

## Clarus Corp: una compounder ignorada

**NOTA DEL EDITOR:** Daniel Tello, fundador y CIO de Azagala Capital, presenta su tesis de inversión sobre Clarus Corp., en *Best Ideas en Español 2019*.

\* \* \*

### Resumen

Imagina poder elegir una máquina de componer, con negocios de nicho, sin apenas deuda y con una elevada generación de caja.

Todo ello dirigido por auténticos *outsiders*, con una larga trayectoria en el sector y esa máquina de componer es tan pequeña que no llama la atención porque está en sus primeras fases.

Pues todo eso y mucho más puede llegar a ser **Clarus Corp. [CLAR]** en los próximos años.

**[00:05] MOI Global en Español:** Es un honor darles nuevamente la bienvenida a *Best Ideas en Español 2019*. En esta ocasión es un honor presentarles a Daniel Tello, fundador y director de inversiones de Azagala Capital, sociedad que asesora el fondo Esfera II Azagala. Con más de 20 años de experiencia en mercados financieros, Daniel trabajó en diferentes entidades financieras. Daniel es licenciado de administración y dirección de empresas y cuenta con un master en finanzas y otro en *value investing* y teoría del ciclo. Gracias Daniel por aceptar participar en nuestra primera edición de *Best Ideas en Español*.

**[00:43] Daniel Tello:** Gracias a ti, Ezra. Buenas tardes a todos. Para mí es un inmenso placer poder presentaros hoy a todos una idea de inversión que creo que no va a dejar a nadie indiferente. Los inversores siempre buscamos empresas baratas, pero con lo que realmente soñamos es con encontrar aquellas empresas en las que nos sentimos a gusto manteniéndolas en cartera muchos años. Y cuando digo muchos años, me refiero a diez, quince o incluso veinte años. Pues este puede ser el caso de Clarus Corp. Por la calidad de sus negocios, por la capacidad de las personas [INAUDIBLE]... incipientes de lo que puede llegar a ser. El mercado nos la ofrece a un precio muy atractivo.

Antes de comenzar a hablar de Clarus me gustaría agradecer a Ezra, que haya pensado en mí para participar en la primera edición de *Best Ideas en Español* y que pese a las siete horas de diferencia que tenemos entre Ciudad de México y Madrid me haya facilitado los horarios y los medios para poder estar hoy aquí con todos vosotros. Y por supuesto, muchas gracias a toda la comunidad inversora de MOI Global y especialmente a cada uno de vosotros, que vais a ver este video. Espero y deseo que el tiempo que me vais a dedicar os resulte tan interesante como a mí y disfrutéis, igual que yo lo voy a hacer al contaros mi visión sobre esta maravillosa empresa. Al final de la presentación podéis encontrar mi correo electrónico, o incluso si lo deseáis, podéis contactarme en LinkedIn o en Twitter y estaré encantado de hablar con vosotros sobre cualquier cosa que podáis necesitar de mí. Para llegar a comprender mejor la presentación, he preparado un pequeño índice con el contenido de lo que vamos a ver.

Primero veremos algunas pinceladas sobre la empresa, después intentaremos conocer al equipo directivo en detalle, luego pasaremos a las divisiones más importantes, como son Black Diamond y Sierra. Por último, veremos una valoración por múltiplos y cómo resultaría esa valoración por comparables sectoriales. Y si no llegamos con tiempo suficiente al final, me gustaría destacar que en

el contenido adicional podréis encontrar otras tesis de inversión sobre Clarus. Os las recomiendo porque son realmente buenas y algunos artículos y videos con muchos detalles ocultos a simple vista, pero que os ayudarán a entender mejor el valor de esta empresa.

¿Qué es Clarus? Clarus es un holding, con empresas de nicho que son líderes en muchos de sus productos y con una historia de crecimiento basada en innovación y fidelidad de sus consumidores. ¿A qué se dedica Clarus? Diseña, fabrica y vende una gama de productos que encajan con un estilo de vida enfocado a actividades al aire libre, de entre las que destacan la escalada, el esquí y el montañismo. Pero para conocer mejor el presente de algo, siempre es bueno mirar su pasado. Y estos son algunos de los hitos recientes de la historia de Clarus. He marcado en rojo tres de los hitos que son necesarios para entender el presente y el futuro de la compañía y aunque aquí no lo cuento por motivos de tiempo, la historia de Black Diamond, que es la primera compra de Clarus en 2010; la historia de Black Diamond es preciosa, ya que nace en los años 50 de ensueño, como todo lo que hacen los emprendedores. Pero la realidad es que el sueño se convierte en una pesadilla a finales de los 80, con una bancarrota y un *management* buyout posterior, pero liderado por una figura decisiva, la figura de Peter Metcalf, que es clave en la supervivencia y en el crecimiento posterior de Black Diamond y cuya relevancia ha sido eclipsada desde la llegada de John Walbrecht en 2016. Por repasar algunos detalles de Clarus, una de las primeras personas que se fija en Clarus es Warren Kanders, en 2002 aterriza en la compañía y es una compañía que dispone de muchísima liquidez y hasta US\$200 millones en bases imponibles negativas [NOLs]. Pero hasta 2002 aterriza y hasta 2010 no inician las compras de Black Diamond por US\$90 millones y Gregory Mountain US\$45 millones.

Para que veáis qué tipo o qué calidad de *management* tenemos en Clarus, cuatro años después hacen la venta de Gregory con un beneficio de US\$40 millones; dos años después llega John Walbrecht a la compañía. Llegará el momento que sean capaces de explicaros qué peso y qué importancia tiene John Walbrecht, que llega como presidente de la división de equipamiento, de Black Diamond y unos meses después es nombrado presidente. Un año después tenemos la compra de Sierra. ¿Por qué es importante Sierra? Porque es un negocio que tiene unos márgenes del 30% y por el que pagan aproximadamente 6 veces EBITDA; es un negocio que convierte el 95% del dinero que genera en caja. Y un año después, en 2018 es cuando empieza a emerger el valor de la compañía, no solo por los incrementos en venta, no solo por los incrementos en márgenes, sino porque el *management* pone en práctica una serie de decisiones que llevan a que se refleje el valor de la cotización, como establecer un dividendo regular, ejecutar recompras de acciones, incluso firmar una nueva línea de financiación, por US\$100 millones ampliarla en US\$50 millones más en el caso de que se necesite para hacer adquisiciones.

Ya hemos visto qué es Clarus, pero, ¿qué compone Clarus? Clarus lo componen *super-fan brands* ¿y qué son *super-fan brands*? Son marcas muy fieles por sus clientes, con lo que les permite tener unos márgenes superiores a los de la competencia. ¿Y qué marcas son? Básicamente Black Diamond y Sierra. Aquí he integrado Pieps y SKINourishment, que son marcas mucho más pequeñas: Pieps la compraron por US\$10 millones, Skinourishment la compraron por US\$1 millón y las he integrado dentro de Black Diamond porque Pieps todo lo que hace está enfocado a la seguridad y el equipamiento de seguridad dentro del esquí, por lo que perfectamente podría ir a la división de esquí de Black Diamond; y SKINourishment apenas tiene relevancia hoy en día. Concretamente, hace unos días, han fichado a una persona con muchísima relevancia y han creado una nueva división enfocada a todo lo que tenga que ver con el cuidado de la piel y con los complementos alimenticios 100% naturales. Espero muchas cosas muy buenas en el futuro, pero al día de hoy es tan pequeño que no tiene ninguna visibilidad, por eso no he querido darle importancia, con lo que tendríamos la parte de Black Diamond, que supone un 85% de las ventas y la parte de Sierra que es un 15% de las ventas.

Para ver la evolución, pues tenemos en 2016 US\$148 millones; en 2017 US\$170 millones. Es verdad que aquí por primera vez se incluye la compra de Sierra, aunque representa muy poquito, no llega ni a

US\$6 millones, y ya en 2018 está totalmente integrada Sierra con los US\$35-36 millones. Y siempre que le hablo a alguien de esta empresa, las siguientes preguntas son: ¿Cuál es el precio de cotización? Aproximadamente US\$12, el viernes cerró a US\$11.30, y la mayoría de la gente me suele decir lo mismo: «Está muy cara». Yo no sé si es porque calcularan el PER, pero, esto me ha llevado a hacer esta *slide*. Puede ser interesante algo a PER 32 y siempre que me dicen que esta empresa está cara, me gusta darles una serie de argumentos y de motivos para reflexionar sobre si está cara o no. Uno de ellos es que Warren Kanders y John Walbrecht, presidente y CEO, son auténticos *outsiders* como veremos más adelante y no solo vamos a ver qué incidencia tienen en el futuro de la compañía, sino cómo han llegado, qué han hecho antes de llegar a la compañía y por qué les considero *outsiders*. Hay una inteligente gestión del capital, lo hemos visto: Recompras a US\$8 por acción, cuando el *management* ha visto que el mercado no estaba reconociendo el valor de la compañía. Clarus tiene vigentes más de US\$140 millones de bases imponibles negativas. Comienzan a vencer en 2021, la parte más grande es 2022 y siguen años adelante con lo que tenemos una fuente extra de rentabilidad. El balance está muy fuerte, sin apenas deuda, no llega ni a US\$15 millones, es la mitad de un EBITDA del año que viene y está preparado para aprovechar oportunidades de adquisición. El holding genera normalmente US\$0.5 por acción de flujo de caja libre y para 2019 debería ser 20-25% más.

Black Diamond lleva creciendo a doble dígito desde 1989 y lo normal es que lo siga haciendo como vamos a ver después. El mercado todavía no cree el impacto que tiene la división de ropa de calzado. ¿Por qué? Porque son negocios muy jóvenes para Black Diamond. El calzado empezó el año pasado y la ropa un año antes. Apenas representan un 10% de los ingresos en las ventas totales de la compañía, pero [INAUDIBLE] los márgenes de esas nuevas divisiones son del 45 y del 60%, con lo que van a tener mucho impacto no solo en la parte alta de la cuenta de resultados, sino también abajo. Y el mercado todavía no cree el impacto que tiene Sierra. Lo explicaremos con mucho más detalle más adelante. Por tanto, la empresa, en mi opinión, puede hacer 1€ de beneficio por acción en 2020 con lo que, en mi opinión, está a PER 11, no a PER 32.

Respecto al equipo directivo: la plantilla de Black Diamond la forman más de quinientas personas, han ido creciendo de manera progresiva los últimos años, pero desde 2016 tienen esta estructura de presidente, CEO y CFO. El presidente, Warren Kanders, tiene 61 años y está en la compañía, como hemos dicho antes, desde 2002 y es el máximo accionista, con casi un 22% del accionariado. En sus inicios fue banquero de inversión en Morgan Stanley en el departamento de fusiones y adquisiciones. ¿Y qué trayectoria ha seguido? Pues vamos a ver cómo es un buen inversor. A inicios de los noventa ya había dejado su aventura en banca de inversión y había trabajado para uno de los millonarios más importantes que hay en Canadá; comenzó a invertir en el sector de óptica y tras unos años de compras de puntos de venta, decidió vendérsela a Essilor —Essilor hoy es parte de Luxottica—. Con los US\$30 millones que ganó con esa operación, utilizó un 10% para comprar una empresa que se llamaba Armor Holdings. Armor Holdings en ese momento apenas vendía US\$8-10 millones. Desde 1996, que fue presidente, hasta su venta posterior a BAE Systems, en 2007, los accionistas que acompañaron a Warren Kanders multiplicaron por más de 100 veces su inversión inicial. Con lo que es un empresario, es un inversor y es una persona que no tiene prisa por descubrir el valor de las cosas.

Como podemos ver en Clarus, desde su llegada en 2002, Clarus tenía una posición en gente de liquidez y más de US\$200 millones en esos momentos de bases imponibles negativas. Las primeras compras de empresas, como hemos visto antes, Black Diamond y Gregory, no llegaron hasta después de la crisis de 2008. ¿Casualidad que fuera después de la crisis? No, no lo creo. Hay veces que es importante saber esperar al momento adecuado, y Warren Kanders sabe hacerlo. Y un buen ejemplo de la adecuada gestión de capital, lo que hemos comentado antes de la compra de Gregory y la venta cuatro años después con US\$40 millones de beneficio. Conjuntamente con el resto del consejo y con el *management*, tienen control sobre casi el 27% de las acciones de la compañía.

El CEO es John Walbrecht, lleva la compañía desde 2016, que le nombraron en sustitución de Metcalf

como presidente de Black Diamond y posteriormente, en 2017, premiando la labor y el éxito de las acciones que él había llevado a cabo, le nombraron CEO de Clarus, sólo por debajo de Kandors. Mi mejor manera de definir su trayectoria anterior a Clarus es con esta frase: «John Walbrecht es una historia de éxito». Una historia de éxito, ¿por qué? Porque John Walbrecht llega a una marca desconocida de equipamiento de esquí, como Spider, la coje con US\$6 millones en ventas, la deja con US\$135 millones en ventas. ¿Por qué es una historia de éxito? Porque llega a una empresa regional como Doctor Martins o Timberland y cuando él las deja son multinacionales conocidas en todo el mundo. O cuando le fichó Columbia, cómo le definieron, justo antes de ser fichado por Black Diamond, el presidente de Columbia decía de él que Walbrecht ha sido el auténtico líder en la industria de aire libre los últimos diecisiete años. Si añadimos todos, es un directivo con más de veinticinco años de experiencia, pero, sobre todo, con más de veinticinco años de éxitos, uno tras otro. Como podemos ver en este gráfico, es el artífice del cambio de rumbo que necesitaba la compañía. 2015-2016 mostraba síntomas de agotamiento y desde la llegada de John Walbrecht se recuperan las ventas. Así que recomiendo a todo el mundo que vea este video que he dejado aquí, que os garantizo que no os va a dejar indiferentes, es un tesoro sobre el liderazgo, sobre estrategia, sobre gestión de equipos y sobre cultura empresarial. En este video tendréis una de las mejores frases que yo le he oído a él: «la cultura de una compañía dice más acerca de lo que conseguirá, que de lo que hace esa empresa».

Y Aaron Kuehne es el menos conocido, pero está con Walbrecht en todas las presentaciones de resultados, algunas preguntas más difíciles sobre *guidance*, sobre márgenes, las contesta él directamente y a mí me gusta mucho porque empezó en la compañía en un puesto intermedio y poco a poco, con todos los diferentes CEO que ha habido, ha ido asumiendo cada vez más responsabilidad. Yo le defino como el dueño de la sala de máquinas.

Pues vamos a ver un poco las divisiones de Clarus más importantes: Black Diamond y Sierra. Me gusta mucho esta foto, me gusta mucho esta foto porque representa muchas de las cosas que es Black Diamond, Black Diamond es equipamiento; es equipamiento novedoso y esta foto es una manera diferente de comunicar ese equipamiento. Están haciendo escalada; no es un sitio fácil para el que estar, pero el tipo de equipamiento, la ropa, los accesorios que llevan de Black Diamond, les ayuda mucho. ¿Qué os puedo contar de Black Diamond? Es una compañía fundada en 1957 por el dueño de Patagonia y como hemos visto, se dedica a la fabricación y ventas de equipo, ropa y calzado para escalada; montaña, esquí; cualquier tipo de actividades al aire libre. El crecimiento medio en las ventas fue del 12% desde 1989, que es la fecha del *management buyout*, después de salir del Chapter 11, de Peter Metcalf, hasta 2015, que es cuando es evidente que la empresa necesita un cambio. Ese cambio se produce, como hemos visto, con la llegada de John Walbrecht en 2016 y establecen tres objetivos hoy cumplidos. Primer objetivo, crecimiento de las marcas, basada en la innovación, mejora de procesos de ejecución y marketing disruptivo. Es evidente que el crecimiento de las marcas, esto es sólo Black Diamond, no tiene en cuenta el impacto de Sierra. Es evidente que el crecimiento está conseguido. Ahora veremos cómo lo han hecho. La mejora de la rentabilidad, incrementando en margen bruto y el apalancamiento operativo; está conseguido, ahora más adelante lo veremos también. Y el uso de capital para mejorar el crecimiento para mejorar el entorno de los accionistas; también lo veremos, pero ya hemos adelantado anteriormente que todo parte de 2018, donde se ponen en práctica recompras de acciones, un dividendo regular, etcétera. Pero todo esto, todo este cambio está basado en una estrategia. John Walbrecht la define: *innovate and accelerate*. Nosotros la hemos traducido al castellano: *innovar y crecer*.

¿Cómo se innova para crecer? Pues, lo primero, con nuevos productos. Black Diamond lanza al mercado 715 nuevos productos en cuatro años. ¿Qué es un nuevo producto? Pues un nuevo producto es una lámpara de cabeza de las que Black Diamond vende 3 millones de unidades al año, de diferentes precios, y se le ocurre sacar una recargable porque todas duran con pilas. Este es un nuevo producto, pero tiene muchísimos más y este es el ritmo de nuevos productos desde la llegada de John

Walbrecht. Cincuenta en 2017, el doble en 2018; dos veces y media respecto al año anterior en 2019; y en 2020 treientos lanzamientos, récord absoluto.

¿Y qué es más innovar y crecer? Cada vez que innovas registras patentes. ¿Cuántas patentes tiene Black Diamond? Más de 200 patentes. Y esto es poco, pues comparándolo con una empresa competidora muchísimo más grande, como es Under Armour, que vende US\$5 mil millones, 22 veces más. Vemos en su página web que Under Armour sólo tiene 100 patentes. Hay patentes que son más importantes y otras menos. Esta es una de las zapatillas de escalada, se nota que está nueva porque está completamente recta, más exitosas que ha lanzado en su corta carrera Black Diamond. Ahora mismo el mercado está dominado por La Sportiva, pero Black Diamond poco a poco, poco a poco, va captando cuota de mercado; y aquí tenemos bueno, más de 500 productos en más de 500 premios a la innovación y a diferentes productos y estos son sólo en los últimos tres años.

¿Y qué más es innovar y crecer? Pues fichar mucho talento. Como os he dicho antes, la plantilla de Clarus la componen 500 personas, Black Diamond tiene la mayoría y dentro de la plantilla el año pasado había 61 ingenieros, un año después hay 71, con lo que el 15% de la plantilla son ingenieros con una única misión, innovar. Y siguen fichando gente, ¿de dónde? De Nike, de Giro, de Patagonia, de Cabela's, de Skullcandy, de Tesla, de Avatech.... Fichan talento allí donde está.

Hay una cosa que me gusta mucho destacar y es cómo se invierte en investigación y desarrollo. Empresas como Adidas, con US\$21 mil millones; o Puma con US\$4,700 millones, gastan o invierten un 0,7% y un 1,2% en I + D sobre las ventas. Black Diamond, es verdad, que vende mucho menos, pero en porcentaje gasta muchísimo más. Salvando las distancias, la empresa del sector que más invierte en I + D y que más patentes tiene es Nike. Con eso no estoy diciendo que Black Diamond se vaya a convertir en Nike, pero ese es el camino a seguir. ¿Y en qué se demuestra la innovación? Pues en sacar al mercado una cazadora para hacer *running*, para hacer escalada, para hacer montañismo; actividades al aire libre, que es impermeable y cortavientos. Pero es que es la cazadora más ligera del mundo, con solo 48 gramos. Por ponerlo en comparación, un reloj pesa 150-200 gramos; si es un Rolex de oro pesará un poco más, pero una vez que estás escalando, lo que te importa es el peso. Y adicionalmente, si te protege del frío y del aire, es mucho mejor llevar en un bolsillo, porque esta cazadora cabe en un bolsillo, una cazadora que tenga estas utilidades por US\$160, antes que un Rolex de oro, que está muy bien, pero que no sirve mucho cuando estás escalando.

La segunda parte de los objetivos de John Walbrecht es a la mejora de la rentabilidad. ¿Cómo lo vemos? Pues lo vemos con un crecimiento en venta desde 2016 hasta 2019, hasta junio de un 49%. Vende casi un 50% más y han pasado de tener una rentabilidad negativa del -2% al 12%. ¿Cómo? Innovar para crecer. Y la tercera parte, el correcto uso de capital y la mejora del retorno a los accionistas. ¿Y eso cómo lo han llevado a cabo? Con la compra de Sierra, que veremos más adelante. Recompras, han gastado casi US\$17 millones, de un total de US\$30 millones en recompras, con lo que todavía les quedan US\$13,5 millones libres; compraron 417 mil acciones a un precio medio de US\$8 y dan un dividendo anual, es algo representativo. No nos supone una gran rentabilidad. La deuda neta, US\$14,7 millones: tienen hasta US\$150 millones de línea de crédito en el caso de que se necesitara por una potencial compra, que siempre puede estar ahí, pero yo creo que no van a tener prisa ni se van a equivocar ni en qué compran ni en el precio y siguen teniendo más de US\$140 millones de bases disponibles en negativas para generar esta rentabilidad.

¿Y esa estrategia de innovar y crecer qué tiene a continuación? Pues tiene el uso de marketing disruptivo. No hay mejor manera de hacer marketing disruptivo que generar imagen de marca precisamente con algunos de los mejores atletas de los deportes de nicho a los que te dedicas. Dos de ellos son Adam Ondra y Alex Honnold. Adam es reconocido como el mejor escalador del mundo; ha ganado varias veces el campeonato mundial y está preparando su participación, si se clasifica, que parece que sí, para Tokio 2020, que por primera vez en la historia la escalada será deporte olímpico. Y

Alex Honnold es uno de los escaladores más conocidos del mundo; es un tío que escala bajo una modalidad que no usa ni cuerda, ni protecciones, absolutamente nada. Ha sido entrevistado por *60 Minutes*, por *The New York Times*, ha sido portada de *National Geographic* y ha participado en películas nominadas al Emmy y un documental ganador del Oscar como *Free Solo*.

Me gustaría poner este video para que veáis exactamente qué es Black Diamond. Black Diamond es innovación y es comunicación de ese tipo de productos innovadores que saca al mercado y que poco a poco le va ganando cuota del mercado a sus competidores. Sus competidores principales... tiene más de 100 competidores, pero sus competidores principales son por filosofía, por producto, son Patagonia, que hace 4 veces más ventas que Black Diamond; y North Face, que es un bicharraco de 10 veces ventas. Voy a poner este video para que veáis qué es Black Diamond.

[INAUDIBLE] sector donde en teoría está todo inventado, pues tienes una mochila con un airbag para protegerte de las avalanchas, si te quedas incomunicado tienes una parte de una reserva de aire; es reutilizable, es recargable y no es cara.

Pues vamos a ver la segunda parte importante del holding. Sierra, la compran en 2017 por US\$79 millones, pagan 6 veces EBITDA y vamos a ver un poco la historia de Sierra. Sierra es una historia de tradición y es una tradición de precisión. Como podéis intuir, se dedica al tiro deportivo; está fundada en California en 1947 y desde hace muchísimos años cuenta con el favor de los tiradores de precisión americanos. Sierra tiene una cuota de mercado de más de 40% entre los tiradores de precisión. Con posterioridad desde 1990 sus instalaciones se cambiaron de California a Misuri. En lo nuevo de todo ello, destaca la construcción y el uso de una galería de tiro para probar la precisión, la velocidad, el coeficiente balístico de las balas que fabrica, en una galería, como decía, de 300 metros bajo tierra, que es la mayor que existe de propiedad privada. Como os decía, bueno, se compra por Clarus en 2017, ¿por qué? Porque ven que es un negocio con una generación de caja muy alta, apenas tiene CAPEX de mantenimiento y lo que sí tiene son muchas oportunidades de crecimiento basados en una estrategia ya probada en Black Diamond: innovación y crecimiento. ¿Por qué nos gusta tanto el negocio de Sierra? Pues porque tiene un FCF Conversion del 95%. Durante 10 años ha tenido un margen bruto en torno de 42% de media; los gastos de estructura están en torno del 10%-12 y el EBITDA está por encima del 30%.

Por ver un poco más en detalle qué compone Sierra. Sierra en 2018 vendió 215 millones de balas. El precio medio de venta de cada bala está entre US\$0.16-0.18 céntimos por unidad. Sus mercados principales son un 50% para el mercado de recarga. ¿Qué es el mercado de recarga? Tiradores profesionales, tiradores amateurs que disfrutan con el tiro deportivo de larga distancia; compran las puntas, es decir, las balas, las puntas, no la munición entera a Sierra y ellos mismos en su taller, en su casa, su hobby es fabricar la munición con su carga correspondiente de pólvora, etcétera... para hacer tiro deportivo. Y el otro 50% restante de las unidades que vende Sierra al año al mismo precio, a US\$0.18 céntimos la unidad se la vende, recordad, las puntas, a otros fabricantes de munición que se encargan de ensamblar la munición; punta con el casquillo, la bala ya es munición y la venden al mercado. Con sus nombres saco federal, pero, con la marca registrada de Sierra. Y esto es importante por lo que vamos a ver después. Por tanto, si multiplicamos US\$215 millones por el precio medio de venta, nos da un intervalo de ventas todos los años entre US\$33-38 millones. Este año, Sierra va a vender algo menos. El sector de munición, el sector de armamento no está creciendo, lo está pasando no muy bien y este año Sierra respecto al año anterior caerá ante un 8%-12, es decir, de US\$35 millones se irá a unos US\$30 millones. El año que viene, 2020 es año electoral en Estados Unidos. Hasta ahora, siempre que ha habido año electoral en Estados Unidos, ha habido cifras e incrementos de ventas récord de munición y de armas en Estados Unidos.

¿Por qué creemos que hay valor oculto en Sierra? En 2018, John Walbrecht y su equipo decidió sacar a mercado nuevos calibres de munición. No es nada nuevo, sino que, ellos, anteriormente vendían

puntas y ahora venden balas. Anteriormente vendían puntas y ahora venden la bala completa. ¿Qué significa esto? Que automáticamente, a medida que vayan trasladando ventas de puntas a bala, van a pasar a ingresar US\$0.16-0.18 céntimos por unidad a US\$1. Un dólar es la parte más conservadora de la horquilla de precios. La horquilla está entre US\$1.20, US\$1.40, US\$1.50, incluso US\$2 por bala. Pero con uno, el efecto es demasiado grande para tener que pensar en ampliarlo. Así que es cuestión de tiempo, que el impacto de la nueva línea de negocios se traslade a la parte alta de la cuenta de resultados. También a la parte baja, pero principalmente a la parte alta. Esta parte es importante. Recordad que el 50% de las ventas de balas, US\$107 millones la realizan fabricantes de munición bajo su nombre, pero con el logotipo de Sierra, con lo que los clientes ya conocen la marca y el producto. Esto es una publicidad de saco. En la parte de abajo, aquí, tenéis el logotipo y la marca registrada de Sierra y esto son ventas de Federal, otro fabricante de balas. Aquí abajo también tenéis el logotipo de Sierra, con lo que el cliente, el consumidor final ya está acostumbrado a pagar ese US\$1, US\$1.50, US\$2 por cada bala. Una caja de balas son veinte; perfectamente pagan US\$30, US\$35, US\$40 por una caja de veinte balas. Ya las está pagando, pero si las está pagando a Federal y a saco por un producto que lleva el logotipo y la marca de Sierra, con lo que Sierra este año ya tiene ocho calibres de munición en mercado y poco a poco irá trasladando ventas de US\$0.16-0.18 a un dólar. Imaginad el impacto que tiene cuando tú eres capaz de multiplicar una parte de tus ventas por siete sin incrementar en exceso los costes, manteniendo los márgenes.

Pues vamos a ver la valoración. Estimamos un precio objetivo de US\$20 dólares. ¿Por qué? Nos hemos planteado una serie de supuestos para normalizar en unos años y respecto a Black Diamond, el crecimiento en ventas anuales, que lo hemos estimado que siga a ritmo de doble dígito, entre 10-15%. Pero es que lo que ha estado haciendo hasta ahora. Si tú analizas desde 2016 el equipamiento de Black Diamond está creciendo entre un 4-6% y lo que le ha llevado a crecer más de a doble dígito es la incorporación de la ropa dos años antes y el calzado hace un año. Que tiene sólo representando un 10%, le incrementan las ventas hasta irse a doble dígito. Así que, crecimiento en ventas o no, como venía creciendo hasta ahora, pero mejora de márgenes por el mayor peso de las divisiones de ropa y calzado. Ahora representan un 10% de las ventas que tienen márgenes muy superiores al de equipamiento. Vienen con márgenes de un 45-60%. ¿Cómo lo van a hacer? Exactamente igual que lo han hecho hasta ahora: innovación y crecimiento. 71 ingenieros, un 5% del gasto en ventas en I + D, 200 patentes y un grupo muy fuerte de atletas de entre los que destacan los más importantes del mundo promocionando activamente los productos de Black Diamond. Y respecto a Sierra, pues recuperación de ventas de este año. Este año hará US\$29, US\$30, US\$31 millones. A partir del año que viene, coincidiendo con el año electoral en Estados Unidos, lo normal es que recuperen ventas y recuperen márgenes y si no es por ese factor externo, va a ser por aplicar la misma estrategia que ha aplicado John Walbrecht en Black Diamond, innovación y crecimiento. Han contratado 75 personal de [INAUDIBLE] para Sierra porque no tenían prácticamente equipo de ventas, la mayoría de las ventas las hacen en Estados Unidos; no hacen muchas ventas fuera de Estados Unidos. En Black Diamond 50% de ventas son domésticas, 50% son fuera, pero las que tienen margen están fuera. Eso mismo van a hacer con Sierra poco a poco en los próximos años.

Y luego adicionalmente, creemos que va a tener un mayor peso del canal *direct-to-consumer* (DTC), su página web es muy fácil, muy intuitiva, se puede comprar muy bien con gastos de envío gratuito, entonces creemos que cada vez va a tener más peso la venta online directa de sus productos y menor dependencia de los *retailers*. Que al final me gasto menos si ingreso con márgenes más altos. Por tanto, nos parece muy razonable para una empresa que crece, aplicarle un múltiplo de 15 veces. Por contextualizarlo, aquí tenemos las ventas de Black Diamond, 2010 y hasta el último ejercicio cerrado. Este año 2019 hará como US\$225-230 millones, un crecimiento del 15% en Black Diamond y una caída del 10-12% en Sierra en el ejercicio normalizado para que no afecte absolutamente nada en unos años. Esto no es más que aplicar la misa media que ha venido creciendo, aquí aplicamos un incremento de ventas por recuperación del mercado tradicional de balas y por el incremento de trasladar balas a

munición, que supone 7 veces más de ingresos. La recuperación de los márgenes de Black Diamond viene porque cada vez van a ir cogiendo más peso.

Como os he dicho antes, la parte de ropa y de calzado deportivo que tiene márgenes de 45-60%, muy por encima de los de equipamiento, y estos son márgenes normales de Sierra que ha tenido, por ejemplo, en el primer trimestre de este año. Esto también aprovechamos un poco el apalancamiento operativo que se pueda generar y nos lleva a que esto es lo que va a generar de caja por acción con estos supuestos; en EBITDA con este CAPEX y respecto a una cotización de US\$11,13 dólares que cerró el viernes y un precio objetivo de US\$20.23 nos sale un *upside* del 79%. Por completar un poco más la valoración nos hemos cogido un informe sectorial. Y es verdad que Clarus actualmente se ve como una empresa de equipamiento, pero, a medida que las divisiones de ropa y de calzado asuman más protagonismo, vuelvo a repetir, que ahora sólo suponen un 10% de las ventas, tendremos que dejar de ver Clarus como una empresa de equipamiento a como una empresa activa que tiene más cosas. Como vemos aquí, tenemos la parte de calzado, Nike, Adidas y la parte de ropa. pues hemos cogido como comparables el promedio de ventas 1.84 y de EBITDA 16.2 y la parte de ropa 2.5 veces ventas y 13% EBITDA. Esto aplicado al normalizado de Clarus nos lleva a: si su comparable es 1,8 veces ventas, el mercado la debería valorar en US\$18.87, 67% de *upside*; y en la parte de calzado, que el mercado valora 16 veces EBITDA, el normalizado de Clarus debería valer US\$24.85 en un 120% de *upside*. Y esta parte es exactamente igual, pero hemos usado comparables del promedio de los comparables sectoriales de la parte de ropa. A 2.5 ventas, Clarus debería valer para el mercado US\$26.21, 132% de *upside* respecto al precio de cierre del viernes y a 13 veces EBITDA, debería el mercado valorarla a US\$20.19, lo que supondría casi un 80% de *upside*.

Y ya para acabar, como contenido adicional, hemos incluido dos tesis de inversión muy buenas. Como os decía antes de Dan Roller, que es el gestor de Maran Capital y de Mike Berner, que está en *Seeking Alpha*. Y luego una serie de noticias que o bien detallan la historia del antiguo CEO, de Peter Metcalf, que era escalador y comparaba todo el proceso de *turnaround* que tuvo que sufrir en Black Diamond en la época del antiguo fundador con lo que él se encontraba cuando escalaba una montaña —es un artículo precioso, lo pongo en primer lugar, no dejéis de leerlo—, pero para que veáis esa historia, el hombre le fichan en los años 60, el antiguo fundador de Black Diamond; cuando él llega prácticamente no hay casi personas trabajando allí y la empresa factura un millón. Unos años después consigue que la empresa multiplique por siete la facturación y se da cuenta que Yvon Chouinard, el dueño de Patagonia, quiere liquidar completamente la compañía y despedir a prácticamente todas las personas que estaban en ese momento. Es joven, no tiene dinero, pero en un momento determinado ve la oportunidad, la ve en un Chapter 11 y decide ejecutar junto con una serie de inversores un *management buyout*; compra la compañía y él cuenta lo difícil que es sacar adelante una compañía con el estigma del Chapter 11. Prácticamente no te dan financiación los bancos, estaban buscando una línea de crédito de casi US\$2 millones... buscaban capital. Pues es un poco la figura olvidada de Black Diamond porque al final, bueno, no era capaz de llevar a la empresa en año 2015-2016 a las cuotas que se esperaban, pero por eso se fichó a John Walbrecht. Y luego aquí tenéis, hago un video que me gusta muchísimo, por favor no dejéis de ver el video de John Walbrecht sobre la cultura empresarial.

Vais a ver una cosa que a mí me preocupaba mucho es que John Walbrecht venía de Columbia y aparece en Utah y digo, ¿qué hace John Walbrecht con el currículum que tiene en una empresa en Salt Lake City en Utah? Y ese video a mí me da tranquilidad porque en él cuenta, entre otras muchas cosas, que todos los días que sale a trabajar pasa por la primera casa que tuvo, con la que luego se convirtió en su esposa, en ese momento y que sus hijos estudian en Utah. O sea que un tío con 51 años ya es un *back to basis* que ha ganado mucho dinero, Clarus le paga muy bien, pero también se lo gana. Ya es un *back to basis* con lo que no me preocupa. Hay un hito y es que le vence el contrato en diciembre de 2020, por lo que habrá que estar atento igual que hay que estar atentos a muchas de las cosas que nos va a deparar la empresa en 2020 porque muchas de las decisiones que han tomado el

año pasado y este año no se van a ver hasta [INAUDIBLE].

Y de los videos me gustaría que vierais uno de Black Diamond, dura siete minutos y está hecho por empleados y por atletas de Black Diamond. Es alucinante ver cómo trabajan frikis, auténticos frikis de la escalada, del montañismo y del esquí en esa empresa. Y ellos no lo ven como un trabajo porque ellos tienen la suerte de tener el sitio perfecto para diseñar los productos que ellos necesitan para su hobby, por lo que no lo ven como un trabajo. Por eso me gustaría que, si tenéis que dedicar algo de tiempo, se lo dedicáis a esta parte que os va a gustar mucho. Y nada más, sólo darles las gracias: ha sido un placer poder estar con vosotros aquí. Muchísimas gracias por dedicarme vuestro tiempo, espero que os haya gustado y que os haya merecido la pena dedicar este tiempo a ver el video y aquí tenéis en LinkedIn o en Twitter, ponéis Daniel Tello Rivero y ahí me podréis contactar; o directamente en el correo electrónico del fondo, estoy a vuestra disposición. Y muchísimas gracias y sed felices.

**[50:14] MOI Global:** Gracias, Daniel. Oye, una pregunta. Bueno, un par. Cuéntanos un poco más sobre el... ahora que lo acabas de mencionar en la diapositiva anterior, sobre las compensaciones que reciben estos tres directivos, ¿no?

**[50:29] Tello:** Sí, son los tres que más ganan. Tienen una parte de salario fijo, tienen otra parte de variable y tienen otra parte de *stock option* que las van ejecutando. Más o menos están en un poquito por encima de los US\$2 millones Walbrecht y Aaron; y un poquito por debajo Kandors. Lo que pasa es que Kandors, lógicamente tiene un peso mucho más significativo en la parte de las opciones. Pero vamos, parte de las opciones las tienen por encima de los precios de cotización de ahora, con lo que es un tema que no me preocupa.

**[50:14] MOI Global:** Y también regresando al tema de los directivos, especialmente con John; bueno, ya ves que ellos su plan es innovar y crecer, ¿no? Están invirtiendo mucho en R&D, entonces como tanto los planes y lo que tú opinas, ¿cómo crees que se vería la compañía dentro de cinco a diez años?

**[51:35] Tello:** El objetivo de la compañía es duplicar ventas en cinco años. A mí me parece muy ambicioso, pero no es descabellado. Tú ten en cuenta que ellos están aquí, es el número tres en muchas cosas después de Patagonia y después de North Face. Pero es que hay mucha diferencia. Es que Patagonia es que es cuatro veces Black Diamond. Entonces, siguen ganando cuota de mercado con su estrategia. En muchos de los productos tienen cuotas de mercado del 60-70%, como hemos visto de las lámparas que venden más de 3 millones de unidades; y sin hacer ruido, al empezar desde tan abajo y ser tan pequeños no es difícil que se planteen US\$400-500 millones de ventas de una manera orgánica, de una manera natural... si además hay valor oculto como hemos visto en Sierra. Es que no hay muchos productos donde tú actualmente estés vendiendo *stock* por US\$0.18 céntimos, pero tengas la tecnología, tengas los clientes, tengas la marca, el desarrollo comercial. Para el momento que haces así, lo multiplicas por siete su precio y Sierra representa muy poco tamaño dentro de una empresa pequeña. Sierra representa entre US\$35-40 millones en una empresa que en total ha sido 230. Pero es que el mercado de munición, sólo en Estados Unidos, son US\$2 mil millones que salen en munición de armas. O sea, es un mercado de 2 *billions*. Con lo que estamos hablando de una cosita de us\$40 millones en un mercado gigantesco. Entonces perfectamente pueden duplicar sin hacer apenas ruido. Sí puede ser, eh, sí puede ser.

**[50:14] MOI Global:** Lo que habías comentado, que Sierra... en la industria está disminuyendo la compra de munición y como está Clarus invirtiendo en I+D, ¿tienen más planes de, por ejemplo, seguir invirtiendo más en Sierra o seguir adquiriendo otro tipo de compañías para, por ejemplo, que ayuden para la I+D tanto de Black Diamond como de Sierra?

**[54:11] Tello:** Ellos constantemente lo dicen, están mirando, están mirando, están mirando. Pero yo creo que no se van a equivocar. Te voy a contar un caso que no sé si lo detallamos exactamente en la

presentación. Clarus con Kanders tarda ocho años en sacar el dinero. Desde que llegó 2002, hasta 2010, tarda ocho años teniendo mucho dinero la compañía, esperando el momento adecuado, las empresas adecuadas y el precio adecuado. Entonces ellos lo dicen, miran mucho, pero no se quieren equivocar. ¿Qué están buscando? Están buscando *super fan brands*. Entonces, tiene que llegar una marca que tenga un prestigio y que tenga una de sus características por las que ellos la denominan *super fan brand*. Y si llega esa marca y les genera valor dentro del sector en el que ellos se mueven y el precio es adecuado, la comprarán. Esa también es una manera de crecer. Kanders en Armour Holdings empezó en 1996 con US\$10 millones y era una máquina de comprar empresas hasta llegar a US\$2,400-2,500 millones en 2007. Aquí lleva otra velocidad, lleva otro ritmo; pero si sale una oportunidad lo van a hacer. Pero insisto, esa parte no es tan importante, la parte de la innovación sí. Y en un sector como el de munición con Sierra, que prácticamente no tenías fuerza de ventas, han hecho también acuerdos con lobbies de opinión locales para generar más opinión y más impacto en las ventas de Sierra. Pero tienes valor oculto porque vas a poder vender algo que ya estás vendiendo por 7 veces más. Y es que eso te ayuda mucho a seguir generando dinero para invertir en otras cosas y seguir creciendo. Es que es un negocio que tiene... no sé qué decirte, un 2, un 2.3, un 2.5 de R&D. Tampoco te vas a volver loco porque, afortunadamente, son balas, no es Black Diamond.

**[50:14] MOI Global:** Ok, Daniel, pues muchas gracias.

**[56:35] Tello:** Gracias a ti.

\* \* \*

#### *Acerca del conferencista*

Daniel Tello es fundador y Director de Inversiones de Azagala Capital, sociedad que asesora el fondo ESFERA II AZAGALA. Con más de 20 años de experiencia en mercados financieros donde trabajó en diferentes entidades financieras, Daniel es licenciado en Administración y Dirección de Empresas y cuenta con un Máster en Finanzas y otro en Value Investing y Teoría del Ciclo.

*¿Tienes preguntas y/o dudas sobre esta presentación o te gustaría recibir las cartas del instructor?*

Envía un correo electrónico a Daniel a [azagalafund@gmail.com](mailto:azagalafund@gmail.com) (el instructor apreciará si proporcionas algunas líneas sobre tu trayectoria y formación en el mensaje).