EDITORIAL

Nos vamos de cañas

THE CLOROX COMPANY

Mucho más que una empresa aburrida

NATURGY

Reynés cumple su cometido

KENTUCKY FRIED CHICKEN

Nunca es demasiado tarde

Cartas del Dividendo

Nos vamos de cañas

En el momento que escribo estas líneas nos encontramos en plena campaña de la Renta 2020. El Gobierno, a su vez, va filtrando y soltando globos sonda acerca de los más que probables aumentos de los impuestos y/o eliminación de deducciones fiscales, mientras las redes sociales vuelven a atacar a Amancio Ortega (dueño de Inditex) por su millonario cobro de dividendos.

"El contribuyente es aquel que trabaja para el Estado sin haber pasado una oposición". Ronald Reagan

Vivimos en una sociedad polarizada, que se sitúa en los extremos e ignora los puntos medios que quizás serán puntos de encuentro. Preferimos nutrirnos de fuentes de información que nos cuenten y reafirmen lo que queremos oír de antemano. El cocktail perfecto para que mensajes populistas y sensacionalistas calen en la sociedad. Uno de los más manidos, manoseados y tergiversados es aquel que exclama "*que paguen los ricos*",…

...una frase, convertida en eslogan ya, que muestra muchas veces la ignorancia consciente o inconsciente que tiene una gran parte de la sociedad española sobre cómo funciona el sistema impositivo en este país.

Todo ello me ha hecho recordar una historia que me contaron hace tiempo y que me gustaría compartir con ustedes. Acompáñenme pues, que nos vamos de cañas.

Diez amigos deciden reunirse todos los días en un bar para charlar y beber cerveza. La cuenta total de los 10 hombres es de 100 euros. Acuerdan pagarla de la manera proporcional en que se pagan los impuestos en la sociedad, con lo que la cosa sería más o menos así, según la escala de riqueza e ingresos de cada uno:

- Los primeros 4 amigos (los más pobres) no pagan nada
- El 5º paga 1 euro
- El 6º paga 3 euros
- El 7º paga 7 euros
- El 8º paga 12 euros
- El 9º paga 18 euros
- El 10º (el más rico) paga 59 euros
  Total = 100 euros.

Todos disfrutaban y se divertían en las reuniones diarias adoptando este sistema de pago hasta que, un día, el dueño del bar les planteó un problema: “Ya que ustedes son tan buenos clientes” les dijo, “les voy a reducir el coste de sus cervezas diarias en 20 euros con lo que las cañas pasarán a costar 80 euros en total”. El grupo, agradecido por el gesto, decidió seguir pagando la cuenta en la misma proporción que lo hacían antes. Los cuatro primeros siguieron bebiendo gratis pues la rebaja no les afectaba en absoluto. ¿Pero qué pasaba con los otros seis bebedores, los que realmente abonan la cuenta? ¿Cómo debían repartir los 20 euros de rebaja de manera que cada uno recibiese una porción justa? Calcularon que los 20 euros divididos entre 6 eran 3,33 euros, pero si restaban eso a la porción de cada uno, entonces el 5ª y 6ª hombre estarían cobrando por beber, ya que el 5º pagaba antes 1 euro y el 6ª 3 euros. Entonces el dueño del bar sugirió una fórmula en función de la riqueza de cada uno, y procedió a calcular la cantidad que cada uno debería pagar:

- El 5º amigo, lo mismo que los 4 primeros, no pagaría nada = 100% de ahorro
- El 6º pagaría ahora 2 euros en lugar de los 3 euros de antes = 33% de ahorro
- El 7º pagaría 5 euros en lugar de 7 euros = 28% de ahorro
- El 8º pagaría 9 euros en lugar de 12 euros = 25% de ahorro
- El 9º pagaría 14 euros en lugar de 18 euros = 22% de ahorro
- El 10º pagaría 50 euros en lugar de 59 euros = 16% de ahorro
  Total = 80 euros

Cada uno de los 6 pagadores había mejorado su situación anterior pero, de repente, empezaron a calcular y comparar cuánto estaban ahorrando.

- “Yo sólo recibí 1 euro de los 20 ahorrados” dijo el 6º y señalando al 10º “pero él recibió 9 euros”.
- “Sí, es cierto” comentó el 5º. “Yo también sólo ahorré 1 euro. Es injusto que él reciba 9 veces más que yo”
- “Es verdad” exclamó el 7º. “¿Por qué recibe el 9 y yo sólo 2? Al final los ricos son siempre los que se llevan los mayores beneficios”
- “Un momento” gritaron los 4 primeros. “Nosotros no hemos recibido nada de nada. El sistema siempre explota a los pobres”

Los 9 hombres rodearon al 10º y empezaron a increparle y chillarle. La noche siguiente el 10º hombre no acudió a beber, de modo que los otros 9 se sentaron y bebieron sus cervezas sin él. Pero a la hora de pagar la cuenta descubrieron algo inquietante. Entre todos ellos no juntaban el dinero para pagar siquiera la MITAD de la cuenta.

- Los 5 primeros no pagaban nada
- El 6º pagaba 2 euros
- El 7º pagaba 5 euros
- El 8º pagaba 9 euros
- El 9º pagaba 14 euros
  Total = 30 euros. Como ahora son 9, el total de la cuenta es (80/10) x 9 = 72 euros.

Y es de este modo como funciona el sistema de impuestos. La gente que paga los impuestos más altos son los que se benefician de una reducción de éstos. Póngales impuestos muy altos, atáquenlos por ser ricos, y lo más probable es que no aparezcan nunca más. De hecho, es casi seguro que comenzarán a beber en algún bar del extranjero donde la atmósfera sea más amigable.

Ustedes, queridos lectores, como ahorradores e inversores que se preocupan de crear una cartera con la que generar unas rentas futuras, serán señalados en un futuro (más o menos lejano) como nuestro amigo, el 10º bebedor, simplemente porque habrán acumulado un patrimonio a lo largo de todos estos años. Exigirán al gobierno de turno que paguen los ricos. Todos tenemos un familiar, un amigo o un conocido que nos mirará de esa forma. Ese día, llevenlos a tomar una cerveza.

No sabemos ni podemos controlar qué fiscalidad tendremos en un futuro pero sí me parece buena idea que la planificación fiscal forme parte del proceso inversor. Intentar sacar el máximo provecho en cada momento para nuestro beneficio implica conocer su funcionamiento para maximizar nuestras inversiones.

Y si la estrategia fiscal es una parte importante a tener en cuenta, no lo es menos elegir unos buenos activos con los que conseguir esos retornos que nos permitan año tras año ir haciendo crecer la bola de nieve. Y es que esa es una de las cosas que más nos gustan a los 6 integrantes de Cartas del Dividendo, ver aumentar nuestros ingresos en forma de más y más dividendos. Y para ello es imperativo ser propietario de excelentes negocios que nos aseguren ese flujo de efectivo de forma creciente. Un porcentaje importante de una buena

cartera DGI equilibrada pasa por el sector defensivo, no sólo por la seguridad y madurez de sus negocios, sino por la fortaleza y resistencia que demuestran en épocas de vacas flacas.

En el número de hoy, @EloySnowball, nos trae a una Dividend Aristocrat del sector consumo defensivo: Clorox. Una de las nuevas pautas que ha traído la pandemia es una mayor obsesión por la limpieza y el uso de desinfectantes. Hace 1 año, el inventario de toallitas que tenía previsto vender Clorox en 70 días se agotó en menos de dos semanas. No se pierdan la masterclass de Eloy presentándonos esta maravilla de empresa, quizás menos conocida por el público en general, pero, como verán, una excelente opción como inversión.

Y de una Dividend Aristocrat pasamos a una *utility,* @DivRentable, nos trae un excelente artículo de una clásica del parqué patrio: Naturgy. La antigua Gas Natural Fenosa se reinventaba en 2018 con un ambicioso plan estratégico para el periodo 2018-2022 bajo el mando del nuevo CEO, Francisco Reynés. ¿Estarán cumpliendo con él?

En este número, vuelve la sección “Invertir es Cultura” que escribe un servidor JordiRP (@jordiribera74), donde les traigo un relato apasionante de un hombre que a pesar de tener todos los elementos en contra no cesó en su empeño de perseguir su sueño. El Coronel Sanders y el pollo frito más famoso del mundo es la historia de alguien que, por más obstáculos que encontrara en el camino, nunca se rindió.

Y, además, las secciones fijas de la revista: las noticias de la quincena más destacadas, los próximos dividendos y las compras de los integrantes de esta newsletter. Esta semana hemos dado descanso (pero pronto volverán a leer sus magníficos artículos) a @alb_dgi y @MannelPerry que han estado en labores de intendencia, coordinando y maquetando para que tengan ustedes el mejor producto y servicio. Y todo ello no sería posible, tampoco, sin nuestro genio en la sombra, @SergioZgz, el culpable de que todo esto funcione y llegue puntualmente a sus correos. Disfruten pues de este Nº 5 de Cartas del Dividendo.

JordiRP (@jordiribera74)

Clorox: mucho más que una empresa aburrida

by @EloySnowball

Modelo de Negocio y Moat:

https://en.wikipedia.org/wiki/Clorox

La historia de Clorox se remonta a 1913, año en el que se construyó la primera fábrica de blanqueador líquido a escala comercial en Estados Unidos, bajo la marca Clorox. Actualmente la compañía opera en más de 26 países, cuenta con 8.800 empleados y genera ventas de $6.700 millones de dólares (ejercicio fiscal 2020).

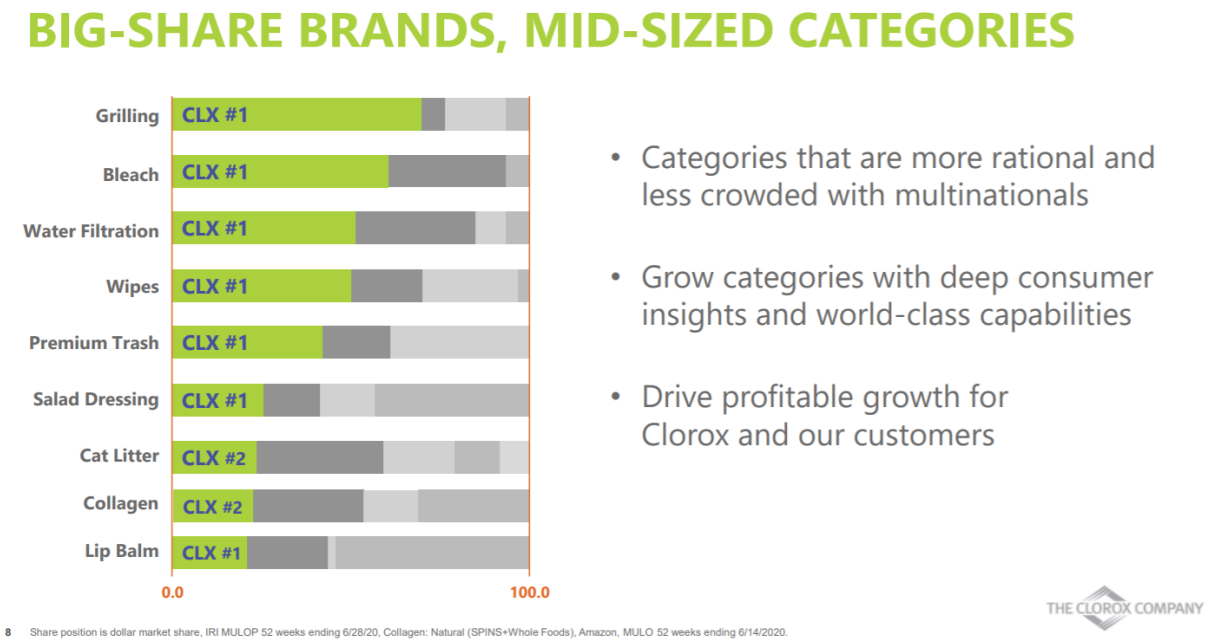
La Compañía tiene un mix de productos muy diversificado, desde productos básicos de limpieza como lejía y friegasuelos (30% de las ventas en USA), hasta carbón vegetal para barbacoas (8% de las ventas en USA), arena para gatos (7% de las ventas en USA), vitaminas y suplementos alimenticios (4% de las ventas) y las jarras filtrantes de agua Brita (negocio similar al de las suscripciones porque hay que cambiar el filtro "oficial" cada cierto tiempo):

https://www.thecloroxcompany.com/brands/

A pesar de operar en más de 26 países, únicamente el 15% de sus ventas provienen de fuera de Estados Unidos, así que aún tiene margen significativo para seguir creciendo:

https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Su ventaja competitiva ("Moat") radica en el liderazgo de sus marcas, al menos en Estados Unidos, donde 80% de sus ventas provienen de productos que son número 1 o número 2 en cuota de mercado de su categoría.



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Morningstar le asigna un Moat amplio ("Wide"), la calificación más alta, y así se ve reflejado en sus márgenes que son crecientes, lo que indica que esa ventaja perdura en el tiempo.

El año fiscal de Clorox termina en Junio, razón por la cual en sus cuentas anuales de 2020, la compañía se vio beneficiada por el incremento en las ventas de sus productos de limpieza y desinfección. Recordemos que Trump sugirió públicamente que varios científicos investigaban el uso de desinfectantes en pacientes de COVID-19, lo que le dió una gran publicidad a la empresa. No hay más que buscar en Google las palabras "Trump" y "Clorox" y nos saldrán varias imágenes de Trump bebiendo Clorox. De hecho el 9 de abril de 2020 la compañía emitió una nota de prensa en la que soportaba con pruebas independientes que sus productos desinfectantes (toallitas desinfectantes, limpiador Clorox 360 y Clorox Clean-up) eran eficaces en la eliminación de COVID-19 en superficies no porosas[1] y en posteriores notas de prensa publicó la aprobación formal de la EPA ("U.S. Environmental Protection Agency") de varios de sus productos como eficaces en la eliminación del virus.

Este incremento en la demanda de sus productos de limpieza y desinfección ha ocasionado que sus márgenes se vean beneficiados en 2020 y, aunque los márgenes brutos y operativos han seguido incrementando en sus nueve primeros meses de 2021 (julio de 2020 a marzo de 2021), el margen sobre FCF ha vuelto a niveles de 2018 y 2019 (incluso algo por debajo, aunque superior al de 2016 y 2017):

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	9M-21
Margen Bruto	43,6%	45,1%	44,7%	43,7%	43,9%	45,6%	45,7%
Margen Operativo	18,1%	18,6%	18,8%	18,6%	18,0%	19,1%	20,2%
Margen s/ FCF	13,0%	10,3%	10,7%	12,8%	12,6%	19,2%	11,9%

Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

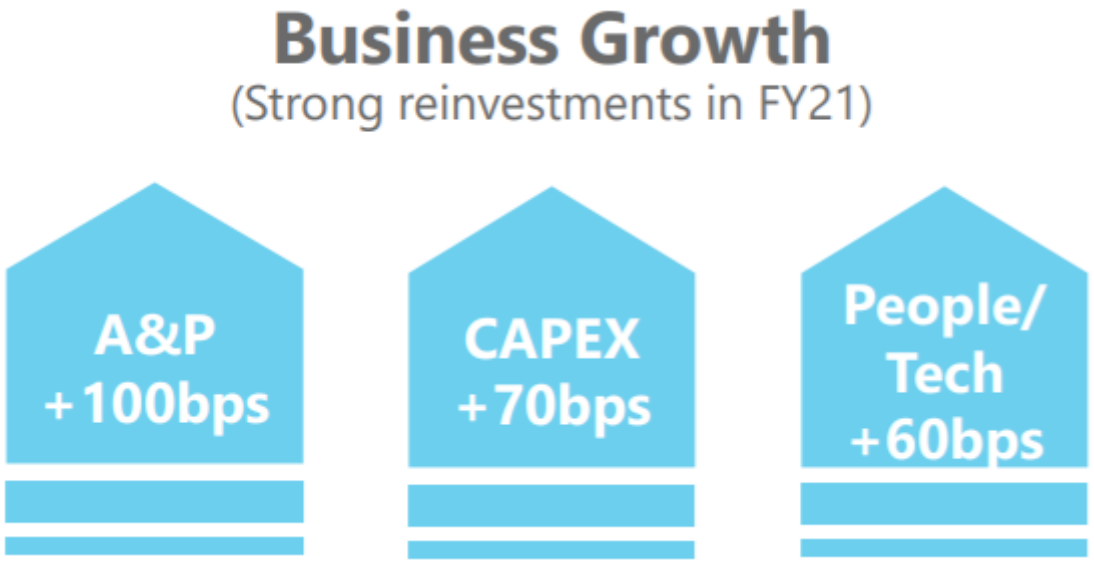
Otra de las ventajas competitivas de la empresa está relacionada con sus bajas necesidades de inversiones de capital (CAPEX) para mantener su negocio. En los últimos 6 años su CAPEX promedio ($197 millones) ha representado un 3,24% de las ventas promedio ($6.075 millones). Nivel bajo si lo comparamos con otras excelentes empresas del sector como Kimberly-Clark, que en el mismo periodo de 6 años ha incurrido en unas inversiones de capital que representan, en promedio un 5,29% de sus ventas, o las de Procter & Gamble de 5,07% sobre las ventas promedio en dicho periodo:

En millones de USD	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CAPEX	$125	$172	$231	$194	$206	$254
% sobre ventas	2,21%	2,99%	3,87%	3,17%	3,32%	3,78%
% sobre ventas promedio	**3,24%**					

Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

[1] https://s21.q4cdn.com/507168367/files/doc_news/Testing-Confirms-Efficacy-of-Clorox-Products-Against-Variants-of-SARS-CoV-2-COVID-19-on-Surfaces-2021.pdf

Por supuesto, como suele pasar con estas empresas, en algunos periodos requerirán mayores inversiones de capital para mantener su ventaja competitiva, como ha pasado en los últimos años en los que el CAPEX ha ido incrementando y ya han dicho que en 2021 se verá incrementado en otro 0,7% respecto al de 2020:



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

De hecho, en los nueve primeros meses de su ejercicio fiscal 2021 el CAPEX representa 4,19% de las ventas vs 3,34% en el mismo periodo de 2020, pero aún así sigue en niveles bastante por debajo de la media de los últimos 6 años de Kimberly-Clark y Procter & Gamble que mencionamos anteriormente (5,29% y 5,07%, respectivamente).

Como principal amenaza de la empresa están las marcas blancas en los productos de limpieza, hecho que está mitigando con su diversificación hacia productos con menor penetración de marca blanca, como las jarras filtrantes de agua, los aderezos para ensaladas y las vitaminas y suplementos alimenticios, así como su expansión internacional, donde tiene objetivos de crecimiento en la franja de +1% a +4% anual. Otra de las amenazas es la ralentización de sus ventas tras su excelente año fiscal 2020 y lo que va de 2021, aunque recientemente han elevado su objetivo de crecimiento en ventas a largo plazo a la franja de entre un +3% y +5% anual, así que parece que la directiva tiene confianza en seguir creciendo.

Comportamiento histórico y tendencia últimos 5 años:

Su comportamiento en los últimos 5 años es envidiable para una empresa cuya principal línea de negocio son productos “aburridos” de limpieza y desinfección. En este periodo la empresa presenta tendencia positiva en prácticamente todos los apartados, con crecimientos a una tasa anual compuesta (CAGR) de +3,5% en ventas, +4,2% en EBITDA, +12% en FCF y +11% en beneficio por acción (BPA) diluido. Todo esto hace que su retorno sobre el capital empleado (ROCE) se encuentre consistentemente durante este periodo en una franja de entre 16,8% y 18,3%.

THE CLOROX COMPANY

En millones de USD	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 5 años	Tendencia
Ingresos	$5.655	$5.761	$5.973	$6.124	$6.214	$6.721	3,5%	Positiva
EBITDA	$1.190	$1.236	$1.284	$1.305	$1.301	$1.464	4,2%	Positiva
Free Cash Flow (FCF)	$733	$596	$640	$782	$786	$1.292	12,0%	Positiva
Margen s/ FCF	13,0%	10,3%	10,7%	12,8%	12,6%	19,2%	8,2%	Positiva
FCF x acción (diluido)	$5,52	$4,52	$4,86	$5,94	$6,06	$10,12	12,9%	Positiva
Dividendo x acción	$3,02	$3,14	$3,28	$3,72	$4,04	$4,34	7,5%	Positiva
Payout s/ FCF	55%	69%	67%	63%	67%	43%	-4,8%	Disminuye
ROCE (con intangibles)	18,3%	17,6%	17,6%	18,2%	17,1%	16,8%	-1,7%	Dismunuye
Activos	$4.164	$4.518	$4.573	$5.060	$5.116	$6.213	8,3%	Positiva
Deuda Neta	$1.809	$1.919	$1.777	$2.352	$2.572	$1.909	1,1%	Incrementa
Deuda Neta / EBITDA	1,52	1,55	1,38	1,80	1,98	1,30	-3,0%	Disminuye
Nº acciones (en millones)	132,78	131,72	131,57	131,58	129,79	127,67	-0,8%	Disminuyen
Beneficio por acción diluido	$4,37	$4,92	$5,33	$6,26	$6,32	$7,36	11,0%	Positiva

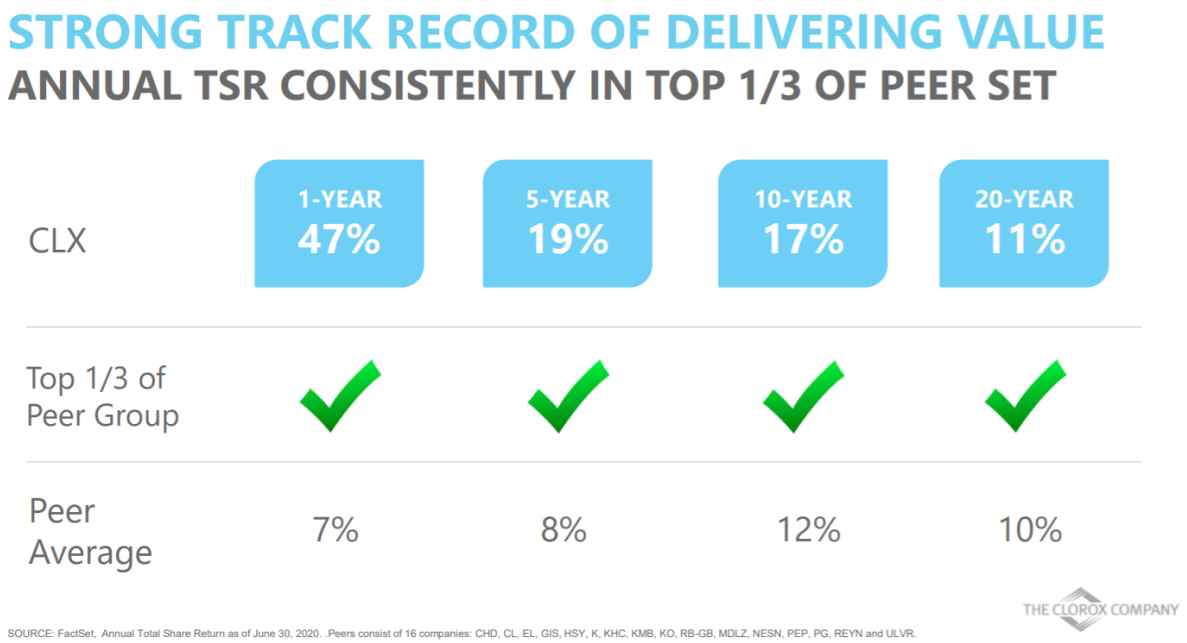
Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

Obviamente hay que tener en cuenta que su ejercicio fiscal 2020 (terminado en junio) fue excepcionalmente bueno y si aislamos este ejercicio, vemos que en los últimos 4 años (de 2015 a 2019) ese CAGR baja a +2,4% en ventas, +2,3% en EBITDA, +2% en FCF y +9,7% en BPA diluido, que aún así no está nada mal. Si vamos más allá y utilizamos los últimos 10 años y aislamos el 2020 (de 2009 a 2019), vemos que ha tenido un crecimiento muy moderado en ventas y EBITDA (+1% anual compuesto), pero aún así ha conseguido incrementar el FCF por acción diluido cerca de un +5% anual compuesto (en línea con el crecimiento del BPA diluido), lo que le ha permitido incrementar el dividendo a un CAGR de +7,7% en este periodo y aún así mantener un Payout sobre FCF por debajo de 70% (67% en 2019). Al mismo tiempo ha mejorado su retorno sobre el capital empleado (ROCE) que ha pasado de 14,9% en 2009 a un 17,1% en 2019.

En millones de USD	2009	2019	CAGR 10 años
Ingresos	$5.450	$6.214	1,3%
EBITDA	$1.161	$1.301	1,1%
Free Cash Flow (FCF)	$541	$786	3,8%
Margen s/ FCF	9,9%	12,6%	2,5%
FCF x acción (diluido)	$3,84	$6,06	4,7%
Dividendo x acción	$1,92	$4,04	7,7%
Payout s/ FCF	50%	67%	2,9%
ROCE (con intangibles)	14,9%	17,1%	1,4%
Nº acciones (en millones)	141,06	129,79	-0,8%
Beneficio por acción diluido	$3,81	$6,32	5,2%

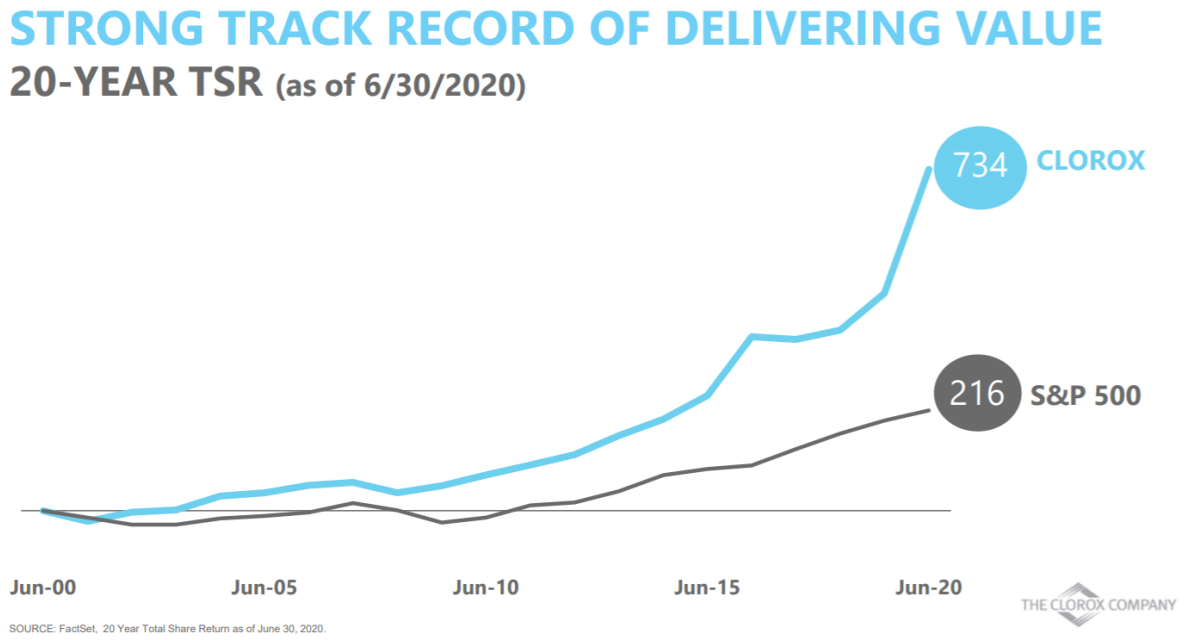
Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

Todo esto hace que la empresa haya tenido un comportamiento histórico muy bueno en bolsa, con un retorno total (revalorización + dividendos) de +47% en su ejercicio fiscal 2020 (motivado por su excepcional año), pero también en la parte alta de sus comparables con retornos totales anuales de +19%, +17% y +11% en los periodos de 5, 10 y 20 años, respectivamente:

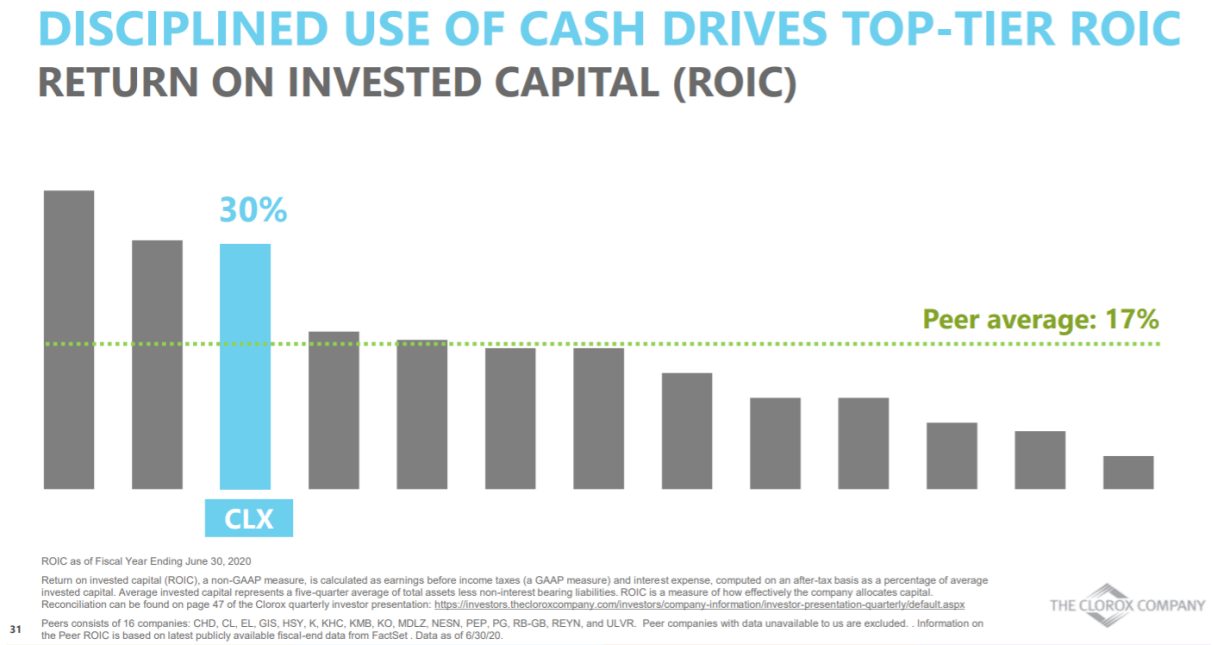


https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Esto ha hecho que en los últimos 20 años la empresa se haya comportado bastante mejor que el S&P 500, con una revalorización total a 30 de junio de 2020 de +734% vs +216% del S&P 500, de nuevo nada mal para una empresa aburrida como Clorox:



En 2020 su retorno sobre el capital invertido (ROIC) de 30% se sitúa en la parte alta de sus comparables que, según datos publicados por la empresa tienen un ROIC promedio de 17%.



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Objetivos a largo plazo:

Dentro de su plan estratégico denominado “Ignite” la empresa recientemente ha publicado nuevos objetivos de crecimiento en ventas (en la franja de entre +3% y +5% anual) y ha mantenido los previamente publicados en cuanto a margen sobre EBIT y margen sobre FCF, todo esto soportado por un incremento en las inversiones como vimos anteriormente con el incremento en CAPEX en los últimos año (aún así por debajo de sus comparables):

RAISING IGNITE STRATEGY FINANCIAL GOALS

	Original IGNITE Annual Goals	NEW Annual Goals
Sales Growth	+2% to 4%	+3% to 5%
EBIT Margin Improvement	+25 to 50 bps	+25 to 50 bps
Free Cash Flow % of Sales	11% to 13%	11% to 13%

https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Resultados nueve primeros meses de 2021:

El 30 de abril la empresa presentó resultados correspondientes al tercer trimestre de 2021 y los acumulados de los nueve primeros meses. En mi opinión los resultados han sido buenos, pero el mercado no los ha acogido con mucha alegría, fundamentalmente por tres aspectos a destacar:

1) En el trimestre presentó una pérdida de -$61 millones por un impacto contable por deterioro (sin salida de caja) de $329 millones de dólares en su división de vitaminas y suplementos alimenticios. Este impacto por deterioro se ha visto minorado por un impacto positivo no recurrente de $85 millones por el incremento de su participación en una joint venture en Saudi Arabia (impacto neto negativo de extraordinarios de -$244 millones de dólares).

2) Sus ventas de 3T-21 fueron planas respecto a las del mismo periodo de 2020, aunque hay que tener en cuenta que en marzo de 2020 sus productos de limpieza y desinfección tuvieron una subida importante en ventas.

3) También se ha notado un ligero deterioro en los márgenes en el trimestre que la empresa ha achacado al incremento en los costes de producción y logísticos. En los próximos trimestres veremos si la empresa es capaz de trasladar estos incrementos en los costes de producción al cliente, aunque la empresa ya ha dicho que esperan menores márgenes en el cierre de 2021.

Lo cierto es que si miramos el acumulado de los nueve primeros meses y aislamos los extraordinarios (impacto por deterioro y ganancia no recurrente) del beneficio operativo (EBIT), vemos que los ingresos han incrementado un +16,91% respecto al mismo periodo de 2020, el EBITDA un +27,78% y el FCF un +2,01%, este último penalizado por el incremento en CAPEX que comentamos anteriormente.

En millones de USD	9M-20	9M-21	Δ %
Ingresos	$4.738	$5.539	16,91%
EBITDA (*)	$997	$1.274	27,78%
Cash flow de operac.	$806	$893	10,79%
CAPEX	$158	$232	46,84%
Free cash flow (FCF)	$648	$661	2,01%
BPA Diluido (*)	$4,94	$6,72	35,98%
Margen Bruto	36,5%	45,7%	25,18%
Margen Operativo (*)	18,2%	20,2%	10,71%
Margen s/FCF	13,7%	11,9%	-12,75%

Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

(*) Ajustado por impacto por deterioro ($329M) realizado en Q3-21 y por impacto positivo de $85 millones

En la presentación de resultados también han actualizado el guidance de su ejercicio 2021, con un incremento estimado en las ventas de entre +10% y +13% (inferior al de sus primeros 9 meses, pero nada mal, ya que ese incremento es comparado con 2020 que ya fue un año muy bueno). El beneficio por acción ajustado (sin extraordinarios) se estima entre $7,45 y $7,65, lo que representa un incremento de entre +1% y +4% respecto al de 2020.

Nivel de endeudamiento:

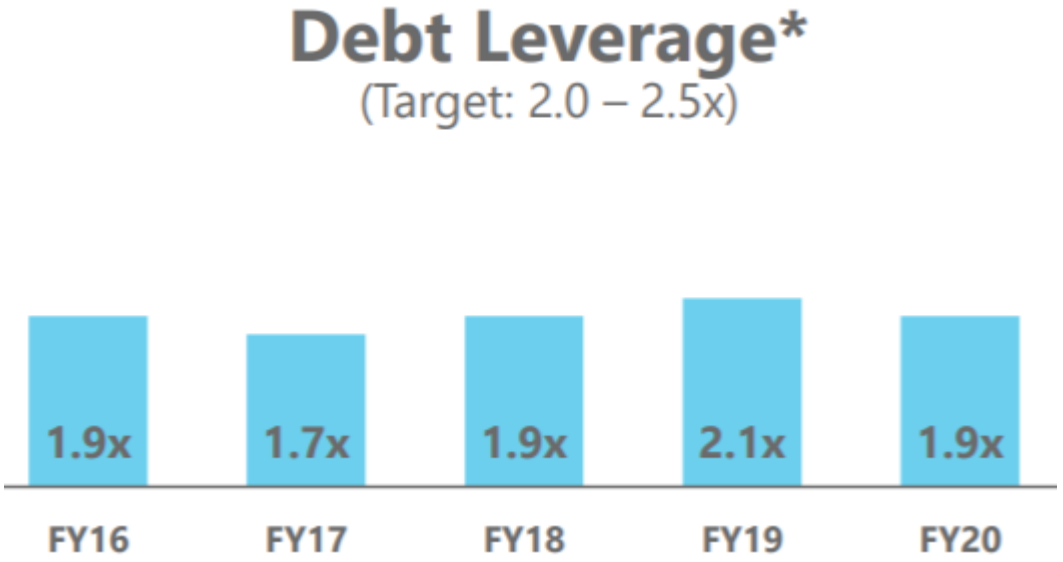
A pesar de que la deuda neta de la compañía ha incrementado a un ritmo de +1,1% anual compuesto en los últimos 5 años, su ratio deuda neta / EBITDA ha bajado un -3% anual compuesto en el mismo periodo. A cierre de su ejercicio fiscal 2020 este ratio se situaba en 1,30 veces, nivel que ha mantenido a cierre de su tercer trimestre de 2021, situándose en 1,32 veces.

Si lo comparamos con sus principales competidores, vemos que actualmente es la segunda que mejor ratio presenta (solo por encima de Procter & Gamble), aunque todas tienen unos ratios de endeudamiento bastante razonables. Aún en 2019 (aislando su excepcional año 2020) su ratio se situaba por debajo de 2 veces (1,98x).

	THE CLOROX COMPANY	P&G	Kimberly-Clark	Colgate	CHURCH & DWIGHT CO., INC.
Deuda neta / EBITDA	1,32x	0,95x	2,19x	1,53x	1,62x
Rating de Crédito de S&P	A-	AA-	A	AA-	BBB+

Elaboración propia con datos publicados por la Compañía

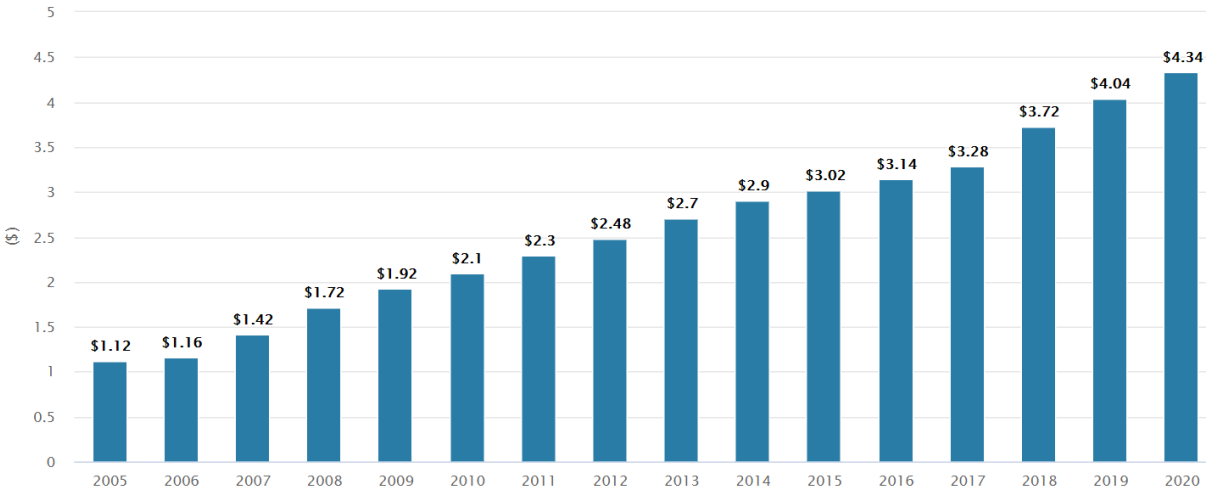
Incluso si utilizamos la deuda bruta, el ratio deuda bruta / EBITDA no llega a 2 veces, cerca del objetivo de la Compañía fijado en la franja de 2,0 - 2,5 veces:



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Datos relativos al dividendo:

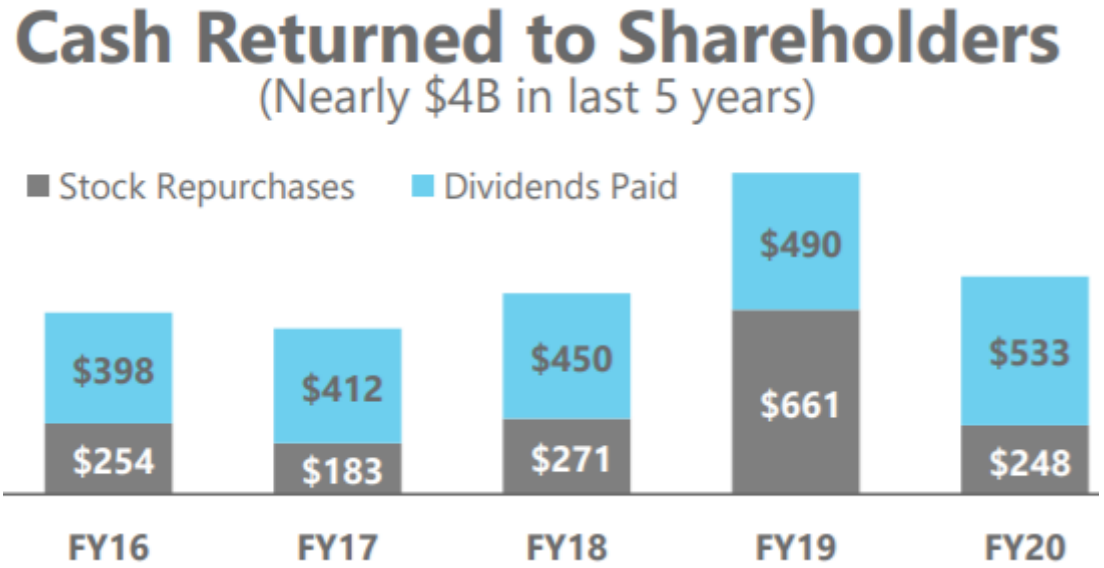
Su historial de dividendos es impecable, con 43 años de incrementos consecutivos a sus espaldas, a una tasa anual compuesta (CAGR) durante los últimos 10 años de 7,53% (en línea con el incremento de los últimos 5 años: 7,52% anual compuesto). Esta tasa de crecimiento equivale a doblar el dividendo aproximadamente cada 10 años, como ha hecho en los últimos 10 años, pasando de $2,1 por acción en 2010 a $4,34 por acción en 2020.



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/stock-information/dividend/default.aspx

Al precio actual (aprox. $183), su rentabilidad por dividendo se sitúa en 2,43%, en línea con su yield medio de los últimos 5 años (2,42%). Es cierto que el payout FCF ha incrementado en los últimos años desde el 50% de 2009 hasta el 67% de 2019 (bajando en 2020 a 43%), pero si consigue los objetivos fijados en su Plan Estratégico no tendrá problemas para seguir incrementándolo en línea con los últimos 10 años.

Como no solo de dividendos vive el inversor DGI, vemos que Clorox también dedica una buena parte de su FCF al programa de recompra de acciones. En total, en los últimos 5 años, la remuneración total a los accionistas (dividendos + recompras) ha ascendido a $3.900 millones de dólares, prácticamente la totalidad del FCF de este periodo que se sitúa en $4.096 millones de dólares. Por esta razón, el total de acciones diluidas se ha visto reducido en un -0,8% anual compuesto en los últimos 10 años (misma tasa de reducción que en los últimos 5 años).



https://investors.thecloroxcompany.com/investors/news-and-events/events-and-presentations/default.aspx

Valoración:

Tras su excepcional ejercicio fiscal 2020, con la consecuente subida en el precio, la empresa se ha tomado un respiro en su cotización y desde el máximo alcanzado en julio de 2020 (apox. $238), ahora cotiza sobre los $183 (23% de caída):

Fuente: Yahoo Finance

A estos precios (aprox. $183), y utilizando la deuda neta del tercer trimestre de 2021 y los datos de EBITDA y FCF de los últimos 12 meses (TTM), la empresa cotiza a un EV/EBITDA de 14,56 veces vs una media en los últimos 5 años de 16,74 veces; y un EV/FCF de 19,40 veces, múltiplos bastante razonables, aunque hay que tener en cuenta que 2020 y lo que va de 2021 están siendo muy buenos años y habrá que observarla cuando volvamos a cierta normalidad, aunque creo que el incremento en el uso de productos de limpieza y desinfección ha llegado para quedarse.

Si la comparamos con sus principales comparables, vemos que actualmente es la que cotiza más barata en relación con el EV/FCF y la segunda más barata (tras Kimberly-Clark) en relación con el EV/EBITDA. Si utilizamos el precio medio del valor razonable calculado por Morningstar y el precio objetivo a 18 meses de ValueLine, vemos que actualmente es la que cotiza con mayor descuento sobre este precio medio (MS + VL), situándose dicho descuento en 16%, seguida por Church & Dwight y por Kimberly-Clark con descuentos de 9% y 5%, respectivamente; mientras que P&G y Colgate cotizan con primas de 6% y 10%.

	THE CLOROX COMPANY	P&G	Kimberly-Clark	Colgate	CHURCH & DWIGHT CO., INC.
Precio utilizado para cálculos	$183,00	$137,00	$134,00	$82,00	$88,00
EV/FCF	19,40x	21,88x	24,64x	24,51x	31,57x
EV/EBITDA	14,56x	17,20x	13,85x	17,04x	19,36x
Valor Razonable Morningstar	$173	$117	$130	$72	N/D
Precio Obj. 18 meses ValueLine	$250	$140	$151	$75	$96
Precio Medio (MS + VL)	$212	$129	$141	$74	$96
Descuento (prima) sobre p.m.	16%	-6%	5%	-10%	9%

Elaboración propia con datos publicados por las Compañías + MS y VL

Conclusión:

Empresa mucho más diversificada de lo que pudiera parecer antes de meterse a analizarla con profundidad, con unos crecimientos moderados pero constantes que le han permitido doblar el dividendo en los últimos 10 años y con mucho margen para seguir creciendo fuera de Estados Unidos. Si a esto le sumamos sus bajas necesidades de capital en relación con sus ventas y su alto retorno sobre el capital empleado (ROCE) y el capital invertido (ROIC), tenemos la combinación perfecta para que siga soplando el viento a favor.

A los precios actuales (aprox. $183) cotiza con un descuento de 16% sobre el precio medio del valor razonable calculado por Morningstar y el precio objetivo a 18 meses de ValueLine. Y no solo eso, sino que también cotiza a un EV/EBITDA (14,56 veces) por debajo de la media de los últimos 5 años (16,74 veces) y ofrece una rentabilidad por dividendo actual en línea con la media de sus últimos 5 años.

En conclusión, aún sabiendo que sus múltiplos se han visto beneficiados por los buenos resultados de 2020 y lo que va de 2021, considero que se puede iniciar posición perfectamente, de hecho yo lo he hecho y sé de buena fuente que otros editores de @cartasdividendo también lo han hecho.

Como diría Ralph Wagner, autor de “Una cebra en el país de los leones”, *“normalmente el mercado paga lo que se podría llamar un impuesto de entretenimiento, una prima por acciones con una historia excitante. Por tanto, las acciones aburridas suelen cotizar con descuento; compre suficientes de ellas y compensará sus pérdidas en las acciones excitantes”.*

Dividend World News

Nestlé (SWX:NESN) ha adquirido las principales marcas de la empresa de suplementos alimenticios The Bountiful Company por 4.742 millones de euros con marcas como Nature's Bounty, Solgar, Osteo Bi-Flex y Puritan's Pride que se integrarán en Nestlé Health Science, creando un líder mundial en vitaminas, minerales y suplementos nutricionales.

Verizon (NYSE:VZ) vende Yahoo y AOL por 5.000 millones de dólares al fondo de inversión estadounidense Apollo Global Management. El gigante de telecomunicaciones adquirió AOL por 4.400 millones y Yahoo en 2016 por otros 4.830 millones de dólares. Ahora vende ambas empresas por la mitad de lo que le costaron.

Realty Income (NYSE:O) ha acordado fusionarse con **Vereit (NYSE:VER)**, un REIT rival, creando un gigante con una enorme cartera de propiedades. El acuerdo incluye que de la compañía resultante se realizará un spin-off de todas las propiedades de oficinas de la cartera de ambas empresas.

Merck (NYSE:MRK) anunció que el nuevo spin-off de la compañía, Organon comenzará a cotizar en la Bolsa de Valores de New York el 3 de junio. La nueva empresa estará enfocada en una cartera de productos biosimilares y de salud de la mujer.

Honeywell (NYSE:HON) transferirá la cotización de sus acciones de la Bolsa de Nueva York (NYSE) al Nasdaq, en cuyo índice comenzarán a cotizar el 11 de mayo.

Pepsico (NASDAQ:PEP) es la última compañía en subirse al carro de la entrega a domicilio con el lanzamiento de Pep's Place, un restaurante de sólo entrega a domicilio donde lo primero que habrá que elegir es la bebida del catálogo de la propia Pepsi y posteriormente combinarlo con comida.

Inditex (BME:ITX) entra en el negocio de la cosmética a través de Zara, el buque insignia del grupo. La nueva línea de negocio llevará el nombre de Zara Beauty y estará disponible para su compra a partir del 12 de mayo.

Walgreens Boots Alliance (NYSE:WBA) se asociará con DoorDash Inc, Uber Technologies y otros para entregas a domicilio a particulares en menos de dos horas.

Kroger (NYSE:KR) ha lanzado un programa piloto para entregas a domicilio con drones en Ohio. La cadena de supermercados se ha asociado con el fabricante Drone Express para que los clientes puedan recibir sus pedidos en un máximo de 15 minutos.

Abbvie (NYSE:ABBV), a través de su división Allergan Aesthetics, ha adquirido la empresa Soliton por 550 millones de dólares para potenciar su unidad de estética y ampliar su cartera de productos de contorno corporal.

Naturgy: Reynés cumple su cometido

by @DivRentable

Introducción

Naturgy es la antigua Gas Natural Unión Fenosa, una empresa española nacida en el siglo XIX y que comercializa gas y electricidad, principalmente en España, Latinoamérica y Australia. Además, está entrando en países como EE.UU., a la par que abandona mercados menos rentables como Egipto. Es una empresa muy conocida entre los inversores españoles debido a su pertenencia al IBEX35 desde hace años y a su dividendo alto y creciente.

El negocio de Naturgy se divide en las siguientes ramas:

	2020	% Cifra Negocio
Gestión Energía	4.961	32,3%
Comercialización	4.664	30,4%
Redes LatAm	3.382	22,0%
Redes Iberia	1.905	12,4%
Renovables	413	2,7%
Resto	20	0,1%
TOTAL	**15.345**	**100%**

Elaboración propia con datos oficiales; cifras en millones de euros, excepto los porcentajes

A la hora de explicar cada parte del negocio, Naturgy desarrolla en la Nota 3 del Informe Anual 2020 cada una de sus divisiones:

a) La gestión de la energía incluye varios negocios, como el transporte por barco de Gas Natural Licuado (GNL), la generación geotérmica, el gasoducto del Medgaz, etc.
b) La comercialización alude al modelo comercial a clientes finales de gas, electricidad y otros servicios.
c) Las redes de Latinoamérica son las redes de gas y electricidad de Argentina, Brasil, Panamá, Chile, etc.
d) Las redes de Iberia son las redes de gas y electricidad de España.
e) Las renovables tratan de la generación de energías renovables en España, EE.UU., Latinoamérica y Australia.
f) El resto incluye gastos de funcionamiento de la corporación y otros.

Se puede ver que las renovables son todavía una parte muy pequeña del negocio (el 2,7%).

Por otra parte, la facturación por países señala un exceso de concentración entre España y Latinoamérica (un 80% aproximadamente entre ambas regiones geográficas):

	2020	% Cifra Negocio
España	7.986	52,0%
Resto de Europa	1.965	12,8%
Latinoamérica	4.417	28,8%
Otros países	977	6,4%
TOTAL	**15.345**	**100%**

Elaboración propia con datos oficiales; cifras en millones de euros, excepto los porcentajes

A nivel de EBITDA, Naturgy gana también más de la mitad gracias a sus actividades en España:

EBITDA trimestral por actividad

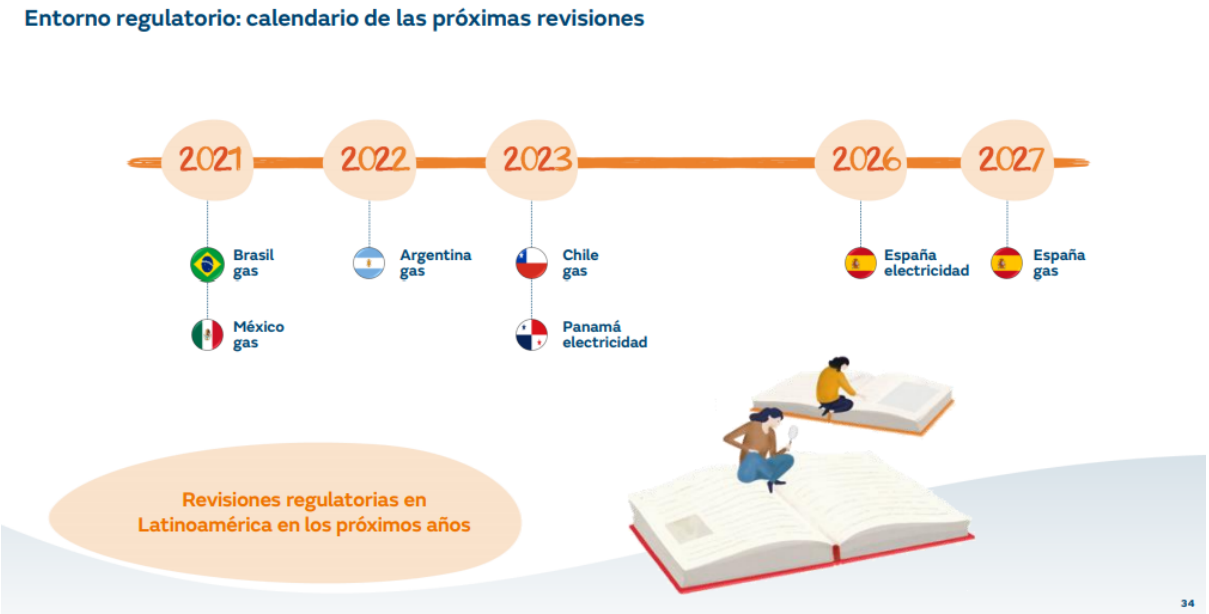
(m€)	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
Gestión de la energía y redes	**735**	**741**	**710**	**673**	**2.859**
Redes España	**322**	**374**	**435**	**407**	**1.538**
Redes de gas	189	213	253	236	891
Redes de electricidad	133	161	182	171	647
Redes LatAm	**225**	**208**	**223**	**178**	**834**
Chile gas	34	65	73	34	206
Brasil gas	59	45	53	46	203
México gas	74	45	44	59	222
Panamá electricidad	37	32	27	34	130
Argentina gas	14	15	21	2	52
Argentina electricidad	7	6	5	3	21
Gestión de la energía	**188**	**159**	**52**	**88**	**487**
Mercados y suministros	-42	-38	-97	-46	-223
GNL internacional	97	68	18	-54	129
Gasoductos (EMPL)	68	58	58	56	240
Generación térmica España	5	10	8	81	104
Generación térmica Latinoamérica	60	61	65	51	237
Renovables y nuevos negocios	**120**	**73**	**84**	**75**	**352**
España y EEUU	101	61	65	45	272
Australia	2	-1	3	10	14
Latam	17	13	16	20	66
Comercialización	**77**	**57**	**70**	**122**	**326**
Resto	**-38**	**-21**	**-16**	**-13**	**-88**
TOTAL EBITDA	**894**	**850**	**848**	**857**	**3.449**

FUENTE: Naturgy, Presentación de Resultados 2020

Sumando el EBITDA de las redes de España y la generación térmica de España, tenemos más de 1.750 millones de euros. Además, dentro de gasoductos y renovables España y EE.UU., el EBITDA generado en España es del 50% o más de esas partidas (aunque no lo desglosa). También está la rama de comercialización, donde España podría representar una pequeña parte (por cuanto Naturgy realiza esta actividad en más de 10 países). Por tanto, el

EBITDA de Naturgy que corresponde a España está en torno a los 1.800-1.900 millones (55% como máximo del EBITDA total en 2020).

Es por esa concentración de ingresos y de que parte de estos son regulados (más del 50% ahora mismo), que un riesgo potencial de esta empresa va a ser siempre un cambio significativo en las regulaciones del gas y la electricidad en los países donde más peso tiene. Las próximas revisiones regulatorias son:



FUENTE: Naturgy, Presentación de la JGA 2021

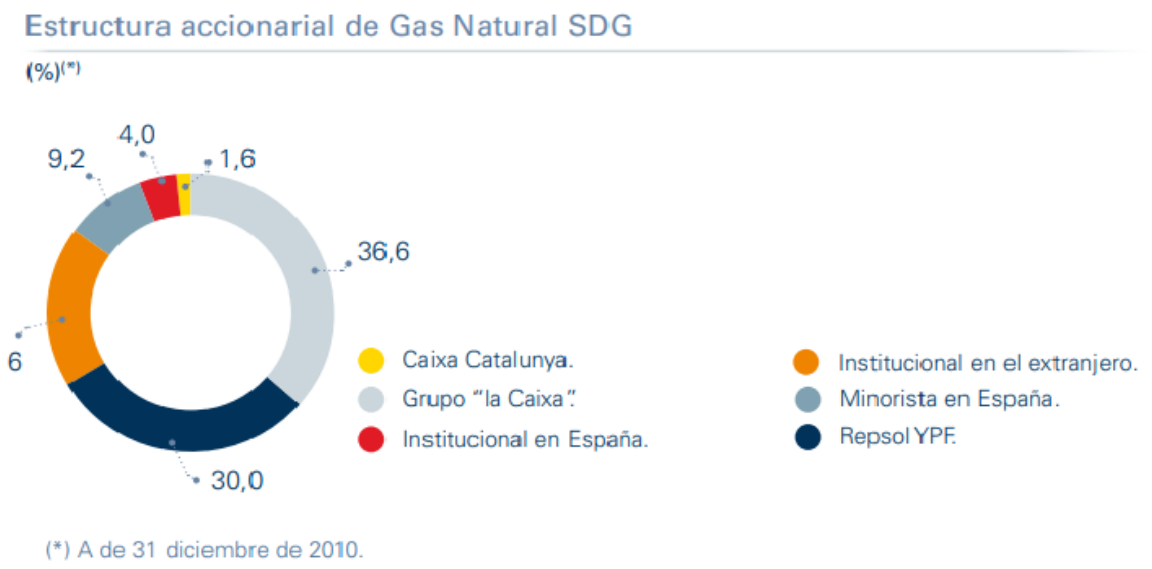
Desde que Francisco Reynés, presidente y CEO de Naturgy, se puso al frente de la empresa en 2018, muchos accionistas hemos visto a este ejecutivo como un buen capitán de barco, en buena medida por su papel en Abertis, donde los resultados fueron satisfactorios para los inversores en dividendos, excepto por la OPA que recibió la compañía, algo baja según muchos de nosotros.

Isidro Fainé, presidente de Criteria Caixaholding ("brazo inversor" del banco La Caixa), fue sustituido por el Sr. Reynés en febrero de 2018. Al ser La Caixa el mayor accionista de Abertis (donde estaba antes el Sr. Reynés) y de Gas Natural (ahora Naturgy), es obvio que el Sr. Reynés entró con el respaldo del accionista mayoritario de la empresa gasista.

En este artículo comentaré los resultados 2020, así como los resultados 1T-2021 y cómo se está desarrollando el Plan Estratégico 2018-2022, lanzado al poco de entrar el Sr. Reynés en la empresa. También daré mi opinión sobre si el Sr. Reynés está cumpliendo un cometido básico de todo CEO: crear valor para el accionista.

Evolución del negocio

Naturgy, anteriormente Gas Natural Unión Fenosa, ha sido una utility que no solo ha cambiado de presidente en los últimos 10 años, sino también de dueños, en cuanto que los principales accionistas no han sido los mismos a lo largo de esta última época:



FUENTE: Gas Natural, Informe Anual 2010

	Participación en el capital social (%)	
	2020	2019[4]
Fundación Bancaria Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, "la Caixa"[1]	**24,8**	24,4
Global Infrastructure Partners III[2]	**20,6**	20,3
CVC Capital Partners SICAV-FIS, S.A.[3]	**20,7**	20,4
Sonatrach	**4,1**	4,1

[1] Participación a través de Criteria Caixa S.A.U.
[2] Global Infrastructure Partners III, cuyo gestor de inversión es Global Infrastructure Management LLC, ostenta indirectamente su participación a través de GIP III Canary 1, S.à.r.l.
[3] A través de Rioja Acquisitions S.à.r.l.
[4] No se incluye Capital Research and Management Company que a 31 de diciembre de 2019 poseía un 3,0% del capital social puesto que se considera capital flotante ya que el límite del 3% se sobrepasa o se reduce de forma ocasional.

FUENTE: Naturgy, informe Anual 2020

Como podemos observar, en 2010 Gas Natural estaba controlada por La Caixa y Repsol, que poseían dos terceras partes de las acciones de la empresa. Diez años después, Repsol ya no está, y el número de accionistas relevantes es ahora de tres: La Caixa, GIP y CVC.

Respecto a la evolución de las principales métricas del negocio, nos encontramos con una mejoría, si bien es cierto que no muy impresionante:

	2010	2020	CAGR
Cifra de Negocios	19.630 €	15.345 €	-2,4%
EBITDA	4.477 €	3.449 €	-2,6%
Beneficio Neto	1.201 €	-347 €	Negativo
Número de acciones	921,80	969,60	0,5%
Deuda Neta	19.102 €	13.612 €	-3,3%
Coste medio deuda	4%	2,5%	-4,6%
CFO	2.737 €	3.432 €	2,3%
Capex Mant.	1.394 €	542 €	-9,0%
Dividendos Minorit. y otros	135 €	578 €	15,7%
FCF (tras Minorit. y otros)	1.208 €	2.312 €	6,7%
Dividendos pagados	737 €	1.370 €	6,4%
Payout FCF	61,0%	59,3%	-0,3%

Datos según fuentes oficiales

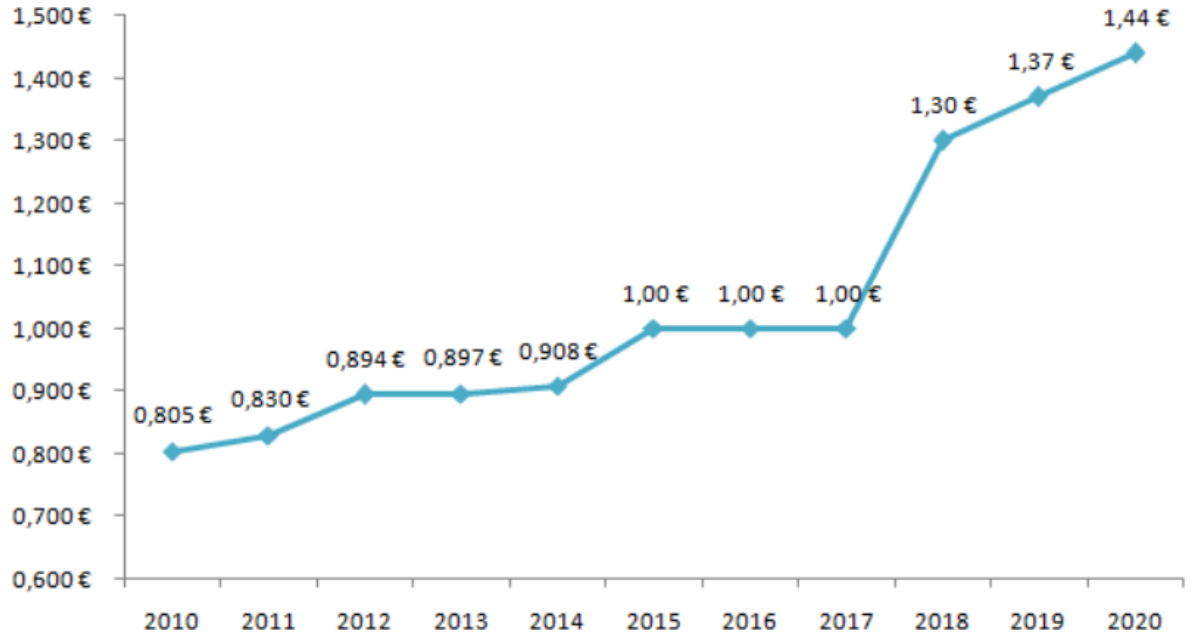
El hecho de que en 2020 ocurriera la pandemia altera la comparativa respecto a lo que sería, por ejemplo, 2010 frente a 2019. En 2019, la cifra de negocio fue de 20.761 millones, lo cual ya nos indica que el 2020 fue un año especial.

Los datos positivos de la comparativa 2010 contra 2020 serían, sin embargo, la gran reducción de la Deuda Neta (un tercio menos que en 2010), así como el coste medio de la deuda, que ahora está en 2,5%. También la generación de caja es reseñable, al aumentar el Cash Flow Operativo (CFO), reducirse el capex de mantenimiento a menos de la mitad, y casi duplicarse el FCF. El Payout FCF, además, ha bajado del 60%.

Son unos números, en general, buenos, pues el negocio ha aumentado mucho el flujo de caja, que es algo muy importante. La reducción de deuda neta y del coste de la deuda ayudarán a poder retornar más dinero a los accionistas a corto y medio plazo, así como las recompras de acciones aumentarán un poco el FCF por acción.

Historial de dividendos

Dado que hemos hablado antes de los años 2010 y 2020, conviene ahora profundizar más en el dato que más suele importar a los inversores en empresas que remuneran a sus accionistas: el dividendo. Obviamente, ver el histórico de los dividendos pasados ayuda a saber si la empresa aumenta el dividendo año a año, que es siempre lo deseable.



FUENTE: elaboración propia con datos oficiales de la empresa

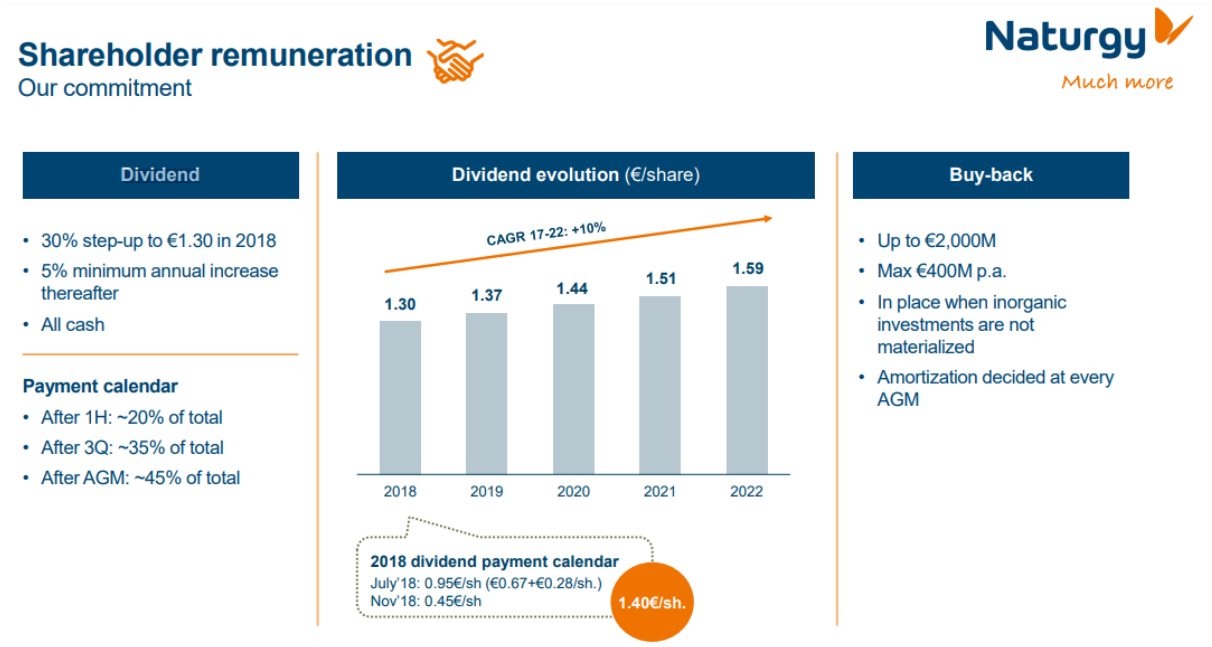
Como podemos ver, el dividendo ha crecido en los últimos 10 años desde los 0,805€ en 2010 a los 1,44€ en 2020. Un 5,99% anual compuesto. Nada mal para una empresa que ahora mismo, a un precio aproximado de 21,50€, daría una rentabilidad inicial del 6,70%.

Respecto a la sostenibilidad del dividendo, lo sensato es observar el Payout FCF. Y lo ideal, teniendo en cuenta que es una utility, y que tiene riesgo regulatorio, alta deuda, el coste medio de la deuda a largo plazo (10 años o más) puede ser más alto, etc., es que nunca superara el 80%. Algunos creen que máximo debería ser un 60%. En el caso de la gasista que aquí estoy analizando, excepto por el año 2018, donde el pago de dividendos fue algo superior al esperable dado el cambio de política de dividendos (de 2 a 3 pagos anuales), el Payout FCF ha estado por debajo del 80%. La sostenibilidad del dividendo la comento en el próximo apartado, al tratar el último Plan Estratégico que publicó Naturgy, en 2018 tras entrar el Sr. Reynés y abandonar el accionariado Repsol.

Cumplimiento del Plan Estratégico 2018-2022

Al poco de entrar el Sr. Reynés, Naturgy presentó un nuevo Plan Estratégico (2018-2022). Tras más de 3 años en el cargo, tenemos ya algo de perspectiva histórica para evaluar cómo se está desarrollando dicho plan.

Empecemos por los dividendos. En este apartado, Reynés está siguiendo la hoja de ruta, y el dividendo 2020 responde a los 1,44€ que se proyectaron en su momento.



FUENTE: Naturgy, Plan Estratégico 2018-2022

Como vemos, el dividendo tiene visos de seguir subiendo hasta los 1,59€ en 2022. ¿Pero es sostenible? Lo vemos en la siguiente tabla:

	2017	2018	2019	2020	CAGR
CFO	2.768 €	2.881 €	4.021 €	3.432 €	5,5%
Capex Mant.	848 €	680 €	628 €	542 €	-10,6%
Divs. a Minorit. y otros	436 €	550 €	759 €	578 €	7,3%
FCF (tras Minor. y otros)	1.484 €	1.651 €	2.634 €	2.312 €	11,7%
Dividendos	1.001 €	1.400 €	1.318 €	1.370 €	8,2%
Payout FCF	67,5%	84,8%	50,0%	59,3%	-3,2%
Recompras	0 €	121 €	405 €	184 €	Se inician

Elaboración propia con datos oficiales; cifras en millones de euros, excepto los porcentajes

Podemos ver cómo el CFO ha evolucionado bien (5,5% anual compuesto) y el FCF ha sido todavía mejor (13,3% anual compuesto). Está claro que es un periodo corto de tiempo, pero ya se puede ver que Naturgy está generando valor al accionista al maximizar los flujos de caja y aumentar los dividendos, sin olvidar las recompras de acciones.

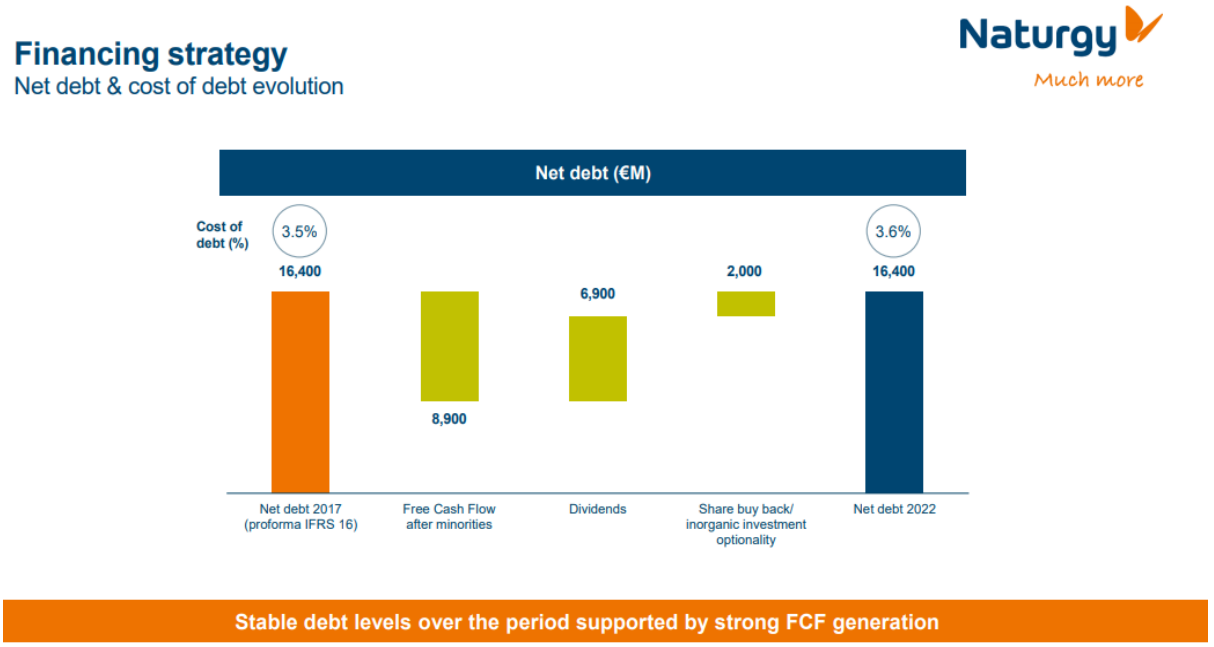
El periodo 2017-2020 fue bastante productivo a nivel FCF: más de 8.000 millones de flujo de caja libre en 4 años, lo cual arroja una media de poco más de 2.000 millones. Si Naturgy ha sido capaz de lograr más de 2.300 millones en 2020, y con que mantenga ese nivel en los años posteriores, el “capital allocation” no debería sufrir ningún contratiempo al finalizar este Plan Estratégico. En 2022 podríamos encontrarnos, siendo muy conservadores, con:

	2022
FCF	2.300
Dividendos	1.550
Recompras	400
Reducción Deuda	350

Es decir, los 2.300 millones de FCF después de minoritarios y otros podrían gastarse al 100% entre dividendos, recompras y reducción de la deuda. Aquí el Payout FCF sería del 67,4%. Totalmente sostenible. Incluso si ganara solo 2.000 millones de FCF (la media aproximada de 2017-2020), el Payout FCF sería del 77,5%. Un nivel razonable para una empresa como Naturgy.

Cabría esperar que en los próximos años la empresa pueda moverse en un rango de FCF de 2.400-2.700 millones anuales a medio y largo plazo (entre 2,47 y 2,78€ por acción). Con ese dinero, los dividendos podrían seguir subiendo hasta los 1,84€ en 2025 (5% anual de subida de 2020 a 2025), que serían unos 1.800 millones para pagar a los accionistas.

Otro punto reseñable del Plan Estratégico era el manejo de la deuda neta, y aquí también el Sr. Reynés está cumpliendo lo prometido.



FUENTE: Naturgy, Plan Estratégico 2018-2022

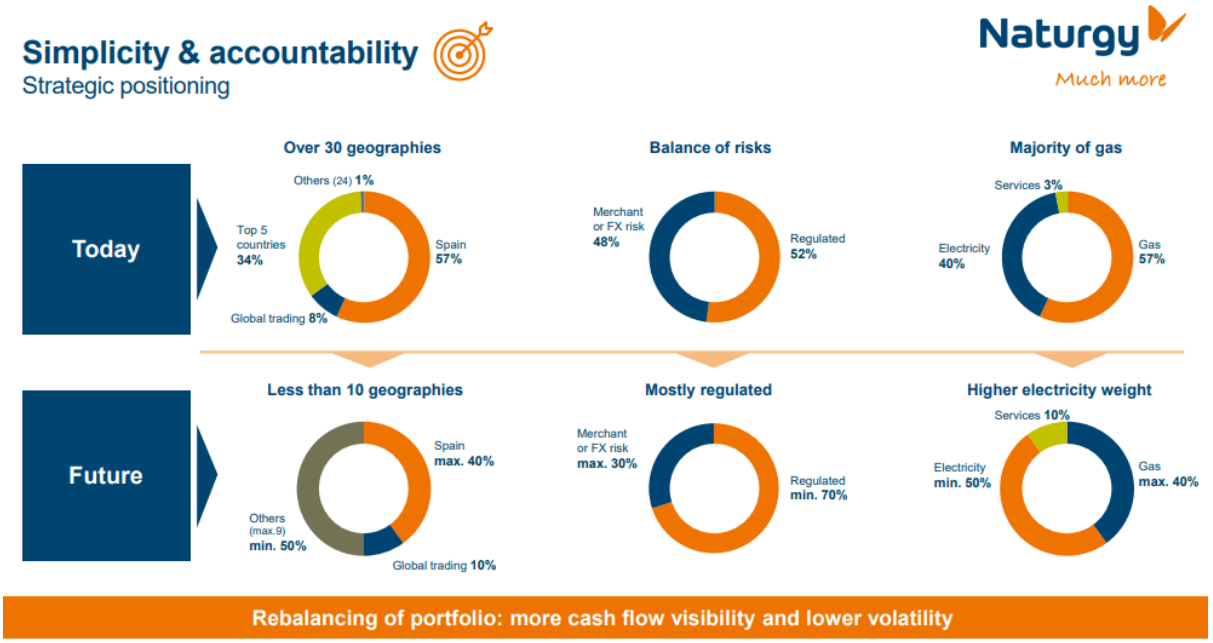
Naturgy se propuso mantener la deuda neta en 16.400 millones, con un coste medio del 3'5%. La venta de activos no estratégicos y los bajos tipos de interés han ayudado mucho en este apartado:

	2017	2018	2019	2020
Deuda Neta	16.400 €	15.309 €	15.268 €	13.612 €
Coste Medio Deuda	3,50%	3,10%	3,20%	2,50%
DN/EBITDA	3,9	3,4	3,6	3,9

Elaboración propia con datos oficiales; cifras en millones de euros, excepto los porcentajes

A estos dos puntos (dividendos y deuda neta) podemos añadir el control del capex de mantenimiento, que en 2020 bajó de 550 millones, mientras en el Plan Estratégico se daba a entender que sería de 3.100 millones en 2018-2022 (620 millones de media).

Por otro lado, debemos reseñar que el riesgo regulatorio seguirá estando muy presente, máxime cuando Naturgy quiere aumentar el porcentaje de sus ventas dependientes de los ingresos regulados:



FUENTE: Naturgy, Plan Estratégico 2018-2022 (en inglés)

Para acabar con los aspectos más relevantes de este Plan Estratégico, no quiero dejar de mencionar brevemente el "bonus" que el Sr. Reynés y otros 25 directivos obtendrían si cumplen con lo estipulado para 2022. Resumo aquí brevemente lo expuesto en el Informe Anual 2019, páginas 116 y 117: para julio de 2023, la cotización debe estar a 19,15€ o más; además, deben repartirse todos los dividendos estipulados (es decir, los ya pagados hasta el día de hoy, más todos los de 2021 (1,51€) y los de 2022 (1,59€).

Si cumplen con los dicho anteriormente, cada directivo se podría llevar más de 1,5 millón de euros. Si no pagan todos los dividendos prometidos y/o la cotización está por debajo de 19,15€, se quedan sin bonus. Por tanto, el Sr. Reynés debe estar muy interesado en que Naturgy genere rentabilidad para el accionista. Como diría Charlie Munger:

"MUÉSTRAME EL INCENTIVO Y TE MOSTRARÉ EL RESULTADO"

En todo caso, no podemos olvidar que Naturgy está preparando un nuevo Plan Estratégico 2021-2025, que busca tener en cuenta el impacto del COVID-19. Por tanto, dentro de unos meses podremos ver con más claridad qué objetivos tiene Naturgy para el medio plazo (de aquí a 2025).

Resultados 2020

La calidad de una empresa se ve en los momentos difíciles, y por ello es bueno revisar la última crisis a la que se enfrentó una compañía. En el caso de Naturgy, el año 2020 fue especialmente duro por el COVID-19:

	2019	2020	Variación
Cifra de Negocios	20.761 €	15.345 €	-26,1%
EBITDA	4.252 €	3.449 €	-18,9%
Beneficio Neto	1.401 €	-347 €	-124,8%
Número de acciones	984,10	969,60	-1,5%
Deuda Neta	15.268 €	13.612 €	-10,8%
Coste medio deuda	3,2%	2,5%	-21,9%
CFO	4.021 €	3.432 €	-14,6%
Capex Mant.	628 €	542 €	-13,7%
Dividendos Minorit. y otros	759 €	578 €	-23,8%
FCF (tras Minorit. y otros)	2.634 €	2.312 €	-12,2%
Dividendos pagados	1.318 €	1.370 €	3,9%
Payout FCF	50,0%	59,3%	18,4%

Datos según fuentes oficiales

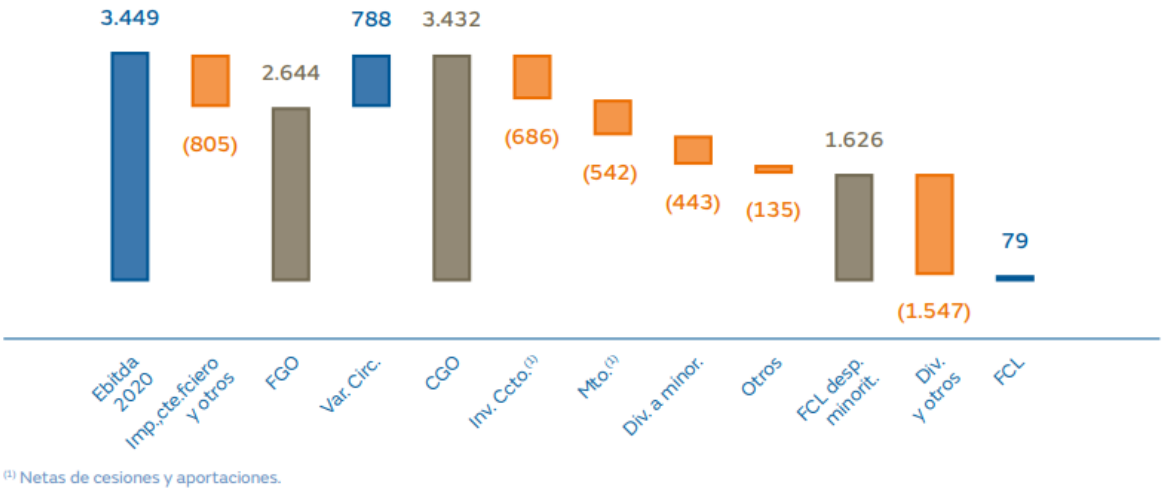
Vemos que el 2020 ha sido bastante desastroso, a primera vista, salvo en la Deuda Neta, que baja más de 1.500 millones. La menor demanda de gas ha hecho mella en las cuentas de la gasista. De hecho, incluso ha perdido dinero (347 millones negativos de Beneficio Neto). No obstante, si empezamos a hurgar en los datos, se empiezan a apreciar aspectos positivos. Enumeremos los más reseñables.

En primer lugar, el COVID-19 ha sido una pandemia mundial que ha impactado en la facturación de Naturgy en todos los países donde está asentada. Con varias vacunas siendo ya administradas a nivel mundial, Naturgy podría ver este 2020 que ya pasó más como un problema temporal más que coyuntural; y eso a pesar de que 2021 no tendrá unos resultados espectaculares, como veremos más adelante.

La propia empresa resalta una lista de dificultades que tienen fuerte relación con la pandemia, y que señalan a la excepcionalidad de 2020. Por ejemplo, el precio de las materias primas bajó más de un 20%: en concreto me refiero a los principales Hubs de gas

(el Henry Hub y el National Balancing Point) y a los precios de la electricidad al por mayor en España (el pool español). También manifiesta la empresa que la demanda de gas y electricidad bajaron más de un 5% en España en 2020, y ya sabemos que España es parte importante del negocio de Naturgy.

En segundo lugar, el beneficio neto es –como siempre– una manera de mostrar tus resultados que no tiene por qué significar un mal año. Yo prefiero centrarme en la generación de caja, es decir, en el Flujo de Caja Libre (o FCF, por sus siglas en inglés).



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2020

Pero no podemos quedarnos en esa cifra sin reiterar lo que ya dije en la primera parte del artículo, a saber: el FCF de Naturgy que nosotros tenemos en cuenta para la sostenibilidad del dividendo es el FCF después de minoritarios y otros; en la gráfica de arriba sería “CGO - Mantenimiento - Dividendos a Minoritarios - Otros”.

En esta empresa hay que restar los “dividendos a minoritarios”, por ejemplo, pues estos dividendos se restan del dinero que realmente tiene disponible la gasista para remunerar a los accionistas como nosotros. Pero no se restan las inversiones de crecimiento (CAPEX de crecimiento), porque eso es un dinero que Naturgy no está obligada a gastar cada año y, en todo caso, puede recurrir a financiación u otras fuentes para financiar dicho crecimiento. Por tanto, el FCF de la compañía es de 2.312 millones de euros, de los cuales casi el 60% (1.370 millones) se ha pagado en dividendos.

En tercer lugar, la deuda neta muestra un lado muy positivo. Esta sigue bajando año a año, desde los más de 16.000 millones que había a finales de 2017 hasta los 13.612 millones.

No obstante, Naturgy vendió hace unos meses su participación en la chilena CGE a una empresa china; esto significa que la deuda neta a finales de 2021 podría rondar los 11.000 millones. A su vez, el coste medio de la deuda baja de 2’9% hasta 2’5%.

Y en cuarto lugar tenemos que Naturgy siguió recomprando acciones en 2020, aunque en marzo frenó sus recompras por el COVID-19. Una postura prudente. No llegó, por tanto, a los 400 millones anuales que tenía previsto como máximo (según su Plan Estratégico 2018-2022), pero aportó valor al accionista al recomprar a un precio medio interesante. En concreto, compraron 9,3 millones de acciones, con un precio medio de aproximadamente 19,05€. Es decir, más de 177 millones en recompras.

Dadas las recompras de acciones, y las amortizaciones posteriores, tenemos que el número de acciones ha bajado en los últimos años:

31 dic. 17			1.000.689.341
31 dic. 18			1.000.689.341
23 jul. 19	Amortización acciones propias	-16.567.195	984.122.146
31 dic. 19			984.122.146
21 jul. 20	Amortización acciones propias	-14.508.345	969.613.801

FUENTE: web de la empresa

Estos cuatro puntos reseñados suponen una visión general de los resultados 2020, y que hablan bien de una compañía que se ha encontrado con un año muy difícil.

Resultados 1T-2021

El 28 de abril se presentaron los resultados del primer trimestre de Naturgy.

En estos resultados se resaltó la recuperación de la demanda energética en muchos de sus mercados, aunque las divisas de Latinoamérica le penalizaron por otra parte. También se habló de la inversión en Hamel Renewables (EE.UU.), que cumple con la intención de salir de países “menos estables” (Egipto) para invertir en países más tranquilos jurídicamente hablando.

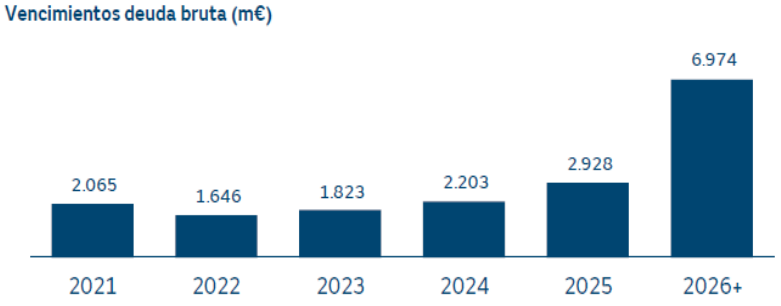
En la siguiente tabla podemos ver los datos más relevantes:

	1T2020	1T2021	Variación
Cifra de Negocios	4.491 €	4.686 €	4,3%
EBITDA	894 €	982 €	9,8%
Beneficio Neto	199 €	383 €	92,5%
Número de acciones	984,1	969,6	-1,5%
Deuda Neta	13.612 €	13.597 €	-0,1%
Coste medio deuda	2,5%	2,4%	-4,0%
CFO	1.275 €	770 €	-39,6%
Capex Mant.	90 €	67 €	-25,6%
Dividendos Minorit. y otros	300 €	48 €	-84,0%
FCF (tras Minorit. y otros)	885 €	655 €	-26,0%
Dividendos pagados	571 €	605 €	6,0%
Payout FCF	64,5%	92,4%	43,2%

Elaboración propia; datos en millones de euros, excepto porcentajes

En base a los números anteriores, podemos ver hechos muy destacados.

En lo referente a la Deuda Neta, Naturgy siguió reduciendo la misma, y tras el primer trimestre, ya está levemente por debajo de 13.600 millones con un coste del 2'4%, que están muy por debajo del objetivo de Deuda Neta de 16.400 millones para 2022 con un coste medio del 3'5%. Aquí, aunque Naturgy se ha visto beneficiada por los bajos tipos de interés, hay que resaltar el buen hacer de la directiva dirigida por el Sr. Reynés. Son menos de 4 veces DN/EBITDA y la deuda a tipo fijo es del 83%, por lo que en el caso de esta utility, es un nivel alto de endeudamiento, pero que debería ser manejable. Eso sí, deberá refinanciar deuda:



Fuente: Informe de Resultados 1T-2021

Respecto al FCF y la sostenibilidad del dividendo, vemos que el flujo de caja libre se desploma. El porqué está en la Variación del Circulante, que fue de 616 millones en el 1T-2020 y de -111 millones en 1T-2021. De los últimos 5 años (1T-2017 - 1T-2021), solo en el 1T-2020 la Variación del Circulante fue positiva, con lo que no es raro que en el primer trimestre de este año haya sido negativa. En todo caso, debemos vigilar el resto del 2021 para ver cómo evoluciona este métrica y, sobre todo, el FCF.

Respecto a las recompras, no se ha mencionado nada en el Informe de Resultados del primer trimestre, con lo que se entiende que están paradas.

Por otra parte, resaltar que Naturgy ha estado muy activa respecto a acuerdos alcanzados a nivel empresarial:

- Triple acuerdo entre Naturgy, ENI y Egipto para salir de Egipto y romper su "join venture" con ENI.
- Venta de la chilena CGE, que ayudará a reducir la deuda neta hasta el entorno de los 11.000 millones a finales de 2021.
- Adquisición de proyectos de almacenamiento de energía en EE.UU. mediante un acuerdo con Candela Renewables.
- También se alude al acuerdo con Omán, que expira en 2025.

La OPA de IFM

Hace unos meses, un fondo australiano (IFM) lanzó una OPA (oferta pública de acciones) parcial sobre Naturgy a 23€:

https://cronicaglobal.elespanol.com/business/naturgy-fondo-ifm-opa_436914_102.html

Al ser una OPA parcial, y reducirse el precio cada vez que se paga un dividendo por parte de la empresa objeto de la oferta, mi opinión es que no merece la pena vender las acciones a 22,37€ que nos darían ahora (tras el pago del dividendo de 0,63€ en marzo). Con un dividendo previsto de 1,59€ en 2022, y para quien compre a 21,50€ (por ejemplo), la ganancia de vender las acciones a 22,37€ es mínima.

Hace unos días nos enteramos de que el Gobierno español daba luz verde a la OPA, que es sobre un 22,6% de las acciones. Esto no varía mucho la situación, en cuanto que sigue siendo una OPA parcial y el precio de la operación es poco atractivo.

Dada la relación accionarial actual, se hará lo que digan los tres grandes accionistas de la empresa (La Caixa, GIP y CVC). En todo caso, salvo que ocurra un Abertis 2.0, la OPA parcial no debe preocupar a nadie.

Se ha hablado en el pasado de que La Caixa podría vender una parte de sus acciones. Igualmente, seguiría siendo una OPA parcial.

Plan Estratégico 2021-2025

Un tema que genera incertidumbre, al menos mínimamente, es el hecho de que Naturgy habló de que iba a presentar un nuevo Plan Estratégico, donde recogería esta nueva realidad del COVID-19. Este Plan Estratégico sigue sin darse a conocer por parte de la empresa, a pesar de que ellos parecen tener intención de crearlo y anunciarlo este año. Curioso es que tengan ya el espacio reservado en la web para ese nuevo plan:

https://www.naturgy.com/accionistas_e_inversores/inversores/plan_estrategico_2021-2025

Resulta llamativo que se fuera a presentar el "X de febrero de 2021", pero que todavía no lo hayamos visto.

No sé lo que dirán en ese Plan Estratégico, pero sí veo que el dividendo podría seguir subiendo en los próximos años. Tampoco veo a la directiva renunciando totalmente a las recompras. Entiendo que, con el coronavirus todavía vigente como riesgo, buscar una reducción de deuda neta (hasta los 10.000 millones, por ejemplo) en 2025 será un objetivo prioritario (junto con el dividendo creciente) en la empresa.

Conclusión

Los resultados del 2020, en un entorno difícil, han vuelto a plasmar que el Sr. Reynés sigue creando valor para el accionista, en mi opinión, en especial gracias a un FCF que da suficiente liquidez para pagar un dividendo generoso y hacer recompras de acciones. En 2021 y 2022 la cantidad de millones dedicados a remunerar a los accionistas debería llegar a un total de 3.400-3.700 millones entre dividendos y recompras.

De momento, el Sr. Reynés cumple con su cometido. Y mientras lo siga haciendo, yo seguiré como accionista de Naturgy.

Quien quiera comprar a estos precios (21,50€) debe saber que por dividendos es un precio atractivo (6,70% de rentabilidad inicial), a pesar de que hace un año estuvo a menos de 17€. Yo confío en que tarde o temprano pueda volver a los 24-25€, una vez que salga el nuevo Plan Estratégico 2021-2025 y el COVID-19 tenga una incidencia menor de la que ahora está teniendo.

Invertir es Cultura

by Jordi RP (@jordiribera74)

"La perseverancia es la virtud por la cual todas las otras virtudes dan fruto!" (Arturo Graf).

Si no persigues tus metas o sueños, jamás los alcanzarás. Si no te atreves a cuestionar y preguntar, la respuesta siempre será no. Si nunca te atreves a dar el primer paso, siempre permanecerás en el mismo sitio. *Caminante no hay camino, se hace camino al andar* versaba el poema del genio Machado y que popularizó en una canción Joan Manuel Serrat. Todo el mundo busca el éxito, pero sólo un grupo selecto de personas logran los objetivos que se han marcado pues los ganadores terminan cuando han ganado mientras la mayoría, los perdedores, renuncian cuando están cansados. Uno de ellos es el protagonista de nuestra historia. Alguien que tuvo todos los elementos en contra, al que el infortunio le acompañó toda su vida, al que su complicado carácter le trajo no pocos problemas y que pudo rendirse cuando terminó arruinado, mayor y con una mísera paga de jubilación. Pero siguió persistiendo.

Les invito a que me acompañen a conocer a Harland (El Coronel) Sanders, el fundador de la franquicia de pollo frito más famosa del mundo: Kentucky Fried Chicken

Fuente: tripadvisor.es

Harland David Sanders nació un 9 de septiembre de 1890 en Henryville (Indiana). Era el mayor de tres hermanos de una humilde familia de ascendencia irlandesa y desde bien pronto quedó patente que no iba a tener una vida fácil. Al poco de cumplir los 5 años, su padre falleció, por lo que se vió obligado de muy pequeño a aprender a trabajar y cocinar para ayudar a su familia pues, mientras su madre tenía que trabajar, él cuidaba de sus hermanos pequeños Clarence y Catherine.

A la edad de 12 años decidió abandonar la escuela y dedicarse por completo a trabajar en la granja familiar. En aquella época, su madre se había vuelto a casar, pero el nuevo padrastro maltrataba constantemente a Harland y sus hermanos. Cansado de todo ello, huyó de su casa y se mudó a vivir a la casa de sus tíos en New Albany.

A la edad de 15 años, mientras trabajaba como conductor de tranvías, le visitaron unos reclutadores militares y lo convencieron de que el ejército era el lugar ideal para él. Además, había sido despedido nuevamente por una pelea con otro conductor. Y es que Harald Sanders tenía un carácter muy fuerte y visceral que le trajo no pocos problemas a lo largo de su vida. Con todo eso, falsificó su certificado de nacimiento para poder alistarse y completó el servicio militar en Cuba.

Fuente: kfc.es

Tras regresar a EE.UU, se trasladó a Sheffield (Alabama). Allí estudió derecho por correspondencia y a los 21 años empezó a ejercer de abogado. No duró mucho en su nuevo oficio pues se lió a puñetazos con su propio cliente en medio de una vista en el tribunal. A este episodio le siguieron un carrusel de diferentes trabajos (marino mercante, vendedor de seguros, bombero, granjero,fogonero,...) por los que era constantemente despedido por su difícil carácter. Fue, también, en esa época cuando en 1908 contrajo matrimonio con Josephine King (de quien se acabaría divorciando en 1947), con quien tuvo tres hijos: Margaret, Harland David Jr y Mildred.

Pero de nuevo la desgracia aparecería en su vida por el fallecimiento de su hijo Harland Jr. Esto llevó a Sanders a mudarse a Tennessee para volver a comenzar e iniciar diversos negocios con poco éxito todos ellos.

En 1930 recibió una tentadora propuesta por parte de la Shell Oil Company. La empresa planeaba construir una nueva estación de servicio en Corbin (Kentucky), en el cruce de la Ruta 25 de EE.UU que se extiende de norte a sur.

Fuente:https://frostbrowntodd.com/reopening-kentucky-phase-2/

A la edad de 40 años, Harland Sanders aceptó el trabajo por el que pasaba a administrar la estación de servicio a cambio de un porcentaje de las ventas y un apartamento en el mismo lugar para que viviera allí con su familia sin tener que pagar alquiler. No tardó en percatarse que podía ganar algo de dinero extra haciendo aquello que más le gustaba: cocinar.

Así, junto a su esposa, empezó a preparar platos que vendían a (mayoritariamente) camioneros que hacían esa ruta. Su popularidad como cocinero y la calidad de la comida que preparaba se extendió rápidamente por la zona hasta tal punto que, en 1935, el gobernador de kentucky lo nombró “Coronel de Kentucky”, la máxima distinción honorífica del estado, como reconocimiento a su contribución a la gastronomía estatal. El nombre de Coronel Sanders le acompañaría desde ese momento el resto de su vida.

El negocio creció y. aproximadamente un año después, decidió abrir un restaurante más grande al otro lado de la calle con capacidad para 142 comensales. Fue entonces cuando

decidió agregar el pollo frito a su menú, el cual preparaba en una sartén a partir de una receta propia, con once hierbas y especias, que patentó en 1940. Pero cocinarlo le llevaba más de 30 minutos hasta que introdujo una freidora a presión que rebajaba el tiempo de preparación a 8 minutos. Estábamos asistiendo al nacimiento del imperio KFC.

Actualmente, este local llamado Harland Sanders Cafe es un museo en el que se puede conocer la historia de la empresa.

Fuente: tripadvisor.es

Las ventas seguían aumentando pero su fama se disparó cuando el famoso crítico gastronómico Duncan Hines lo incluyó en su guía gastronómica. Clientes y más clientes se acercaban a su restaurante para degustar los platos del famoso Coronel Sanders de Kentucky lo que le motivó a ampliar el restaurante y a construir un hotel.

Parecía que al final la vida le sonreía a Harland. Sin embargo, en 1955, la construcción de la carretera interestatal 75 se construyó paralela a la Ruta 25 provocando con ello que el tráfico que pasaba por el restaurante del coronel se desviara, reduciendo drásticamente las ventas.

El negocio comenzó a tener pérdidas por lo que terminó vendiéndolo por unos 75.000 USD que apenas le llegaron para pagar sus deudas. El Coronel Sanders se encontraba quebrado, endeudado y viviendo de una mísera pensión de 105 dólares mensuales que le daba el gobierno. Tenía 62 años. Cualquiera en su situación y con sus antecedentes se hubiese rendido. Pero Harland Sanders no.

El coronel decidió venderle al mundo su receta y dando muestras de una determinación, fe y tesón inquebrantables, viajó por todo el país en coche, llamando a todas las puertas, cocinando su pollo frito de restaurante en restaurante para que lo probaran y lo conocieran. Además, Sanders fue consciente de la importancia de la imagen a la hora de vender, así que le puso nombre a su producto. “Kentucky Fried Chicken” y comenzó a usar el nombre de Coronel Sanders al hacer negocios. Cambió su apariencia: se dejó crecer el bigote y la perilla, e incluso los blanqueó para que coincidieran con su pelo blanco y combinaran con el traje del mismo color que le hizo popular agregando una corbata negra al conjunto.

Fuente: kfc.es

Tuvo que conducir cientos y cientos de kilómetros, cocinar para decenas de restaurantes, dormir semanas y meses en su coche. Cuenta la leyenda que el coronel recibió 1009 veces “no” como respuesta hasta que logró concretar su primera franquicia en Salt Lake City con el restaurador Peter Harman. Es en este primer restaurante donde se crea el célebre cubo de cartón donde se sirven las piezas de pollo de la cadena. Las ventas de Peter se triplicaron provocando con ello que más y más restaurantes aceptaran franquiciarse.

Para 1964, ya con 74 años, contaba con más de 600 establecimientos entre EE.UU y Canadá. Viendo que el negocio se había convertido en algo demasiado grande para poder gestionarlo, el Coronel Sanders decidió venderlo a un grupo de inversores de kentucky por 2 millones de dólares (unos 16,50 millones actuales) además de un sueldo vitalicio y seguir siendo el embajador y relaciones públicas de la compañía hasta el día de su muerte.

El Coronel Sanders falleció en 1980 a la edad de 90 años. Fue enterrado con su característico traje blanco y corbata negra. Por entonces se estimaba que había más de 6.000 establecimientos de KFC a lo largo de 48 países que producían más de 2.000 millones de dólares de ingresos.

En 1971 el grupo empresarial Heublein Inc. compró Kentucky Fried Chicken por $700 millones de dólares y se encargó de renovar los restaurantes para homogeneizar el método de trabajo de cada uno y potenciar la imagen de la compañía.

Posteriormente, en 1982, la multinacional tabacalera R.J. Reynolds Tobacco Co adquirió Heublein por $1400 millones de dólares convirtiéndose así en propietaria de Kentucky Fried Chicken.

Sólo 4 años después, en 1986, es vendida a PepsiCo por $840 millones de dólares integrándose en su división de restaurantes junto a Pizza Hut y Taco Bell y cambiando su marca comercial por KFC. En 1987 se convirtió en la primera cadena de restaurantes occidental que abría en China que actualmente es su principal mercado.

En 1997, Pepsi decide escindir su división de restaurantes en una empresa independiente que actualmente se llama Yum Brands.

Actualmente hay más de 23.000 restaurantes de KFC repartidos en 150 países y sus ventas superan los 25.000 millones de dólares anuales.

La inspiradora historia del Coronel Sanders y que nos deja como legado es que nunca es demasiado tarde para empezar un proyecto ni el emprender tiene un límite de edad. Y a la vez, uno debe luchar por sus sueños y objetivos. Sólo los que persisten podrán conseguirlo.

Fuente:kfc.es

"Si tuviera que decirle algo al mundo, una moraleja de mi vida, probablemente sería que no renuncies a tus sueños ni a los 65 años, porque tal vez tu barco aún no ha llegado. El mío aún no lo había hecho." (Harland David Sanders)

Principales compras de la quincena del equipo editor

THE CLOROX COMPANY

Bristol Myers Squibb™

Kimberly-Clark

BAT

Altria

P&G

Pfizer

verizon

General Mills
Making Food People Love

Dividendos de la próxima quincena (empresas en cartera o en el radar)

lunes	martes	miércoles	jueves	viernes
17 P&G, Hormel Foods, Texas Instruments	18	19	20	21
24	25	26	27 Nestlé ADR	28

https://cartasdividendo.com/calendario-dividendos/

@cartasdividendo

Disclaimer General

Los valores tratados en este u otros boletines de Cartas del Dividendo, en nuestra página web o en nuestras redes sociales, en ningún caso constituyen recomendaciones de compra/venta. Ninguno de los integrantes del equipo editor de Cartas del Dividendo somos inversores profesionales y cada inversor debe realizar sus propios análisis y sacar sus propias conclusiones antes de tomar una decisión de inversión. Nuestra intención es proporcionar a los lectores nuestras opiniones, así como algunas herramientas y análisis para facilitar su toma de decisiones, pero en ningún caso nos hacemos responsables de sus decisiones de inversión. Dada la cantidad de datos y formulas utilizadas, pueden existir errores en los datos presentados de los cuales no nos hacemos responsables y cada inversor debe verificarlos por su cuenta antes de tomar una decisión de inversión. Las opiniones de cada uno de los editores / entrevistados no tienen porque reflejar la opinión del resto de miembros de Cartas del Dividendo. Salvo que se indique lo contrario, todas las imágenes y gráficas son extraídas de la página web de las empresas analizadas o de sus presentaciones, cuentas contables y demás información pública. Asimismo, todas las tablas son de elaboración propia, salvo que se indique lo contrario.

Más información en https://cartasdividendo.com/condiciones-de-uso/