

Global Equity Observer

Elogio de las tortugas... y de los compounders

RENTA VARIABLE ACTIVA FUNDAMENTAL | EQUIPO INTERNATIONAL EQUITY
PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | NOVIEMBRE 2018

En la fábula original de Esopo, la tortuga venció a la liebre. La velocidad innata de la liebre la permitió lograr una ventaja sustancial, pero una siesta complaciente hizo que la tortuga avanzara lentamente hacia la victoria. La variante de la fábula en el ámbito de la inversión es algo diferente. Una vez más, la liebre obtiene rápidamente una ventaja temprana y, presumiblemente, logra una consideración importante por parte del mercado. Por desgracia, es probable que el rápido animal de cuatro patas tenga un final desafortunado: cazado por un granjero o algún otro depredador, congelado en un periodo de fría recesión o, simplemente, dando vueltas sobre sí mismo de forma frenética. Mientras tanto, la tortuga sigue avanzando pausadamente, quizás retrayendo la cabeza cuando surgen las dificultades.

La tortuga no es una analogía perfecta para un compounder, ya que nos gusta pensar que las compañías que poseemos son algo más dinámicas que el lento reptil con caparazón. Sin embargo, el secreto del compounding radica en un crecimiento moderado y constante, con rentabilidades sostenibles elevadas. Una compañía que crece, digamos, un 4% al año, agregando otro 1% al crecimiento de los beneficios por la mejora gradual de los márgenes, combinado con una rentabilidad aproximada del flujo de caja libre del 5%, debería potenciar su valor en torno al 10% a lo largo del tiempo. Esto no solo proporcionaría una excelente rentabilidad absoluta, duplicando el capital cada siete años, sino que es poco probable que sea igualado por compañías de menor calidad,

AUTORES



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

“La pausa y la constancia también otorgan la victoria en los mercados a largo plazo”



ya que las cosas negativas afectan a las peores compañías en los malos momentos... como muchas liebres descubren tarde o temprano. La pausa y la constancia también otorgan la victoria en los mercados a largo plazo. El problema es que estos compounders son bestias muy raras de encontrar y más difíciles de cazar que las tortugas, por lo que presentamos aquí una guía para identificarles.

¿Cuál es la esencia de un compounding?

En la base del compounding se encuentran activos intangibles poderosos y difíciles de replicar, especialmente en el caso de las marcas o las redes. Estos atributos otorgan el poder de fijación de precios. Los compounders tienen perspectivas de crecimiento decentes, junto con ventas predecibles, a menudo impulsadas por ingresos recurrentes. Fundamentalmente, el equipo directivo debe ser favorable a los accionistas. Ser cuidadosos administradores del capital e invertir lo suficiente en innovación y publicidad para perpetuar los negocios son características distintivas de los equipos directivos.

¿Dónde se encuentran los compounders?

Es más fácil describir dónde no se encuentran los compounders; las compañías de los sectores bancario, de servicios de suministro público, de telecomunicaciones (incluso si pasan a denominarse servicios de comunicación), de minería y de energía son negocios que asumen los precios del mercado, cíclicos y de bajo rendimiento, por lo que no son capaces de potenciar su valor. Los dos cotos de caza más favorables para los compounders son el sector de consumo básico y el subsector de software y servicios de tecnologías de la información, en la práctica, "las marcas que escogen los consumidores, el software que necesitan las empresas y las redes en que confían las personas". Nuestros comentarios de mayo y junio de 2017, "Information Technology – Winners and Losers" y "Amazonians at the Gate", analizan lo que el equipo busca en estos dos sectores.

"Los dos cotos de caza más favorables para los compounders son el sector de consumo básico y el subsector de software y servicios de TI"

¿Qué apariencia tienen los datos económicos de los compounders?

Poseen activos intangibles poderosos para generar elevados retornos sobre el capital operativo y ofrecen beneficios sólidos y en constante crecimiento, incluso en momentos difíciles, ya que el poder de fijación de precios y los ingresos recurrentes sirven de protección para los importantes márgenes brutos y la estabilidad de las ventas, respectivamente. Los elevados retornos sobre el capital operativo permiten generar un robusto flujo de caja libre, ya que los beneficios en realidad se convierten en efectivo. Finalmente, preferimos ver cómo el efectivo regresa a los accionistas, en lugar de cómo se desperdicia en adquisiciones deficientes, y constatar balances sólidos a largo plazo, en lugar de "eficientes" a corto plazo.

¿Cuál es el principal desafío para decidir si una compañía es un compounding?

Es fácil determinar si una compañía es rentable actualmente y si ha potenciado su valor en el pasado. El desafío es afirmar si esto continuará o si las rentabilidades y el crecimiento elevados se desvanecerán. El primer paso es averiguar por qué la compañía tiene rentabilidades elevadas, es decir, cuáles son los activos intangibles clave. Una vez hecho esto, el análisis crucial gira en torno a las innumerables amenazas para esos activos, ya respondan a cuestiones de moda, tecnología, medioambientales o sociales. Incluso si se concluye que probablemente las rentabilidades se mantendrán elevadas o incluso mejorarán y que el crecimiento

debería ser estable, debe verificarse el aspecto de gobierno, ya que el equipo directivo puede frustrar fácilmente el compounding, ya sea por inversiones erróneas que buscan beneficios a corto plazo o por una asignación deficiente de capital. Conocer al equipo directivo y comprender sus incentivos puede ayudar a mitigar los riesgos de una mala gestión, pero, como en todo lo que hace al ser humano, está lejos de ser infalible.

"El entorno actual de ciclo tardío puede ser particularmente favorable para los compounders"

¿Pueden las compañías tabacaleras potenciar su valor?

El activo clave del sector del tabaco ha sido el poder de fijación de precios. Un producto adictivo, una industria concentrada e impuestos en constante aumento que constituyen la mayor parte del precio de compra se han combinado para generar una revalorización aproximada del 5% anual. Así, los aumentos de precios han compensado con creces el impacto del endurecimiento del entorno regulatorio en los últimos 50 años. Nuestra opinión, al menos por ahora, es que los recientes rumores que apuntan a un endurecimiento normativo en Estados Unidos con respecto a la reducción de la nicotina en los cigarrillos combustibles y la prohibición del mentol no suponen una ruptura con este patrón de largo plazo, ya que probablemente pasará bastante tiempo antes de cualquier implementación, si es que sucede finalmente.

Lo que ha cambiado es la introducción de nueva tecnología mediante "productos de próxima generación", ya sean en forma de cigarros electrónicos o tabaco sin combustión. Si bien este cambio puede animar a los reguladores a tomar medidas más firmes contra los cigarrillos combustibles tradicionales, dada la disponibilidad de sistemas alternativos de suministro de nicotina,

el impacto principal recae sobre la dinámica competitiva. Los nuevos productos pueden alterar cuotas de mercado históricamente estables; por ejemplo, Philip Morris International podrá obtener el 16% del mercado japonés con IQOS o el producto electrónico de JUUL puede suponer una amenaza para los participantes de Estados Unidos. Creemos que las compañías que dispongan de buenos productos de próxima generación deberían ganar cuota de mercado y,

por tanto, potenciar su valor, aunque otros participantes no podrán. Como resultado, el universo invertible en el sector del tabaco se ha reducido, por lo que lo hemos minorado a menos del 10% de la cartera desde el máximo en torno al 25%.

¿Es este un buen momento para invertir en compounders?

Nuestra opinión es que los compounders son una clase de activos infravalorada de forma crónica a causa del enfoque

a corto plazo y relativo del mercado. Con una visión a medio o largo plazo, diríamos que siempre es un buen momento para invertir en compounders. Dicho esto, el entorno actual de ciclo tardío puede ser particularmente favorable, ya que la capacidad de un compounder para preservar los beneficios en un contexto de ralentización puede ser especialmente valiosa.

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.

INDEX INFORMATION

DISTRIBUCIÓN

La presente 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.

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 Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15 60311 Fráncfort (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 11096HA, (Países Bajos). Teléfono: 312-0462-1300. 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, figura 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: El presente 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 del presente 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, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente 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. **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 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 el 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 inversión 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: The Investment Trusts Association (Japón), 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 períodos 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.

El presente 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 el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión 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 publicación.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en el presente 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 el presente 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 el presente 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 del presente documento por cualesquier tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

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

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

Explore our site at www.morganstanley.com/im