El Blog del Inversor

http://www.blogdelinversor.com/

Índice:

- Valoración Empresarial: Ratios vs Valor Intrínseco.
- Método de Valoración: Flujos de Caja Libre.
- El Valor temporal del dinero y la Tasa de descuento.
- Como calcular la tasa de descuento para nuestras inversiones.
- Introducción al concepto de Riesgo.
- Factores de Riesgo.
- Reflexionar sobre el Riesgo para obtener la Tasa de Descuento.
- Valor de Perpetuidad. El concepto.
- Calcular el valor presente de futuros flujos de caja.
- Calcular el Valor de Perpetuidad. 2a Parte.
- Proceso de Valoración de una Empresa. Pasos a Seguir.
- Ejemplo de Caso Práctico de Valoración
- Margin of Safety. El Margen de Seguridad.
- Herramientas del inversor: Filtros rápidos
- Cuando (no) Vender. Perspectivas de un Inversor Value.
- Cuando Vender. Perspectivas de un Inversor Value.
- Anexos:
    - Análisis Sectorial.
    - Ventajas del Sector Farmacéutico.
    - Riesgos en Farmacéuticas.

- Valoración de Inditex (October 10th, 2008 — Valoración de Empresas)

Valoración Empresarial: Ratios vs Valor Intrínseco

Hay muchas maneras de valorar empresas y la mayoría tienen ventajas e inconvenientes.

Muchas veces, se hacen valoraciones por ratios. Es verdad que los ratios son una manera rápida de llegar a una conclusión, pero el problema es que esta forma de valorar se basa en el precio de la acción y no en el valor. Ya decía Machado aquello de "es de necio confundir valor y precio", así que no seré yo quien le contradiga.

Los ratios comparan lo que la gente está dispuesta a pagar por una acción con lo que pagan por otra acción.

Creo firmemente que una inversión se debe de llevar a cabo cuando creemos que una empresa cotiza por debajo de su valor intrínseco y no porque el precio de la acción esté más caro o más barato en comparación a otras. Esto conlleva lógicamente creer que se puede calcular (o aproximarse) el valor intrínseco de una empresa.

Los ratios siguen siendo útiles, pero no como herramienta exclusiva de valoración.

Hablar de valor intrínseco de una empresa, a la hora de comprar acciones, sólo tiene sentido partiendo de la base de que cuando compras una acción, estás comprando una pequeña parte de la empresa y participando en su negocio. La gran ventaja de pensar en estos términos, es que puedes mantener la atención en el valor de un negocio más que en los altibajos de su cotización.

Pensar en estos términos te obliga a reflexionar sobre los flujos de caja que genera la empresa en la actualidad, los que generará en el futuro así como en la rentabilidad general del negocio. (para los novatos: con flujos de caja entendemos las entradas y salidas de dinero que se producen en el negocio, es decir, el dinero que se gana).

Por otro lado, sin observar los flujos de caja y el retorno que se genera no tenemos manera de saber si un P/E de 15 es demasiado bajo, alto, o correcto. Puede ser que una empresa con un P/E de 15, si necesita menos dinero para generar beneficios y tiene menos riesgo, sea mucho mejor inversión que otra empresa con P/E de 10.

Bueno, como podéis ver, soy partidario de una valoración por descuento de flujos (DCF). Próximamente intentaré explicar como abordo este tipo de valoraciones y en qué cosas me fijo.

Cada uno tiene su sistema. A mi, el intentar averiguar el valor intrínseco de una empresa, con todo el proceso de análisis correspondiente, me da una base más sólida para tomar mis decisiones de inversión.

Método de Valoración: Flujos de Caja Libre

¿Cuánto vale una acción?

Citando a uno de los grande economistas del S.XX, John Burr Williams:

“El valor de una acción es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja”.

Ni más, ni menos.

Vamos a analizar detenidamente este concepto, porque es la piedra angular de cualquier filosofía de inversión value.

Una empresa crea valor económico para sus dueños invirtiendo un capital y generando un retorno sobre ese capital. Parte de ese retorno se gasta para pagar los gastos operativos, otra parte se reinvierte en el negocio y la parte que sobra la llamamos flujo de efectivo libre (también llamados flujos de caja libres o free cash flow, en inglés).

Nos interesa el flujo de efectivo libre, porque este es el dinero que podemos sacar de la empresa cada año, sin afectar la continuidad de su actividad (es decir, lo que comúnmente se entiende por beneficios).

Una empresa puede gastar estos flujos de efectivo libres para beneficiar a los accionistas de varias maneras:

- Pagando dividendos, con lo que se reparte la parte correspondiente de los beneficios a cada accionista.

- Recomprando acciones propias, con lo que se reduce el número de acciones en circulación y por tanto su valor

- O por último la empresa puede quedarse con ese dinero “sobrante” y reinvertirlo para mejorar su negocio (recordemos que antes habíamos hablado de reinversión, pero para mantener el negocio, no mejorarlo).

Vemos pues que lo que da valor a una empresa es su capacidad de generar flujos de caja libres en el futuro. A continuación tendremos que calcular el valor presente de esos futuros flujos de caja libres (no es lo mismo cobrar 1000€ hoy que que te los paguen de aquí 5 años), pero eso ya es tema del siguiente post.

El Valor temporal del dinero y la Tasa de descuento

El otro día establecimos la importancia de los flujos de caja ya que esto es en definitiva lo que aporta "valor" a nuestra inversión.

Nos quedamos comentando que ese dinero (en concepto de beneficios) al que llamamos flujos de caja, y que pensamos recibir de nuestra inversión en el futuro, en el presente, vale menos.

¿Por qué?

En primer lugar, si recibiéramos el dinero hoy, podríamos invertirlo y generar algún tipo de rentabilidad, mientras que los flujos de caja del futuro, no los podemos invertir hasta recibirlos. Podemos hablar de un "coste de oportunidad".

Esto es lo que se conoce como valor temporal del dinero.

En segundo lugar, existe la posibilidad de que no lleguemos nunca a recibir esos flujos de caja, con lo que se nos debe de compensar por asumir ese riesgo (esto constituye lo que llamamos prima de riesgo, y es una de las variables más importantes que tendremos que estimar).

Hemos visto que el recibir el dinero en el futuro en vez de hoy, nos presenta un "coste de oportunidad", pero ¿en cuánto y cómo cuantificamos este coste de oportunidad?

Se suele tomar para calcular este "coste de oportunidad" la rentabilidad que ofrece los bonos del tesoro público. ¿Por qué? Porque es lo más parecido a una tasa de rentabilidad que sabemos casi 100% que podemos conseguir seguro.

Pero ojo, como hemos comentado anteriormente, todavía nos falta tener en cuenta la posibilidad de que por lo que sea nunca se lleguen a materializar esos flujos de caja futuros, es decir la prima de riesgo.

Si sumamos nuestro "coste de oportunidad", es decir, la rentabilidad de los bonos del tesoro a nuestra prima de riesgo, llegamos a lo que llamamos Tasa de Descuento.

Como calcular la tasa de descuento para nuestras inversiones

En este artículo vamos a seguir hablando de la tasa de descuento, porque es uno de los parámetros más importantes de entender y calcular para un inversor value.

¿Cómo calcular la tasa de descuento?

¿Qué factores debemos de tener en cuenta a la hora de calcularla?

¿Cómo sabemos si debemos gastar una tasa del 7 o 10% para calcular nuestras inversiones?

Todo esto son cuestiones que vamos a intentar ir abordando.

Advertencia:

Ante todo hay que comentar que no hay manera exacta de calcular la tasa de descuento. El proceso tiene tanto de arte como de ciencia. Para empeorar las cosas, el resultado que obtengamos, puede influir brutalmente en los precios objetivos que nos salgan para las empresas que estamos valorando. Por si fuera poco, la literatura al respecto es tan vasta y con opiniones tan diversas y enfrentadas, que no recomiendo a nadie que dedique excesivo tiempo a ella.

Teniendo todo esto en cuenta, escribo este artículo desde la convicción que sólo el hecho de sentarnos y cuestionarnos ciertas cosas, nos va a dar un mayor entendimiento de la empresa que estamos valorando. Este conocimiento es el que al final nos ayudará a tomar una decisión informada y sensata de inversión. Y como dice Warren Buffett, nos irá bien a la larga si compramos buenas empresas y no pagamos precios absurdos.

Como vimos en el artículo anterior, la tasa de descuento esta formada por 2 factores:

- Coste de oportunidad (valor temporal del dinero)

- Riesgo

Ya comentamos que para suplir el coste de oportunidad que vamos a tener al realizar una inversión, lo lógico es tomar como media la rentabilidad de los bonos del tesoro. Históricamente, en EEUU, estamos hablando de una rentabilidad de entre el 5 y 6%.

A nivel práctico deducimos que si suben los tipos de interés, también deberemos aumentar nuestra tasa de descuento. También si sube el riesgo, tendremos que aumentar nuestra tasa de descuento.

Introducción al concepto de Riesgo

Hoy vamos a hablar del concepto de Riesgo.

En el mundo financiero se suele equiparar riesgo al concepto de beta. A mi entender beta no tiene nada que ver con el riesgo para un inversor.

Vamos por partes. ¿Qué es beta?

Beta, lo que mide es la volatilidad de una acción, es decir cuán sensible es el precio de una acción en relación a la volatilidad del mercado en general. Las acciones con un beta de 1.0, tienen la misma volatilidad que el mercado. Las acciones con beta 1.3 quiere decir que cuando el mercado se mueve un 1%, la acción en concreto se mueve un 1,3%.

Para un inversor value, que compra participaciones en una empresa, que la acción sea más volátil o menos no tiene mucho que ver con riesgo sino con momentos de oportunidad. Lo que realmente constituye riesgo para una empresa no es el cambio del precio de su acción sino las perspectivas de generar flujos de caja en el futuro y las perspectivas de su negocio. Entre otras cosas, parece de sentido común que cuanto más barato compras una acción, menos riesgo estás asumiendo y no al revés como nos podría llevar a concluir el estudio de la beta de la acción.

En resumen: el riesgo lo tenemos que valorar mirando a la empresa y no al precio de la acción (otra cosa es que cuando tengamos una valoración hecha, nos fijemos en el precio y apliquemos un margen de seguridad, para evitar el riesgo de pagar demasiado).

En definitiva el riesgo de una empresa viene determinado por la probabilidad de que genere los flujos de caja que hemos estimado que generará en el futuro.

Factores de Riesgo

Como vimos en el artículo anterior, el riesgo de una inversión (que debemos de calcular para estimar una tasa de descuento adecuada) para un inversor value, viene determinado por el riesgo de la empresa en la que vayamos a invertir.

¿En qué factores nos deberíamos fijar a la hora de estimar el riesgo de una empresa?

Lógicamente, cada sector y empresa es un mundo y en este aspecto, como en todo, cuanto más conocimiento tengamos del sector y empresa en cuestión, mejor. Es decir, cuanto más nos movamos dentro de nuestro “circle of competence”, que diría Buffett, mejor.

A modo general, yo recomendaría fijarse en los siguientes aspectos:

1.- Tamaño

Las empresas más pequeñas suelen conllevar más riesgo. Las razones para ello las podemos encontrar en que son más vulnerables a baches imprevistos y suelen tener un negocio menos diversificado.

2.- Negocio Cíclico

El hecho de que el negocio de una empresa sea cíclico conlleva mayor riesgo para el inversor ya que se convierte en más difícil el pronosticar los futuros flujos de caja. Una empresa con un negocio anticíclico y estable, presente menor riesgo para un inversor.

3.- Apalancamiento Financiero

Empresas con mayor endeudamiento están expuestas a mayor riesgo. Hay que tener en cuenta que la deuda actúa como agente potenciador tanto de beneficios como de pérdidas.

4.- Directivos de la empresa

Básicamente nos referimos a la siguiente cuestión: ¿Los que están al cargo de la empresa son de fiar? Aunque como en todo en la vida, raramente es cuestión de blanco o negro, hay una serie de factores en los que nos podemos fijar para valorar este aspecto.

5.- Ventajas competitivas

Lógicamente, cuanto mejor sea el modelo de negocio de la empresa, mayor capacidad tenga de retener clientes y mejor sea su capacidad de ampliar y mejorar su negocio, menos riesgo implicará invertir en la empresa.

6.- Complejidad

El riesgo, es por definición, incierto. A más compleja sea la actividad y estructura de una empresa, más difícil será el determinar el riesgo que implica invertir en la misma. Parte del problema de la crisis financiera actual se debe a la excesiva complejidad de muchos de los vehículos de inversión que se han creado en la última década. Aparte de no invertir en nada que no se entienda (uno de los mandamientos del inversor value), es inteligente tener en cuenta que una estructura compleja tiene más riesgo que una estructura simple.

Reflexionar sobre el Riesgo para obtener la Tasa de Descuento

En el artículo anterior vimos una guía general de cosas que son interesantes a tener en cuenta a la hora de estimar el riesgo.

Ahora tenemos que convertir este análisis en una cifra que poder gastar para nuestras valoraciones.

Si recordáis, comentamos que el proceso de calcular la tasa de descuento era tanto ciencia como arte. Pues bien, ya hemos llegado a la parte artística. Y

como en cualquier cuestión artística, no hay solución correcta. ¿Acaso es mejor Bach que Mozart, Velázquez que Goya, Shakespear que Cervantes? Lo más sensato a lo que podemos aspirar es a conocer lo más posible y a no caer en la barbarie.

En esto de la valoración de empresas, cada maestrillo tiene su librillo. Éste es el mío:

Suelo gastar una tasa de descuento estándar de entre 10 y 11%. El límite por abajo lo suelo fijar en 9% para las empresas más seguras y por arriba hasta 15%, para aquellas con más riesgo.

Como veis, no estoy presentando ninguna panacea. Es cuestión de experiencia y sentido común. Al igual que a tocar el piano, se aprende a base de tocar todos los días.

Valor de Perpetuidad. El concepto.

Hemos hablado de la importancia de los flujos de caja, de la tasa de descuento y el concepto de riesgo. Nos falta, sin embargo, todavía por abordar un último factor que hay que tener en cuenta a la hora de realizar una valoración. Me estoy refiriendo al valor de perpetuidad.

En teoría una empresa es eterna. Los cálculos de valoración se deben hacer, partiendo de la base de que la empresa no va a quebrar y por tanto es eterna. Sin embargo, a parte de por la imposibilidad de calcular los flujos de caja a 100 años vista, las leyes del mercado hacen que a la larga la empresa tienda a un crecimiento igual al de la economía en general, es decir, que deje de tener una ventaja competitiva. Esto es fácil de entender: cualquier empresa que genere muchos beneficios, atraerá a competencia que a la larga se comerá los márgenes de beneficio.

Esto encaja de pleno con la filosofía value de encontrar empresas que tengan un “moat” (que diría Buffett). En realidad, a la hora de la valoración lo que nos interesa es durante cuánto tiempo va a poder mantener esta empresa amplios márgenes de beneficio. Tenemos que dar por supuesto que la empresa luego seguirá existiendo, pero con rentabilidades parecidas a las de la economía en general. Creo que es prudente gastar una tasa del 3% de crecimiento a perpetuidad, o 2% si la empresa está en un sector cuya existencia no sea vital.

Calcular el Valor de Perpetuidad. 1a Parte.

Aquí está la fórmula matemática para calcular el valor a perpetuidad:

$$\frac{FC_n\,(1+g)}{(T-g)}$$

Se toma el último flujo de caja (FC) que estimas en tu valoración y lo aumentas por la tasa de crecimiento de largo plazo (el 3% que comentamos en el artículo anterior). Todo esto hay que dividirlo por la tasa de retorno que consideremos oportuno descontada al crecimiento de largo plazo.

El resultado de este cálculo tiene que ser también descontado hasta el presente.

Para clarificar el tema vamos a ver un ejemplo:

Supuestos:

Pongamos por caso que estamos valorando una empresa con un modelo de valoración de descuento de flujos a 10 años (n = 10).

A la empresa le otorgamos una tasa de descuento del 12%. (T = 0,12)

Estimamos que el flujo de caja libre al décimo año serán 1.000 millones. (FCn = 1.000)

Consideramos que a partir del undécimo año la empresa seguirá creciendo al ritmo de 3%. (g = 0,03)

Objetivo:

Calcular el valor de perpetuidad de esta empresa.

Proceso:

Lo primero es tomar el flujo de caja libre del décimo año (nuestra estimación) = FCn

y multiplicarlo por 1,03 = (1 + g) = (1 + 0,03)

Esto nos da 1.030 millones

Luego dividimos 1.030 entre 0,09 (T - g),

lo cual nos da un resultado de 11.444 millones.

Calcular el valor presente de futuros flujos de caja.

Vimos en un artículo pasado que el valor del dinero es temporal, es decir que no vale lo mismo 5 euros hoy, que hace 5 años.

Hoy vamos a intentar explicar como se puede calcular el valor presente de los futuros flujos de caja de una empresa.

La fórmula que nos permite calcular esto es la siguiente:

$$\frac{FC_n}{(1+T)^n}$$

Donde FCn es el flujo de caja correspondiente al año n y T es la tasa de descuento que consideremos oportuna.

Veamos un ejemplo:

Queremos averiguar cuanto vale un futuro flujo de caja de 500 €

Vamos a calcularlo para 2 plazos de tiempo diferentes: para 3 años y para 7 años.

Caso 1:

¿Cuánto deberíamos pagar por que nos den 500€ en un plazo de 3 años?

Si aplicamos una tasa de descuento del 10% nos sale:

500 / (1,1)^3

es decir: 376€

Caso 2:

¿Cuánto deberíamos pagar por esos 500€ en un plazo de 7 años?

También con una tasa de descuento del 10%, sale:

500 / (1,1)^7 = 258€

Espero que haya quedado claro el proceso y el concepto.

Es interesante quedarse con la observación de que la tasa de descuento realmente actúa como un interés pero atrás en el tiempo, en vez de hacia adelante.

Calcular el Valor de Perpetuidad. 2a Parte.

En el artículo pasado explicamos cómo obtener el valor presente de flujos de caja futuros. Si recordáis, hace 2 artículos hablamos de cómo calcular el valor de perpetuidad. Pusimos un ejemplo, pero nos faltó calcular el valor presente de los flujos que estimamos. Ahora estamos en condiciones de poderlo calcular.

Retomando el caso:

Habíamos llegado a un valor de 11.444 millones.

Para calcular el valor presente de estos 11.444 millones, y teniendo en cuenta los supuestos que dimos:

Pongamos por caso que estamos valorando una empresa con un modelo de valoración de descuento de flujos a 10 años (n = 10).

A la empresa le otorgamos una tasa de descuento del 12%. (T = 0,12)

Estimamos que el flujo de caja libre al décimo año serán 1.000 millones. (FCn = 1.000)

Consideramos que a partir del undécimo año la empresa seguirá creciendo al ritmo de 3%. (g = 0,03)

Podemos concluir que el valor presente es el siguiente:

FCn = 11.444

n = 10

T = 0,12

11.444 / (1,12)^10 = 3.692€

Hemos ido explicando paso por paso todo lo que nos hace falta para realizar una simple valoración por descuento de flujos. En el próximo artículo vamos a juntar todo el proceso para poder llegar desde nuestras estimaciones iniciales a poner un precio a una empresa (acción).

Proceso de Valoración de una Empresa. Pasos a Seguir.

Por fin, habiendo desengranado todos los elementos más importantes a la hora de realizar una valoración por descuento de flujos, vamos a juntar todas las partes y ver como podemos proceder en 5 pasos a realizar una valoración.

Paso 1:

Estimar los flujos de caja libres para los próximos 10 años.

Paso 2:

Calcular el valor presente de estos flujos.

Paso 3:

Calcular el valor de perpetuidad y descontarlo a su valor presente.

Paso 4:

Calcular el valor total de la empresa:

Valor de perpetuidad descontado al presente + valor presente de los futuros flujos de caja = Valor total

Paso 5:

Calcular el valor por acción dividiendo el valor total de la empresa por el número de acciones.

Y con esto podemos obtener una estimación del valor intrínseco de una acción.

Como todo el proceso puede ser complejo, sobre todo a los recién iniciados, en el próximo artículo vamos a poner un ejemplo para intentar aclarar todo el proceso.

Ejemplo de Caso Práctico de Valoración

Vamos a poner un ejemplo de valoración para poner en práctica los 5 pasos que aprendimos en el artículo anterior.

La empresa que valoraremos la llamaremos Nairat S.L.

Los datos de los que disponemos son los siguientes:

N° de Acciones en el mercado: 250.000

Tasa de crecimiento a perpetuidad: 3%

Tasa de descuento teniendo en cuenta las características de Nairat: 9%

Previsión de los flujos de caja libres para el año que viene: 650.000€

Prevemos que el negocio de Nairat va a crecer durante los próximos 10 años a un ritmo del 5%

Estos son todos los datos que necesitamos para realizar nuestros cálculos. Vamos allá:

Paso 1:

Estimar los flujos de caja libre para los próximos 10 años.

Si tenemos en cuenta los datos mencionados arriba nos sale lo siguiente:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	650.0	682.5	716.6	752.4	790.0	829.5	871.0	914.6	960.3	1008.3

Recordamos que estamos asumiendo un 5% de crecimiento anual.

Paso 2:

Ahora tenemos que calcular el valor presente de estos flujos de caja.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	650.0	682.5	716.6	752.4	790.0	829.5	871.0	914.6	960.3	1008.3
÷ Factor de descuento	1.09^{1}	1.09^{2}	1.09^{3}	1.09^{4}	1.09^{5}	1.09^{6}	1.09^{7}	1.09^{8}	1.09^{9}	1.09^{10}
= FCL descontado	596.3	574.4	553.0	533.0	513.4	494.6	476.5	459.0	442.1	425.9

fuente: Blogdelinversor.com

Recordamos que el factor de descuento = (1 + T)^n

donde T es la tasa de descuento y n el numero del año correspondiente.

Paso 3:

Calcular el valor a perpetuidad y descontarlo al valor presente.

Recordamos la formula: Valor de perpetuidad = FCL del décimo año x (1 + g) / (T - g)

donde g = tasa de crecimiento perpetua y T es la tasa de descuento.

Valor de perpetuidad = (1.008,3 x 1,03) / (0,09 - 0,03) = 17.310,2€

Si lo descontamos al valor presente nos sale:

17.310,2 / 1,09^10 = 7.312€

Paso 4:

Calcular el valor total de la empresa.

Valor de perpetuidad descontado al presente + valor presente de los futuros flujos de caja (todos sumados) = Valor total

Esto nos da:

7.312 + 5.068,9 = 12.381€

Paso 5:

Finalmente nos queda dividir el valor total entre el número de acciones (250.000):

12.381 / 250 = 49,52€

Con lo que hemos obtenido un precio de 49,52€ por acción.

Margin of Safety. El Margen de Seguridad.

A la hora de afrontar una valoración de una empresa, con el objetivo de ser potencial inversor, hemos visto que el primer paso es siempre analizar la empresa e intentar entender todo lo posible acerca de su negocio. Tras esto, tenemos que ponerle un precio intrínseco a la acción de la empresa, es decir, estimar cuánto deberíamos estar dispuestos a pagar por las acciones de esa empresa. Pero nos falta todavía un tercer concepto para hacer que nuestras inversiones sean fructíferas.

Estoy hablando, lógicamente de lo que Benjamin Graham bautizó como "margin of safety".

Como inversor, nuestro objetivo debería de ser comprar empresas no a su valor intrínseco, sino por debajo de este. Cualquier análisis y valoración puede contener errores de estimaciones etc. y es el margen de seguridad lo que a la larga minimizará nuestros errores de cálculo y aumentará nuestras rentabilidades conseguidas.

No todas las empresas son igual, y por tanto, no tenemos porqué exigir un margen de seguridad igual a todas. Como regla general: a más incierto sea el futuro de la empresa en cuestión, más margen de seguridad debemos de exigir antes de comprar.

Como diría Buffett:

"you´ll do ok investing if you buy great companies and don´t pay a totally silly price"

(te irá bien invirtiendo si compras empresas excelentes y no pagas un precio ridículo por ellas)

El margen de seguridad será en gran parte el encargado de que no paguemos un precio ridículo por nuestras empresas.

Herramientas del inversor: Filtros rápidos

Como inversores individuales, el universo de acciones y empresas a las que tenemos acceso es casi ilimitado. Sin embargo nuestro tiempo no lo es. Así que conviene crear una especie de filtro rápido para saber si vale la pena dedicar tiempo a investigar una empresa o no.

Desde luego hay excepciones a todas las reglas, y son sólo una guía, pero creo que pueden resultar útiles en un momento dado.

1.- ¿Ha generado la empresa alguna vez beneficios operativos?

Esta pregunta parece elemental, pero no deja de sorprenderme la cantidad de gente que me pregunta que analice empresas que sólo han hecho que perder dinero hasta el momento. Frecuentemente las empresas más emocionantes del

momento, que están a punto de sacar un producto revolucionario etc. se llevan gran parte de la atención mediática. Como inversores, si evitamos este tipo de empresas, a la larga estaremos más tranquilos y nos irá mejor.

El tipo de empresas al que me estoy refiriendo suele ser de tamaño más bien modesto, con una línea de productos muy reducida y llena de promesas. Es lo más parecido que conozco a comprar un billete de lotería y desde luego no entra en mi visión de lo que significa "invertir".

Por otro lado, habiendo tantas empresas que han demostrado año tras año que son más que rentables, no veo razón que compense apostar por lo contrario.

2.- ¿Es capaz la empresa de generar un ROE (return on equity = retorno sobre fondos propios) mayor al 10%?

Cualquier empresa decente, debería de ser capaz de generar más de un 10% sobre sus fondos propios de manera consistente.

También es interesante tener en cuenta con qué cantidad de apalancamiento lo consigue.

Una excepción a esta regla podrían ser las empresas cíclicas. Sin embargo, las cíclicas más decentes conseguirán mantener ROEs aceptables hasta en los momentos más difíciles.

3.- ¿El número de acciones ha cambiado en los últimos años?

Si ha aumentado, la empresa probablemente haya emitido más acciones para comprar otras empresas (una especie de ampliación de capital), o ha estado recompensando a los ejecutivos con opciones. Los dos casos son negativos para la rentabilidad del inversor individual. La mayoría de adquisiciones suelen destruir valor para el accionista, y las opciones a ejecutivos no hacen más que diluir el valor de tu participación en la empresa.

Sin embargo, si el número de acciones está disminuyendo, podría ser una buena señal. Si una empresa recompra sus propias acciones, está generando valor para sus accionistas. Pero ojo. La excepción a esta regla es si consideras que le precio de la acción está sobrevalorada. Como inversores no nos beneficia que nuestra empresa compre acciones propias a precios sobrevalorados de la misma forma que no nos interesa a nosotros mismos comprar acciones sobrevaloradas.

Cuando (no) Vender. Perspectivas de un Inversor Value.

Una de las grandes preguntas que hacen todos los que se inician en el value investing es: ¿Cuándo vender?

Hoy vamos a intentar dar unas orientaciones al respecto. Está claro que la filosofía de un inversor en valor, implica hasta cierto punto el ideal de no vender

nunca. Pero la realidad es que hay más bien pocas empresas que merezcan la pena ser mantenidas tanto tiempo.

En el mundo de las inversiones, saber cuándo vender es igual o más importante que saber cuándo comprar, pero en general pecamos de vender demasiado pronto nuestras mejores empresas y mantener demasiado tiempo empresas no tan buenas. Si hacemos los deberes, es más común para un value pecar de lo primero que de lo segundo (ya que intentamos de entrada comprar sólo buenas empresas).

Voy a centrarme por tanto en intentar paliar el fallo de vender demasiado pronto. Para ello vamos a echar un vistazo a las razones por las que NO debe vender un value:

1.- El precio de la acción ha bajado.

De por si, las fluctuaciones en los precios de las acciones, no implican ningún significado para un inversor value, ya que pueden darse por mil razones que nada tienen que ver con la rentabilidad a largo plazo del negocio. El precio de la acción no tienen memoria, y por tanto lo único que cuenta son las perspectivas que tiene la empresa de generar flujos de caja en el futuro. Si hemos hecho bien los deberes, y la empresa en la que hemos invertido es sólida, la bajada de precios puede constituir más bien una razón de compra que no de venta.

2.- El precio de la acción ha subido.

Aquí es donde más metemos la pata los value. Simplemente porque una acción haya subido no quiere decir que la deberíamos de vender. Tenemos que estar al tanto de porqué ha subido la acción y si realmente ha llegado a su máximo potencial o si está sobrevalorada.

En definitiva, el inversor en valor saldrá mejor parado si está al tanto de las empresas en las que participa, más que mirar los precios de las acciones 10 veces al día. Es mucho mejor dedicar nuestro tiempo a mantenernos al día de las noticias de las empresas y sectores en los que invertimos (además de más interesante que estar pegado a la pantalla, trazando líneas y viendo numeritos subir y bajar).

Cuando Vender. Perspectivas de un Inversor Value.

En el artículo anterior vimos cuando no debe vender un value. Hoy vamos a intentar asesorar cuando SI debe considerar vender un inversor value.

Para ello lo mejor es señalar una serie de preguntas que nos podemos hacer para reflexionar sobre si deberíamos vender o no.

1.- ¿Se han deteriorado los aspectos fundamentales de la empresa?

Uno de los casos obvios para vender sería si las perspectivas de la empresa han cambiado. Imaginemos que invertimos en una empresa y tras unos años de gran éxito, el crecimiento de la empresa ha empezado a ralentizarse. La empresa esta acumulando caja y cada vez le cuesta más encontrar operaciones rentables en las que invertir. La competencia es cada vez más fuerte y está erosionando los márgenes de beneficio de nuestra empresa. El futuro ya no pinta tan brillante para la empresa como hace unos años.

Bajo este escenario, y tras un análisis concienzudo, lo lógico sería vender nuestras participaciones en esta empresa.

2.- ¿Te equivocaste al comprar?

Esta vida está llena de incertidumbre y muchas veces las cosas van de manera diferente a la esperada. A todos nos ha pasado haber invertido en un negocio que en un primer momento nos pareció brillante y que luego ha resultado tener más problemas de los que habíamos previsto. En el momento en que no somos capaces de justificar de manera racional el estar invertidos en la empresa, porque las razones por las que compramos ya no se cumplen, no deberíamos de ser accionistas de la misma.

Sólo nos queda desgravar las pérdidas, aprender la lección y ¡a otra cosa, mariposa!

3.- ¿El precio de las acciones ha superado excesivamente su valor intrínseco?

Hay muchas veces que el mercado reacciona de manera excesivamente optimista. En general no es buena idea vender acciones de empresas extraordinarias que tengas en cartera, pero hay veces en que el mercado esta dispuesto a pagar precios realmente injustificables. En esos momentos, no hay nada malo en aprovecharse y vender. Buffett lo resumió de alguna manera con su frase: “Be fearful when others are greedy, and greedy when others are fearful”.

4.- ¿Hay otras oportunidades que te presentan mejores probabilidades de generar beneficios?

Como inversores, nuestro objetivo es destinar nuestros ahorros allá donde tengamos mayores probabilidades de generar los máximos beneficios (en relación al riesgo asumido). A todos nos ha pasado el caso de que nos llegue una gran oportunidad y que en ese momento no tengamos liquidez. La única solución es recalcular cual es la mejor opción y tomar una decisión en acorde (que muchas veces implica vender algo, asumiendo incluso pérdidas, para poder comprar algo con mejores perspectivas). Aqui ya entra la experiencia y el sentido común para valorar todos los factores.

Por último me gustaría comentar otra razón que algunos podrían considerar como razón de vender. A veces acertamos de pleno en nuestras inversiones y

algunas de nuestras empresas van creciendo de valor, llegando a ocupar un porcentaje muy alto de cartera. Algunos dirían que demasiado alto. El tema de diversificación da para toda una serie de artículos y no voy a entrar ahora en detalles, pero me parece que puede ser una razón también a ponderar a la hora de decidir si es momento de vender.

ANEXOS

Análisis Sectorial

Para un inversor value, una de las cosas más importantes es conocer los diferentes sectores del mercado.

Curiosamente, no hay mucha información al respecto para el inversor individual en internet (o por lo menos yo no he encontrado mucho).

Hay una serie de sectores que han sido históricamente más rentables que otros. Y es interesante tener esto en mente a la hora de localizar a posibles empresas candidatas para nuestra cartera.

Uno de los puntos en los que siempre insisto es que el objetivo primordial a la hora de realizar un análisis y valoración de una empresa es conocer al máximo el negocio y las características de la empresa. Esto resulta totalmente inútil sino conocemos las características concretas del sector en el que opera la empresa.

Con el objetivo de ir comentando características y diferentes particularidades de cada sector, inicio hoy una nueva categoría en el blog llamada Análisis Sectorial.

Ventajas del Sector Farmacéutico.

Uno de los sectores que ha demostrado ser más rentable a lo largo de la historia ha sido sin duda el sector farmacéutico. Lo más importante que juega a favor de este sector es que sus perspectivas futuras son de las mejores que existen. Con una población cada vez más envejecida, es innegable que las farmacéuticas tienen un buen porvenir. Si a esto le añadimos que la mayoría de ellas son auténticas máquinas de generar dinero, la cosa se pone más interesante.

Hoy vamos a fijarnos en la naturaleza del “moat” de las farmacéuticas.

Hay básicamente 4 factores que constituyen la base de la ventaja competitiva de las farmacéuticas o su “moat”:

1.- Los costes de iniciar una farmacéutica son más bien elevados con lo que no hay peligro de una avalancha de competencia.

2.- Existe un sistema de protección de patentes.

3.- Los productos tienen una diferenciación importante y los medicamentos más importantes muchas veces son conocidos por su nombre de marca y no por su nombre genérico.

4.- Las farmacéuticas por su tamaño, se benefician de grandes economías de escala.

Estos factores explican que en el pasado, incluso en épocas de recesión, las farmacéuticas hayan conseguido un ROE superior al 20% de manera constante.

Los márgenes que se suelen manejar en este sector, a veces superan el 75%.

El tamaño de los monstruos farmacéuticos que existen en la actualidad es otro de los rasgos más importantes de su ventaja competitiva. Hay que tener en cuenta que sacar un medicamento al mercado puede ser una labor que tarde entre 15 y 20 años. Hay varias fases por las que tienen que pasar los medicamentos, incluyendo todo la investigación, el desarrollo y la regulación del medicamento. Todo esto supone miles de millones de euros, repartidos sobre un largo horizonte temporal. La realidad es que pocos científicos y empresarios tienen acceso a ese tipo de recursos en caso de querer iniciar ellos mismos una farmacéutica.

Riesgos en Farmacéuticas.

Como vimos en el artículo anterior, las farmacéuticas tienen a su favor su enorme tamaño. A lo que comentamos, deberíamos de añadir el hecho de que debido a su gran tamaño son capaces de gastar ingentes cantidades en publicidad y tener auténticos ejércitos de vendedores.

Pero no todo es un camino de rosas al invertir en las farmacéuticas. Entre los factores adversos se encuentran los siguientes:

1.- Es una industria muy dada a la controversia y a los juicios.

2.- Es un sector altamente influenciado por las decisiones, a veces políticas y regulatorias.

Es importante entender los diferentes tipos de empresas y líneas de negocio que operan en este sector.

Básicamente son los siguientes:

- Farmacéuticas

- Genéricas

- Biotecnología

- Equipamiento Médico

- Seguros Médicos

Valoración de Inditex
October 10th, 2008 — Valoración de Empresas

Hoy vamos a intentar hacer una valoración de Inditex.

Todo el mundo que tiene un mínimo de interés en el mundo empresarial español sabe que Inditex es una de las empresas más interesantes de nuestro país y unas de nuestras empresas más internacionales. Dueños de marcas como Zara, Pull and Bear, Massimo Dutti, Bershka…

Inditex ha sido capaz de crear un modelo de negocio excelente y diferenciarse en un mundo tan difícil como es el del "Retail". No voy a perder mucho tiempo hablando de las maravillas del modelo de negocio porque me da la impresión que es archiconocido, y la pregunta más bien suele ser no si Inditex es una empresa que nos gustaría tener, sino a qué precio nos deberíamos de interesar por ella.

A parte del hecho que Inditex tiene un gran reconocimiento de marca (Zara…), lo que llama la atención al inversor potencial es que Inditex es una máquina bestial de generar dinero.

Vamos a echar un vistazo a los resultados que ha conseguido esta empresa a lo largo de los últimos 5 años:

	2003	2004	2005	2006	2007
Caja generada por actividades de explotación	725,9	1.228,2	1.420,7	1.397	1.817
Flujos derivados de actividades de inver sión	628,4	741,7	811,9	887	942
FCF (Free cash flow)	**97,5**	**486,5**	**608,9**	**510**	**875**
FCF/Ventas (%)	2%	8,5%	9%	6,2%	9,2%

Datos en millones de €
Fuente: blogdelinversor.com

Vemos que Inditex ha sido capaz de generar dinero (flujos de efectivo) de forma regular y creciente. Es importante observar que Inditex ha conseguido "quedarse" entre un 5-10% del dinero que ingresa por ventas (ratio FCF/ventas) lo que la convierte en un negocio muy rentable (sobre todo por comparación con la norma de su sector). La capacidad de generar flujos de efectivo es importantísimo ya que es lo que nos va a hacer obtener beneficios como inversores.

	2003	2004	2005	2006	2007
Margen antes de impuestos (%)	13,6	15,6	16,2	16,5	17,5
Margen neto (%)	9,7	11,1	11,9	12,2	13,3
Rotación de activos (media)	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3
Retorno sobre Activos (**ROA**) (%)	12,6	14,4	15,5	17	17,3
Apalancamiento	1,7	1,7	1,8	1,65	1,7
Retorno sobre fondos propios (ROE) (%)	**21,4%**	**24,5%**	**27,9%**	**28%**	**29,4%**

Fuente: blogdelinversor.com

Vemos que Inditex ha conseguido año tras año mejorar sus márgenes de forma constante. Esto es desde luego un buen factor, pero lo tendremos que tener en cuenta a la hora de valorar el crecimiento potencial de Inditex. Ninguna empresa puede mejorar sus márgenes indefinidamente o más allá de cierto punto.

Hay varios tipos de crecimiento posible para una empresa. Desde luego el crecimiento que más nos interesa es cuando sencillamente se vende más productos. Normalmente las empresas nos presentan con los datos de crecimiento del beneficio por acción. Hay que tener en cuenta que este beneficio se puede conseguir de varias maneras: o vendiendo más (el mejor tipo de crecimiento), o reduciendo costes y mejorando la productividad (crecimiento de menor calidad debido a su limitación).

	2003	2004	2005	2006	2007
Aumento de ventas	16%	23%	21%	22%	15%
Aumento Beneficio por Acción	2%	41%	26%	25%	25%

Fuente: blogdelinversor.com

Echando un vistazo a la relación en la evolución del crecimiento de ventas y el crecimiento de beneficios, vemos que debido al magnífico control de márgenes que ha desarrollado Inditex, sus beneficios se han disparado más allá de lo que le correspondería por ventas. Tendremos que tener esto en cuenta a la hora de hacer nuestra valoración, sobre todo con las perspectivas de recesión económica que tenemos en la actualidad.

En cuanto a la salud financiera de Inditex, simplemente decir que no dispone de deuda y por tanto su situación es muy sólida (esto es un factor muy positivo teniendo en cuenta la crisis de liquidez y de refinanciamiento de deuda que sufren los mercados a día de hoy). El genial sistema de distribución que ha desarrollado le permite diferenciarse en este sentido enormemente de sus competidores. Esto es sin duda uno de los factores más positivos de Inditex. También decir que el exceso de caja con el que cuenta actualmente Inditex da un amplio margen a la empresa para mejorar su rentabilidad por dividendo.

La directiva de Inditex es de sobra conocida: Don Amancio Ortega, uno de los hombres más ricos de nuestro país. Su gran fortuna es resultado del éxito de

Inditex, y desde luego su fortuna sigue ligada a la empresa, con lo que confiamos seguirá primando los intereses de la misma.

Antes de pasar a la valoración, voy a mencionar algunos de los pros y contras que me parece más destacables:

Pros:

- El gran sistema de distribución de Inditex la hace única, pudiendo reducir inventarios a mínimos evitando quedarse con colecciones desfasadas por vender.

- Su estrategia de ubicar sus tiendas en los mejores puntos de las ciudades y prescindir de gastos en publicidad creo que la hacen más resistente a la crisis económica que afrontamos.

- Su gran fortaleza de caja hace que pueda seguir creciendo, autofinanciándose tirando mano de caja o de sus flujos de caja sólidos.

- Tiene un gran potencial de crecimiento todavía fuera de España, donde están realizando el 85% de nuevas aperturas (sobre todo Europa del Este y Asia).

Contras:

- Su capacidad de crecimiento en España es cada vez menor y con la crisis es previsible que sus resultados próximos se vean afectados. No olvidemos que España sigue suponiendo un 35% del total de los ingresos de Inditex.

- A Inditex le está costando cumplir su plan “Reduce 3″ para reducir costes, y es probable que veamos un estancamiento o incluso empeoramiento en los esfuerzos por reducir costes.

Finalmente llegamos a la valoración de Inditex, es decir a poner una cifra a cuánto estamos dispuestos a pagar por el negocio.

Haciendo unas estimaciones conservadoras en cuanto a su futuro crecimiento (que creo que será de alrededor del 10%) me sale un precio objetivo de alrededor de 30€ por acción. Teniendo en cuenta las características de la empresa, cada uno que elija el margen de seguridad que crea conveniente.

El valorar si Inditex es una empresa que deberías tener en tu cartera, depende ya de los objetivos de rentabilidad que tenga cada uno. Yo, personalmente me encantaría poder comprar ITX a 25€. Hoy, 10 de Octubre de 2008, el precio de la acción ha tocado mínimos de 25,93€ así que igual tengo suerte próximamente. Personalmente creo que si se consigue comprar Inditex a estos niveles, en los próximos años no nos arrepentiremos.

Espero que esta valoración os haya resultado útil.