

Posiciones 2020 de Santalucía Asset Management

NOTA DEL EDITOR: Las siguientes ideas de inversión son obtenidas de una carta trimestral de Santalucía Asset Management.

* * *

EssilorLuxottica

EssilorLuxottica [EPA: EL] es la compañía líder mundial en el mercado de gafas y producto de la fusión entre la francesa Essilor (líder mundial en cristales correctores de la visión) y la italiana Luxottica (líder mundial en monturas). La compañía opera en una industria de 120.000 millones de euros que ofrece un crecimiento sostenible del 4% anual por el envejecimiento de la población y el ubicuo uso de pantallas. De hecho, se espera que la mitad de la población mundial sea miope en el año 2050 y por desgracia siguen existiendo grandes segmentos poblacionales con escaso acceso a monturas y cristales correctivos. Por su propia naturaleza, el sector es poco cíclico y ofrece un atractivo crecimiento en precios.

EssilorLuxottica se sitúa como el indiscutible líder en monturas, lentes, gafas de lectura y de sol. Dispone de marcas tan reconocibles como Varilux, Rayban, Oakley o Sunglasshut lo cual le permite estar presente en toda la cadena de valor a través de sus más de 10.800 tiendas y acuerdos con 400.000 ópticas independientes. La fusión se ha dilatado en el tiempo y quedan aún muchas sinergias por extraer.

La compañía crecerá más rápido que la industria, apoyada en su tamaño, innovación en productos considerados de mayor valor añadido (lentes para luz azul, lentes fotocromáticas, etc...) y vía adquisiciones. De hecho, en estos momentos se encuentra en negociaciones para adquirir Grandvision. Grandvision es una compañía holandesa propietaria de cadenas de ópticas tan reconocibles como Óptica2000 o +Vision entre otras.

Mantenemos unas estimaciones conservadoras para el futuro. Creemos que EssilorLuxottica crecerá al 5%-6% su línea de ventas, con una ligera expansión de márgenes que llevarán a crecimiento de doble dígito del flujo de caja por acción. La compañía ofrece crecimiento, visibilidad y una gran generación de caja. Ha estado cotizando con descuento por las dudas del mercado con el corto plazo (Covid-19, lucha entre accionistas, negociación con Grandvision) permitiéndonos tomar posición en el líder indiscutible de un mercado creciente con la compañía que dispone de las mejores tecnologías, las marcas más reconocidas y la mejor red de distribución. Los precios de compra ofrecerán rentabilidades anualizadas de doble dígito en el largo plazo.

Fluidra

Fluidra [BME: FDR] es el líder global en la industria del equipamiento para piscinas. La industria es muy atractiva ya que se apoya en la nueva construcción y en un entorno de precios favorable. La compañía ha corregido la histórica ciclicidad de sus resultados apoyándose más en el mantenimiento. La fusión con Zodiac, anunciada en diciembre de 2017, dio acceso al mercado americano, que es el más grande del mundo, garantizando el crecimiento futuro. Durante el año 2020 el comportamiento de la acción ha sido francamente

bueno, con una revalorización superior al +40%, apoyada en una gran temporada de verano ya que los clientes han optado por la puesta a punto de sus piscinas de cara a un verano atípico; afectado por la pandemia del coronavirus. Además, el buen hacer del equipo gestor ha permitido una consecución de sinergias superior a lo que inicialmente se esperaba.

La tesis de inversión en Fluidra se basaba en el crecimiento potencial de la compañía y el apoyo de las sinergias de la fusión. Se ha cumplido a la perfección e incluso se ha acelerado su cristalización en el año 2020. El mercado ahora sí confía en la consecución de los objetivos que se marcó la compañía. Se ha reducido la exposición dado el menor potencial de revalorización existente.

Verallia

Verallia [EPA: VRLA] es la compañía europea líder en la fabricación de envases de vidrio. Históricamente, Verallia formaba parte de Saint Gobain, hasta que fue adquirida por Apollo en el año 2015. Su reciente salida a bolsa permitió que tomáramos posición en una industria muy atractiva y que conocemos muy bien dada la posición del fondo Santalucía Ibérico Acciones en Vidrala. La industria en Europa está muy concentrada, con los cuatro principales jugadores (Verallia, Owens Illinois, Vidrala y Ardagh) controlando más del 85% del mercado tras la consolidación vivida desde comienzo de siglo.

La demanda de envases de vidrio crece sosteniblemente, apoyada en tendencias favorables al reciclaje y en el mayor valor que confiere a productos de calidad. La industria europea opera casi a plena capacidad, lo cual hace que el mercado se encuentre tensionado. Las expansiones de capacidad futuras permitirán, como mucho, igualar dichos incrementos en demanda.

Verallia dispone de varias palancas para mejorar los márgenes hasta los objetivos marcados por su equipo gestor y la generación de caja mejorará de la mano de estos. **Estimamos unos márgenes EBITDA del 25% y una generación de caja de 300 millones de euros.**

El negocio de Verallia ha disfrutado una recuperación rápida en julio y agosto mientras que los competidores se han mantenido en comportamientos muy racionales, alargando las paradas de mantenimiento para continuar con utilidades altas, reduciendo la capacidad efectiva. Apollo realizó una colocación acelerada de parte de su posición en la compañía, dando una magnífica oportunidad de aumentar posición a unos precios que garantizan rentabilidades del +70% a 2-3 años.

IMCD

IMCD [AMS: IMCD] es un distribuidor de productos químicos especializados. Su modelo de negocio poco intensivo en capital le permite obtener unas excepcionales rentabilidades sobre el capital empleado, generar caja de forma impresionante y disponer de múltiples oportunidades de reinversión. El mercado ha ido poniendo en valor la calidad del negocio de forma muy acertada y se ha reducido el potencial de revalorización, por lo que también se ha reducido la exposición de los fondos a la compañía.

Cerved

Cerved [BIT: CERV] es el principal proveedor de información crediticia para instituciones financieras y corporaciones en Italia, esto supuso cerca del 60% de los ingresos de 2019, con una participación de mercado en torno al 40%. La compañía también está presente en soluciones de marketing y consultoría y en gestión de crédito siendo el segundo jugador independiente en Italia con cerca 52.000 millones de EUR bajo gestión a finales de 2019, aproximadamente un 20% de cuota de mercado. Mantenemos una visión positiva de Cerved basada en su infravaloración y alta generación de flujo de caja, mientras que el negocio es resistente a lo largo del ciclo económico. Cerved sigue siendo un objetivo de adquisición perfecto para el capital privado dada su base de accionistas (100% free float) y su modelo de negocio resistente con altas barreras de entrada, mientras que en términos de apalancamiento todavía puede aumentar. Hemos reducido ligeramente para financiar inversiones con más potencial de revalorización.

Befesa

Befesa [ETR: BFS] es el líder en servicios de reciclaje de polvo de acería en Europa, con una cuota de mercado cercana al 50%. Además, es líder de mercado en Corea del Sur y Turquía. Ha comenzado un plan de inversiones en China, que incrementará sustancialmente el flujo de caja de la compañía.

La compañía está expuesta en un 33% de su producción a la evolución del precio del zinc (el resto está cubierto). Con la mejora del precio de todas las materias primas desde el anuncio de la vacuna contra el covid-19, la acción de Befesa se ha acercado a unos niveles que consideramos más racionales, por lo que se ha reducido ligeramente la posición.

La compañía disfruta de unos retornos sobre el capital empleado y márgenes muy atractivos, fruto de su barrera de entrada y posición dominante. Por lo tanto, sigue formando parte integral de las carteras.

Korian

Después de unos años complicados 2013-2017, en los que la compañía sufrió una caída en márgenes y una ralentización del crecimiento orgánico, pensamos que **Korian [EPA: KORI]** ha pasado su punto de inflexión, y que la estrategia que se empezó a aplicar en el año 2017 está dando sus frutos.

El crecimiento en Francia desde 2018 va en aumento, como consecuencia de un ambicioso plan Boost de renovación y reestructuración.

Korian es la compañía líder en Alemania en residencias geriátricas, el mercado europeo más atractivo, por su estructura y dinámicas demográficas. Estimamos crecimiento y mejora de márgenes en este país.

En Bélgica, tercer mercado de Korian, esperamos un crecimiento orgánico superior al 3%, y gracias al apalancamiento propio de este modelo de negocio, una mejora de márgenes.

La estrategia "asset smart" ayudará a mejorar la rentabilidad de la compañía. La estrategia consiste en adquirir un inmueble cuando el gap entre el "yield" y el tipo fijo sea superior al 3,5%, renegociar contratos de leasing y potenciar departamento propio de RE.

La compañía parece infravalorada. Utilizando un modelo de valoración por descuento de flujos, la acción de Korian debería estar cerca de €35, cuando actualmente cotiza a €25.

En términos de P/E la compañía cotiza a 16x P/E 2022, con un PEG <1, ya que esperamos que el BPA de Korian crezca a una tasa por superior al +15% en los próximos tres años.

Societe Fonciere Lyonnaise

Fundada en 1879 por Henri Germain, **Societe Fonciere Lyonnaise (SFL) [EPA: FLY]** es la compañía inmobiliaria francesa más antigua. La compañía tiene el 98% de sus activos en París, y concretamente en torno al 85% en el distrito central de esta ciudad. Cuenta con 400.000 m² en alquiler, valorados en torno a €7.000 millones.

El Valor Actual Neto de SFL cerrará 2020 en 96,9 euros. En cuanto a la estructura de capital, podemos calificarla como sana con un Loan to Value (LTV) del 22%. Tiene 3 edificios en reforma (38 millones de euros en rentas adicionales). Cuando estén en producción el FFO será €3,20-€3,30, hoy en día el FFO es €2,60. Los edificios los tiene tasados al 3,1%-3,2%, cuando las transacciones que se están produciendo en los lugares donde SFL está presente están siendo cercanas al 2,75%. Pagando 65 euros, si asumimos que en 3 años estará a 85 euros (13% de descuento sobre NAV sin asumir compresión adicional), con 9 euros de dividendos en los próximos años, nos vamos a 94 euros (+45% upside= 13% IRR), asumiendo un riesgo limitado. También, se puede plantear capturar NAV vía delisting o simplemente por cotización lo que nos daría un 63% de upside en 3 años (17% IRR).

Brenntag

Brenntag [ETR: BNR] es el líder mundial en la distribución de productos químicos.

Vincula a fabricantes y usuarios de productos químicos y ofrece soluciones de distribución B2B para productos químicos industriales y especializados a nivel mundial. Cuenta con más de 10.000 productos bajo una amplia base de proveedores y da servicio a más de 180.000 clientes.

Durante este trimestre hemos seguido reduciendo nuestra posición dada la convergencia del precio de la acción hacía lo que pensamos es el valor adecuado de esta compañía, revalorizándose alrededor de un +65% sobre el precio medio de compra. En Brenntag iniciamos posición a finales de 2018, entonces, la compañía cotizaba a múltiplos comparables con los fabricantes de productos químicos que se encontraban en la parte baja del ciclo debido al ingreso de nueva capacidad, lo que llevó a un incremento de la oferta, dejándola en niveles muy por encima de la demanda. Sin embargo, Brenntag, siendo un distribuidor puro, presentaba un buen track-record de ejecución con resiliencia en sus ventas y sostenibilidad de márgenes durante los momentos difíciles de la industria. Tras el cambio de CEO en 2019, el equipo directivo presenta "Project Brenntag" centrándose en la parte operacional y con el fin de incrementar el crecimiento orgánico de la compañía.

Durante la primera mitad de 2020 ya demostraron un fuerte crecimiento orgánico en el margen bruto (principal indicador de los distribuidores) y ya para la segunda mitad del año se ha llevado a cabo un Capital Markets Day en el que dieron detalles sobre la reestructuración del modelo de negocio hacía dos divisiones (Brenntag Essentials y Brenntag Specialties) centradas en los diferentes productos y servicios de la cadena de distribución, y de donde se piensan extraer eficiencias operativas que generarán más de 200M de EBITDA para 2023.

Dicha ejecución y cuantificación de eficiencia operativa, permitió a la compañía gozar de un re-rating, acercando sus múltiplos de valoración hacia aquellos peers que habían demostrado tener un modelo de negocio resiliente y de calidad (e.j. IMCD). Por otro lado, la nueva división de "Food and Nutrition" sigue manteniendo altos niveles de crecimiento gracias a la escala que tiene el grupo y sobre la cual se apalanca para obtener excelentes resultados al poco tiempo de haberla desarrollado e integrado en el negocio de la compañía. A pesar del excelente rendimiento que ha presentado la cotización del valor, creemos que si el equipo directivo logra ejecutar plenamente el plan de mejora; la compañía se encamina a unos años de crecimiento de beneficios que puede generar algo más de valor para sus accionistas.

Inmobiliaria Colonial

Inmobiliaria española centrada en el distrito central de Paris, Madrid y Barcelona. Concretamente, el 53% de su cartera se encuentra en Paris, el 21% en Madrid y 13% en Barcelona, el resto está en desarrollo. Fijándonos en su estructura de capital, el Loan to Value (LTV) se encuentra en el 36.5%, el 88% de su deuda está al 1,7%, con una duración de 5,2 años.

Las dudas generadas por la pandemia: el teletrabajo reducirá considerablemente la demanda de m2 y la caída en rentas y colapso de los yields de valoración, han provocado una fuerte caída en la valoración de la compañía en bolsa que hemos aprovechado en el tercer y cuarto trimestre de este año.

Tesis de inversión en esta compañía: La escasez del producto que ofrece Colonial en las ciudades en las que está presente, la resistencia de las rentas en las ciudades en la que opera, el diferencial yield contra bono a 10 años, y el crecimiento del FFO que esperamos para los próximos años estimado en 0,42 por acción, nos proporciona un margen de seguridad superior al +40%, al estar la compañía muy infravalorada.

Freeport-McMoRan

Freeport-McMoRan [FCX] es uno de los mayores productores mundiales de cobre. Tiene un "portfolío" de minas irreplicable, entre otras Grasberg o Cerro Verde. Debido al buen comportamiento del precio del oro y el cobre, unido a una ejecución magnífica en la ampliación de su mina en Indonesia, la acción de Freeport se ha comportado excepcionalmente bien: +350% desde los mínimos de marzo de 2020. El cobre se ha visto empujado por la recuperación de la economía China, los estímulos globales apoyando proyectos de infraestructuras y renovables, y los inventarios históricamente bajos. Operativamente la compañía está disfrutando de expansión de márgenes y beneficios. Después de estas fuertes revalorizaciones, el potencial de revalorización es menor, con lo cual hemos decidido reducir algo nuestro peso y utilizar estos beneficios para financiar nuevas compras en compañías con un mayor potencial de revalorización.

Software AG

Software AG [ETR: SOW], como su nombre claramente indica, es una compañía de software que opera en cuatro subsegmentos a través de dos divisiones Digital Business Processes (DBP) y Adabas & Natural (A&N).

Bajo Digital Business Processes operan los segmentos de más crecimiento como son

Application Platform Integration (API), que se basa en la integración de diferentes aplicaciones en una interfaz única. Con la explosión de la implementación de los sistemas en cloud públicas o privadas, la demanda de integración de sistemas de información en centros de datos de externos (cloud) e internos (on-premise) se ha incrementado exponencialmente.

Adicionalmente, la división de DBP también ofrece herramientas para la monitorización en tiempo real de cada uno de los equipos que componen un sistema o planta industrial, así como la modelización digital de todos los procesos, incluyendo el comportamiento de cada uno de los equipos conectados y los cambios que ha venido sufriendo con el fin de hacer más eficiente el desempeño y predecir posibles fallos para organizar los mantenimientos preventivos. Esta es la división con más crecimiento actualmente, sobre el 50% anual, dado el incremento de los equipos interconectados, aunque partiendo de una base de ingresos inferior.

En cuanto a A&N, es el cash-cow de la compañía, aquí encontramos contratos a muy largo plazo (10-20 años) con bancos y aseguradoras. Es un software de base de datos invertidas con lenguaje propio basado en SQL y que permite el manejo de gran cantidad de datos de manera rápida. Hoy en día se invierte poco en esta división, enfocándose exclusivamente en mejoras puntuales de la plataforma con el fin de mantener un servicio de calidad más allá de 2050 y darles confianza a sus clientes de que no se va a discontinuar esta herramienta. Esta división presenta unos márgenes del 70% aunque exhibiendo cierto declive en ingresos anualmente.

Cada una de estas aplicaciones están consideradas como líderes por las principales consultoras y casas de evaluación de plataformas tecnológicas, teniendo en cuenta que compiten con gigantes como Google, IBM, Microsoft, Salesforce y PTC.

La tesis en esta compañía se basa en una transformación profunda del equipo directivo y del inicio de una importante fase de inversión (HELIX strategy) que se caracterizará por un tradeoff, sacrificando márgenes operativos (previamente sobre el 30%) para financiar altas tasas de crecimiento. Los principales puntos a reforzar por parte de la compañía son la fuerza de venta y las asociaciones con otras de las principales compañías tecnológicas como Adobe o Coupa, así como la innovación, con importantes inversiones en I+D. Todo esto, sumado a la importante posición de la compañía dentro de la industria, con 50 años de trayectoria y con una base de grandes clientes de renombre, nos lleva a la conclusión que Software AG será capaz de mantener unas tasas de crecimiento de doble dígito de aquí a 2025 con unos márgenes alrededor del 25%.

Software AG desde nuestro punto de vista es una compañía tecnológica con buenas perspectivas de crecimiento a futuro y que ha cotizado con descuento con respecto a comparables en los últimos años por underperformance operativo relativo a competidores. Sin embargo, en la primera mitad de este año ya hemos visto como poco a poco fue convergiendo hacia los múltiplos del sector al ir cumpliendo paso a paso con su plan estratégico, hasta que en octubre sufrió un ataque cibernético que obligó a la paralización de sus operaciones internas durante una semana, a esto se le sumó la conocida rotación de flujos a compañías más cíclicas y el cortoplacismo de algunos inversores que no ven más allá de la rebaja de márgenes en 2021. Todos estos puntos nos han dado la oportunidad de iniciar una posición.

A los niveles de entrada nos sentimos cómodos ya que existe un buen margen de seguridad en una compañía con 220M de caja neta, lo que le da unos 700M de firepower para crecer

también inorgánicamente y quedando todavía a un ratio conservador de 2x Deuda Neta/ EBITDA, con una generación recurrente de caja, y que en base a un múltiplo promedio del sector sobre el flujo de caja estimado a 2024-2025, una vez se diluya el efecto de traspasar el modelo de licencias a suscripción, nos da una valoración un +80% por encima de los valores actuales.

SAP

SAP [SAP] es el líder global en software de aplicaciones empresariales, ayuda a empresas de todos los tamaños y en todas las industrias a ejecutar sus negocios de la mejor manera posible. Más del 70% de los ingresos por transacciones del mundo pasan por un sistema SAP, el cual a través de tecnologías de aprendizaje automático (machine learning) y análisis avanzado de datos ayudan a convertir los negocios de los clientes en empresas inteligentes. Actualmente dispone de más de 440.000 clientes en 180 países y alrededor de 200 millones de usuarios suscritos a su plataforma cloud, adicionalmente cuenta con más de 20.000 partners y 100 centros de innovación.

SAP ha pasado de ser una compañía principalmente enfocada en el desarrollo y venta de sistemas ERP (Enterprise Resource Planning) a ofrecer una amplia oferta de soluciones tecnológicas que abarca la mayor parte de gestión de una compañía, como lo son: HCR (Human Resources), CRM (Customer Relation Management), SCM (Supply Chain Management), IM (Inventory Management), BSM (Business Spend Management), LCAP (Low-Code Application Platform), CLM (Contract Lifecycle Management) y RPA (Robotic Platform Automation). La mayoría de ellas se integraron a la oferta de SAP de manera inorgánica en la última década, incorporando excelentes negocios que ya operaban en el entorno cloud y que disponían de una importante base de ingresos y clientes, lo que fue aprovechado por SAP para apalancarse en su estructura de venta y relación con clientes y darles un impulso mayor a dichas aplicaciones.

Durante los resultados del 3Q20 el equipo directivo de SAP decidió suspender su guía de resultados a medio plazo (2023) dado el contexto actual de la compañía y su relación con los clientes, que, en palabras del CEO, han pedido a la compañía una rápida y profunda transformación hacia el entorno cloud. De este modo, SAP sustituye beneficios a corto plazo por la generación de valor a largo plazo a través de una más aguda migración a plataformas cloud y cambios en el método de venta a partir de licencias por un modelo de suscripción. Esto, como a todas las compañías tecnológicas que no hayan nacido directamente como solución basada en cloud, afectará los niveles de ingresos en el corto plazo y llevará a un nivel inferior de márgenes, en parte también al aumento en el nivel de inversión que SAP se ha propuesto para integrar de la mejor manera posible sus distintas soluciones en una increíble plataforma general para compañías basada en S/4 HANA.

Consideramos este paso adelante como la mejor decisión de cara a generar valor y convertirse en la compañía referencia en el ámbito de soluciones tecnológicas para empresas. En la última década, el antiguo CEO Bill McDermott inició una estrategia de crecimiento inorgánico con el fin de dotar a SAP de grandes soluciones en otros campos de la gestión de negocios ya basadas en plataforma cloud; sistemas que SAP para ese entonces no disponía y que su desarrollo orgánico llevaría no solo un nivel considerable de inversión sino de tiempo. Sin embargo, una vez adquiridos, las compañías siguieron funcionando de un modo más independiente del que deberían, dejando de extraer todo el valor que estas soluciones podían aportar a las funciones generales de SAP.

Finalmente, hemos aprovechado la respuesta del mercado ante esta noticia (>20% de caída) para iniciar una posición. De este modo, vemos con buenos ojos la iniciativa del nuevo CEO Christian Klein, un joven detallista y con visión a largo plazo, quien ha puesto por delante las necesidades actuales de la compañía y aplazando los objetivos financieros dos años hasta 2025. Desde nuestro punto de vista estas acciones eran necesarias para mantener la posición de SAP dada la entrada de nuevos competidores con soluciones flexibles, de rápida implementación y atractivas para las compañías. Dicho esto, **consideramos factibles los objetivos definidos por la compañía de generar más de 22.000 millones de ingresos en cloud (36.000 millones en total), márgenes operativos superiores al 30% y una proporción de ingresos recurrentes por encima del +80%.**

Actividades de Construcción y Servicios (ACS)

Iniciamos la posición en el 3T2020, y en este 4T2020 hemos aumentado el peso en esta empresa. **ACS [BME: ACS]** es una de las mejores constructoras a nivel mundial, con exposiciones a países (a través de su participación en Hochtief) tan interesantes como pueden ser Estados Unidos y Australia. También tiene una exposición importante a infraestructuras (49,99% de Abertis, 30% en directo y 20% a través de Hochtief) y a Iridium desarrollador de infraestructuras.

Una vez empezamos a montar la posición, recibimos una confirmación de que estábamos ante una magnífica oportunidad de inversión. ACS negociaba con VINCI, la venta de su filial COBRA por 5.200 millones de euros (antes del anuncio, ACS cotizaba a 5.491 millones de capitalización bursátil). Con lo cual el mercado prácticamente no daba valor al 51% de Hochtief, a la filial de Servicios, Iridium, Dragados, al 30% de Abertis y a las áreas industriales que no entraban dentro del perímetro de la venta. ACS sin Cobra debería ser capaz de producir 600 millones de euros de beneficios de forma recurrente. Además, tendría caja neta (contando la futura participación de Vinci una vez se cierre la venta de Cobra y algún activo más) de alrededor 4.000 millones de euros. Hay que mencionar que parte de estos beneficios serían recurrentes debido a la exposición de ACS a Abertis y a Iridium.

En resumen, una vez se hizo pública la noticia de la venta de Cobra, nuestra convicción en esta idea se incrementó, y hemos ido aumentando nuestra participación durante todo el cuarto trimestre. **Nuestro precio objetivo a 36 meses es alrededor de 40 euros por acción, un +80% de potencial de revalorización, además de recibir dividendos anuales cercanos al 8,5% desde el precio de compra).**

HOCHTIEF

Compañía de construcción alemana, propietaria de un 20% de Abertis, y en la que ACS tiene una participación del 51%.

A finales de 2019, CIMIC la filial australiana de Hochtief anunció que cerraba las operaciones en Oriente Medio, con la consiguiente provisión y salida de caja prevista durante 2020. Una vez la economía mundial se para en febrero - marzo, existe en el mercado financiero el temor a que el problema en Oriente Medio fuese más grave de lo previsto, y que surgiesen problemas adicionales en las operaciones de **Hochtief [ETR: HOT]**

No ha sido así, y aparte de las salidas de caja prevista, las operaciones de Hochtief han sido muy resistentes y resilientes en este entorno. Pone de manifiesto la calidad de Hochtief resaltando su presencia en Estados Unidos, de donde proceden el 62% de las ventas, donde

el “Cost Plus Model”, te da una visibilidad total.

Resumiendo, al empezar el año la acción estaba entre los 115-120 euros. En los peores momentos del año llegó a caer más de un 65%. En Santalucia AM al ver que los resultados del primer, segundo y tercer trimestre se publicaron sin ninguna sorpresa, nos ha dado confianza, y hemos iniciado una posición en niveles de entre 65-70 euros la acción.

Nuestra valoración es que Hochtief debería poder ganar entre 550-600 millones de euros de beneficio neto (alrededor del 20% deberían de provenir de la participación del 20% en Abertis). Esto nos conduce a valoraciones de entre 105-110 euros por acción (+60% de potencial de revalorización), además de contar con dividendos anuales de alrededor del 7,5-8% de los precios de compra.

Coca-Cola European Partners

Coca-Cola European Partners [CCEP] es una empresa que hemos seguido muy de cerca desde su creación en 2016. Es una empresa que nos atrae mucho, ya que cumple todos los parámetros de lo que le pedimos a una inversión en Santalucia AM:

1. Crecimiento: esperamos crecimientos en ventas de alrededor del 2,5-3% a largo plazo e incrementos en el beneficio operativo de alrededor del 4-5%.

2. Es un negocio muy recurrente y casi imposible de replicar en las geografías donde opera.

Retorno sobre capital empleado superior a su coste de capital. Los retornos sobre el capital en CCEP son elevados, y creemos que estos retornos están sostenidos en el tiempo. Hemos aumentado el peso en CCEP en diversas estrategias, ya que el mercado estaba castigando mucho su valoración debido a la incertidumbre sobre la crisis producida por la pandemia.

En nuestra opinión el efecto del COVID sobre CCEP será temporal y no permanente. Añadir la magnífica adquisición de Coca Cola Amatil en las últimas semanas. Esperemos que la adquisición se cierre durante 2021. Esta adquisición añadirá alrededor de 200 millones de euros de flujo adicional anual, además de darte una presencia en Australia, Nueva Zelanda, Indonesia, Fiji y Papúa Nueva Guinea, lo cual diversificará aún más tu presencia geográfica.

Nuestro precio objetivo a 24-36 meses, son alrededor de 55 euros por acción. (+60 % Potencial desde los niveles de incremento de posición).

Cellnex Telecom

Cellnex [BME: CLNX] es la mayor empresa europea de torres de telecomunicaciones, con presencia en España, Italia, Francia, Países Bajos, Suiza, Irlanda, Portugal y Reino Unido, y la única red española de retransmisión de radio y televisión nacional independiente.

El modelo de negocio altamente visible y predecible de Cellnex, junto con su baja ciclicidad, lo hace aún más atractivo. La compañía tiene muchas oportunidades de crecimiento orgánicas e inorgánicas, mientras que todavía cotiza con un descuento frente a sus pares estadounidenses.

Durante el cuarto trimestre hemos incrementado nuestra posición en Cellnex. Después de ampliar capital por 4.000 millones de euros durante este verano, Cellnex ya ha cerrado

varias operaciones para crecer inorgánica y orgánicamente, valoradas en 13.500 millones de euros. Una vez ejecute estas operaciones corporativas y el plan de crecimiento orgánico, el flujo neto de caja podría estar entre 1.500-1.600 millones de euros.

Creemos que el mercado no tiene demasiado en cuenta el potencial crecimiento orgánico, y sobre todo inorgánico de Cellnex durante esta década. Esperamos rentabilidades de entre el +45%-+50% en los próximos 3 años.