

Perdedores (o Ganadores) en un mundo ESG. El caso de Heidelbergcement.

Empezamos el post haciendo referencia a uno de los axiomas básicos de nuestra filosofía de inversión. Un eje de fondo sobre el que gira el contenido que vamos a compartir en los siguientes párrafos y que nos recuerda que la rentabilidad de las inversiones que hacemos para ustedes depende de dos variables: la marcha del negocio que compramos y el precio que pagamos por él.

Riesgos y oportunidades en la inversión con criterios ESG

Hace una semana publicábamos una [primera entrega](#) de este post, en la que compartíamos algunas de las reflexiones que nos hemos hecho después de incorporar, hace ya unos meses, los [criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno \(ESG\)](#) en nuestro día a día. El objetivo era, es, que conozcan un poco mejor cómo pensamos en el equipo de inversión (y cómo lo plasmamos en los fondos que gestionamos).

En esta segunda entrega les vamos a contar un caso de inversión que – *a priori*– no parece “muy ESG”, pero representa un ejemplo magnífico de lo que, para nosotros, es la inversión que integra este tipo de criterios, es decir, **la Inversión Sostenible en Valor**.

Recordamos brevemente las conclusiones del post de la semana pasada antes de meternos en faena con el caso en cuestión. Éstas son:

- El conocimiento que tenemos de las compañías –y los riesgos en los que incurrimos al invertir en ellas– es mejor ahora que antes de haber integrado los criterios ESG en nuestro proceso de análisis.
- Las compañías que adoptan estos criterios en sus estrategias corporativas de largo plazo son mejores que las que no lo hacen. La durabilidad de sus activos y su posición competitiva se ven reforzadas. Su (potencial) creación de valor para los accionistas también lo hace.
- La adopción de criterios de sostenibilidad por parte del mercado está yendo por delante de la regulación y de los compromisos que las propias compañías son capaces de ofrecer a sus inversores. A día de hoy, no existen suficientes datos estructurados (y veraces) sobre los que tomar decisiones de inversión bien informadas.
- Este déficit no ha sido un impedimento para que asistamos a un boom de este tipo de inversiones en los mercados. Este boom, sospechamos, tiene mucho que ver con la proliferación de vehículos de inversión pasiva que, por definición, no requieren un gran análisis cualitativo en sus estrategias de inversión y/o comercialización (basta con reprogramar unos cuantos “factores” para construir la cartera que uno busca).
- La dinámica actual requiere buenas dosis de prudencia y, también, recursos específicos dirigidos a separar lo que son realidades de simples narrativas. El objetivo final debe ser que la inversión pueda canalizarse hacia negocios

que realmente aspiren a la creación de riqueza para sus propietarios, sin renunciar al progreso social y al respeto medioambiental.

- Históricamente, este tipo de mercados, peligrosos en lo que a posicionamiento y valoraciones se refiere, se han convertido en buenos caladeros de pesca de Valor para aquellos inversores que tenían sus deberes hechos y contaban con la paciencia como aliada. No pensamos que esta vez sea diferente.

¿Parte del problema o parte de la solución?

Para rematar nuestras conclusiones, les diremos que, gracias a la integración más estructurada de estos *inputs* en [nuestro proceso](#) de análisis, tenemos más y mejores herramientas a la hora de determinar qué compañías están adoptando políticas medioambientales, sociales y de buen gobierno de manera responsable y honesta y, lo que es más importante, cómo éstas pueden llegar a generar (o destruir) valor a largo plazo para sus accionistas y la sociedad en su conjunto.

Estas nuevas capacidades también nos están ayudando a unir los puntos que conectan la creación de Valor con el desempeño bursátil, siendo capaces de interpretar qué escenarios descuentan las valoraciones actuales. El objetivo final es determinar si existe una oportunidad para nuestros ahorros –y dónde puede estar– en un mercado que se mueve más al son de narrativas y etiquetas que por fundamentales y valoraciones.

Al menos eso inferimos al ver las cotizaciones de algunos nombres de los supuestos “ganadores”, frente a los percibidos como “perdedores” de esta nueva realidad. En nuestra opinión, los “perdedores” de hoy no tienen por qué serlo siempre. Hay sectores que en la actualidad son parte del problema, pero en el futuro serán una parte importante de la solución. Posiblemente la más importante.

Estamos hablando de sectores representados en nuestra cartera como el cementero o el de los fabricantes tradicionales de automóviles (pueden leer [nuestra opinión sobre el sector automovilístico](#) en una entrada de este blog que hicimos hace unos meses). En la actualidad, su coste de capital, o las rentabilidades que les demandan los inversores, son elevadísimas comparadas con las de los “ganadores” (o las del mercado en general) pero, si adoptan las estrategias adecuadas de manera rigurosa y creíble, creemos que la percepción sobre ellos cambiará y, con ella, su coste de capital o múltiplo de valoración.

Nos parece ésta una buena ocasión, por tanto, para explicarles la oportunidad de inversión que vimos hace ya unos meses en uno de estos supuestos “perdedores”. Inversión que ha tenido un comportamiento excepcional (empezamos a comprarla en abril del año pasado y fuimos incrementando nuestro peso en los meses sucesivos) y que, creemos, puede seguir dando alegrías a nuestros partícipes.

HeidelbergCement

En nuestra tesis confluyen una condición necesaria –mejor dicho, dos– y otra suficiente. En cuanto a las dos primeras, una es más *top-down*, y tiene que ver con el sector cementero en general. Nos gustan sus fundamentales (también somos accionistas de LafargeHolcim). Vemos mejoras sensibles en la industria, fruto de la consolidación de los últimos años y un entorno regulatorio mucho más racional (y favorable para los grandes actores del sector).

Además, el momento del [ciclo del capital](#) en el que se encuentra es súper interesante. No esperamos incrementos de capacidad (más bien lo contrario) en el mundo desarrollado, ni tampoco una repetición de la locura de inversiones que

vimos en el mundo emergente en la anterior década. La demanda creciente y la oferta contenida representan unos buenos cimientos sobre los que construir precios más competitivos y mejores retornos sobre el capital.

La otra condición necesaria, de análisis *bottom-up*, se refiere a la propia HeidelbergCement. Por un lado, nos gusta mucho el valor estratégico de su negocio de áridos y por otro, su posicionamiento geográfico (EE.UU. y Europa) y un balance mucho más desapalancado le auguran una importante creación de valor durante los próximos años. Una renovada solvencia que le va a permitir seguir invirtiendo en mejorar el impacto medioambiental de sus activos (desde una posición de fortaleza relativa), sin hipotecar una retribución generosa –y creciente– para sus accionistas.

En cuanto a la condición suficiente que respalda nuestra inversión (y todas las que hacemos), ésta es, como no podía ser de otra manera, su valoración. Nos parece muy atractiva en términos absolutos y un tanto aberrante en términos relativos, es decir, frente al mercado y frente a los supuestos “ganadores” de la nueva realidad ESG.

Una cíclica defensiva cotizando a descuento

HeidelbergCement es una cíclica defensiva que cotiza con abultados descuentos sobre una hipotética suma de partes y con múltiplos muy reducidos sobre beneficios (está más barata que en 2009). Cíclica porque su desempeño está ligado al ciclo constructor, muy dependiente del crecimiento económico, y defensiva por la estabilidad de sus márgenes y su capacidad de generación de caja (no ha habido un solo año de los últimos quince que no genere flujo de caja libre positivo).

Uno de los principales atractivos de la germana es su división de áridos, de la que es líder mundial. Son materiales pesados, que no viajan bien (*value to weight* muy bajo) y resultan vitales para la producción de hormigón. Además, sus barreras de entrada son innegables, ya que no se conceden permisos para el desarrollo de nuevas canteras por su elevado impacto medioambiental. Estas características les confieren a sus productores poder de fijación de precios. Estamos hablando de un negocio valioso y el mercado así lo reconoce, asignando generosos múltiplos sobre beneficios (15x ebitda) o reservas (EUR1/tonelada) a competidores como Vulcan Materials o Martin Marietta, las dos mayores compañías de áridos del mundo.

La división de áridos de HeidelbergCement hizo en 2019, último año en el que tenemos cifras reportadas (2020 no va a ser muy diferente y 2021 seguramente sea mejor), un Ebitda de €1.020mn (mg del 24.8%, en línea con sus competidores) y contaba con unas reservas estimadas de 19.200mn de toneladas. Aplicándole los múltiplos de sus competidores, tendríamos que prácticamente la totalidad de su “Valor de Empresa”, es decir, lo que vale en bolsa (€14.000mn) más su deuda (€6.000mn), quedaría explicado por esta división. O, dicho de otra forma, nos estaríamos comprando el negocio de cemento y hormigón a unas valoraciones completamente ridículas.

En cuanto a sus activos propiamente cementeros, algunas casas de análisis los han valorado en 130EUR/tonelada basándose en transacciones que han tenido lugar en los últimos años, múltiplos de homólogas en los mercados en los que opera, etc. Si esto fuese así, las 190mn de toneladas de capacidad de producción de Heidelberg (operando sus plantas al 80%) arrojarían un valor de unos €24.000mn. Un valor que se situaría un 20% por encima del “Valor de Empresa” de la compañía, sin tener en cuenta, esta vez, su valiosa división de áridos.

Sabiendo que las sumas de partes y/o valoraciones de activos siempre son ejercicios peligrosos (por simples), sí parece que otorgan un suelo relativamente firme sobre el que apoyar una tesis de inversión sobre beneficios o flujo de caja.

Exposición geográfica atractiva

HeidelbergCement tiene una exposición a los mercados desarrollados (70%) que nos parece muy interesante. En EE.UU., la demanda de áridos se sitúa todavía por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera de hace más de una década. A medio plazo, es posible, incluso deseable, que el estímulo fiscal de las autoridades americanas no consista exclusivamente en transferencias directas (cheques) a la población. Si, por ejemplo, como parece, se produjese un plan de **inversión en infraestructuras**, HeidelbergCement podría ser una de las principales beneficiadas.

En cuanto a Europa, los mercados de cemento siguen deprimidos y muy lejos de los niveles anteriores a la crisis de la Eurozona. En los últimos años, la capacidad de utilización de muchas plantas se ha situado en torno al 60%, debido a un esquema europeo de permisos de CO2 que ha incentivado la sobreproducción (éstos podían ser vendidos y convertidos en cash).

Esta realidad está a punto de cambiar. A partir de este año, con una nueva regulación, creemos que vamos a asistir a una importante racionalización de la oferta y la consecuente mejoría en precios (principal *driver* del crecimiento de los ingresos). Mejoría que ya se empezó a atisbar en los últimos trimestres de 2019 y ha seguido presente en este excepcional 2020 que acaba de terminar.

Riesgos acotados

Por supuesto, la historia no está exenta de riesgos, aunque los vemos francamente acotados. El principal son sus emisiones de CO2. Por adelantar nuestra conclusión, les diremos que éste no sólo no nos parece un riesgo, sino que vemos en él una oportunidad para los inversores en Valor (pacientes) como nosotros.

La fase IV de derechos de emisión de CO2 en Europa representa una amenaza que creemos perfectamente manejable. HeidelbergCement está "larga" de derechos hasta 2023 y tiene un plan creíble para evitar tener que adquirirlos durante esta fase (hasta 2030).

Es indudable que la industria cementera es una de las grandes emisoras de CO2 del planeta. Genera aproximadamente el 8% de las emisiones mundiales. China es la gran responsable de estas cifras, ya que produce prácticamente el doble de cemento que el resto de países juntos. La industria emite a la atmósfera más CO2 que el combustible de aviación (2,5%) y no está muy lejos del que emite el negocio mundial de la agricultura (12%).

Estas cifras son preocupantes, sí, pero es necesario recordar que el hormigón (compuesto por cemento, áridos y agua) es el material fabricado por el hombre más utilizado de la historia. Solo el agua lo supera como el recurso más consumido en el planeta, y, a día de hoy, sigue poseyendo cualidades estructurales irremplazables (durabilidad, disponibilidad y precio) a la hora de construir un edificio o una infraestructura.

Compromisos creíbles

Los compromisos con la sostenibilidad por parte HeidelbergCement nos resultan creíbles y alcanzables. Se ha comprometido a reducir, como mínimo, un tercio sus emisiones netas de CO2 por tonelada de cemento en 2030 en comparación con las de 1990. El año pasado ya había logrado una reducción del 22%, lo que equivale, según nuestros cálculos, a unos 2.6mn de coches menos circulando (y contaminando) por nuestras carreteras. A ese

número habría que sumarle, mínimo, otros 2.1mn adicionales si cumple con los objetivos que se ha fijado para finales de esta década.

Estos planes incluyen esfuerzos adicionales en materia de eficiencia energética (menor uso de combustibles fósiles) y la búsqueda de procesos de captura y almacenamiento de carbono (HeidelbergCement está desarrollando en Noruega la primera planta de cemento con captura de carbono del mundo). A más largo plazo (próximos 10 años), la compañía se ha comprometido a invertir el 80% de su presupuesto de I+D en la búsqueda de métodos para producir un hormigón que no produzca emisiones, un objetivo que espera cumplir no más tarde de 2050.

El reto hasta llegar al destino es enorme, pero la dirección es la adecuada. Su fabulosa generación de caja y la capacidad de proteger sus márgenes (vía precios) a medida que vaya incurriendo en mayores costes, nos parecen enormes ventajas frente a sus competidores. Sus ratings ESG son los mejores del sector y una parte, no pequeña, de los incentivos del equipo gestor está ligada al cumplimiento de estos objetivos de sostenibilidad que les acabamos de comentar (y que nosotros vamos a monitorizar).

Esperando un cambio de percepción

Ya sólo falta esperar a que el paso del tiempo cambie la percepción del mercado hacia un nombre que, ahora mismo, es señalado como parte del problema -y sus múltiplos así lo atestiguan (*2022e P/E 8.5x, 5x Ebitda, FCF yield 10%*)- y que, en el futuro, confiamos, sea percibido como parte de la solución. No es nuestro escenario, pero si volviese a sus valoraciones medias históricas (*P/E 15x, 8x Ebitda*), la ganancia que obtendríamos sería cercana al 70%.

Mientras tanto, somos accionistas de una empresa que crece más o menos en línea con el PIB, que está haciendo sus deberes a corto y a largo y que nos paga un dividendo cercano al 4% por esperar. Representa, además, una opción "call" muy barata ante cualquier plan de estímulo fiscal en infraestructuras que se anuncie para los próximos años en USA o en Europa (o en muchos países emergentes en los que está presente).

Un sector cementero más saludable

Si nos permiten una analogía un tanto variopinta para terminar, les diremos que todas estas iniciativas medioambientales, sociales y de buena gobernanza (ESG) se podrían asemejar a un plan global y sistemático de inculcación de hábitos saludables en la población. El objetivo es extender la esperanza de vida de los seres humanos y reducir el coste sanitario en unas finanzas públicas completamente insostenibles.

Pues bien, nuestro trabajo es saber si tenemos que centrarnos en las personas que tienen unas analíticas maravillosas, comen sano y tienen una figura estupenda, o en aquellas más insalubres, poco esbeltas y menos disciplinadas que tienen la capacidad, el incentivo y ahora, también, la obligación de cuidarse, abandonar los vicios y hacer un poco de deporte de manera recurrente.

Tenemos la sensación de que una gran parte del mercado se ha fijado principalmente en los primeros y todavía no muchos en los segundos. HeidelbergCement pertenece, claramente, a este último grupo. Curiosamente, el grupo formado por los que van a ser responsables, mejor dicho, artífices de los grandes cambios necesarios para la consecución de los objetivos que se quieren lograr.

Lo que es importante reconocer es que el ahorro en "costes sanitarios" que va a suponer un sector cementero más saludable es mayúsculo. HeidelbergCement está demostrando motivación y disciplina (también lo está haciendo

LafargeHolcim). Nosotros no podemos más que aplaudir sus esfuerzos y esperar a que el paso del tiempo haga visible a ojos de todos el cambio -a mejor- que representa su plan para convertirse en una empresa más sana, más longeva y, por tanto, más rentable para sus propietarios y para la sociedad en su conjunto.

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.

██████████

Aviso legal:

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER www.bestinver.es o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: bestinver@bestinver.es.

Fecha de publicación: 16/03/2021