EL CICLO DEL CAPITAL

► Value y Growth

- ❖ Dentro del segmento de “**crecimiento**”, empresas cuya alta **rentabilidad pueda ser más sostenible de lo que la mayoría** de los inversores piensan.
- ❖ En el lado del “**value**” buscan empresas cuyo **potencial de mejora esté siendo subestimado**.

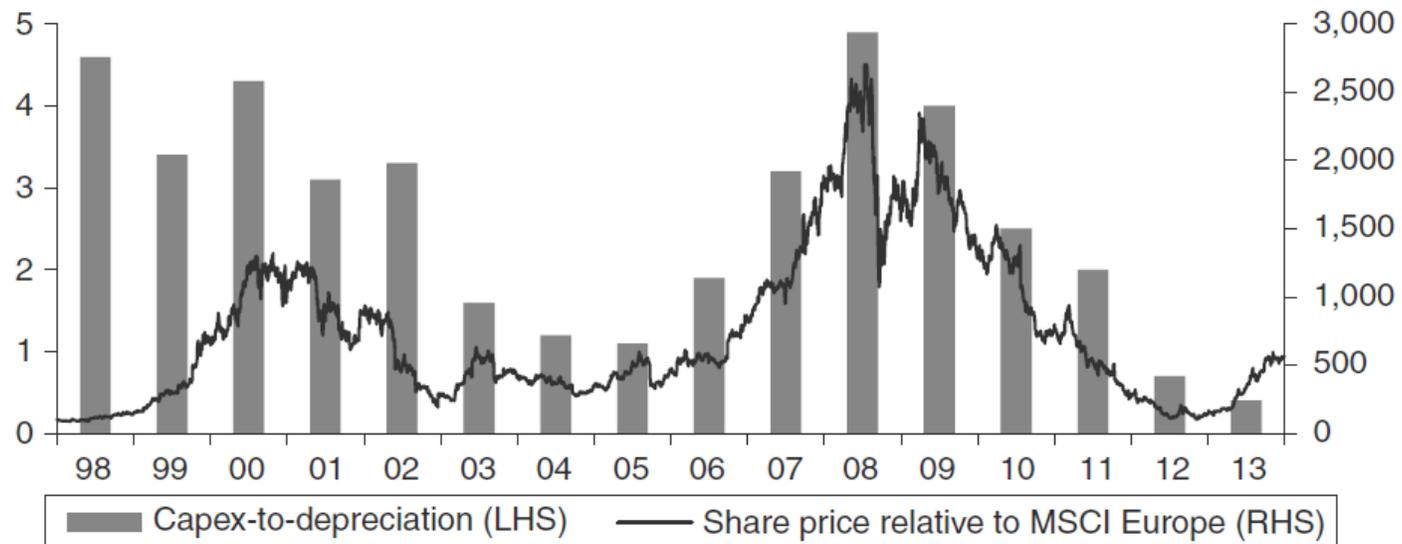


EL CICLO DEL CAPITAL

► Pesimismo

Las circunstancias que suelen llevar a la compra de una empresa “value” son que el mercado juzga erróneamente los efectos beneficiosos de la **reducción** de la **competencia** a medida que las **empresas más débiles desaparecen**, ya sea por **consolidación** o por **quiebra**.

El **giro** en el ciclo de capital en empresas “value” suele darse en momentos de **máximo pesimismo**, cuando el competidor más débil tira la toalla bajo una presión extrema.



EL CICLO DEL CAPITAL

► Pregunta

Durante una conferencia en la Universidad de California, **Charles Munger** describió una prueba que había realizado en varias escuelas de negocios. La prueba consistía en responder la siguiente pregunta: habéis estudiado que si subís el precio, la demanda normalmente baja y viceversa. **Nombradme casos en los que, si quieres aumentar el volumen, la solución es subir el precio.**

La respuesta a la pregunta son los casos de colaboración en las que **un representante suplanta al consumidor.**

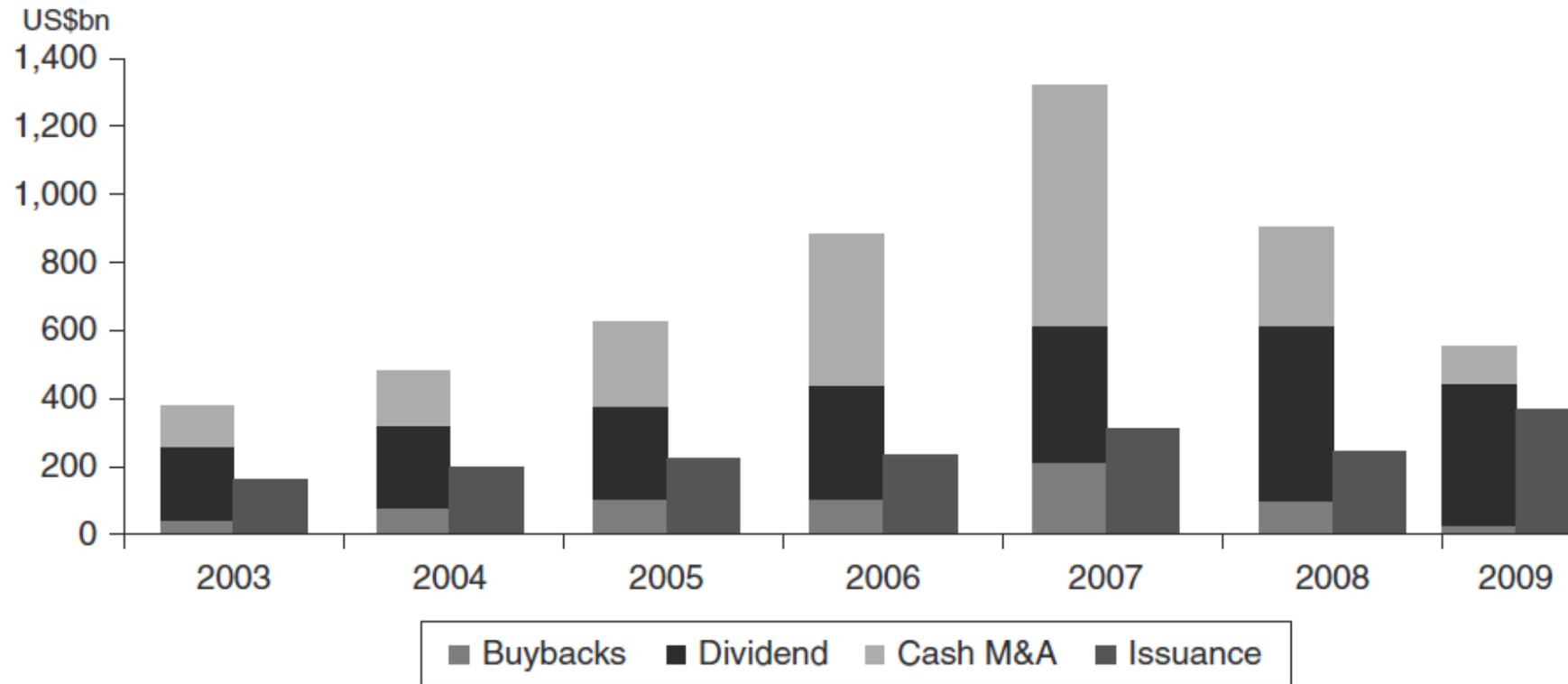
Mercado de **audífonos** de gama alta, un enfoque de innovación constante donde los especialistas de audición al igual que los dentistas prefieren vender los productos de gama alta que les dejan más comisión.

Son **compañías de representación** en las que las relaciones favorables entre proveedor, intermediario y consumidor se dan cuando **el consumidor no entiende nada y confía en un intermediario supuestamente independiente.** En muchos casos, la relación entre el intermediario y el proveedor del producto se ha desarrollado hasta el punto de que estas partes forman una alianza tácita para explotar la **ignorancia del consumidor.**

Ejemplos: Intertek, Assa Abloy, Invisalign, Geberit AG.

EL CICLO DEL CAPITAL

► Management y Capital Allocation



EL CICLO DEL CAPITAL

► Skin in the Game



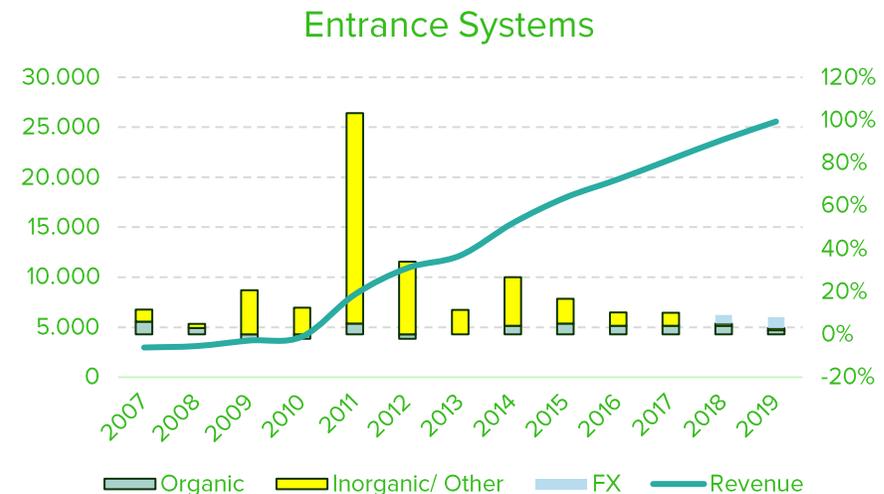
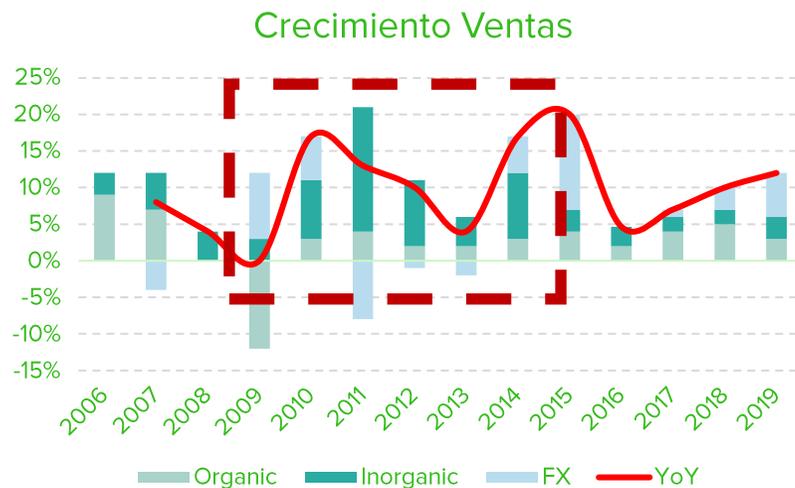


EJEMPLOS

EJEMPLOS

► Representación y consolidación – Assa Abloy

- ❖ Incorporación de Molin en 2006 -> Más de 150 compras.
- ❖ Un buen Capital Allocator puede convertir una recesión en oportunidad.
- ❖ Las mayores compras se han hecho en momentos de estrés.
 - ❖ 2011 Crawford y Flexiforce (Entrance Systems)
 - ❖ 2022 HHI (pendiente de aprobación)



EJEMPLOS

► Costes de cambio y reputación – Treatt

Top 10 Customers	Ranking by Revenue FY22	Type of Products	No. Years as a Customer	Categories	Ranking by Revenue FY17
	1		>25		1
	2		>25		3
	3		>25		18
	4		>10		19
	5		>25		5
	6		>20		7
	7		>25		6
	8		>10		2
	9		>15		21
10		>25		8	

KEY

Type of Products:

Flavour	Fragrance
Alcoholic Beverage	Non-Alcoholic Beverage
Consumer Goods	Distributor

Categories:

Citrus	Tea
Health & Wellness	Fruit & Vegetables
Herbs, Spices & Florals	Synthetic Aromas
Coffee	

Company	Acquisition target	Date	Category
Givaudan	Vika	2017	Natural flavours
Givaudan	Activ International	2017	Natural flavours
Givaudan	Centroflora Nutra	2018	Naturals
Givaudan	Expressions Parfumees	2018	Fragrances
Givaudan	Albert Vieille	2018	Naturals Aromatherapy
Givaudan	Naturex	2018	Natural preservatives, phytoactives & flavours
Givaudan	Cosmetics business of Indena	2019	Active beauty
Givaudan	Ungerer	2019	Specialty Ingredients Flavours & Fragrances
Givaudan	Fragrance Oils	2019	L&R Fragrance
Givaudan	drom	2019	Fragrances
Givaudan	Golden Frog	2019	Naturals
Givaudan	Cosmetics business of AMSilk	2019	Active beauty
Givaudan	Alderys	2020	Biotechnology
Givaudan	Myrissi	2021	Artificial Intelligence
Givaudan	DDW	2021	Natural Colours
Givaudan	Custom Essence	2021	L&R Fragrances

Company	Acquisition target	Date	Category
Symrise	Cobell	2017	Natural
Symrise	Citrus Fragrancias Indústria e Comércio	2017	Fragrance
Symrise	Darr Family	2019	Pet food
Symrise	Cutech	2019	Biotechnology
Symrise	ADF/IDF	2019	Nutrition
Symrise	Sensient Technologies	2021	Fragrance
Symrise	Kobo Products	2021	UV filters, decorative cosmetics
Symrise	Swedencare AB	2021	Pet food
Symrise	Michael Foods egg processing	2021	Pet food
Symrise	Giraffe Foods	2021	Taste

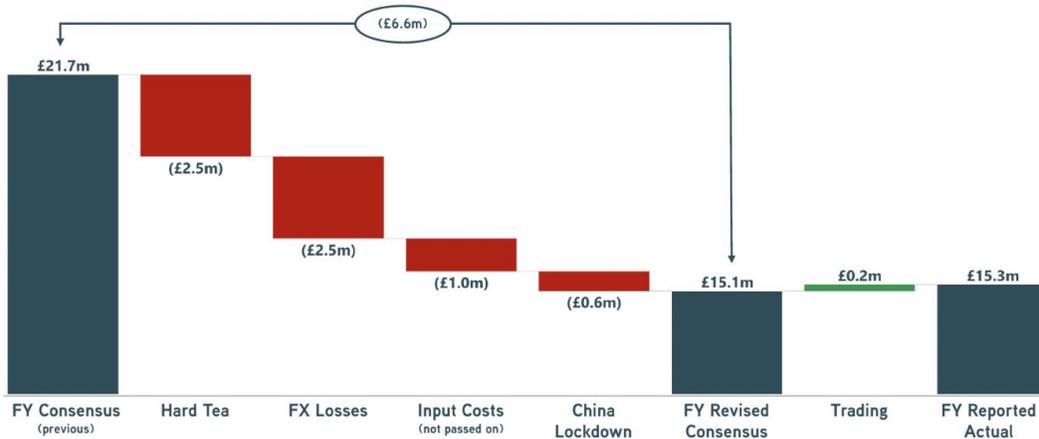
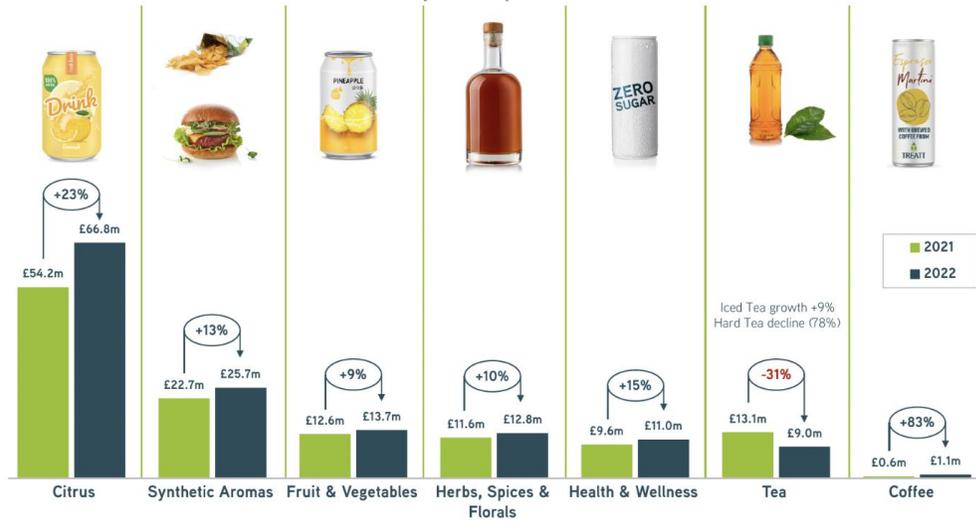
Company	Acquisition target	Date	Category
IFF	Columbia PhytoTech	2017	Natural
IFF	Frutarom	2018	Multiple categories
IFF	dM Fragrances	2018	Fragrances
IFF	The Addictive Advantage	2019	Active Ingredients
IFF	Leagel	2019	Inclusions
IFF	Wiberg	2019	Savoury solutions
IFF	Speximo	2019	Natural
IFF	Dupont De Nemours	2021	Ingredients
IFF	Health Wright Products	2022	Dietary Supplements

Company	Acquisition target	Date	Category
Firmenich	Flavourome	2018	Flavours
Firmenich	Natural Flavors	2018	Natural
Firmenich	Campus	2018	Natural
Firmenich	Senomyx	2018	Biotechnology
Firmenich	VKL Seasoning	2019	Flavours
Firmenich	Robertet	2019	Natural
Firmenich	Les Derives Resiniques et Terpeniques	2020	Natural
Firmenich	Essential labs	2021	Fragrances
Firmenich	ArtSci Biology Technologies	2022	Flavours

Source: Bloomberg

EJEMPLOS

► Costes de cambio y reputación – Treatt



SALES	GROSS MARGIN	ADMIN & OTHER EXPENSES	BALANCE SHEET
Continued focus on higher margin value-add categories	Higher minimum order value	Full year effect for depreciation for UK site	Normalised capex spend
Sales price increase to manage raw material inflation	Margin discipline and control	Maintaining other admin costs, outside of inflation	Improve inventory turn Target 1.5x to 2.0x
Opportunities in Coffee and China	S&OP and Operational Excellence	Higher interest rates	Reduction in net debt
SALES GROWTH 6 - 8%	GROSS MARGIN 28 - 30%	NET OPERATING MARGIN 11 - 12%	NET DEBT TO EBITDA <0.8X

GUIDANCE

EJEMPLOS

▶ Nicho por consolidar – Green Landscaping

- ❖ Identificar un **nicho** altamente **fragmentado** con pequeñas compañías y sin nadie dominando.
- ❖ A la hora de **consolidar** el nicho, importante dos aspectos:
 1. **Arbitraje de múltiplo:** Compañía adquirente múltiplo superior a adquirida.
 2. **Sinergias en las compras.**

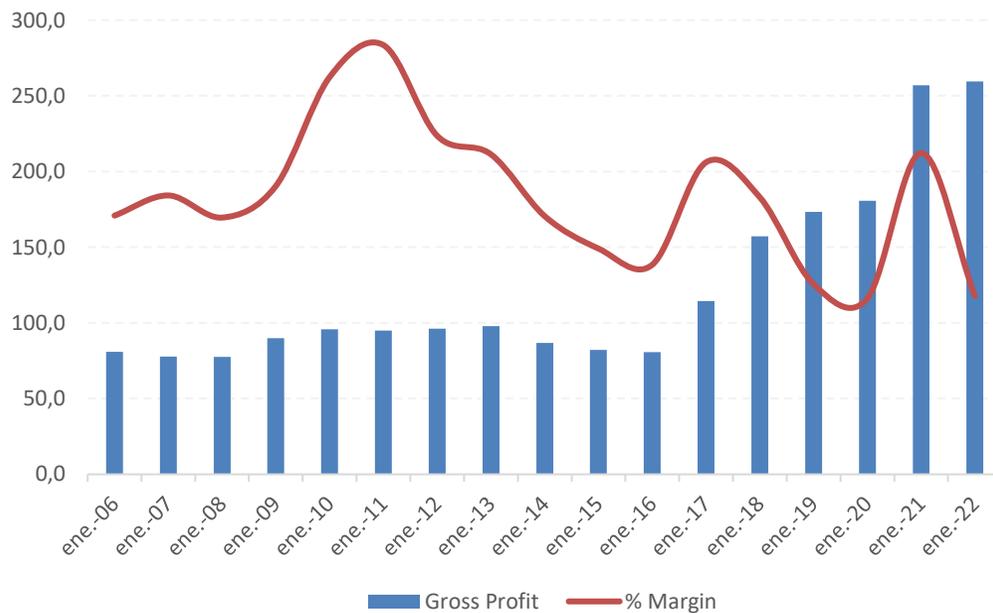


	2017	2018	2019	2020	2021
Cash consideration	155	265	31.6	360.7	555
Cash acquired	-21.5	-35.3	-16	-33.5	-121
Acquisition costs	5.8	13.6	0.7	7.7	6
Total	139	216	14.5	319.5	280
Revenue acquired	335	882	41.5	684.8	482
Op. Profit acquired	34.7	20.8	6.9	N/A	
EV/ Sales	0.6x	0.2x	0.3x	0.5x	0.6x
EV/ EBIT	6.2x	10.4x	2.1x	N/A	

EJEMPLOS

► Fidelización y monopolios – Games Workshop

- ❖ Monopolio de nicho.
- ❖ Demanda inelástica.
- ❖ Elevado poder de fijación de precios.
- ❖ Empresa que convierte plástico en oro (márgenes brutos >70%)
- ❖ Alto apalancamiento operativo -> ventas 3,2x desde 2015 a 2022 y Ebit x10



EJEMPLOS

▶ Oligopolio y pricing power - Corticeira

❖ Sector tapones de corcho **cuotas de mercado:**

1. Corticeira 41%
2. Oeneo 18%
3. Tercero 2%

❖ **Demanda** muy estable y vientos de cola, único pero volatilidad precio del corcho

Pensamiento segundo nivel: *En momentos donde el precio del corcho sube y los márgenes sufren, sin duda el mejor posicionado para aguantar, por calidad y por mayores precios, es Corticeira, por lo que este tipo de momentos complicados pueden ayudar a que Amorim gane una mayor cuota de mercado "gratis". (confirmado por Management)*

❖ **Pricing power:** Cliente low cost menos pricing power. Cliente premium pricing power absoluto. **Las subidas de precios no se revierten.**

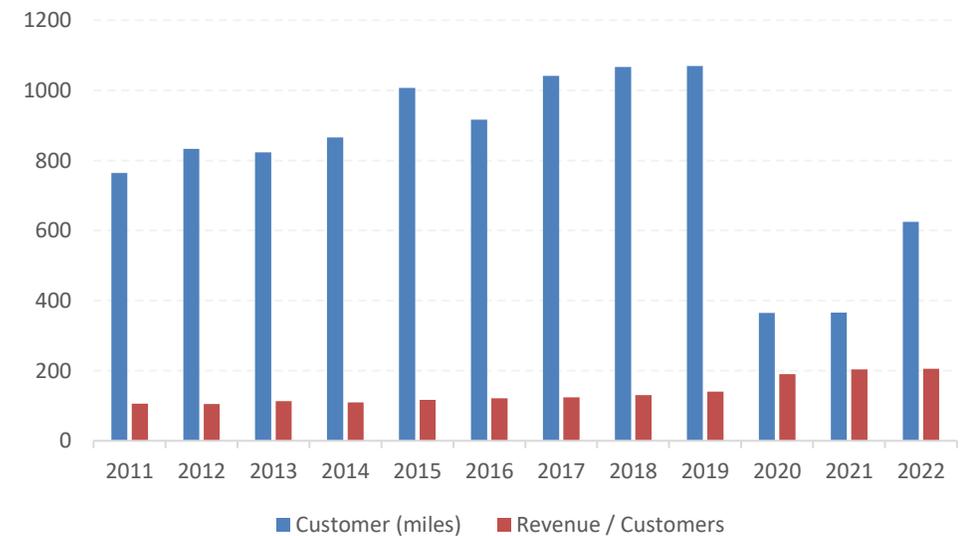
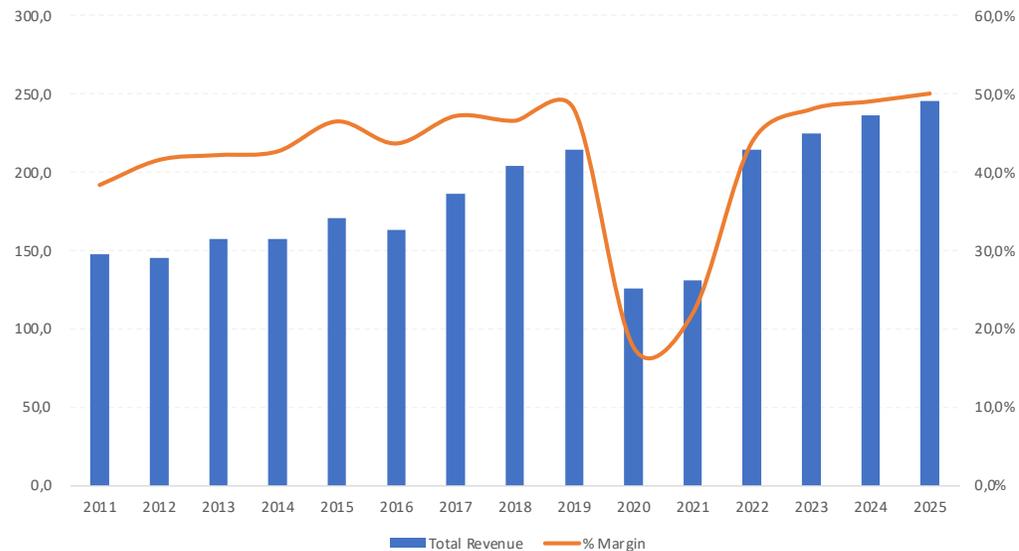
❖ **Integración vertical:** Puedes rentabilizar mucho más el corcho comprando en mercado primario. Oeneo compra en mercado secundario; no hace segmentación en los precios del corcho, en el sentido de que tiende a pagar precios más altos por la materia prima.



EJEMPLOS

▶ Activos únicos y Monopolio Jungfrau

- ❖ **Monopolio** en la explotación de todo el paraje natural de la zona de Jungfrau, Grindelwald y Lauterbrunnen (alpes suizos).
- ❖ Demanda inelástica y **resiliente**.
- ❖ **Oferta** limitada.

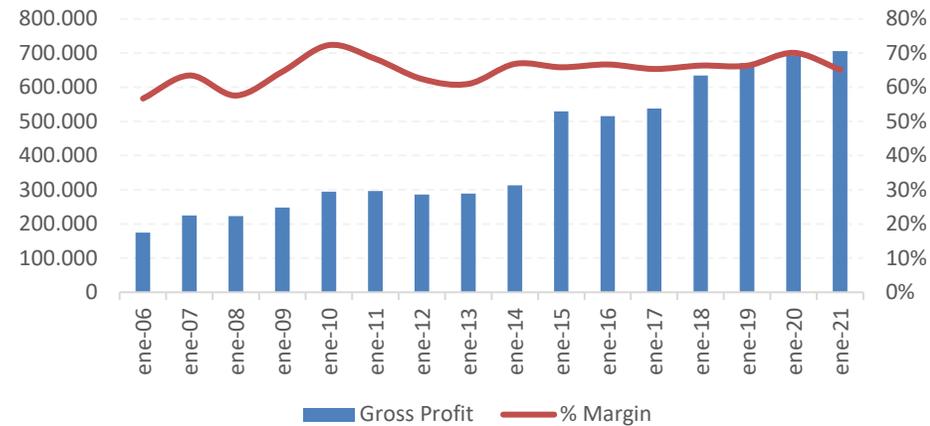


EJEMPLOS

▶ Oligopolio, pricing power y localización - Verallia

- ❖ Para Marathon, la oportunidad ideal del ciclo del capital es aquella en la que un pequeño número de grandes actores (oligopolio) evolucionan a partir de una situación de **exceso de competencia** y logran imponer una “**disciplina de precios**” (colaboran).

En 2022 la subida de precios ha sido del 25%



- ❖ **Ventaja localización y escala.** Ejemplo: Si tenemos una ciudad con una población de 10.000 habitantes o menos, una ciudad de este tamaño sólo puede soportar un centro comercial grande. Quien lo desarrolle tendrá la ventaja o monopolio, ya que no habrá otro competidor interesado en entrar en un mercado tan pequeño.
- ❖ **Fuertes necesidades de capex para poner en marcha un horno.** Hablamos de 100 mill€ para una capacidad de 100.000 toneladas anuales, en un proceso de construcción que normalmente dura entre 18 y 24 meses.

Caso Verallia: El transporte del vidrio obliga a que las fábricas estén cerca, haciendo poco interesante atacar el mismo mercado por varios players. Los competidores locales no pueden competir con la cantidad de oferta que demandan los grandes players (oligopolio).

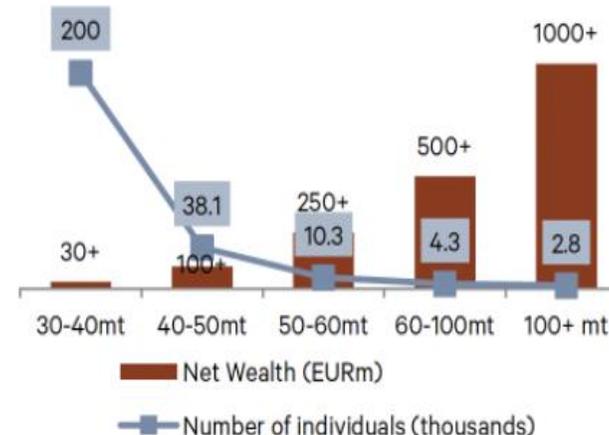
EJEMPLOS

► Reputación y escala – Italian Sea Group

- ❖ **Nicho muy pequeño** -> Ultra high-net-worth individual. (segmento de la población que crece más rápido >7% CAGR)
- ❖ **Unas 30 compañías con capacidad para atacar el nicho.** (dominio top 10 enorme)
- ❖ **Segmento yates 30-100 metros.**
- ❖ **Consolidación del mercado** -> Astilleros con capacidad de >30m ha pasado de 113 en 2006 a menos de 55 en 2022.
- ❖ **Admiral y Tecnomar** -> 1966 y 1987.
- ❖ **Sin riesgo de inventario ni contrapartida.** (caso ruso)
- ❖ **Demanda > Oferta** (Pedidos cubiertos hasta 2025 incluido)
- ❖ **Marca** -> Acuerdos con **Lamborghini y Armani.**

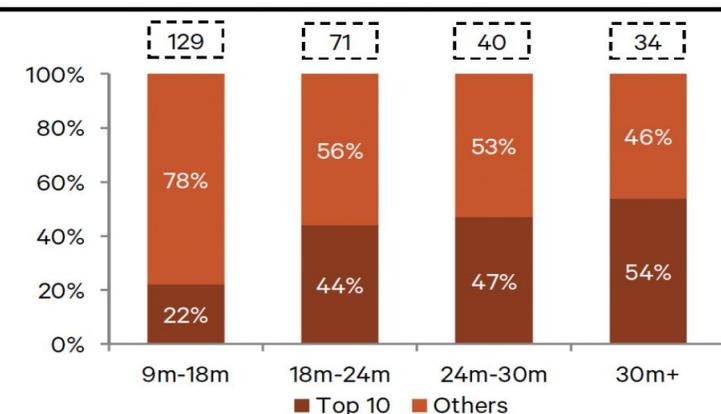


Source: Deloitte Boating Market Monitor



Source: Deloitte Boating Market Monitor

Figure 41: Market share of the top 10 inboard motorboat producers by size of vessel



Source: Ferretti Group IPO prospectus

EJEMPLOS

▶ Oligopolio, reputación, escala local y cautividad - TFF

- ❖ Cuota de mercado barriles de **Whiskey 90%**.
- ❖ Cuota de mercado barriles de **Bourbon 25%** (Inicia inversiones en 2015).
- ❖ Cuota de mercado **Vino del 30%**.

- ❖ La capacidad de poder **fabricar** un barril que ofrezca exactamente las cualidades que el productor de vino quiere para su producto es algo que se tiene que aprender. TFF lleva más de **100 años haciéndolo** y a día de hoy sigue estudiando cómo perfeccionar este **arte**.
- ❖ Para los **clientes** es esencial confiar en el proveedor de barriles, ya que la fase de **maduración es absolutamente clave en el resultado final** del producto. Una vez que el productor de vino encuentra un proveedor capaz de ofrecerle barriles con las características que su producto requiere, difícilmente van a cambiar a otro proveedor, **ya que conllevaría cambios en el aroma y sabor**.
- ❖ **El tamaño y escalabilidad suponen ciertas ventajas respecto a empresas de menor tamaño**. Aunque las economías de escala están **muy limitadas (baja estandarización)**, **la capacidad de ofrecer un mejor servicio a los clientes gracias a una mayor cercanía a éstos es importante**.
- ❖ El **alcance global** permite **observar tendencias** crecientes en diferentes partes del mundo y, por tanto, la capacidad de reaccionar ante éstas y poder beneficiarse de ellas.



Invertir en calidad a largo plazo

CARLOS SANTISO

GESTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN Y DE PENSIONES EN ANDBANK