



RENTAMARKETS NARVAL – Informe anual de 2021

Estimado inversor:

El 2021 ha sido el tercer año consecutivo en el que Rentamarkets Narval ha generado rentabilidad positiva, alcanzando un 15,5%. Desde inicio, su rentabilidad compuesta anual es del 6,9% y en los últimos tres años asciende al 13,4%. Con ello consolidamos los objetivos de doble dígito anual que nos marcamos al comienzo de su andadura.

El objetivo de este informe es explicar el comportamiento del fondo durante 2021, el posicionamiento actual de su cartera y las perspectivas que los gestores tenemos de ella. Además, detallamos la tesis de inversión de Viscofan, pues es una compañía de larga tradición en la bolsa española y representa de manera sencilla nuestra tesis de inversión basada en ciclos de capex, muy presente en la cartera de Narval.

Rentamarkets Narval en 2021

Es difícil explicar el comportamiento de un fondo a corto plazo y, para nosotros, un periodo de doce meses es corto plazo. Hay decenas de factores que afectan al comportamiento de las bolsas en un año concreto y, como es imposible abarcarlos todos, se corre el riesgo de elegir aquellos más evidentes o que mejor encajen con la narrativa conveniente. Para evitar explicaciones parciales, preferimos centrar la atención en la evolución de los dos aspectos más relevantes para la generación de rentabilidad a largo plazo – los resultados de las empresas y la valoración de sus acciones – y comprobar su evolución anual.

Salvo cuando ocurren eventos excepcionales – como la pandemia de 2020 – o parones generalizados – como en una recesión – los resultados anuales de una empresa son consecuencia de dinámicas largoplacistas, como su posición competitiva dentro del sector en el que opera y de las actuaciones concretas, propias o de su competencia, destinadas a alterar dicha posición. En 2021, el entorno vivido por la mayor parte de las empresas es de recuperación de un 2020 históricamente malo. Esta se asienta sobre tres pilares: primero, el apalancamiento operativo favorable; segundo, la estructura de costes optimizada; y, tercero, la capacidad para repercutir en los precios de venta las presiones inflacionistas de los inputs productivos. La vuelta generalizada de la demanda ha impulsado el crecimiento de las ventas. Junto a los tres factores anteriores, aparece también el crecimiento en los beneficios corporativos. En este contexto, los resultados de nuestras empresas han evolucionado positivamente durante 2021.

En los próximos años, es evidente que un contexto macro benigno seguiría siendo de gran ayuda para la evolución de los resultados empresariales. Pero a medida que alargamos el plazo temporal del análisis, la estrategia y la cultura corporativa de cada empresa se vuelven más importantes que el contexto. Examinando la implementación de la estrategia de nuestras empresas y la evolución de nuestras tesis de inversión, la mayor parte de ellas están superando nuestras propias expectativas. Y lo que es más importante: su avance va a seguir estrangulando



al de su competencia, fortaleciendo su posición de liderazgo en los sectores en los que operan. Los casos de Asthead, Ryanair, Alfa Laval o Siemens Healthineers son ejemplos de ello. En este sentido, en 2021 vimos cómo la mayor parte de nuestras empresas hacían importantes avances en todos sus frentes.

Por su parte, la evolución de la valoración en un año concreto es un factor impredecible. A largo plazo, la valoración de una empresa depende de su posición competitiva – dominante o dominada – dentro de su sector y de lo rentable que éste sea. Debido al buen desarrollo estratégico que esperamos de nuestras empresas, creemos que su valoración seguirá expandiéndose a medida que su dominio en sus respectivos sectores siga incrementándose.

A corto plazo, en cambio, las valoraciones se mueven por motivos más efímeros: las sorpresas en los resultados trimestrales respecto a las estimaciones del consenso, el flujo de noticias o los cambios de expectativas fruto del oscilante sentimiento del mercado son algunos ejemplos. Nuestras empresas tuvieron un comportamiento excelente en 2020 y hasta la primera parte de 2021. A partir de entonces, como comentamos en el informe del tercer trimestre de 2021, dejaron de subir sin razón aparente. El mercado, sencillamente, decidió fijarse en otro tipo de empresas y el precio de la acción de las nuestras prácticamente no cambió durante seis meses. Como dijimos entonces, y a falta de razones fundamentales que justificaran dicha apatía, Narval nos parecía una buena oportunidad de compra. Tres meses después, la realidad nos dio la razón y el fondo obtuvo prácticamente la misma rentabilidad en el último trimestre del año que en los tres anteriores.

En este entorno, la cartera de Rentamarkets Narval consta en la actualidad de 39 compañías. Durante 2021, las tres compañías que mejor comportamiento han tenido fueron Richemont, Asthead y Dior, mientras que las que peor han sido Philips, Knorr-Bremse y Fuchs.

Posicionamiento de la cartera

Como explicamos el trimestre pasado, la mayor parte de la cartera de Narval se formó en los años 2019 y 2020.

De la cartera de 2018 sólo quedan seis compañías – Bayer, BMW, FAES, H&M, KWS y Schaeffler – que constituyen el grueso del factor valor de la cartera. **Bayer** opera en dos industrias altamente innovadoras: la farmacéutica y la agrícola. Esa innovación se puede realizar tanto internamente – con inversiones en I+D – como externamente – mediante adquisiciones – y Bayer tradicionalmente ha optado por la segunda. En nuestra opinión, a partir de 2023 empezará a poner en valor un pipeline de innovaciones adquiridas que deberían reforzar su posición competitiva – especialmente en el segmento agrícola – y mejorar su perfil de generación de caja. BMW, FAES, H&M y Schaeffler prosiguen con sus respectivos ciclos de inversión, cada uno con sus propias particularidades. Las inversiones de **BMW** se centran en adaptarse y liderar el futuro de la automoción, que es un proceso largo y cargado de incertidumbres para todas las empresas del sector, aunque BMW está en una buena posición para afrontarlas. **FAES** se encuentra en plena expansión geográfica – por LATAM – e industrial – en la nueva planta Guipúzcoa – que en tres o cuatro años la llevarán a un nivel superior de rentabilidad y de alcance operativo que no se encuentra reflejado en el precio de su acción. **H&M** sigue invirtiendo con buen criterio para reposicionarse en el canal online, pero la Covid-19 y un recrudecimiento del entorno competitivo han retrasado los plazos que esperábamos y, por ello, la inversión nos está exigiendo ser pacientes. **Schaeffler**, la compañía alemana de fabricación de componentes para automoción, continúa reposicionando su capacidad en automoción desde el motor de



combustión al híbrido y al eléctrico, además de seguir creciendo en su negocio de rodamientos industriales. **KWS** es una empresa alemana de semillas con buena capilaridad comercial, líder en remolacha y relevante en trigo y maíz, que goza de una rentabilidad estable y predecible que emplea para invertir en I+D e incrementar el valor de su propiedad intelectual única. Aunque el comportamiento general de este grupo de empresas no ha sido el esperado, desde los niveles actuales pueden darle al fondo una buena rentabilidad durante los próximos tres o cuatro años.

En 2019 reconstruimos la mayor parte de la cartera pues, gracias a los movimientos de corto plazo del mercado, surgieron mejores oportunidades de inversión que las disponibles el año anterior. En general, el comportamiento de las empresas incorporadas en 2019 ha sido excelente. La mayor parte de ellas comparten importantes características comunes: son líderes en innovación dentro de sus respectivos sectores y, gracias a ello, ofrecen los mejores productos y son capaces de ganar cuota de mercado en cada ciclo de reposición. A medida que los bienes que fabrican se van haciendo más sofisticados, sólo ellos pueden ofrecer un servicio de mantenimiento y reparación eficiente y, aprovechando esta característica, son capaces de cambiar su mix de negocio de un modelo basado en la nueva instalación a otro basado en el servicio de mantenimiento y en la reparación, incrementando de esta forma su rentabilidad. Son empresas que crecen cuando la economía crece – debido a la nueva instalación – y que resisten cuando la economía cae – gracias al negocio de mantenimiento –. Dentro de esta categoría tenemos a **Alcon, Atlas Copco, Epiroc, Knorr-Bremse, Siemens Healthineers y Smith Group**.

En 2019 añadimos otras empresas que también combinan elementos ofensivos y defensivos, como Asthead, Brenntag y Bunzl. **Asthead** se dedica al alquiler de maquinaria. Su posición dominante le permite ofrecer las mejores máquinas, estar en las mejores localizaciones y dar el servicio de mejor calidad a sus clientes que, en conjunto, constituye una oferta inalcanzable para su competencia. Su sector es muy cíclico, pero, gracias a las ventajas que acabamos de enunciar, gana cuota en cada recesión. **Brenntag** se dedica a la distribución de productos químicos, uniéndose a unas pocas decenas de fabricantes con miles de pequeños clientes y ejerciendo la función distribuidora y proveedora en cada caso. Ninguna otra empresa es capaz de hacer eso tan eficientemente como Brenntag y, para productores y clientes, resultaría demasiado gravoso prescindir de ella, pues está ya integrada en sus propias operaciones. De esta forma participa en un sector cíclico con cierto crecimiento estructural como el químico, pero desde una posición protegida. **Bunzl** distribuye productos indispensables para sus clientes, pero que no están relacionados con el ejercicio directo de su actividad – por ejemplo, el papel higiénico en una oficina –. Su fórmula para ir aumentando su cuota es tener la mayor llegada comercial, el catálogo de productos más completo y ofrecer los mejores precios. Su tamaño le permite tener la mayor rentabilidad del sector, la cual reinvierte para crecer en nuevos mercados y en nuevos tipos de productos. Aún formando parte de sectores muy diferentes, comparten sus tres principales ventajas: la escala, el tamaño de su oferta de producto y su capilaridad comercial. **Corteva**, además de compartir esas tres características en su modelo de negocio, añade un elemento diferencial en su I+D. Se trata de una empresa norteamericana que desarrolla y distribuye semillas, y que cuenta con una posición de liderazgo en soja, con la que completamos nuestra exposición agrícola. Las cuatro han aportado retornos significativos a Narval desde su compra.

Completamos el repaso a las compras de 2019 con cinco compañías cíclicas, cuyo comportamiento conjunto es positivo, aunque sus tesis todavía distan de haber madurado plenamente. **Fuchs** es una empresa que fabrica lubricantes especiales para la industria que, habiendo completado un ambicioso ciclo de inversión, se ha posicionado como la líder



indiscutible de la categoría premium – que tiene más crecimiento y rentabilidad que la media de su sector. **Nokian Tyres** se encuentra en pleno ciclo de inversión con el objetivo de desarrollar capacidad de fabricación y distribución para sus neumáticos de invierno en Estados Unidos, mercado de alto potencial y en el que tiene una escasa presencia. **Ryanair** es la compañía más rentable de su sector, gracias a su incomparable eficiencia operativa. Esa mayor rentabilidad le dota de los recursos necesarios para financiar la compra de nuevos aviones – cada vez más eficientes – y de nuevos derechos de vuelo – que le permiten seguir ganando tamaño. El entorno competitivo de las aerolíneas es especialmente hostil, por lo que los competidores más débiles tienden a quebrar y Ryanair aprovecha su fortaleza para ocupar los huecos que van quedando libres para seguir creciendo y ampliando su ventaja respecto a una competencia incapaz de seguir su ritmo. **Traton** es el fabricante de los camiones Scania y MAN. Actualmente se encuentra integrando ambas plataformas e invirtiendo en el desarrollo tecnológico del transporte de materiales por carretera del futuro. Con ello, generará sinergias, reducirá costes y mantendrá su gama de productos entre los más apreciados del sector. Por último, **SKF**, la empresa sueca de rodamientos industriales, ha completado con éxito su reestructuración y ofrece una exposición al ciclo directa, eficiente y a un precio razonable.

La única compra de 2019 que no está evolucionando según lo esperado es **Philips**. La compañía está invirtiendo para convertirse en un referente en el sector de maquinaria médica-clínica. Su foco estratégico está en el diagnóstico, la monitorización, la terapia guiada por imagen y el cuidado remoto, segmentos que ofrecen rentabilidades atractivas y un alto crecimiento. En nuestra opinión, posee las tres características esenciales para completar con éxito su transición: conocimiento clínico, capacidad de innovación y capacidad industrial. Su ciclo de inversión le permitirá desarrollar un negocio de salud centrado en los servicios, en la recurrencia y en la visibilidad. Sin embargo, el mercado está preocupado por los problemas en algunos productos de la gama *Sleep & Respiratory Care*, de los que podrían derivar pasivos legales aún por determinar. Después de lo vivido en Bayer, no podemos ningunear la importancia potencial de dichos pasivos y los estudiamos con atención, pero seguimos confiando en el enorme potencial que tiene su estrategia.

Los cambios realizados durante el año 2020 tienen su origen en el impacto de la pandemia. La mayor parte de las nueve posiciones iniciadas entonces son compañías de alta calidad, que fuimos capaces de comprar a precios de derribo por operar en sectores especialmente impactados por la Covid-19.

Ese año añadimos dos posiciones más a nuestro grupo de empresas de crecimiento recurrente. **Assa Abloy** es una compañía sueca, líder mundial en controles de acceso para regular el flujo de personas en espacios públicos y privados. Verán su logotipo en las puertas automáticas que dan acceso a las tiendas de H&M, por ejemplo. Durante la pandemia, las nuevas instalaciones se detuvieron, pero, más importante aún, las revisiones, las reparaciones y los mantenimientos quedaron también congelados, lo cual deprimió el precio de la acción y llevó su valoración a niveles extremadamente atractivos de cara a una recuperación que ya está ocurriendo. A largo plazo, su dominio es consecuencia de su incontestable liderazgo industrial, tecnológico y comercial. **Otis Elevator** es una empresa norteamericana de ascensores, favorecida por el desarrollo urbanístico y por la regulación en materia de seguridad. Su sector es un oligopolio mundial y sus ventajas son la cantidad de ascensores instalados y la capilaridad y escalabilidad de su red de técnicos. Estas dos empresas, como en el resto de los negocios de crecimiento recurrente, aportan crecimiento cuando la economía crece, gracias a la nueva instalación, y resistencia cuando la economía cae, gracias a sus servicios de mantenimiento.



La pandemia golpeó con especial virulencia a los sectores de alimentación en espacios públicos y de turismo. Decidimos aprovechar esa oportunidad añadiendo **Compass** – líder mundial de catering en colegios, cantinas, eventos y hospitales, entre otros –, **Electrolux Professional** – especializada en la instalación y mantenimiento de cocinas en hoteles y restaurantes –, **Booking** – la popular plataforma de reservas – y la cadena hotelera **InterContinental Hotels**. A pesar de sus diferentes actividades, las cuatro tienen en común las características necesarias para que nuestras tesis de inversión sean exitosas: una gran solvencia financiera, la mejor reputación entre sus clientes, una plataforma operativa eficiente y escalable, y una cultura corporativa centrada en la innovación y el crecimiento. En nuestra opinión, gracias a las quiebras sufridas por numerosos competidores, todas ganarán cuota de mercado y tendrán fuertes crecimientos en ventas y en márgenes a medida que sus respectivos sectores vayan recuperando la actividad hacia niveles pre-Covid.

Completamos las compras de 2020 con tres posiciones muy diferentes entre sí. La primera es **Adidas**. Compramos la compañía alemana cuando la mayor parte de sus tiendas estaban cerradas, anticipando un resurgir de sus ventas cuando el mundo volviera a abrirse. A medida que esto ocurría, nuestra tesis de inversión fue adquiriendo unos términos más largoplacistas, cambiando el foco de una mera recuperación de la demanda a la capacidad de la compañía para invertir y expandir su negocio de manera rentable por nuevos mercados, canales y productos. Se trata de un líder mundial en el consumo discrecional marquista, capaz de crear y de adaptarse a los nuevos gustos de los consumidores. La segunda es la compañía norteamericana **Dupont**. La Dupont de hoy es el resultado de un largo proceso de compras, ventas, fusiones, reestructuraciones y escisiones, del que han surgido gigantes como Axalta, Chemours, Dow o Corteva. Su estrategia se centra en el desarrollo y comercialización de una amplísima gama de productos químicos de alto valor añadido consumidos en decenas de sectores, lo que le permite, al igual que otras empresas de la cartera, participar del crecimiento económico mundial desde una posición ventajosa y defensiva. Por último, **Sage** es una compañía de software financiero y contable que está invirtiendo para poder dar su servicio en un formato de suscripción a través de la nube. Si bien es un paso que da con algún año de retraso frente a sus principales competidores, creemos que la fortaleza que ejerce sobre su canal de distribución le permitirá recuperar cuota de mercado conforme su proposición de valor se vaya haciendo más fuerte gracias a dicha inversión en producto.

Tras 2020, a medida que la economía y los mercados se fueron normalizando, el ritmo de rotación de la cartera de Narval fue cayendo. Las nuevas inversiones han estado más ligadas a dinámicas particulares e internas de las propias compañías, en vez de a motivos económicos o sistémicos de naturaleza externa a ellas. Las incorporaciones a la cartera realizadas durante 2021 son ocho: Alfa Laval, Brambles, IFF, JDE Peets, Regeneron, Viscofan, Allfunds y Beiersdorf. Las dos primeras son cíclicas, las cuatro siguientes son defensivas y las dos últimas tienen una ciclicidad intermedia.

Alfa Laval es una compañía sueca que produce maquinaria destinada a calentar, enfriar, separar y transportar aceites industriales, agua, productos químicos y farmacéuticos, bebidas y alimentos. Tiene exposición al sector de alimentación y bebidas – de carácter defensivo –, al marítimo – de carácter cíclico – y al energético – de carácter mixto, cíclico y defensivo –. Con ella completamos nuestra posición en empresas de crecimiento recurrente, así que comparte los mismos tres pilares que el resto de las compañías de este tipo: innovación, aumento de base instalada y crecimiento de las operaciones de servicios y mantenimiento. **Brambles** es una compañía australiana, líder mundial indiscutible en el sector de alquiler de pallets. Es la única de



su sector que reúne los tres atributos necesarios para que dicha actividad sea rentable: el tamaño, la capacidad logística y técnica y la eficiencia operativa. Su modelo de negocio, por tanto, se basa en la escala, la permanente rotación del pallet y el control de costes. En la actualidad se encuentra en pleno ciclo de inversión en Norteamérica para mejorar su eficiencia y en Asia para ganar tamaño.

JDE Peet's es el segundo mayor comercializador mundial de un producto siempre demandado, muy asequible, sutilmente adictivo, saludable, consumido como hábito diario y sin sustitutivos que lo amenacen: el café. JDE lo comercializa bajo potentes marcas (como Saimaza y Marcilla, en el caso de España) y cuenta con una posición dominante en los canales de distribución, que utiliza para lanzar al mercado diferentes innovaciones – como sus cápsulas de aluminio – sin incurrir en costes adicionales. Tiene, por tanto, un negocio con una base muy estable y una estructura operativa que le dota de capacidad de prueba y error con sus innovaciones sin correr grandes riesgos financieros. **IFF** es una compañía norteamericana que fabrica ingredientes especiales que aportan olor, sabor y texturas a bebidas, alimentos y productos de cuidado e higiene personal o salud. Sus compuestos dotan de cualidades definitorias al artículo final que los emplea – por ejemplo, la fragancia de una colonia o el dulzor de un caramelo –, de tal forma que sus clientes no pueden cambiar de proveedor sin alterar las cualidades emblemáticas de sus productos. En otras palabras, su base de clientes es cautiva y gracias al alto valor añadido de sus compuestos, IFF tiene un elevado poder de fijación de precios. **Regeneron** es una farmacéutica norteamericana con un negocio establecido muy rentable, con productos tan exitosos como Eylea – con un vencimiento de patente próximo – o Dupixent – en pleno crecimiento. Por otro lado, encontramos una alta opcionalidad en sus tecnologías propias *VelocImmune* y *VelociSuite* que, unidas conocimiento derivado del *Regeneron Genetics Center*, sitúan a la compañía en una posición ventajosa para liderar el futuro de la medicina con el desarrollo de terapias a medida. Por último, encontramos a **Viscofan**, que será desarrollada con detenimiento en la siguiente sección de este informe.

La plataforma de **Allfunds** es la manera eficiente de relacionar la oferta y la demanda de fondos de inversión. Esta empresa ofrece los productos de las gestoras de fondos a la banca privada, a asesores financieros y a otros agentes que aportan el capital del cliente final. Cuantos más fondos ofrece Allfunds, más clientes contratan su plataforma y cuantos más clientes la contratan mayor oferta de fondos atrae. La compañía española aprovecha este círculo virtuoso con un modelo de apalancamiento operativo puro y con capacidad para seguir creciendo en nuevos mercados, en nuevos clientes y en nuevos productos gracias al efecto red. **Beiersdorf** es una empresa alemana conocida por Nivea, su principal marca, aunque también es propietaria de otras como Eucerin o La Prairie. Actualmente está realizando un ambicioso ciclo de inversión para posicionarse en mercados emergentes que ofrecen un crecimiento significativamente superior a los de los mercados desarrollados (Europa y Estados Unidos). Además de este ciclo de inversión, Beiersdorf aporta dos ineficiencias con un alto potencial de retorno: la primera, un balance saneado hasta el absurdo, con cuatro mil millones de euros en caja neta y con un 10% de su propio capital como autocartera; y la segunda, una estructura que combina dos negocios tan distintos y poco sinérgicos como una división de consumo, con otra de adhesivos bajo la marca Tesa. La solución de alguna de estas ineficiencias podría generar mucho valor, tanto si Beiersdorf usa su balance para crecer más rápido y/o retribuir a sus accionistas, como si decide separar sus dos negocios.

Desde el comienzo de Narval hemos defendido que la cartera de un fondo de inversión no puede consistir en la mera acumulación de posiciones individuales: el conjunto debe tener sentido y



cada parte ha de sumar significado al todo. La herramienta que hemos desarrollado para analizar nuestra cartera de forma global es la Matriz de Gestión. Su eje horizontal indica el peso de las inversiones en función de lo cíclicas o defensivas que éstas sean, mientras que su eje vertical las ordena por tesis de inversión. La matriz permite comprobar el equilibrio existente entre diferentes tipos de posiciones, y la coherencia entre el posicionamiento del fondo y su objetivo estratégico.

	CICLO DEMANDA	CICLO OFERTA	REPOSICIONAMIENTO	CICLO INVERSIONES	CRECIMIENTO RECURRENTE	TOTAL
NÚCLEO DEFENSIVO	10%	0%	5%	11%	23%	49%
NÚCLEO CÍCLICO	21%	3%	2%	8%	12%	46%
SATÉLITES	0%	0%	0%	5%	0%	5%
TOTAL	31%	3%	7%	24%	35%	100%

Como ya hemos explicado, el objetivo estratégico de Narval consiste en superar a la rentabilidad de las bolsas a largo plazo limitando los riesgos asumidos. Para ello, mantenemos siempre un equilibrio entre posiciones cíclicas y posiciones defensivas – en la actualidad, con un peso del 51% en las primeras y del 49% en las segundas –. Por tesis de inversión, la que más pesa es la de crecimiento recurrente, pues aporta de una manera directa las cualidades ofensivas y defensivas que mejor se adaptan a nuestro objetivo. Empresas como Atlas Copco, Epiroc, Knorr-Bremse o Smiths Group son ejemplos de esta tesis. Por otro lado, destaca el peso del sector de semillas, con Bayer, KWS y Corteva, pues con él ganamos exposición a la megatendencia creciente, resistente y predecible como es la alimentación humana, a través de diferentes tesis de inversión. La combinación de compañías cíclicas – como BMW, Asthead o Ryanair – con posiciones defensivas – como Viscofan, Bunzl o IFF – nos permite diversificar, además, entre fuentes de rentabilidad, siendo más importante la valoración en unos casos y la evolución del fundamental en otros. Por último, el fondo tiene un peso relevante en empresas de alta calidad cuya actividad aún no ha recuperado los niveles pre-Covid – con posiciones como Compass o Booking – y que aporta un enorme potencial de retorno y una baja correlación con el resto de posiciones. En resumen, la combinación de empresas que tenemos en Narval tiene mayor valor que cada una de ellas por separado.

Caso de inversión: Viscofan

El trabajo de inversor y el de directivo de una compañía tienen varios aspectos comunes. Uno de ellos, el más importante, es la cuestión de la asignación del capital. ¿Qué hacer con el capital del que se dispone? Los inversores responden esta pregunta recurriendo a su filosofía de inversión, mientras que los directivos acuden a la cultura corporativa de su empresa. Ambos necesitan pilares bien asentados que les permitan fijar los objetivos estratégicos en el largo plazo, gestionar los recursos financieros y operativos en el medio e implementar las decisiones



necesarias en el corto. La filosofía de inversión y la cultura corporativa dan, en cada caso, la coherencia estratégica necesaria para tomar decisiones de asignación de capital que generen valor con el paso del tiempo.

Viscofan es un ejemplo de éxito empresarial por su ambiciosa cultura corporativa y por la habilidad de sus directivos, que han generado valor en cada ciclo de inversión que han realizado. El anterior, entre 2011 y 2015, alcanzó todos sus objetivos: las ventas crecieron de los 670M€ a los 740M€, la cuota de mercado pasó del 15% al 19% y los márgenes se expandieron 400 puntos básicos. Para Viscofan fue un periodo de mejora en los fundamentales, de mayores valoraciones y de subida en las cotizaciones. Pero es en esos momentos cuando la cuestión de la asignación de capital reaparece: ¿qué hacer con el capital disponible? ¿Ordeñar el negocio y disfrutar de lo ganado o volver a invertir y hacerlo crecer? Viscofan tomó la decisión más coherente con su propia historia: si la empresa puede crecer de manera rentable y cuenta con un balance saneado, se invierte. De esta forma, en 2016 inició un nuevo plan de inversiones bajo el lema *More-to-Be*.

Otro aspecto común entre el trabajo de un inversor y el de un directivo, es que muchas de las decisiones tomadas para incrementar la rentabilidad a largo plazo tienen un impacto negativo en la rentabilidad a corto. En el caso de un inversor en bolsa, esto es evidente pues raro es cuando se compra una acción justo en el mínimo; lo normal es que una nueva inversión evolucione de más a menos y, después, de menos a más. En el caso de una empresa industrial, también exige un proceso de maduración que queda reflejado en los resultados corporativos y que, al igual que el ciclo del inversor en bolsa, suele ir a peor antes que a mejor. Invertir bien no es fácil en ningún ámbito.

En una empresa industrial, un ciclo de inversión suele seguir este esquema: el capex crece por encima del nivel de mantenimiento y aumenta la inversión en circulante; en este proceso inversor se generan nuevos costes fijos que no serán diluidos con nuevas ventas hasta que el activo madure y, por tanto, los márgenes normalmente caen; más inversión y menos margen implican menor generación de caja; algunas empresas se endeudarán y otras recortarán la retribución al accionista. El ROCE disminuye y los múltiplos de valoración se contraen. En el caso de Viscofan, sus ventas han seguido creciendo durante el actual plan de inversiones – rondarán los 950M€ en 2021–, pero la erosión de su rentabilidad ha seguido, grosso modo, ese proceso típico de un ciclo de inversión – afectado por otras particularidades propias del sector, como la crisis porcina de 2019–. En consecuencia, sus múltiplos se han contraído y su acción cotiza por debajo del nivel alcanzado en abril de 2015.

Sin embargo, el plan *More-to-Be* ha hecho que Viscofan aumente su liderazgo en su sector. Ha supuesto más de 385M€ en inversiones destinadas, principalmente, al incremento de capacidad y a la mejora de procesos. España ha sido el país donde más ha invertido, destacando la planta de Cáseda – Navarra–, con más de 90M€ de inversión. Respecto a lo que era en 2016, Viscofan ha reforzado su posición como líder tecnológico del sector y ha mejorado en capacidad comercial, en mix productivo, en presencia internacional y en eficiencia. Además, ha creado más de seiscientos puestos de trabajo.

¿Qué esperar de Viscofan según el esquema de un ciclo de inversión? Un crecimiento en ventas del 4%-5% anual por encima del sector; una expansión de márgenes de 200pb a 300pb, por la dilución del coste fijo que permitirán las nuevas ventas; una reducción de inversiones, por contar con un nivel de circulante adecuado para la nueva capacidad y por no necesitar capex de crecimiento adicional; una mayor generación de caja, fruto de los mayores márgenes y de las



menores inversiones. Además, tras cinco años de contracción en la valoración, su acción no refleja los mejores fundamentales de la compañía, por lo que esperamos que sus múltiplos se expandan. Con una rentabilidad por dividendo creciente del 3%, se pueden esperar retornos de doble dígito para sus accionistas durante los próximos cinco o seis años.

A los inversores, la filosofía de inversión nos impone una forma de responder a la pregunta *¿qué hacer con el capital del que se dispone?*, al igual que la cultura corporativa se lo impone a los directivos. Para nosotros, si surge una oportunidad de inversión en una empresa de calidad, defensiva y con un retorno potencial alto que mejore al conjunto de la cartera, se invierte. Por eso, Viscofan forma parte de nuestra cartera desde el último trimestre de 2021.

Perspectivas

Desde la última parte de 2020, los mercados siguen centrados en la inflación. Nuestra opinión es que la inflación es un factor importante en los mercados financieros por su conexión con los tipos de interés, pero no deja de ser un elemento más en una cuestión multifactorial. Preferimos mantenernos al margen de los posicionamientos extremos que se juegan todo al desarrollo de un escenario macroeconómico concreto.

En vez de tratar de predecir lo que pasará con la macroeconomía, preferimos hacer una cartera equilibrada capaz de generar buenas rentabilidades en la mayor cantidad posible de escenarios. En ella hay empresas que se verán favorecidas si las presiones inflacionistas persisten, tanto desde la perspectiva de su fundamental como de su valoración, y otras que se beneficiarán si tales presiones se reducen. La rentabilidad de cada una durante los próximos doce meses dependerá de cómo se vayan adaptando y de cómo se vean afectadas por el flujo de noticias. Sin embargo, en tres o cinco años, el factor que más habrá influido en la rentabilidad será la evolución de cada tesis de inversión – factor mucho más importante en el largo plazo que el flujo de noticias – y, en este sentido, la cartera de Narval es capaz de conseguir sus objetivos. Sólo tenemos que ser pacientes y dejar que las tesis maduren.

Nuestra experiencia nos ha enseñado a ser prudentes y a mantenernos serenos, pues estamos convencidos de que a aquellos que juegan sin parar a la ruleta rusa de la bolsa, el destino siempre les tiene reservada una bala. Como advierte el ignorado refranero bursátil: el cementerio está lleno de inversores audaces.

Nos despedimos con un párrafo que ya es tradición en nuestros informes anuales:

No podemos garantizar a nuestros partícipes que siempre, cada año, obtendremos resultados extraordinarios. Lo que sí podemos garantizar es que cumpliremos disciplinadamente con nuestro proceso de inversión, sin caer en la frustración en los años malos, ni en la complacencia en los buenos. Seguiremos trabajando para obtener rentabilidad a largo plazo controlando los riesgos asumidos, hagan lo que hagan las bolsas y hagan lo que hagan nuestros competidores. Ese es el único planteamiento con cabida en el equipo de gestión de Narval.

Muchas gracias por su confianza.

José Díaz Vallejo
Juan Díaz-Jove del Amo



Naturaleza de este material: Este documento únicamente contiene información sobre nuestros fondos. Para atender a este servicio el cliente deberá realizar un test de idoneidad previo. Este material no debe ser considerado en modo alguno una oferta, recomendación, asesoramiento, análisis financiero, invitación a invertir, ni de ninguna otra forma entenderse como base para tomar decisiones de inversión. Exención de responsabilidad: Ni Renta Markets SV, S.A. ni sus representantes o asesores responderán en forma alguna de daños que se deriven del uso de este documento o de su contenido o que traigan causa en cualquier otra forma del mismo. El lector es el único responsable de su interpretación, uso o decisiones de inversión. Derechos reservados: Todos los derechos de propiedad intelectual e industrial de estas páginas son titularidad de Renta Markets SV, S.A. Igualmente, todos los nombres comerciales, marcas o signos distintos de cualquier clase contenidos en este documento están protegidos.