

La oportunidad en las HoldCos para los value investors

NOTA DEL EDITOR: El siguiente artículo es escrito por Amit Wadhwaney, portfolio manager y socio fundador de Moerus Capital Management.

* * *

La inversión es un campo lleno de gente, lleno de muchos cazadores de gangas inteligentes y trabajadores que a menudo compiten por las oportunidades más excepcionales disponibles a simple vista. Sin embargo, las empresas *holding* (“*HoldCos*”), tienden a pasar desapercibidas para aquellos que concentran sus esfuerzos exclusivamente en “*pure plays*” o en filtros cuantitativos de estadísticas derivadas de la contabilidad (por ejemplo, ganancias o valores contables). En parte porque muchos los pasan por alto, las *HoldCos* a veces pueden proporcionar un terreno fértil para los inversores en valor más exigentes en busca de oportunidades atractivas. En el siguiente ensayo, describiremos el enfoque de Moerus Capital Management para invertir en *HoldCos*.

Para los fines de esta exposición, una *HoldCo* es una empresa que tiene propiedad parcial o total de múltiples entidades (activos o negocios) que son públicas (cotizadas), privadas (no cotizadas) o ambas. “*HoldCos*” no se refiere a un sector industrial ni a un tipo de negocio *per se*, sino que el término se refiere a una estructura de propiedad de uno o más negocios, que podría incluir entidades dispares y, por lo general, separables. **Berkshire Hathaway** es quizás el ejemplo más conocido de *HoldCo*, pero existen muchas otras que operan en una relativa oscuridad.

Entre los atractivos de la estructura *HoldCo* se encuentran sus componentes generalmente dispares y separables que se prestan a oportunidades para construir y cristalizar valor, que exploramos a continuación.

El análisis de primer orden seguido por la mayoría de los inversores en *HoldCos* implica un ejercicio aritmético simple: **sumar el valor de los activos que componen la *HoldCo* y restar sus pasivos para llegar a un valor neto de los activos (NAV)** agregado que, **cuando se divide por las acciones en circulación, arroja un NAV por acción**. Luego, el *NAV por acción* se compara con el precio de la acción para juzgar si la acción se cotiza con una prima o un descuento de su NAV y, en este último caso, si el descuento es lo suficientemente atractivo como para justificar la compra.

Aunque no es matemáticamente incorrecto, en Moerus creemos que dicho análisis es insuficiente para llegar a un juicio de inversión considerado y que basarse únicamente en un cálculo de prima/descuento podría ser bastante engañoso y conducir a conclusiones erróneas.

Considera una situación hipotética con dos *HoldCos*, una valorada con un descuento del 20% y otra con un descuento del 35% de sus respectivos NAVs. Claramente, si se calcula solo por el descuento, este último aparentemente parecería ser un candidato de inversión más atractivo. Sin embargo, esta línea de razonamiento demasiado simplista ignora una variedad de factores importantes, entre otros; la naturaleza y valoración de los negocios subyacentes, el potencial de crecimiento y la probabilidad de realizar estos valores estimados, elementos que exploramos a continuación.

Aunque no llega a contar toda la historia, lo que el descuento del *HoldCo* te dice es *lo que estás pagando por lo que estás obteniendo*. Es decir, en el caso de un descuento del 35% del *HoldCo*, podrías comprar \$1 en activos por \$0,65. Alternativamente, el ratio de activos (lo que obtienes) a capital (lo que pagas) [*assets-to-equity*] indica un “apalancamiento” de 1,54x (o 1/0,65).

Se puede pensar que esto es similar a poseer los valores subyacentes usando margen a través de acciones en la *HoldCo*, porque estarías comprando \$1 de activos mientras pagas solo \$0.65 “de tu bolsillo”, ipero sin cargos por intereses o la posibilidad de un *margin call*!

Curiosamente, cuando las participaciones subyacentes caen en desgracia (y, por implicación, tienen un valor más bajo), es posible que el descuento de la *HoldCo* sobre los valores deprimidos de las participaciones subyacentes también se agrande, incrementando el “apalancamiento” operativo. Por el contrario, la mejora de las valoraciones de las participaciones subyacentes (cuando vuelven a ser populares) muchas veces se asocia con una reducción en el descuento al que cotiza la *HoldCo*, lo que se suma al potencial alcista en el precio de las acciones de la *HoldCo*.

Sin embargo, un cálculo aritmético del descuento de la *HoldCo* *no te dice nada* sobre la valoración independiente o el atractivo (o la falta de él) de las *participaciones subyacentes* de la *HoldCo*. Por lo tanto, un análisis cuidadoso de una *HoldCo* implica al menos dos capas de comprensión analítica: primero, la de las empresas/entidades subyacentes; y, en segundo lugar, la de la entidad que las “mantiene” (la *HoldCo*), con la perspectiva analítica proporcionada por esta labor queda reflejada en la decisión final de inversión.

Hay una serie de elementos en este ejercicio, incluidos los siguientes:

- **Primero, comprender la atracción de inversión de las participaciones subyacentes:** ¿Son estos negocios en los que uno podría desear invertir, preferiblemente a largo plazo?
- **En segundo lugar, lo barato que están:** ¿Están valoradas de forma atractiva las participaciones subyacentes?; es decir, ¿son individualmente baratas de forma independiente? ¿La *HoldCo* cotiza con un descuento suficiente respecto de su NAV estimado de forma conservadora para constituir una inversión atractiva? La idea detrás de la compra de acciones en una *HoldCo* es comprar participaciones subyacentes atractivamente valoradas con un descuento adicional a través de la *HoldCo*, con el fin de beneficiarse de la apreciación de las participaciones subyacentes junto con una reducción en el descuento de la *HoldCo*.
- **Tercero, solidez financiera:** ¿Son las participaciones subyacentes lo suficientemente sólidas desde el punto de vista financiero y operativo para hacer frente a periodos de adversidad sin necesidad de acceder a fuentes de financiación externas (ya sean mercados de capital, bancos o depender de la *HoldCo*)? Además, un balance general relativamente poco apalancado y los bajos costes operativos a nivel de la *HoldCo* son condiciones *sine qua non* para invertir en una *HoldCo*. Desde nuestro punto de vista, esos atributos son imprescindibles, dado que la mayor parte de la generación de caja por lo general no tiene lugar a nivel de *HoldCo*, sino a nivel de sus

participaciones subyacentes. Generalmente, los dividendos recibidos de sus participaciones subyacentes son lo que permite a una *HoldCo* hacer frente a sus propios gastos, tanto operativos como financieros. Durante los períodos de adversidad, estos dividendos pueden reducirse o eliminarse, lo que podría poner en riesgo la capacidad de la *HoldCo* para cubrir sus gastos; por lo tanto, es importante que la *HoldCo* esté bajo o preferiblemente sin apalancamiento y administrada con parsimonia. Los costes excesivos, la compensación o cualquier otra cosa podrían erosionar el valor de los accionistas con el tiempo, incluso en ausencia de eventos adversos.

- **Cuarto, la calidad de la administración del accionista dominante o controlador:** ¿están creando valor para los accionistas de la *HoldCo* o están destruyéndolo? Dado que el control de muchas *HoldCos* está en manos de una familia o un grupo de partes relacionadas, por lo general por razones históricas, es de suma importancia medir la calidad de la administración del accionista mayoritario de la empresa *holding* y las entidades que controla. En un extremo del espectro, una *HoldCo* puede tener un propietario muy comprometido que ha creado y obtenido valor a lo largo de los años a través de compras y ventas oportunistas de negocios o, alternativamente, ha invertido en compañías propiedad de la *HoldCo* y las ha hecho crecer orgánicamente. Este sería el accionista controlador preferido con el que buscaríamos asociarnos. Menos deseables son los accionistas mayoritarios que no hacen más que cobrar dividendos y cuya presencia en la empresa representa otro gasto operativo. Dejando a un lado los gastos cotidianos, el mayor daño de tal propiedad es el coste de las oportunidades perdidas en este modo de propiedad de “hacer poco/nada”. Incluso menos benignas son las partes de control que participan en transacciones de partes relacionadas entre la *HoldCo* y otras entidades externas en las que la parte de control también tiene intereses, en detrimento de los accionistas minoritarios de la *HoldCo*. Nos esforzamos por identificar e invertir con el primer tipo de accionista y nos esforzamos por evitar los dos últimos.

* * *

La inversión exitosa en valor a veces requiere ir hacia lo desconocido y buscar debajo de las rocas oportunidades que pocos deciden parar y considerar. Para muchos inversores, las *HoldCos*, que por su naturaleza tienen participaciones dispares y una tendencia a que el valor latente a veces esté oculto por la tradición contable, no se prestan bien a los análisis que se centran en gran medida en *screens* y las estimaciones de ganancias futuras fácilmente modelables.

Sin embargo, para nosotros en Moerus, las *HoldCos* representan un área atractiva para buscar gangas. Por un lado, una estructura *HoldCo* se presta bien para el análisis de Moerus basado en activos: un enfoque de inversión enfocado en los activos/negocios, especialmente en el lado de la valoración de los negocios constituyentes individuales, junto con la propia *HoldCo*. Además, dentro de la estructura adecuada de la *HoldCo*, con múltiples negocios/activos en manos de un propietario calificado, es probable que se presenten con el tiempo oportunidades abundantes de creación o realización de valor.