



Aion Investment 2023

En 2023, los mercados dejaron atrás el pesimismo que había dominado el año anterior y comenzaron a normalizarse tras el ajuste provocado por la rápida subida de los tipos de interés. Aunque la inflación empezó a moderarse, lo hizo de forma gradual, manteniendo a los bancos centrales firmes en una política monetaria todavía restrictiva. Aun así, la renta variable respondió con solidez. El **MSCI World en euros** cerró el año con una subida cercana al **+16 %**, mientras que el **S&P 500 en euros** avanzó alrededor de **+22 %**, apoyado en la fortaleza de las grandes compañías tecnológicas, que volvieron a actuar como principal motor de los índices.

El año también puso a prueba la solidez del sistema bancario. A comienzos de 2023, **Silicon Valley Bank** cerró tras una masiva retirada de depósitos y la incapacidad para absorber pérdidas en su cartera de activos, convirtiéndose en la mayor quiebra bancaria en Estados Unidos desde 2008. Poco después, **Signature Bank** fue intervenido por los reguladores y **First Republic Bank** fue adquirido por **JPMorgan Chase**, reflejando el estrés que afectó a varios bancos regionales con exposición elevada a depósitos no asegurados y riesgos asociados a los tipos de interés. En Europa, la **adquisición de Credit Suisse por parte de UBS**, respaldada por las autoridades suizas, representó un paso decisivo para preservar la estabilidad del sistema bancario europeo y mitigar posibles efectos de contagio derivados de la crisis estadounidense.

En este entorno, nuestra cartera logró una rentabilidad de **+45,8 % durante el año**, muy por encima de nuestro objetivo anual de **15 % a largo plazo**. Los principales contribuyentes fueron **Spotify**, con un avance de **+135 %**, y **Fairfax**, nuestra posición de mayor peso, que subió **+53 %**. Sin embargo, mantenemos el enfoque en el **horizonte a largo plazo**, recordando que nuestro objetivo no es maximizar los resultados de un año concreto, sino generar un crecimiento sostenido y consistente a lo largo del tiempo.

¿Qué entendemos por largo plazo?

En el mundo de las inversiones, el concepto de **largo plazo** a menudo se percibe de manera difusa. Desde Aion Investment, un horizonte de cinco años constituye un marco razonable, ya que permite **observar cómo la capacidad de generar beneficios de una empresa se consolida en el tiempo** y cómo, se refleja en el precio de sus activos. Este enfoque evita que nos dejemos llevar por las fluctuaciones del mercado a corto plazo y nos obliga a centrarnos en **la evolución real del negocio**. Analizar a largo plazo nos da perspectiva y nos ayuda a diferenciar entre movimientos pasajeros de mercado y cambios genuinos en la salud y desempeño de la compañía.

En nuestra visión, el valor de una empresa se fundamenta principalmente en su **capacidad de generar beneficios futuros**. Esto requiere un análisis detallado de su **modelo de**

negocio, su **posición financiera**, su **potencial de crecimiento**, la **previsibilidad de sus ingresos** y, lo más decisivo, la **calidad de su equipo directivo**. Al considerar todos estos factores de manera integrada, podemos construir una **aproximación del valor** de una compañía.

Otorgamos un papel central a la calidad del equipo directivo, ya que su criterio y visión influyen de manera decisiva en la creación de valor a largo plazo. Buscamos líderes con **humildad**, **visión a largo plazo**, **capacidad de aprendizaje continuo** e **integridad**, cualidades que fortalecen la cultura corporativa y decisiones alineadas con el futuro del negocio.

Una vez comprendido el negocio y estimado su valor aproximado, el siguiente paso es asegurarnos de que el precio al que cotiza sea razonable o incluso inferior a su valor. Cuando esto ocurre, las ganancias actuales del activo pueden ofrecer un rendimiento atractivo, y cualquier mejora futura en su capacidad de generar beneficios incrementará tanto esos retornos como el valor que otros estén dispuestos a pagar más adelante. En última instancia, los resultados a largo plazo dependen de **evaluar correctamente los fundamentos del activo** y de **pagar un precio adecuado por ellos**.

Cartera a 31/12/2023:

Nombre Empresa	Peso
Fairfax Financial	22.6%
Spotify Tech	15.3%
TerraVest Industries	14.9%
Monarch Cement	12.7%
CTT Systems AB	12.5%
FitLife Brands	12.5%
Apollo Global Management A	9.5%

Aunque no es lo habitual, durante el último semestre **hemos realizado varios cambios en la cartera**. La razón por la que algunas empresas ya no están no es que hayamos detectado problemas o que pensáramos que no cumplirían nuestras expectativas. De hecho, **no sería extraño volver a incluir esos nombres en el futuro**. Simplemente hemos encontrado **nuevas ideas con un potencial superior**.

Un buen ejemplo dentro de nuestras nuevas incorporaciones es **Terravest**, una compañía que ha logrado **casi un 30 % anual de rentabilidad en la última década** y que, en nuestra opinión, **aún tiene potencial para seguir generando retornos superiores al 15 % anual en los próximos años**.



Uno de los aspectos que más tranquilidad nos da en esta inversión es **la dirección de la empresa**. No solo cuenta con **un historial impresionante creando valor**, sino que además **sus incentivos están totalmente alineados con los de los accionistas**: los salarios base son modestos y **la mayor parte del patrimonio del equipo directivo está invertido en acciones de la compañía**.

Se trata de un negocio que operan en **industrias poco atractivas y con rentabilidades históricamente bajas**, cuyos principales segmentos son: **tanques de almacenamiento (58 % de los ingresos)**, **calderas y hornos industriales (22 %)** y **equipos para la industria del petróleo y gas (20 %)**.

Lo que hace que esta empresa sea una inversión atractiva es su **estrategia de roll up**, que consiste en crecer mediante la adquisición de compañías más pequeñas dentro del mismo sector e integrarlas en una **plataforma común**. La creación de valor surge al comparar estas empresas a **precios atractivos**, en torno a **10 veces beneficio**, mientras **Terravest cotiza cerca de 15 veces beneficio**. Tras **12 a 18 meses** de mejoras operativas, integración y eficiencias, el **múltiplo efectivo de adquisición** se reduce hasta aproximadamente **7 veces**, incrementando de forma significativa la **rentabilidad del capital invertido**.

Siempre me gusta hacer un **ejemplo** para explicarlo mejor. Imaginemos que **Terravest vale 100 y genera 6,66 de beneficio** (lo que implica un múltiplo de 15x) y decide **comprar una pequeña empresa por 20**, que genera un beneficio de 2, así que Terravest la está comprando a unas **10x beneficios**. Tras integrarla y mejorarla, ese beneficio sube a **2,4**.

Aquí es donde entra en juego la “magia” del modelo Terravest: esos 2,4 de beneficio pasan a valorarse al mismo múltiplo que la compañía matriz, alrededor de **15x**. De este modo, el mercado termina asignando a la empresa adquirida un valor cercano a **36**. En otras palabras, **un activo comprado por 20 pasa a valer 36**, no solo gracias a la mejora operativa, sino también por integrarse en un grupo de mayor tamaño, con más visibilidad y credibilidad ante el mercado.

Si lo combinamos todo, la operación genera aproximadamente un **16 % de creación de valor**, más un **yield adicional del 2,4 % anual** gracias al beneficio incremental. En total, la **rentabilidad estimada** de la operación se sitúa en torno al **18 % – 20 %**, una cifra notable teniendo en cuenta que este tipo de integraciones suelen completarse en un plazo de **12 a 18 meses**. A esto hay que sumar que el **negocio recurrente de Terravest aporta cada año un 6 % – 7 % adicional** de rentabilidad.

Su manera de crear valor nos lleva a preguntarnos si un **múltiplo de 15 veces beneficio** es razonable y, sobre todo, sostenible en el tiempo. La respuesta es **sí**, mientras Terravest mantenga su capacidad para **encontrar y adquirir nuevas compañías a precios atractivos**, ese múltiplo tiene sentido e incluso podría **ampliarse**.

Esto nos lleva a otra **pregunta**: ¿por qué Terravest puede comprar empresas tan baratas y qué tan sostenible es esta ventaja?

Terravest opera en sectores dominados por pequeñas compañías, muchos de ellos cíclicos, lo que abre oportunidades procedentes de vendedores que buscan liquidez o atraviesan



dificultades. Además, son sectores de crecimiento modesto y normalmente poco atractivos para el mercado. En un entorno de **tipos de interés elevados** y financiación más costosa, tanto otras compañías pequeñas como las firmas de private equity tienen menor capacidad para competir por estas operaciones, lo que permite a Terravest acceder a transacciones en condiciones **ventajosas**. Este tipo de oportunidades probablemente continuará en los próximos años, dado que se trata de un sector altamente atomizado, con cientos de **empresas familiares** todavía operando.

Otra compañía en cartera que opera en un sector tradicional, y a menudo percibido como “aburrido” es **Monarch Cement Co.**, en la que tomamos posición durante el último semestre. Monarch produce cemento y concreto premezclado de alta calidad y atiende mercados regionales en Kansas, Missouri y Des Moines, Iowa. Se mueve en una industria con **oferta limitada** y **vientos estructurales favorables**, condiciones que refuerzan su posición competitiva y consolidan su capacidad de generar valor de manera consistente a lo largo del tiempo.

Monarch Cement es una empresa verticalmente integrada con una capitalización de mercado de unos 400 millones de dólares. su **planta principal en Humboldt, Kansas** (2.000 hectáreas, capacidad para producir 1 millón de toneladas de cemento al año y reservas de materia prima para 50 años), un **terminal de cemento en Des Moines** y varias empresas de **concreto premezclado** que abastecen principalmente a Kansas y estados vecinos.

En esencia, **Monarch es una empresa familiar**. Dos familias controlan el consejo: los **Wulf** y los **Radcliff**. Walter H. Wulf III es el actual CEO y presidente, representando más de un siglo de legado familiar. La familia Radcliff también participa activamente en el consejo, combinando aproximadamente un 8 % de las acciones de capital y un 19 % de las acciones Clase B. Esta estructura asegura que los intereses de la dirección estén **alineados con los de los accionistas**.

El negocio del cemento es **intensivo en capital** y suele comportarse como una especie de monopolio local. La inversión requerida es muy alta y no resulta rentable producir cerca de plantas ya consolidadas que abastecen a una región, dado que el cemento es un producto pesado y su **transporte es muy costoso**. Esto genera una barrera natural para nuevos competidores.

Monarch ha sabido **aprovechar esta dinámica**, consolidando ventajas competitivas mediante sus **activos históricos, economías de escala** y **barreras locales**. Gracias a esto, la compañía ha logrado mejorar sus **márgenes brutos**, pasando del 21% en 2014 a más del 30 % en su última presentación de resultados.

Actualmente, las acciones cotizan alrededor de 155 USD, lo que implica unas **8–9 beneficios**. Además, la empresa mantiene un **balance sólido**, con unos 40 millones en efectivo, sin deuda y con inversiones privadas por 83 millones (aproximadamente 20 % de sus activos totales). Además, distribuye un **dividendo creciente año tras año**.

Un aspecto particular es su **estructura de acciones dual**: existen acciones de capital libremente negociables y acciones Clase B, restringidas a ciertos miembros de las familias fundadoras, que otorgan **10 votos por acción**. Las acciones de capital tienen un voto por



acción. Los accionistas Clase B pueden convertir sus acciones en acciones de capital para venderlas libremente, lo que permite que la propiedad familiar se mantenga estable o incluso aumente con el tiempo.

A diferencia de muchas empresas familiares, **Monarch ha conseguido un equilibrio entre el control familiar y la protección de los accionistas minoritarios**, garantizando que las decisiones estratégicas se tomen pensando en el beneficio de todos. Además, en su último informe anual, **Walter Wulf incluyó una nota destacando el interés de la familia en adquirir más acciones**, un gesto que refuerza la estabilidad del capital y la convicción de los directivos en la compañía.

Andres Ospina

Disclaimer: La información que comparto aquí refleja únicamente nuestra visión y forma de analizar los mercados, y no debe interpretarse en ningún caso como una recomendación personalizada ni como una invitación a comprar o vender valores. Las opiniones y ejemplos mencionados son únicamente informativos y pueden cambiar con el tiempo. Cada inversor tiene circunstancias, conocimientos, objetivos y tolerancia al riesgo diferentes, por lo que es importante contrastar esta información y, si fuese necesario, acudir a un asesor financiero regulado antes de tomar decisiones de inversión.