

Resumen BIE 2020: Miquel y Costas

NOTA DEL EDITOR: *Este es un resumen de la tesis de inversión que será presentada en Best Ideas en Español 2020.*

* * *

Miquel y Costas [BME: MCM] es una pequeña compañía española, fundada en 1879 por los hermanos Miquel y Costas, que fabrica papeles finos y especiales de bajo gramaje, especializada en papeles de alta tecnología para cigarrillos. Exporta la mayoría de su producción desde hace más de 125 años.

Principales características:

- a) **Referente mundial** en producir papeles especiales de bajo gramaje, con características mecánicas muy concretas para cada uno de sus usos, siendo líder indiscutible en España.
- b) **Opera en nichos oligopolísticos**, ya que pocos competidores han podido sobrevivir ante el elevado requisito tecnológico y complejidad técnica de estos productos, logrando un significativo poder de fijación de precios ante sus clientes.
- c) **Alta calidad y elevada complejidad técnica.** Su alta tecnología, basada en desarrollos propios, le permite operar en la mayoría de mercados, destacando los de mayores exigencias de calidad, siendo las necesidades del cliente el referente para orientar su actividad.
- d) **Totalmente integrado.** Fabrica parte de la celulosa y genera parte de la energía que precisa en su proceso industrial, y distribuye sus productos, reteniendo gran parte del valor generado a lo largo de la cadena de suministro. Su alta integración permite lograr sinergias tecnológicas y en investigación en el desarrollo de nuevos productos y en la gestión de procesos.
- e) **Reducido tamaño.** La menor escala de sus competidores le dota de mayor flexibilidad operativa, registrando una mayor rentabilidad. Todas sus máquinas producen cualquier tipo de papel de los distintos negocios, operando casi siempre a plena capacidad, maximizando su apalancamiento operativo.
- f) **Cliente líderes** en sus negocios (Philip Morris, Hornimans, Inditex...), con una demanda muy sólida y recurrente, lo que se traslada a la demanda de sus productos.

Negocios

Dilatada experiencia en producir papeles especiales para la industria tabaquera. Su recurrencia y elevada generación de caja, le ha permitido diversificarse hacia otros negocios con mejores perspectivas de crecimiento:

1. **Tabaco (63%).** Incluye papel de fumar, papel filtro y papel boquilla, con una altísima complejidad técnica, siendo uno de los nichos de mayor valor añadido al cumplir rigurosas características, críticas para las tabaqueras. Requiere importantes inversiones en I+D y especialización para satisfacer necesidades de clientes (producción masiva), cliente final (sabor neutro) y requisitos regulatorios (papel auto extingible). Como solo unos pocos productores han podido adaptarse, se creó un

oligopolio que monetiza la inversión en I+D con un significativo poder de fijación de precios. MCM ha registrado +5,5% yoy desde 2007 a pesar del menguante volumen (-0,4% yoy), resultando en Ventas +3% yoy. Supone 45% de su producción, siendo su negocio más rentable (Mg. Ebit 25,5% y ROCE 25%).

2. Industrial (29%). Amplia gama de productos con características muy determinadas (filtros, eliminación de polvo, baterías de coche, bolsas y protección de alimentos). En 2012-15 invirtió 45 M€ en Terranova, doblando capacidad y más que doblando Ventas, al centrarse en productos de mayor valor añadido (bolsas de té y café o papel de baterías). Supone 40% de su producción, y aunque es menos rentable (Mg. Ebit 15% y ROCE 12%), crece con fuerza desde 2007 (Ventas +11% yoy: volumen +10% y precios +1,3%).

3. Otros (8%). Papeles para impresión y embalaje. Muy importante a pesar de su baja aportación, al permitir operar a plena capacidad continuamente (apalancamiento operativo), ya que sus máquinas están adaptadas para producir todo tipo de papeles. Rentabilidad menor al ser productos de menor valor añadido (Mg. Ebit 12% y ROCE 10%), registrando una mayor estabilidad desde 2007 (Ventas +2,8% yoy: volumen +0,5% yoy y precio +2% yoy).

Atractivos como inversión

a) **Múltiplos Muy Atractivos.** Cotiza a ratios sumamente atractivos y muy por debajo de su media histórica (PER 8,6x vs 13x y EV/Ebitda 4,6x vs 6,8x), a pesar de sus perspectivas de crecimiento por nuevo aumento de capacidad, con una sólida posición de caja neta (DN/Ebitda -0,5x), registrando un margen Ebitda y ROCE superiores a su media histórica (28% vs 24% y 16,4% vs 14,4% respectivamente), gracias a su continua mejora de eficiencia y especialización en productos de mayor valor añadido.

b) **Datos Operativos.** Desde 2007 y hasta adquirir Clariana (jul'18), mantuvo una producción estable (+0,2% yoy) al usar las mismas máquinas para producir el papel de sus 3 unidades de negocio. A pesar de ello, creció en Ventas +4,3% yoy, gracias a su poder de fijación de precios. Sus resultados operativos crecieron a tasas muy superiores (Ebitda +9% yoy), gracias a la continua mejora de eficiencia de procesos y de su mix de producto. Su BPA (Beneficio por Acción) y su FCF (Flujo de Caja Libre), crecieron a un espectacular +18% yoy gracias a la continua recompra y amortización de acciones.

Esperamos que la integración de Clariana sea un importante apoyo para el crecimiento futuro, gracias tanto a la incorporación de tecnología para producir papeles de color (más económico que colorear papel) como a las mejoras de gestión en la adquirida.

c) **Crecimiento Operativo.** Hasta la compra de Clariana, fuerte crecimiento operativo (Ebit +13% yoy) a pesar de la producción estable (+0,2% yoy). El precio de una cotizada suele seguir la estela de sus resultados, como así lo ha demostrado en 2006-2016 con algún altibajo. Pero desde finales de 2018 se ha producido una fuerte divergencia entre la evolución del BPA y la cotización, generando una atractiva oportunidad de inversión en una compañía que ha demostrado un sólido crecimiento operativo.

d) **Oligopolio en Tabaco.** La enorme caja generada en Tabaco, con una demanda decreciente por mayor regulación e impuestos, la emplea en diversificarse hacia negocios con mejores perspectivas. Esta fuerte generación de caja ha sido posible gracias a su poder de fijación de precios (+5% yoy en la década anterior a comprar Clariana), debido al riesgo en que incurre su cliente si deseara cambiar de proveedor (switching cost). Un potencial problema en dicho cambio podría tener importantes consecuencias, como detener la producción masiva de cigarrillos, por tratar de ahorrarse una parte muy poco significativa de su coste de producción. En dicho período, registró Ventas +2,4% yoy y Ebit

+9,5% yoy, con fuerte mejora de Mg Ebit (+105 pb/año), generando un enorme flujo de efectivo.

e) **Generación de Valor.** Continua generación de valor para el accionista, con ROCE creciente durante la última década (media 14,4%) y muy superior al coste del capital (WACC 8,5%), sólo interrumpida cuando invierte para aumentar capacidad (Terranova 45 M€ en 2013-2014 o varias líneas 50 M€ en 2019-20e), financiado de manera orgánica.

f) **Asignación de Capital.** Muy racional, pues tras asegurar su crecimiento operativo, cuida al accionista y refuerza su balance. Las inversiones en activo fijo y circulante, nunca superan la caja generada, reflejo de su gestión conservadora. Así, en la última década, de la caja generada ha dedicado un 63% a reinvertir en su negocio (mantenimiento, I+D, mayor capacidad y circulante), un 34% al accionista (dividendos y recompra de acciones) y un 3% en maximizar su estructura de balance (endeuda a costes muy bajos). Su estrategia se basa en I+D+i para mejorar la calidad de productos y procesos, reducir costes operativos, desarrollar nuevos productos y optimizar coste energético.

g) **Retribución al Accionista.** El dividendo repartido y la retribución total (incluyen recompra de acciones), han crecido al +8,5% y +11% anual los últimos 13 años, suponiendo una rentabilidad media del 4,5% y 7,6% respectivamente. Hasta hoy, ha amortizado casi un 22% desde 2007 (-1,8% yoy).

h) **Alineación de Intereses.** Un 40% del capital está en manos de las familias fundadoras y un 24% está presente en el Consejo de Administración, por lo que la alineación de intereses es total y las decisiones están enfocadas en generar el máximo valor al accionista. Du Presidente, D. Jorge Mercader, sigue aumentando su participación (16% ajustado por autocartera frente al 8,4% de 2007), gracias tanto a la continua compra de acciones (+4,2%) como a la reducción del capital (+2,4%).

i) **Sólido Balance.** Creciente posición de caja desde 2010, que le ha permitido invertir de manera orgánica casi 100 M€ en aumentar capacidad, además de recomprar >20% del capital. Además, recurre a deuda a coste tremendamente competitivo, para maximizar su estructura financiera, manteniendo los últimos años deuda por unos 70 M€ a un tipo de interés inferior al 1% (2% medio la última década), reduciendo el coste medio ponderado del capital. De hecho, cerca de un 15% de su deuda no tiene coste al ser créditos para I+D.

j) **Valoración Muy Atractiva.** Fuerte crecimiento del +12% yoy del Flujo de Caja y del Beneficio por Acción, en un mercado sin apenas crecimiento, lo que unido a la fuerte caída de la cotización (-45% desde ene'18), supone unos múltiplos PER y PFC 8,5x frente a su media histórica de 13x y 15x respectivamente.

Conclusión

Pequeña compañía que opera en un oligopolio con altas barreras de entrada, donde ha sabido hacerse un hueco entre los grandes competidores mundiales, gracias a su fuerte enfoque en I+D+i para optimizar procesos y desarrollar productos de alto valor añadido. Su principal negocio, papel especial para tabaco, es muy rentable y resistente al ciclo, con márgenes y retornos muy atractivos (ROCE 25%), generando una elevada y recurrente caja.

Desde 2013 acometió un importante paso estratégico al reforzar su negocio Industrial, con mayor potencial de crecimiento, con la inversión de 45 M€ en Terranova. Esto le permitió elevar la rentabilidad de este negocio, equilibrar el mix al aumentar su peso (31% vs 15%) y sentar las bases para un sólido crecimiento operativo a m/p. Esto refleja su histórica capacidad de reinvertir la caja generada a tasas superiores al coste de capital, generando continuamente valor para el accionista.

Cotiza a ratios muy atractivos (PFC'20e = 8,5x y FCF yield 12%) a pesar de la moderada calidad de su

negocio y su extraordinaria gestión, debido a su reducido tamaño y operar en una industria sin crecimiento de actividad aparente. La total alineación de intereses hace prever que continúe siendo muy eficiente en la asignación de la elevada y recurrente caja que genera.

Riesgos. (i) **Tabaco.** Una mayor reducción de demanda debido al continuo aumento de presión fiscal ante las necesidades de ingresos de algunos países desarrollados, que no logre compensar con el aumento de precios, podría provocar una ralentización de su crecimiento operativo. (ii) **Clariana.** Problemas en su integración, aunque no parece estar descontando la obtención de sinergias significativas. (iii) **Materias Primas.** Elevada volatilidad en el precio de energía y pastas que deteriore excesivamente sus márgenes y resultados operativos, aunque su impacto sería coyuntural.