

Iberian Value



11/Abril/2018



Contenido

1. **Introducción Santalucía Gestión SGIIC – Alpha Plus SGIIC**
2. **Equipo de Gestión**
3. **Proceso de Inversión**
4. **Tesis de inversión**

1. Introducción

1. Santalucía Gestión SGIIC + Alpha Plus SGIIC

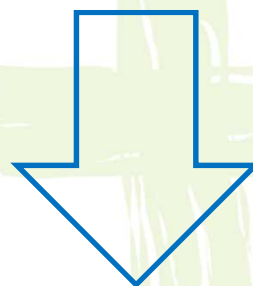
ACTIVOS GESTIONADOS



**FONDOS
INVERSIÓN**

2.124 M €

Inverco: Datos a Feb18.



**FONDOS
INVERSIÓN DE
RENDA VARIABLE
EN DIRECTO**

555 M €

- santalucía Espabolsa
- Alpha Plus Ibérico Acciones
- santalucía Eurobolsa
- Alpha Plus Europa Acciones

2. Equipo de Gestión

Equipo de Renta Variable



Mikel Navarro, CFA, CAIA

- Responsable de Renta Variable.
- Licenciado en Ciencias Económicas por la UAM.
- CFA y CAIA.
- Profesor en CUNEF.
- Experiencia de 15 años en mercados financieros.
- **Experiencia anterior:**
- *Sales Trader* de Renta Variable en Fortis-Beta Capital.
- Gestor de Fondos de Inversión Senior en Allianz Popular AM y Sabadell Inversión.
- Responsable Corporativo de Renta Variable en Grupo **santalucía**.



Antonio Manzano, CFA

- Analista/Gestor de Renta Variable.
- BA Business Economics por la University of Exeter (UK).
- CFA
- Experiencia de 8 años en mercados financieros.
- **Experiencia anterior:**
- *Equity Sales* en BANIF y HSBC.
- Gestor de Fondos de Inversión de Renta Variable (España/Europa) en Allianz Popular AM.
- Top 10 Thomson Reuters Extel Survey Spain 2013 y 2014.



Beltrán Palazuelo

- Analista/Gestor de Renta Variable.
- Licenciado en Finanzas por Northeastern University (Boston/USA).
- Candidato Level II del CFA Program.
- Experiencia de 4 años en mercados financieros.
- **Experiencia anterior:**
- *Equity Analyst* en Interinvest Global Asset Management (USA).
- Analista de Renta Variable en Grupo **santalucía**.



ALPHAPLUS

GRUPO SANTALUCÍA

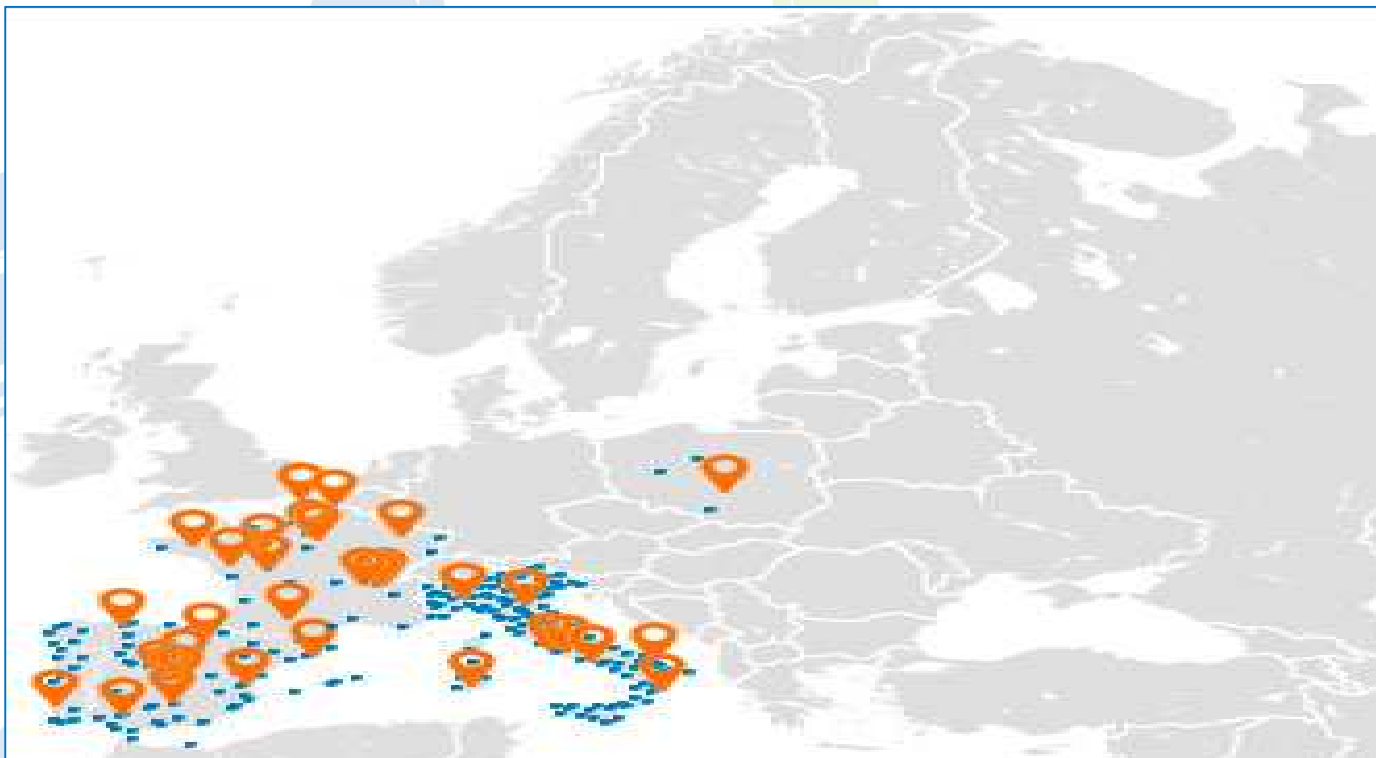
3. Proceso de Inversión

Proceso de Inversión: Filosofía de inversión

- Somos inversores de largo plazo con sesgo “*Buy and Hold*”
- Somos analistas fundamentales
- No invertimos en aquello que no entendemos
- No hacemos *market timing*
- No estamos obsesionados con el índice de referencia
- Cartera concentrada en ideas de convicción, no basada en una excesiva diversificación
- Nos gustan las empresas de calidad, no excesivamente apalancadas, con negocios crecientes y con un profundo valor oculto basado en ventajas competitivas o intangibles difíciles de replicar por sus competidores

Idea de Inversión: Logista

Logista es el **distribuidor líder** de tabaco, derivados del tabaco, conveniencia, recarga electrónica, farmacéuticos, libros, publicaciones, loterías, productos y servicios a comercios de proximidad en el sur de Europa.



A. Tabaco y productos relacionados (70% ventas económicas del grupo)

Distribución del tabaco

Logista tiene suscritos contratos de distribución con los principales fabricantes internacionales de Tabaco en España, Francia e Italia, manteniendo relaciones comerciales con estos fabricantes por más de veinte años.

Logista obtiene un margen bruto igual en la distribución de productos del tabaco de todos los fabricantes para un mismo volumen distribuido por referencia. Los márgenes brutos de distribución de tabaco varían en función del volumen y se cobra por cada referencia distribuida.

En los últimos años se ha producido un descenso general de los volúmenes de tabaco, pero la cantidad de referencias distribuidas por cada fabricante ha aumentado.

Para el transporte internacional de los productos derivados del tabaco desde las fábricas europeas de los fabricantes a los almacenes de Logista, que emplea su filial especializada en el transporte de larga distancia y carga completa: Logesta.

Para la distribución de los productos del tabaco en los mercados regulados (España, Francia e Italia) se distingue entre el canal primario, integrado por la red de estancos y el canal secundario, que incluye las máquinas expendedoras.

Logista distribuye los productos derivados del tabaco al canal primario, y la ley obliga a los establecimiento que están autorizados a vender tabaco dentro del canal secundario a obtener sus productos del canal primario (estancos).

Los consumidores pueden adquirir estos productos directamente en el estanco al PVP o a través del canal secundario al PVP más un recargo

Distribución mayorista de productos de conveniencia

En España, Portugal, Francia e Italia la cartera de productos que ofrece Logista está centrada en productos de fumador, como papel de fumar, tubos y cigarrillos electrónicos, productos de consumo, productos de papelería y cigarrillos electrónicos.

Logista adquiere estos productos a los fabricantes y los vende a los puntos de venta: quiosco, tiendas de prensa, farmacias, estancos, estaciones de servicio, canal Horeca.

Documentos y productos electrónicos

Incluye entre otros recarga de teléfonos móviles, ventas de billetes de transporte público y recargas de crédito para el transporte público, así como recargas de dinero electrónico y tarjetas prepago.

B. Transporte (22% ventas económicas del grupo)

A través de Logesta y de sus redes Integra2 y Nacex, Logista presta sus servicios de transporte tanto a sus negocios propios como a terceros. Estas suponen 40%, 80% y 95% de los ingresos de Logesta, Integra2 y Nacex, respectivamente.

Logesta - Transporte de larga distancia y carga completa

Realiza la recogida de tabaco en fábricas de 15 países europeos. La flota está integrada por más de 1,600 vehículos subcontratados (400 semi remolques en propiedad) a una red de transportistas independientes.

Beneficio bruto: Tarifa que Logesta paga a clientes menos tarifa que paga a transportistas

Integra2 - Transporte de paquetería industrial

Servicios de paquetería industrial para cargas entre 5 y 5 mil kilogramos.

Está especializada en transporte de paquetería industrial a temperatura controlada, siendo una referencia para sector agroalimentario y farmacéutico.

También presta servicios de reparto de paquetería a los otros negocios del Grupo Logista, incluidos Logista Pharma, Logista Libros y distribución de tabaco.

180 camiones subcontratados y gestionada por la filial Logesta, que mueven mercancías entre plataformas de Integra2. La flota local está totalmente subcontratada, integrada por más de 1.000 vehículos.

Beneficio bruto: precio fijado por Logista para cada uno de los servicios que oferta y que son contratados por los clientes.

Nacex – Servicios de mensajería y paquetería

NACEX es una compañía líder en el segmento de la mensajería exprés en España, Andorra y Portugal, y forma parte del Grupo Logista, el distribuidor líder de productos y servicios a comercios de proximidad en el sur de Europa.

Está especializada en la mensajería urgente de paquetería y documentación entre empresas (B2B) y particulares (B2C).

Cuenta con más de 300 franquicias, 31 plataformas, 1.500 vehículos, 2.000 colaboradores, 1,000 puntos de entrega.

Beneficio bruto: tarifa pagada por los franquiciados a Nacex por el uso de sus infraestructuras y sistemas de información, dependiendo dichas tarifas del plazo de entrega y el volumen de servicio contratado.

C. Otros Negocios (8% ventas económicas del grupo)

Distribución mayorista de productos de conveniencia en puntos de venta distintos a estancos en Francia

Productos de fumador y de papelería, en puntos como estaciones de servicio, tiendas y operadores de máquinas expendedoras.

Más de 300 comerciales.

Beneficio bruto: Precio al por menor fijado por Logista menos el precio de compra.

Sector farmacéutico

Dos líneas principales de actividad: pre - wholesaling y distribución a farmacias.

Pre-wholesaling:

Proveedor de servicios a terceros (laboratorios o fabricantes) en España y Portugal a través de Logista Pharma.

Esta actividad incluye el almacenamiento de productos acabados, la preparación de pedidos y el envío a los puntos de entrega.

Logista Pharma ofrece servicios complementarios, como los servicios de fabricación parcial (que comprende actividades de reetiquetado, cambios de prospectos, cambios de cajas, montaje de kits), distribución de ensayos clínicos, atención al cliente final.

El beneficio bruto de esta actividad incluye las tarifas fijadas por Logista para cada servicio ofertado.

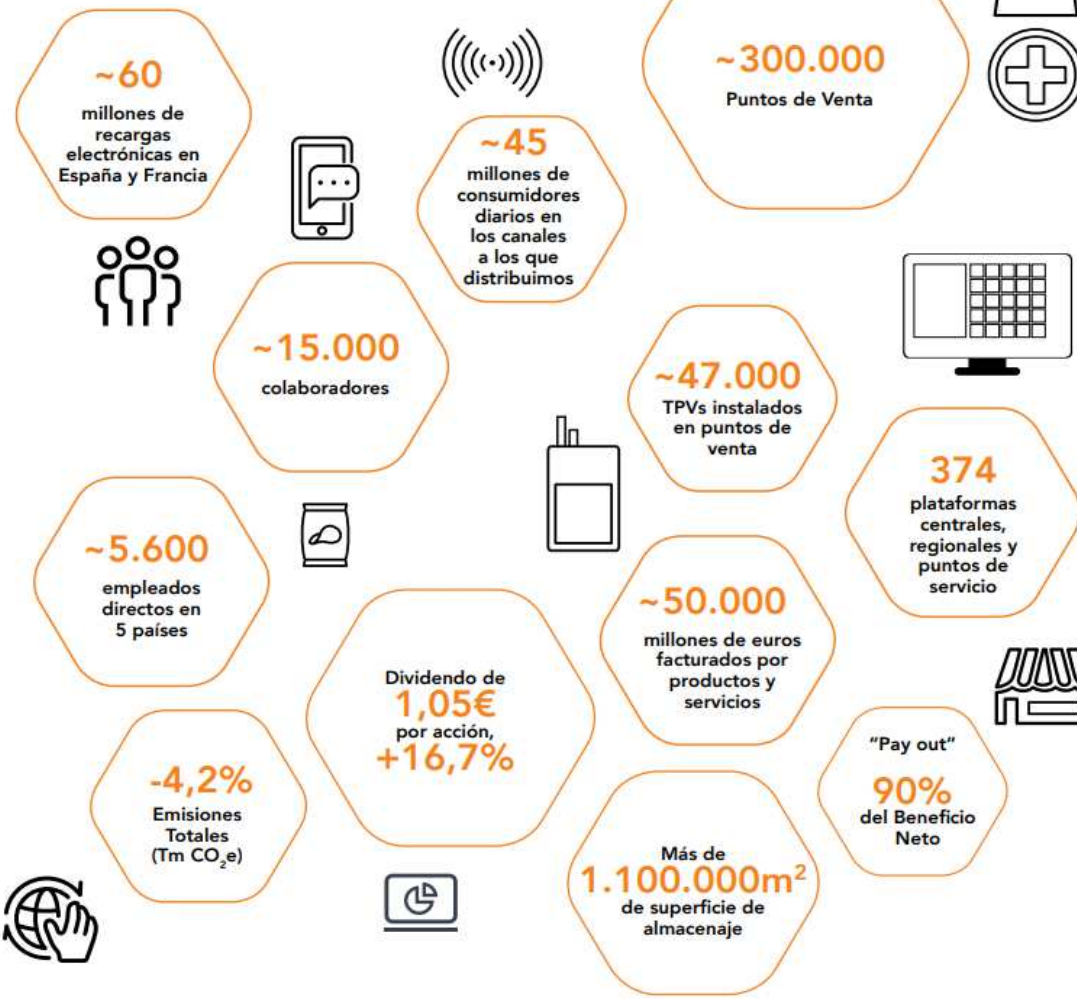
Distribución a farmacias:

Distribución directa de laboratorios a las farmacias y la distribución mayorista de Logista Pharma a las farmacias.

El beneficio bruto de esta actividad incluye las tarifas fijadas por Logista para cada servicio ofertado

Libros y publicaciones

Logista



Idea de Inversión: Logista

Breve descripción números Logista

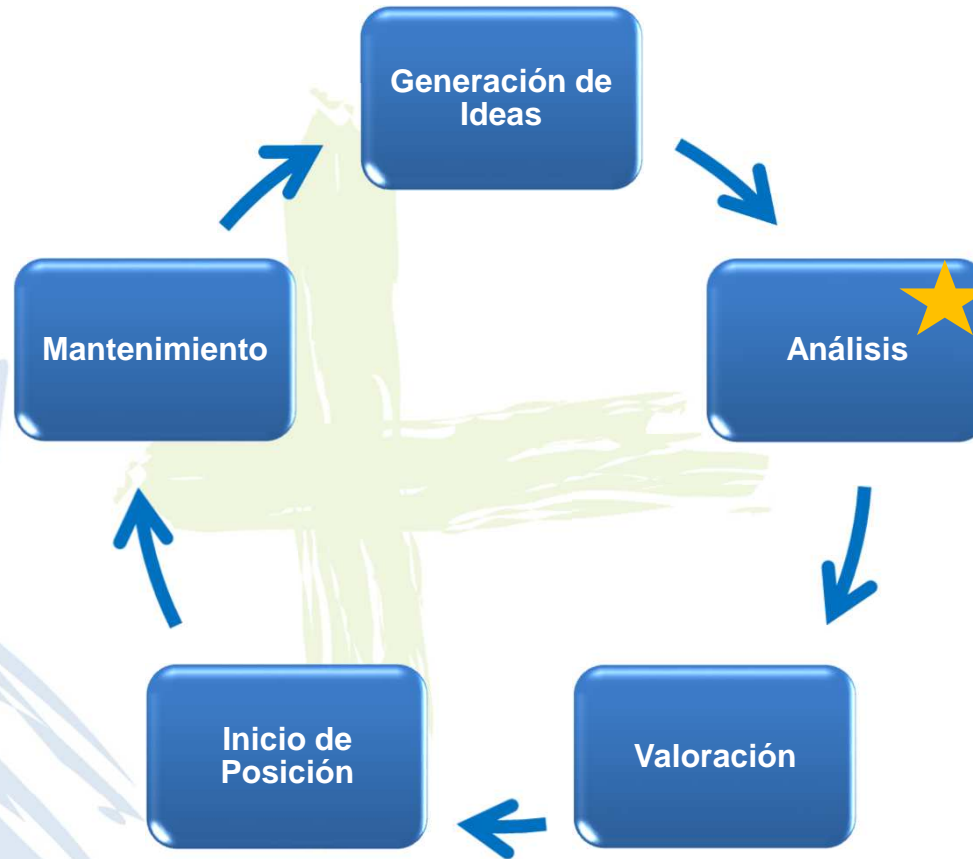
Sales 2018e	1.100,2 €	Provisions	50,0 €	EV	2.210,0 €
Ebitda margin	24,09%	Off BS Financing		FCF	193,9 €
Ebitda	265,1 €	Tax loss carry		EV/EBITDA	4,20
Depreciation	83,0 €	Non Core assets	6,9 €	EV/EBIT	8,84
Maintenance capex	15,0 €			EV/FCF	11,40
Minorities				FCF yield	8,8%
Adjusted Ebit	250,1 €	Shares O/S	132,8	P/E	15,2
Adjusted Ebit margin	22,73%	Treasury		FCF/Economic Sales	18,5%
Net debt/(Cash) 2017	-100,0 €	Options		After tax ROCE 2018e	27,6%
Interest payments	12,0 €	Price	17,1 €		
Tax rate	26,00%	Mkt Cap	2.266,9 €		
Adjusted earnings	193,9 €	Adjusted Mkt cap	2.266,9 €		

(million euros)

Proceso de Inversión

Foco en el análisis

- Minucioso Proceso de Inversión centrado en el **Análisis**.



Proceso de Inversión: Generación de Ideas



Filtros Cuantitativos

- Crecimiento ingresos > 2% ✓ CAGRe 2018 – 2020 c.a 2%
- Deuda Neta/Ebitda < 1,5 ✓ Caja Neta €100 m
- ROCE > WACC ✓ 27% > 6%
- RoE > CoE ✓ RoE = 28%
- FCF > 5% Ventas ✓ FCF/ Economic sales = 18%
- EV/EBIT < 12 ✓ EV/EBIT = 8,5
- Goodwill < 50% Activos ✓ Goodwill = 13% activos

Contactos directos con Compañías

- Visitas a empresas ✓ Acudimos a las JGA
- Conferencias con compañías ✓ Mínimo cada tres meses hablamos con la compañía
- Visitas a plantas industriales ✓ Visita en julio de 2017 a la planta de Leganés.

Informes

- Informes del Regulador: CNMC ✓ Estudio mercado de distribución minorista de medicamentos en España. Oct 2015
- Informes de Bancos de Inversión ✓ Trabajamos con una lista muy corta de Brokers
- Informes Consultoras
- Publicaciones en la CNMV ✓ Resultados trimestrales y anuales

Medios

- Prensa escrita especializada
- Artículos académicos
- Bibliografías especializadas
- Material audiovisual de fuentes industriales y sectoriales

Seguimiento de Gestoras

- Lectura de informes mensuales y cartas trimestrales
- Composición de carteras
- Conferencias de gestores

Proceso de Inversión: **Análisis Cualitativo**



Buscamos empresas que generen valor en el largo plazo. Desde nuestro punto de vista, la creación de valor tiene dos dimensiones:

1. Cuánto beneficio económico puede generar la empresa. $ROCE > WACC$
2. Durante cuánto tiempo son sostenibles estos rendimientos anormalmente superiores

La creación de valor de una empresa viene determinada por:

- a) La industria donde compete
- b) Aspectos propios de la empresa

Análisis de Industria

- **Mapa de la Industria.** Proveedores – Jugadores – Clientes. Análisis rentabilidad – evolución
- **Estabilidad de la industria**
 - Evolución cuotas de mercado
 - Evolución precios
- **Clasificación de la industria:** Fragmentada, emergente, madura, decreciente, network...
- **Michael Porter** – Atractivo de la industria. 5 Fuerzas
- **Disrupción tecnológica en la industria**

Análisis de la Empresa

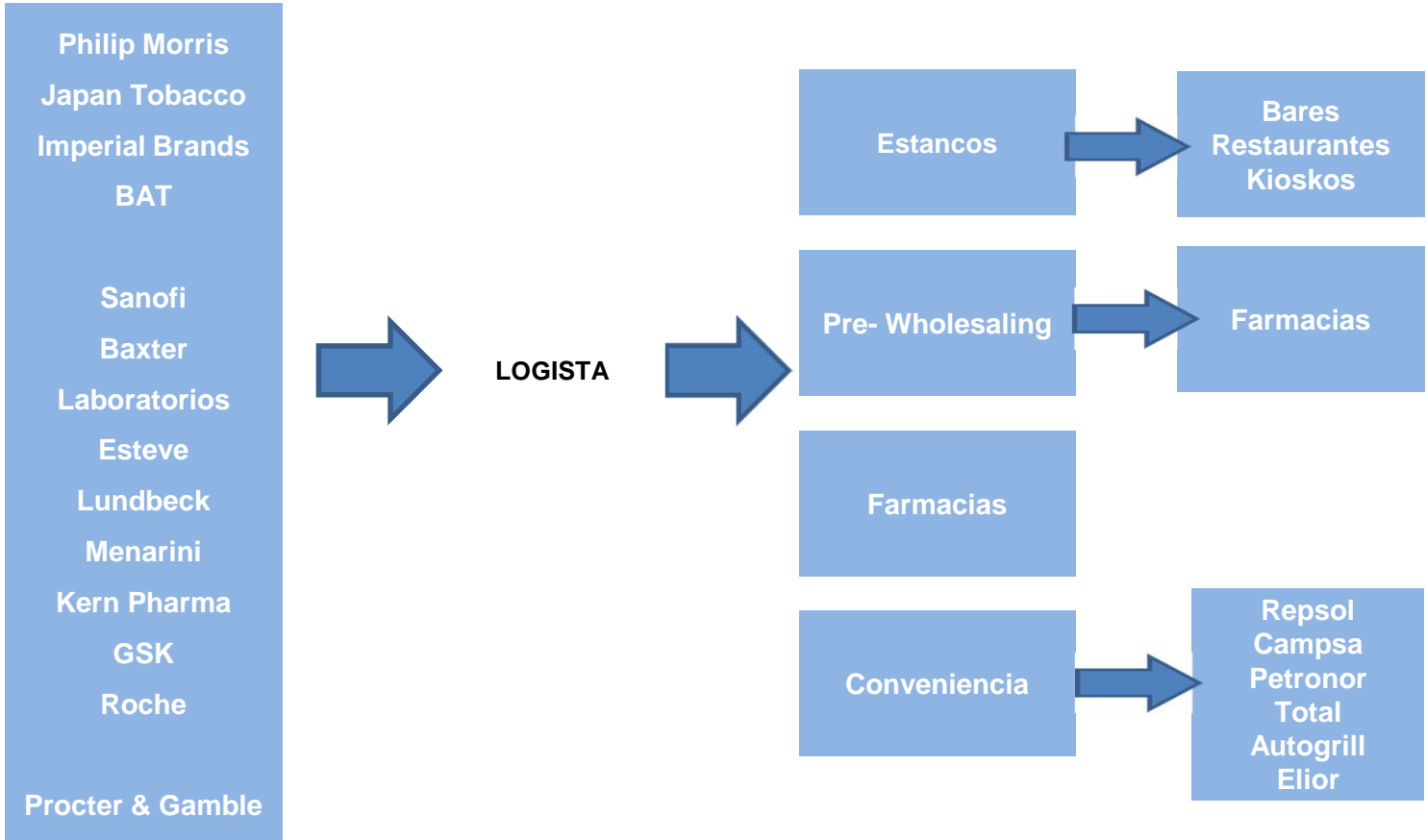
- **Marco fundamental de la empresas.** Deseo de los clientes de comprar el producto – Coste de oportunidad de los proveedores
- **Formas de creación de valor**
 - Ventajas en la producción. Economías de escala
 - Ventajas frente al consumidor. Consumidor cautivo
 - Ventajas gracias a gobierno
- **Interacción con competidores**

Proceso de Inversión: **Análisis Cualitativo**



Análisis de Industria

Mapa de la industria

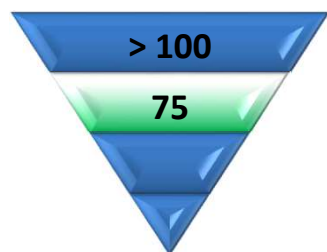


Proceso de Inversión: Análisis Cualitativo



Análisis de Industria

Rentabilidad Clientes



EBIT	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Imperial Brands	10,3%	13,4%	14,9%	15,6%	15,8%	14,9%
Altria	29,5%	33,0%	31,1%	32,9%	34,0%	34%e
BAT	35,4%	36,2%	32,5%	34,8%	31,6%	31,9%
Swedish Match	32,5%	30,6%	28,4%	27,7%	41,3%	28,5%
Scandinavian tobacco		14,8%	13,1%	14,0%	14,2%	14,1%
Japan Tobacco	26,5%	28,5%	29,3%	27,8%	27,4%	27,4%
Karelia Tobacco	11,8%	11,6%	12,3%	12,0%	13,3%	13%e
EBIT	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Lundbeck	11,7%	10,5%	9,1%	5,9%	14,7%	25,6%
GlaxoSmithKline	31,6%	30,2%	28,7%	23,8%	28,0%	28,5%
Roche	37,7%	38,3%	37,1%	36,4%	36,4%	35,7%

Rentabilidad clientes finales

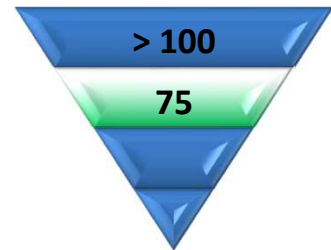
Tanto las farmacias como los estancos tienen un margen en el PVP entre 0 - 10% sobre el producto.

Proceso de Inversión: **Análisis Cualitativo**



Análisis de Industria

Estabilidad de la industria



Evolución cuotas de mercado

En **distribución de tabaco** máxima estabilidad. Logista ha mantenido una cuota de mercado cercana al 100% en los países en los que opera excepto Portugal.

En **distribución productos farmacéuticos**, hay que distinguir entre mayoristas y minoristas. El mercado mayorista está concentrado y Logista tiene una cuota del 40%. El mercado minorista lleva varios años concentrándose y la estabilidad de las cuotas ha sido menor.

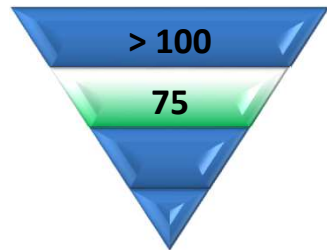
En **transporte de media distancia y paquetería**, el mercado está fragmentado, consolidándose, siendo Logista el tercer operador.

Evolución precios

En **distribución de tabaco** el precio, en este caso "fees", varía en función de SKUs y tamaño producto transportado. La evolución ha sido favorable.

En **distribución de productos farmacéuticos y transporte/paquetería** dependiendo de si es distribución primaria, menos presión en precios o si es a un punto de venta, mayor presión en precios.

Proceso de Inversión: **Análisis Cualitativo**



Análisis de Industria

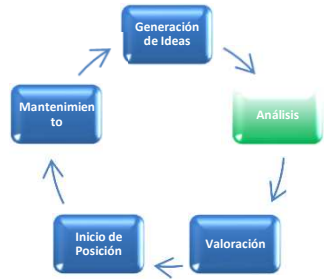
Clasificación de la industria

La industria en la que opera Logista es **madura** y ciertas partes se encuentra en **declive**

Estrategia adoptada por Logista

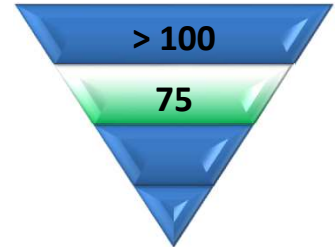
- Inversión en calidad. Un tercio el Capex es en IT desde hace más de 10 años.
- Ser el líder en el sector. Sector distribución farmacia
- Mercados nicho. Temperatura controlada

Proceso de Inversión: Análisis Cualitativo



Análisis de Industria

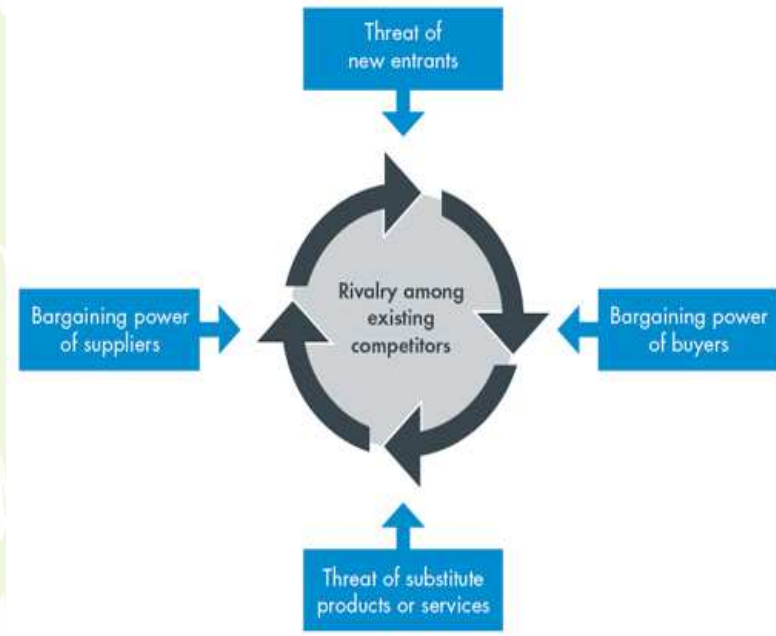
Michael Porter

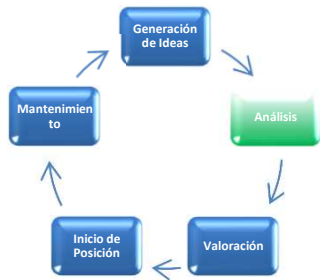


Atractivo de la Industria

En **distribución de tabaco** la industria es muy atractiva básicamente por la dificultad de replicar la infraestructura y la ausencia de rivalidad, por la concentración de jugadores.

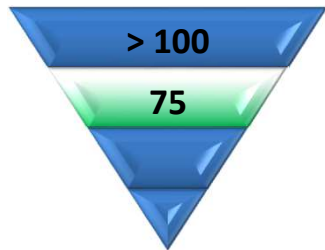
En **distribución productos farmacéuticos**, y en el **transporte de media distancia y paquetería** el atractivo es menor. Hay menos barreras de entrada, menor poder de negociación con clientes y mayor rivalidad entre jugadores





Análisis empresa

Fuentes de ventaja competitiva



Ventajas cliente

Ventajas producción

Ventajas Eficiencia

Switching Costs: Retención clientes próxima a 100%

Habit: Compra rutinaria, adictiva

Proprietary technology: Tecnología propia, TPVs

Distribution networks: Verticalmente integrado

Learning curve: Mas de 20 años de experiencia

Economies of scale: Más productos, diluye costes fijos.

Proceso de Inversión: **Análisis Cuantitativo**



Análisis de Actividad

Capital circulante negativo (€2,600 millones) la razón es que los ciclos de pago de los productos adquiridos a los fabricantes (30 días) y los ciclos de cobro de los puntos de venta (12 días) no coinciden. Junto con esto, el pago por el Grupo Logista a las autoridades tributarias (35 días) se realiza en un ciclo distinto a aquel que corresponde a los fabricantes y a los puntos de venta.

Depreciación muy por encima del Capex. Razón: pago intangibles adquisición activos Francia

Análisis de Rentabilidad

PROFITABILITY RATIO	30/09/2014	30/09/2015	30/09/2016	30/09/2017	30/09/2018e
EBITDA MARGIN	24,2%	24,5%	25,7%	22,2%	24,1%
EBIT MARGIN	14,1%	15,8%	17,1%	14,2%	16,4%
ROE	23,2%	24,6%	26,9%	29,6%	28,8%
ROCE	20,0%	19,9%	20,5%	23,3%	27,6%

Análisis de Crecimiento

	CAGR 2011-2017	CAGR 2014-2017	CAGR 2018-2022
• Growth			
• SALES	4,9%	0,9%	2,3%
• EBITDA	11,5%	0,6%	4,0%
• EBIT	10,0%	4,8%	6,4%

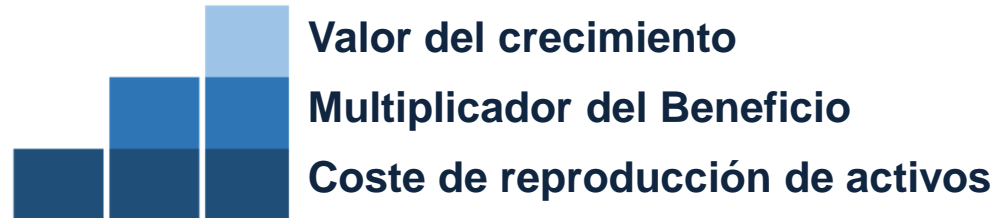
Análisis de Liquidez y Solvencia

Logista tiene **caja neta positiva cercana a 100 millones de euros**

Proceso de Inversión: Valoración



Enfoque Value



Valor reproducción de activos > Valor Multiplicador beneficios.

- Puede ocurrir cuando:
 - El equipo gestor está haciendo un mal trabajo. El valor aflora con M&A.
 - Hay exceso de capacidad en la industria. El valor aparece según vaya equilibrándose la industria.
- Utilizaremos el Multiplicador de beneficios para valorar la compañía.
- Compraremos acciones cuando el precio de mercado sea inferior al valor estimado de la empresa.

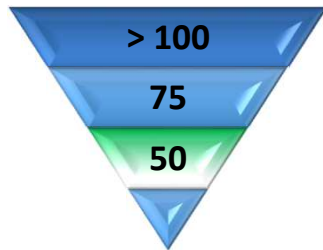
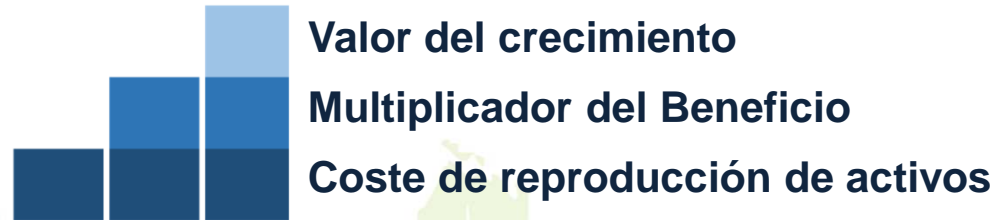
Valor reproducción activos aproximadamente igual al valor calculado con el Multiplicador de beneficios.

- Se produce cuando
 - El equipo gestor es medio.
 - La empresa no tiene ninguna ventaja competitiva.
- Utilizaremos el Multiplicador de beneficios para valorar la compañía.
- Compraremos acciones cuando el precio de mercado sea inferior al valor estimado de la empresa.

Valor reproducción de activos < Valor Multiplicador beneficios.

- Puede ocurrir cuando:
 - El equipo gestor es sobresaliente. El valor tenderá a disminuir.
 - Existe una ventaja competitiva. Utilizaremos el Multiplicador de beneficios para valorar la compañía.
- Compraremos acciones cuando el precio de mercado sea inferior al valor estimado de la empresa.
- En el caso de que exista una ventaja competitiva consideraremos a la hora de valorar el margen que nos proporciona el crecimiento rentable.

Enfoque Value



El **valor en libros** de Logista a cierre de 2017 era de €502 millones.

El **valor bursátil** es €2,200.

El **EPV** de Logista está cerca de €3,000 millones.

Clara discrepancia entre el valor en libros y el EPV de la compañía. Si tratáramos de ajustar el valor en libros, podríamos acercarnos a los €1,000 millones. Seguiría existiendo una gran diferencia.

¿Por qué?

Clara ventaja competitiva muy difícil de replicar, que se demuestra en la rentabilidad sobre el capital empleado de esta compañía sostenida y creciente en el tiempo.

Proceso de Inversión: Valoración



Discounted Cash Flow

- Buscamos ver a qué tasa de descuento y qué tasa de crecimiento asigna el mercado a la compañía.

Residual Income Model

- Si el $RoE > CoE$ buscamos ver qué tasa de crecimiento de los beneficios está asignando el mercado a la compañía.

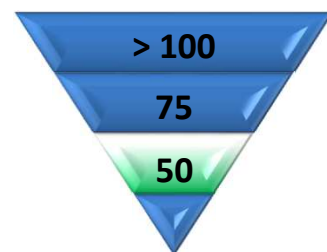
Private Market Transactions

- Identificar el precio que se están pagando por activos.

Proceso de Inversión: Valoración



Discounted Cash Flow



Required rate	7,5%			
Growth	-1,9%			
	30/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021
EBITDA	265.072	275.187	284.710	285.977
CAPEX	-30.111	-33.000	-33.000	-33.000
TAXES	-63.439	-65.390	-67.962	-68.304
WC	0	-25.316	-24.935	-24.520
	171.521	151.481	158.813	160.153
	159.555	131.081	127.839	119.922
PV FCF	538.397	24,26%		
TV	1.681.174	75,74%		
EV	2.219.570			
NET DEBT	50.000			
EQUITY	2.269.570			
Nº shares	132.750			
Price	17,10			

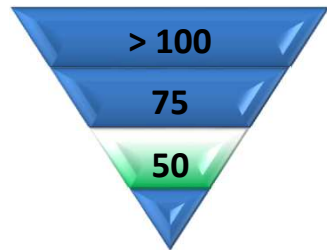
Proceso de Inversión: Valoración



Residual Income Model

Required rate	7,5%						
Growth	-0,6%						
Nº shares	132.750						
		30/09/2017	30/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021	30/09/2022
Earnings			148.726,0	152.449,5	159.592,0	160.541,8	161.204,4
Earnings per share			1,12	1,15	1,20	1,21	1,21
Dividends			133.853,4	137.204,5	143.632,8	144.487,6	145.084,0
Dividends per share			1,01	1,03	1,08	1,09	1,09
Book value		494.855,9	515.578,5	530.823,5	546.782,7	562.836,9	578.957,3
Book value per share			3,88	4,00	4,12	4,24	4,36
Book rate of return (ROCE)			27,6%	30,8%	35,2%	39,6%	45,2%
Residual Earnings			99.566,0	120.258,8	147.074,0	150.015,5	153.015,8
				20,8%	22,3%	2,0%	2,0%
			92.619,5	104.063,9	118.388,8	150.015,5	153.015,8
					1.579.006,83		
Accounting for value	2.270.546,2	17,10	Eur				

Proceso de Inversión: Valoración



Private Market Transactions

Año 2004

Logista compró Etinera por €564 millones. EV/EBITDA 5,8x. Márgenes EBITDA 29,5%.

Año 2008

Imperial Tobacco compra Logista por c.a €2,323 millones. EV/EBITDA 13,2x. Márgenes EBITDA 20,3%.

Año 2014

Logista compró Altadis Distribution France por €920,2 millones. EV/EBITDA 12x. Márgenes EBITDA 25%.

Proceso de Inversión: Inicio de Posición y Mantenimiento



Inicio de Posición


- Requisito indispensable: haber hablado con la compañía.
- Órdenes limitadas: no se persigue el precio.
- Paciencia en la ejecución.
- 3%-5% por posición.

Mantenimiento

- Revisión de requisitos de compra.
- Revisión y actualización trimestral de modelos.
- Revisión de tesis constante.


4. Tesis de inversión

Tesis de inversión

 **Logista** es una compañía que cumple tres requisitos que pedimos a nuestras inversiones:

- **Rentabilidad del capital** empleado por encima de su coste de capital.
- **Crecimiento**: La compañía en el pasado ha mostrado tasas de crecimiento en ventas positivas que estimamos que continuarán.
- **Visibilidad**. A pesar del declive en los volúmenes de tabaco, Logista ha demostrado su capacidad de ir aumentando los precios que carga.

La compañía tiene un **cuasi-monopolio en la distribución de tabaco**, fruto de unas **altas barreras de entrada en el sector**. **La lealtad de sus clientes es máxima**. Se introduce en nuevos mercados buscando sostener la rentabilidad. Tiene una **alta capacidad de generación de caja**.

Estimamos que  **Logista** debería cotizar a 15 veces FCF lo que supone valorar la compañía en aproximadamente 3.200 millones de €, incluyendo la caja generada en los próximos doce meses.