

Analizando la capacidad de fijar precios

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | OCTUBRE 2019

La capacidad de fijar precios es uno de los atributos clave de un compounder de calidad. Una diferencia clave entre un compounder y una compañía cíclica es que el compounder tiene la capacidad de mantener los ingresos estables incluso cuando la demanda se contrae en la economía. La capacidad de fijar precios es una de las características clave, junto con los ingresos recurrentes, que permite que los ingresos brutos se mantengan.

Entonces, ¿qué es la capacidad de fijar precios? Las mejores medidas cuantitativas de la capacidad de fijar precios son el margen bruto y la estabilidad de los márgenes. En nuestras carteras globales, el margen bruto actual oscila entre el 51,5% y el 52,6% frente al promedio del 28,1% del índice MSCI World y la estabilidad de los márgenes va del 87,4% al 89,3% frente al 75,5% del conjunto del mercado.

Las dinámicas de la capacidad de fijar precios varían considerablemente. No todas las marcas ofrecen la capacidad de fijar precios y no todas las manifestaciones de la capacidad de fijar precios provienen de la misma fuente.

Una forma de describir la capacidad de fijar precios es considerar su caso contrario. Observemos una empresa minera. Lo que vende es una materia prima. Cuando la demanda cae, los precios bajarán en línea con la curva de costes, lo que puede dar lugar a violentos cambios a la baja ante variaciones relativamente moderadas en la perspectiva de la demanda. Por ejemplo, entre 2013 y 2015, el crecimiento de la demanda de mineral de hierro pasó de

AUTOR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING, PH.D.
Executive Director

“Un compounder tiene la capacidad de mantener los ingresos estables incluso cuando la demanda se contrae en la economía”

+4% a -2% y el precio del mineral de hierro cayó dos terceras partes. En esa situación, incluso las compañías de mineral de hierro diversificadas registraron descensos de un tercio en las ventas totales, el EBIT se redujo a la mitad y los ratios deuda neta/EBITDA aumentaron a niveles incómodos¹.

Las compañías en mejor situación redujeron la inversión en inmovilizado, que se mantuvo en niveles bajos durante varios años, mientras que los competidores más apalancados tuvieron que vender sus mejores negocios. En ambos casos, el resultado fue una destrucción permanente de capital ya que la capacidad de producción se redujo permanentemente.

“Las marcas importantes muestran una gran capacidad de fijar precios”

Las compañías con capacidad de fijar precios deberían poder mitigar el impacto de la caída de la demanda. Las marcas son una fuente conocida de capacidad de fijar precios. Los siguientes casos ejemplifican la capacidad de fijar precios:

Una de las compañías que tenemos en cartera es líder mundial en el segmento de los adhesivos. Su capacidad de fijar precios se debe al hecho de que los adhesivos a menudo constituyen una parte muy pequeña de la base de costes generales, pero son un elemento crucial del proceso de producción. Por ejemplo, un cartón de papel de varias capas contiene solo 0,1-0,2 gramos de adhesivo, pero la fiabilidad de los adhesivos desempeña un papel clave en la fiabilidad del producto final. A menudo, el adhesivo se adapta a un producto final específico y ello requiere largos procesos de prueba antes de que pueda introducirse en la fase de producción (por ejemplo, en la fabricación de automóviles o aviones), lo que genera costes de cambio de material para el cliente. Es posible que eso no brinde al negocio de adhesivos el derecho de cobrar más, pero sí permite repercutir los mayores costes de las materias primas y divisas. Siempre que la compañía permanezca a la vanguardia de la innovación, debería poder aumentar los precios en línea con los beneficios adicionales para el cliente que genera la innovación².

La capacidad de fijar precios en el negocio de la calificación muestra que los compounders incluso pueden existir en el sector financiero. Una fuente de su capacidad de fijar precios es que, si bien la comisión única para calificar un bono con grado de inversión se sitúa entre 7 pb y 8 pb aproximadamente, el beneficio de disponer de calificación en lugar de venderlo como bono sin calificar asciende a cerca de 30 pb al año. Por ejemplo, en el caso de un bono corporativo de 500 millones de USD, el emisor ahorra unos 15 millones de USD pagando, posiblemente, una comisión inferior a 500.000 USD. En consecuencia, la agencia de calificación que tenemos en cartera ha podido aumentar los precios un 3%-4% cada año en esta

parte del negocio. Las agencias de calificación también se dirigen a los inversores y ofrecen servicios de análisis y datos. Al expandir los conjuntos de datos y las opciones de entrega, entre otros elementos, la compañía ha podido aumentar la relación precio/mix un 8%-9% anual³.

La capacidad de fijar precios en el sector sanitario es bastante sencilla, pues pasa por los productos farmacéuticos clásicos, donde las patentes protegen a la compañía. En dispositivos médicos, sin embargo, la situación es más sutil, pero también más sostenible a largo plazo. La mayoría de los dispositivos médicos son menos costosos que los tratamientos farmacéuticos de perfil alto, pero a menudo son igualmente críticos para obtener los resultados médicos deseados. Los diagnósticos deben ser precisos, las bombas de jeringa deben infundir la cantidad correcta de medicamento y los líquidos intravenosos deben ser seguros. Por tanto, la calidad del proceso de producción es crucial. Ser uno de los pocos productores capaces de cumplir estos estándares ayuda a las compañías de tecnología médica a mantener los precios. Sin embargo, dado el ritmo de innovación en este ámbito, mantener la capacidad de fijar precios está condicionado a la capacidad de mantenerse por delante de los competidores.

“Para mantener la capacidad de fijar precios, las compañías necesitan mejorar constantemente el valor que ofrecen al cliente”.

Si bien las fuentes de capacidad de fijar precios varían entre sectores y, a veces, entre compañías, el punto en común en las diferentes variantes de la capacidad de fijar precios es que no es sostenible considerando solamente la posición en el mercado. Para mantener la capacidad de fijar precios, las compañías necesitan mejorar constantemente el valor que ofrecen al cliente.

Por tanto, cuando observamos la capacidad de fijar precios, no solo analizamos los niveles actuales, en términos de margen bruto, sino también la estrategia de inversión de la compañía. Si la compañía sigue invirtiendo en sus marcas, procesos de producción o efectos de red, existe una alta probabilidad de que pueda mantener sus márgenes brutos. Si no es así, sus clientes pueden mostrarse reacios a aceptar el precio o la innovación del producto, lo que permite a los competidores adelantarse o generar disrupción sobre sus negocios. Esta es la razón por la que nos importan tanto el gobierno corporativo, la asignación de capital y la interacción con el equipo directivo, ya que nos permiten evaluar si el compounding actual, con la capacidad de fijar precios como componente esencial, es sostenible.

¹ EBIT= beneficio antes de intereses e impuestos; EBITDA = beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

² Fuente: Henkel AG

³ Fuente: Presentación a los inversores de Moody's (tercer trimestre, 2019).

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que bajen los valores de mercado de los títulos que posee la cartera. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el consumo, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a **compañías con negocios globales** y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones **en mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las **acciones de compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en **países de mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. Estrategia de venta de opciones. La venta de opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de mercado de ese título o instrumento subyacente en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o instrumento subyacente que cubra la opción por encima del importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DEFINICIONES

El **beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)** es una medida del beneficio de una compañía que incluye todos los ingresos y los gastos (operativos y no operativos), excepto los gastos por intereses y por impuestos de sociedades. El **beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)** es, en esencia, el beneficio neto sumados intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones y puede utilizarse para analizar y comparar la rentabilidad entre compañías y sectores, ya que elimina los efectos de las decisiones de financiación y contabilidad.

INFORMACIÓN SOBRE ÍNDICES

El **índice MSCI World** es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustado por las acciones en libre circulación que tiene por objeto medir la rentabilidad de las bolsas de mercados desarrollados de todo el mundo. La expresión "en libre circulación" designa la proporción de las acciones en circulación que se consideran disponibles para su compra por los inversores en los mercados bursátiles. La evolución del índice se expresa en USD y supone que los dividendos netos se reinvierten. El índice no está gestionado y no incluye gastos, comisiones ni gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social

en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni, Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1, 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos: Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV. **Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.**

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición,

directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra con el número 1981121.

Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en periodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, los puntos de vista y las opiniones que aquí se recogen corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su redacción y no en fechas posteriores; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de este documento.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.