



## era un espejismo

Hace poco escribía en el artículo *“Nostrum: espejismo o realidad su cotización a PER 2”*<sup>1</sup> que pensaba que esta compañía podía ofrecernos una gran oportunidad de inversión. Los ratios a los que cotizaba pensaba que eran muy atractivos (PER: 2,2x; VE / EBITDA: 3,4x) siempre y cuando cumplieran con sus previsiones para este año. No pedía mucho, creo. No tomaba estimaciones a 4 ó 5 años y ratios a dos ó tres años. Tomaba lo que se estimaba que iban a conseguir en términos de EBITDA y de Beneficio Neto para este 2012.

Pues ha resultado ser un espejismo. Los resultados del primer semestre han sido decepcionantes y como no podía ser de otra manera, han rebajado considerablemente las estimaciones para este año.

Entrando en los resultados de este primer semestre, la nota negativa ha sido la dominante en todas sus líneas. La **facturación cae un 31%** respecto a la registrada en el mismo periodo del año pasado, situándose en 15,1 millones de euros. El **EBITDA ha quedado con unas pérdidas de 0,5 millones de euros** (vs ganancias de 2,8 mill. € en el 1S11). El **resultado neto** por su parte ha registrado unas **pérdidas de 1,8 millones de euros** (vs ganancias de 1,6 mill. € en el 1S11). Muy malos resultados que tiran por el suelo las previsiones para este 2012 y que además siembran muchas dudas si entramos a analizar otros conceptos como el **aumento tan fuerte de las cuentas a cobrar** y el **elevado endeudamiento** que tiene la compañía. En cuanto a las cuentas por cobrar, está claro que son un activo de la empresa, pero ver las cifras que hay y que además aumentan un 57%, no me causa muy buena impresión. Habiendo facturado el año pasado 50 millones de euros y tener a finales de junio cerca de 32 millones de euros por cobrar, creo que es un dato a tener en cuenta. O tardan demasiado en cobrar, o hay ya mucho volumen que debería pasarse a provisiones por posibles impagos. Sobre la deuda financiera, a finales de junio quedó con unos de 22 millones de euros de deuda neta. A final de año casi celebraríamos que no subiera y de hecho la compañía prevé que se quede aproximadamente donde se sitúa ahora. Si comparamos esta deuda con el EBITDA de 2011, tenemos un ratio de Deuda Neta vs EBITDA de 3,6 veces. Un ratio alto que creo que debe ir reduciendo cuanto antes. Además, si el EBITDA esperado para 2012 se prevé ahora que sea casi un 30% menor al conseguido en

2011, el ratio ya se sube a unos ratios preocupantes (por encima de 5x). Por dar una cifra que nos dé una idea de lo que puede suponer esta deuda, sólo en el primer semestre en concepto de pago de intereses se ha destinado casi un millón de euros (961.000 €).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	1º S 2011	% Cump. s/2011	2011	1ºS 2012	Var. % 1ºS 2011
<b>FACTURACION</b>	<b>21.862</b>	<b>43%</b>	<b>50.433</b>	<b>15.137</b>	<b>-31%</b>
Aprovisionamientos	-13.442	47%	-28.507	-10.063	-25%
Otros ingresos de explotación	129	65%	197	13	-90%
Gastos de personal	-3.163	51%	-6.221	-3.454	9%
Otros gastos de explotación	-2.596	26%	-9.939	-2.108	-19%
<b>EBITDA</b>	<b>2.789</b>	<b>47%</b>	<b>5.963</b>	<b>-475</b>	<b>-117%</b>
Amortización del inmovilizado	-355	53%	-665	-306	-14%
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	58	154%	38	-5	-109%
Otros resultados	-192	86%	-224	-16	-91%
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>2.299</b>	<b>45%</b>	<b>5.112</b>	<b>-803</b>	<b>-135%</b>
Ingresos financieros	52	67%	78	34	-35%
Gastos financieros	-691	47%	-1.456	-961	39%
Diferencias de cambio	-104	220%	-47	-32	-69%
Deterioro y result. por enajenaciones de inst. financieros			-34	-78	0%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-743</b>	<b>51%</b>	<b>-1.459</b>	<b>-1.037</b>	<b>40%</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1.557</b>	<b>43%</b>	<b>3.652</b>	<b>-1.839</b>	<b>-218%</b>
Impuesto sobre beneficios	-2	0%	-543		
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>1.555</b>	<b>50%</b>	<b>3.109</b>	<b>-1.839</b>	<b>-218%</b>

(miles de EUR)

	1º S 2011	% Cump. s/2011	2011	1ºS 2012	Var. % 1ºS 2011
<b>MARGEN BRUTO CONTABLE</b>	<b>8.420</b>	<b>38%</b>	<b>21.926</b>	<b>5.074</b>	<b>-40%</b>
<b>INGRESO BRUTO DE NEGOCIO</b>	<b>8.420</b>	<b>48%</b>	<b>17.386</b>	<b>5.074</b>	<b>-40%</b>

(miles de EUR)

**Notas:**

\* El margen bruto contable está calculado como la diferencia entre facturación y aprovisionamientos.

\* El ingreso bruto de negocio es la magnitud utilizada habitualmente en marketing y publicidad, y corresponde a la diferencia entre la facturación y los costes externos directos de la venta.

\* A pesar de que habitualmente los costes de ventas directos suelen coincidir con los aprovisionamientos, el criterio contable utilizado en México en 2011 considera la mayor parte de los costes de venta directos como otros gastos de explotación.

\* Por tanto, a efectos de ingreso bruto de negocio mostrado, dichos costes externos directos se han considerado como tales con el fin de expresar las cifras de forma homogénea y comparable.

Ahora paso a mostrar la revisión de las previsiones que tenía la compañía para 2012. Las nuevas cifras son una facturación de 42,2 millones € (-26% sobre lo esperado), un EBITDA de 4,3 millones € (-48%) y un resultado neto de 1,7 millones € (-67%). Duro golpe.

	2012e (revisión)	2012e	Diferencia
Facturación	42,2 €	57,3 €	-26%
EBITDA	4,3 €	8,2 €	-48%
Beneficio Neto	1,7 €	5,1 €	-67%

Lo malo de estas nuevas previsiones no es sólo la fuerte rebaja de beneficios esperada para 2012. Lo peor para mí es que no me las creo. Por ejemplo, en los 6 primeros meses han facturado 15 millones de euros y dicen que terminarán el año en 42 millones. Es decir, que en el segundo semestre tienen que facturar un 80% más de lo facturado en los 6 primeros meses (27 millones de euros más) del año. Puede que los 6 últimos meses del año sean más activos por norma general y que facturen más que en el primer semestre del año. Pero de ahí a subir un 80% la facturación, me da que es una previsión demasiado optimista. Sobre todo con el entorno económico que vivimos. Por ejemplo, en el segundo trimestre de 2011 se vendió un 30% más que en el primero (28,6 millones vs 21,8 millones). De todas formas, esta previsión con un potente plan de expansión, abriendo más oficinas en los países en los que está y entrando en nuevos mercados, me la podría llegar a creer. Pero esto tiene un coste. Es decir, puedes aumentar fuertemente tu facturación a base de abrir nuevas tiendas, oficinas, o agencias pero en las primeras etapas de esta expansión, lo normal es que tu EBITDA y tu resultado neto se resientan, es decir, que es muy difícil en las etapas iniciales de expansión, crecer y además obtener beneficios. Por lo tanto, un aumento del 80% en facturación, dada la evolución que lleva Nostrum, dado el entorno económico que vivimos y encima esperando que el EBITDA al final del año termine con un beneficio de 4,3 millones de euros (vs 0,5 millones de pérdidas en el 1S12) y con el resultado neto ofreciendo un resultado positivo de 1,7 millones de euros (vs 1,8 millones de pérdidas en el 1S12) a priori, no me lo creo.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	1ºS 2012	2012 PLAN	% Cump. 2012 P	2012 NUEVO PLAN	Var. % 2012 P	% Cump. NP 2012
<b>FACTURACION</b>	<b>15.137</b>	<b>57.285</b>	<b>26%</b>	<b>42.172</b>	<b>-26%</b>	<b>36%</b>
Aprovisionamientos	-10.063	-36.965	27%	-27.982	-24%	36%
Otros ingresos de explotación	13	40	32%	40		32%
Gastos de personal	-3.454	-7.349	47%	-6.435	-12%	54%
Otros gastos de explotación	-2.108	-4.843	44%	-3.532	-27%	60%
<b>EBITDA</b>	<b>-475</b>	<b>8.168</b>	<b>-6%</b>	<b>4.263</b>	<b>-48%</b>	<b>-11%</b>
Amortización del inmovilizado	-306	-500	61%	-629	26%	49%
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-5			-5		103%
Otros resultados	-16			-17		97%
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>-803</b>	<b>7.668</b>	<b>-10%</b>	<b>3.611</b>	<b>-53%</b>	<b>-22%</b>
Ingresos financieros	34	14	241%	40	187%	84%
Gastos financieros	-961	-1.244	77%	-1.531	23%	63%
Diferencias de cambio	-32			-33		96%
Deterioro y result. por enajenaciones de inst. financieros	-78			-78		100%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-1.037</b>	<b>-1.230</b>	<b>84%</b>	<b>-1.602</b>	<b>30%</b>	<b>65%</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-1.839</b>	<b>6.438</b>	<b>-29%</b>	<b>2.009</b>	<b>-69%</b>	<b>-92%</b>
Impuesto sobre beneficios		-1.331		-275	-79%	
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-1.839</b>	<b>5.107</b>	<b>-36%</b>	<b>1.734</b>	<b>-66%</b>	<b>-106%</b>

(miles de EUR)



## Valoración

La valoración de la compañía la voy a hacer con la misma cotización que utilicé en mi anterior análisis cuando pensaba que el PER 2012e de Nostrum era de 2x. De todas formas, esta cotización era de 3,10 euros por acción cuando este viernes (19 de octubre) ha cerrado en 3,14 euros. Es decir, que tanto la valoración como los ratios que obtendré no sufrirán apenas variación tomando una cotización u otra.

Así, con la acción a 3,10 euros, la capitalización de Nostrum es de 11,26 millones de euros. Con una deuda neta de 23 millones de euros, el Valor Empresa (VE) de la compañía es de 34,26 millones de euros. Con un EBITDA esperado para 2012 de 4,3 millones de euros, el VE/EBITDA es de 8x. Y con un resultados neto de 1,7 millones estimado para este 2012, el PER es de 6,6x. Es decir, con estos “cambios”, la valoración dista bastante de la estimada en mi anterior análisis. Los ratios que obtuve fueron un PER de 2,2x y un VE / EBITDA de 3,4x. Ahora con el PER en 6,6x y el VE / EBITDA en 8x la cosa cambia. No es tan atractiva la inversión aunque siguen sin ser unos ratios malos. Pero no son malos si pensara que estos ratios son fiables y que la compañía está en un proceso de expansión y crecimiento importante. El problema, es que estos ratios no me los creo y además pienso que a la compañía le va a costar bastante tiempo superar la facturación y los beneficios de 2011. Por lo tanto, la gran oportunidad de inversión que pensaba hace unas semanas que podía ser Nostrum, ha sido un espejismo total.

A continuación, en el cuadro podéis ver en la primera columna (de cifras) la valoración con las nuevas previsiones. En la segunda columna está la que hice en mi anterior análisis. Y en la tercera está la valoración con los datos de 2011.

<b>Nostrum</b>	<b>2012e (revis)</b>	<b>2012e</b>	<b>2011</b>
Precio acción	3,10 €	3,10 €	3,10 €
Nº Acciones	3,63	3,63	3,63
Capitalización	11,26 €	11,26 €	11,26 €
Deuda Neta	23 €	17 €	23 €
<b>Valor Empresa (VE)</b>	<b>34,26 €</b>	<b>28,26 €</b>	<b>34,26 €</b>
EBITDA	4,30 €	8,20 €	5,96 €
BN	1,70 €	5,10 €	3,11 €
<b>VE / EBITDA</b>	<b>7,97</b>	<b>3,45</b>	<b>5,75</b>
<b>PER</b>	<b>6,62</b>	<b>2,21</b>	<b>3,62</b>
<b>Deuda Neta / EBITDA</b>	<b>5,35</b>	<b>2,07</b>	<b>3,86</b>



## Conclusión

Nostrum ha obtenido unos resultados bastante malos en el primer semestre del año. Su expansión internacional no está teniendo el éxito que esperaban. Chile y Colombia está muy lejos de las previsiones realizadas y los demás países (sin contar España) no hacen de locomotora para que la compañía crezca de manera relevante en facturación.

En España la compañía está sufriendo muchísimo. La facturación ha caído casi un 50% desde los 17 millones del primer semestre de 2011 a los 8,8 millones de este semestre. Por lo tanto, España está lastrando de manera muy importante al grupo.

Con esto de fondo, Nostrum ha tenido que bajar las previsiones para 2012 de manera muy notable. Lo peor en mi opinión, es que dada la evolución de la compañía, el entorno económico que vivimos y dado que prevé crecer de manera relevante en el segundo semestre del año, estas nuevas previsiones no me las creo. Y no me las creo sobre todo si nos fijamos en lo que tiene que crecer en facturación en el segundo semestre (+80% respecto a la del 1S12) y además obteniendo unos beneficios que en el primer semestre todavía no ha conseguido cuando en el primer semestre de 2011 sí que los tenía.

En definitiva, creo que Nostrum debe reorganizarse y estabilizarse ya que de lo contrario podría incluso peligrar la compañía. Debe reducir como pueda el endeudamiento cuanto antes y sentar unas bases sólidas para poder crecer de manera saludable.

Sobre lo de invertir en la compañía... Pasapalabra. Mejor esperar uno o dos años para ver la evolución. Hoy por hoy, no me da ninguna confianza invertir en Nostrum.

### **Links de interés:**

1) <http://juanst.com/2012/09/17/nostrum-per-2/>

<http://juanst.com/wp-content/uploads/2012/09/Nostrum-preparada-para-despegar-en-el-MAB.pdf>

<http://www.gurusblog.com/archives/nostrum-valoracion/29/11/2010/>

<http://juanst.com/2010/11/11/nostrum-debuta-en-el-mab/>

[http://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2012/09/62603\\_InfFinan\\_20120928\\_2.pdf](http://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2012/09/62603_InfFinan_20120928_2.pdf)