



# **GRADO EN FINANZAS, BANCA Y SEGUROS**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**Inversión en valor: una manera inteligente de invertir**

**ÁNGEL MANUEL GONZÁLEZ CASADO**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
VALLADOLID, 10 de julio de 2018**



**UNIVERSIDAD DE VALLADOLID**  
**GRADO DE FINANZAS, BANCA Y SEGUROS**

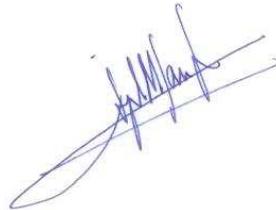
CURSO ACADÉMICO 2017-2018

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**Inversión en valor: una manera inteligente de invertir**

**Trabajo presentado por: Don Ángel Manuel González Casado**

Firma:

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'Ángel Manuel González Casado', written over a horizontal line.

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**  
**Valladolid, 10 de julio de 2018**



## **INVERSIÓN EN VALOR: UNA MANERA INTELIGENTE DE INVERTIR**

### **RESUMEN**

A la hora de trabajar con el mercado de valores se nos presentan diversas filosofías o estrategias a seguir, en función de nuestro conocimiento, interés o aversión al riesgo. Y así, podemos invertir el patrimonio en acciones españolas o extranjeras, directamente o mediante fondos de inversión; seleccionando por las que paguen dividendos o su cotización haya bajado drásticamente; o siguiendo tendencias, gráficos<sup>1</sup> o indicadores; o quizás, emulando a algún inversor de reconocido prestigio. En este TFG planteamos otra posibilidad: la inversión en valor o *value investing*.

El Mercado no es del todo eficiente ya que tiene anomalías. Los inversores, por la acción humana, por sus comportamientos y sus conductas, pueden obtener mejores rentabilidades que las que ofrece el mercado.

Nos adentraremos en las nociones principales de la inversión en valor, estrategia o filosofía creada por Benjamin Graham, en 1934 cuando escribió su primer libro «Security Analysis» y seguida, por su alumno Warren Buffett, a la postre, uno de los inversores más afamados de esta disciplina hoy en día, junto con otros muchos que también veremos sus aportaciones.

Para poner en práctica esta estrategia tenemos que partir de seleccionar una serie de empresas que lo podemos hacer por varios motivos, pero Peter Lynch nos ayuda en esto porque considera que “a lo largo del día, del supermercado al puesto de trabajo, nos encontramos con un sinfín de productos y servicios”, con lo que podemos fijarnos a nuestro alrededor en que podemos invertir.

---

<sup>1</sup> Chartismo.

El lema principal de esta filosofía es «comprar buenas empresas a buenos precios»<sup>2</sup> y para ello nos fijaremos en Joel Greenblatt y su fórmula mágica. Finalmente, una vez hecha la selección, podemos calcular su valor intrínseco, para lo cual muchos inversores se decantan por usar el descuento de flujos de efectivo, pero otros tantos, quizás por las numerosas variables a tener en cuenta, amén de otras predicciones a practicar, utilizan otros métodos para su cálculo.

De todas formas, y ayudándonos de las herramientas Fintech<sup>3</sup> y concretamente con la que vamos a usar en este TFG, *-Unclestock-*, podemos obtener, entre muchos datos, ese valor intrínseco de las acciones seleccionadas que comparándolo con sus cotizaciones obtendremos el margen de seguridad que nos otorgue la confianza de que tales inversiones sean rentables.

Pero no solo identificaremos a las inversiones en valor desde el punto de vista cuantitativo, es decir, de sus estados contables, su análisis fundamental y sus ratios, sino que también podemos estudiar más a fondo las empresas objeto para intentar descubrir sus ventajas competitivas, lo que caracteriza al análisis cualitativo.

---

<sup>2</sup> Para Warren Buffett, la fórmula pasa por “far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price” (“Es mucho mejor comprar una compañía maravillosa a un precio justo que una empresa justa a un precio maravilloso”).

<sup>3</sup> Fintech es un término compuesto que viene del inglés y que sale de unir la primera sílaba de las palabras finanzas y tecnología. La consultora EY en su último estudio destacó como retos de las Finanzas 4.0 el software de analítica predictiva, la inteligencia artificial (IA), la nube, la automatización de procesos a través de la robótica (RPA) y el *blockchain*. <http://www.ey.com/es/es/home/ey-global-corporate-reporting-survey-2017> [Consultado: el 4 de mayo de 2018].



Comprobaremos con unos ejemplos la idoneidad de esta estrategia, siempre con un horizonte de largo plazo<sup>4</sup>, para considerarla una manera inteligente de inversión.

**«La paciencia es un árbol de raíz amarga, pero de frutos muy dulces»**

Proverbio persa

---

<sup>4</sup> Jeremy Siegel, en su libro «Guía para invertir a largo plazo» explica que la Bolsa es el activo más rentable, y también el más seguro, porque la fiabilidad de ese rendimiento es extraordinaria: “contra viento y marea”, con todo lo acontecido durante estos dos últimos siglos, las acciones son la clase de activo "refugio" por excelencia.

La inversión en Bolsa a largo plazo es la mejor, a pesar de pensamientos negativos y de distintas creencias dentro del campo de la psicología del inversor. Fernando Bernard, de la gestora AzValor, lo explica así: «El comportamiento de la bolsa a corto plazo refleja las emociones cambiantes de los compradores y vendedores, pero a largo plazo tiende a reflejar el valor real de las compañías».

ÍNDICE	Pág.
<b>1. OBJETIVO Y METODOLOGÍA.</b>	<b>5</b>
<b>2. INTRODUCCIÓN.</b>	
2.1. Teoría Mercado Eficiente.	6
<b>3. LA INVERSIÓN EN VALOR.</b>	<b>9</b>
3.1. Nociones principales.	10
3.2. Valoración de empresas.	20
3.3. Aplicación práctica.	22
<b>4. CONCLUSIONES.</b>	<b>33</b>
<b>5. BIBLIOGRAFÍA.</b>	<b>35</b>
<b>6. ANEXOS.</b>	
6.1. Las anomalías del mercado.	
6.2. La Escuela Austriaca.	
6.3. La interpretación de los Estados Contables.	
6.4. Screeners.	
6.5. Gurús.	



## **1. OBJETIVO Y METODOLOGÍA**

El objetivo de este TFG consiste en presentar otra manera de invertir en Bolsa, invirtiendo en acciones, a largo plazo, siguiendo la filosofía del *value investing*, demostrando su facilidad para encontrar empresas, seleccionarlas y valorarlas mediante una herramienta Fintech, para ser calificadas como buenas inversiones en valor, desde su óptica cuantitativa y cualitativa.

La metodología para este Trabajo Fin de Grado tiene como base teórica el repaso de la literatura más completa, analizando las principales obras que han servido de marco conceptual de esta filosofía para acercar su método, complementando con la lectura de otros informes, de las cartas<sup>5</sup> que elaboran a sus clientes los mejores inversores en *value* y revistas especializadas; desde el punto de vista práctico, y siguiendo a Peter Lynch, para seleccionar negocios, productos o servicios, podemos fijarnos en nuestro alrededor, en nuestro ámbito geográfico o en nuestro trabajo o universidad. Así, podemos seleccionar, en Valladolid, Lingotes Especiales, Michelin, Renault, el Banco Santander y Carrefour; relacionado con la universidad, las fotocopiadoras Canon, los rotuladores Edding, los bolígrafos BIC, los ordenadores IBM o Apple; para el entretenimiento, podemos contar con Netflix o los juegos de Electronic Arts.; para compras, Amazon; para el ocio, la bebida energética Monster o la empresa de marcas de camping American Outdoor Brands Corporation o la pulsera deportiva Fitbit; y para comunicarnos, Twitter.

Dichas empresas pasarán el filtro de la fórmula mágica de Joel Greenblatt, para identificar “buenas empresas a buenos precios” y con Piotroski y su F-Score, podremos comprobar qué empresas de nuestra selección han mejorado sus estados contables.

Finalmente, identificaremos aquellas empresas que cumplen mejor los criterios planteados y procederemos a comprobar su valor intrínseco que por

---

<sup>5</sup> Cf. <https://magallanesvalue.com/publicaciones/cartas-trimestrales/> [Consultado: 5 de julio de 2018].

comparación con su valor de cotización, podremos determinar el margen de seguridad que pueda otorgarnos una rentabilidad, dentro, siempre, de nuestro horizonte de inversión a largo plazo.

Para todo esto usaremos la herramienta de Fintech Unclestock<sup>6</sup>.



<https://www.unclestock.com/>

- § Gratuito.
- § Gran cantidad de datos.
- § Fiabilidad (principales proveedores de datos: Yahoo Finance, Mornigstar y Google Finance).
- § Comparativas.
- § Relativa facilidad de uso.
- § Agilidad.
- § Parametrización.
- § Recomendaciones.

Desde un punto de vista cuantitativo, aquellas empresas que ofrezcan un margen positivo se podrán calificar como inversiones value; pero también, podemos tener en cuenta los aspectos cualitativos porque una determinada empresa puede tener defensas, fosos, o ventajas competitivas, por tener una marca o fórmula reconocidas; por tener una buena directiva que encima invierta en su empresa; por tener una buena economía de escala que le haga tener ventaja en costes frente a sus competidores; por tener activos ocultos no del todo reflejados en la contabilidad y que puedan tener un valor muy superior; por tener presencia en mercados internacionales; por tener una buena cuota de mercado; en fin, por disponer de otras cualidades que no se registran del todo

---

<sup>6</sup> Cf. <https://www.unclestock.com/> [Consultada: el 4 de julio de 2018].



en los estados contables pero que también podemos y debemos tenerlas en cuenta para considerar dicha inversión como *value investing*.

## **2. INTRODUCCIÓN**

### **2.1 Teoría Mercado Eficiente**

En 1965, el premio Nobel de Economía 2013, y perteneciente a la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, Eugene Fama, defendió la eficiencia del mercado<sup>7</sup>, pasando a ser la más extendida en el mundo académico, denominándose Hipótesis de los Mercados Eficientes<sup>8</sup> (o por sus siglas en inglés, EMH) con sus dos ideas principales: (1) la competencia, que provoca que tanto los ingresos como los costes tiendan a igualarse, pero si existe un excedente en los ingresos, aparecerán nuevos competidores que quieran participar de ellos, hasta su eliminación; y (2) el flujo de información que afectará al precio de los activos intercambiados, manteniendo que esa información es de libre acceso para todos los participantes o que todo el mundo conoce y por tanto los precios ya reflejan completamente la información relevante

¿Son realmente eficientes los mercados? Esta hipótesis está muy cuestionada. Grossman y Stiglitz, en 1980, afirman que los mercados no pueden ser eficientes debido a la asimetría de la información que produce desequilibrios en mercado y por tanto en precios: no todo el mundo tiene la misma información.

---

<sup>7</sup> El debate de la eficiencia o no del mercado sigue encima de la mesa desde que en 1900 se expuso por Louis Bachelier su «Teoría de la Especulación».

<sup>8</sup> Samuelson en 1970 publicó otra versión, considerando a los mercados eficientes tres características: en primer lugar, la inexistencia de costes de transacción; en segundo lugar, que la información fuera gratuita; y finalmente, que todos los participantes de este mercado tuvieran idéntico horizonte económico y expectativas homogéneas. Muchos otros economistas han respaldado esta hipótesis, como, entre otros, Michael Jensen, Lars Peter Hansen, Robert J. Schiller, Ricardo French y Burton G. Malkiel.

En el mundo económico actual, incierto, el valor (intrínseco) de una acción no puede determinarse con exactitud, hay muchas estimaciones a tener en cuenta para llegar a él. Estas distintas interpretaciones llevan al valor de un mismo activo financiero a ser diferente para cada uno de los inversores del mercado.

El conocimiento de las distintas irregularidades, denominadas anomalías del mercado (ver anexo 1), que cuestionan la eficiencia de los mercados, nos puede llevar a plantear distintas estrategias de inversión con las que obtener rentabilidades extraordinarias.

La hipótesis de los mercados eficientes (EMH) fue ampliamente aceptada hasta la década de 1980, cuando surgieron los economistas de las finanzas conductuales<sup>9</sup>.

Bondt y Thaler en 1985 determinaron que los inversores reaccionan de manera distinta a las noticias, a la información; Kahneman (premio Nobel Economía 2002) afirmó que las finanzas conductuales son el futuro de Wall St.; Grossberg y Gutowski, en 1987, relacionaron la toma de decisiones con las emociones (acuñándose un nuevo término: la neuro economía); Adam Levy, en 2006, relacionó las decisiones de inversión con la producción de dopamina y serotonina<sup>10</sup>; James Montier en su libro «Psicología Financiera» explica muy bien el asunto de los 'dos cerebros', uno el lógico y el otro el de las emociones (la amígdala cerebral como centro neurálgico del procesamiento de las mismas).

---

<sup>9</sup> Son las que se basan en el ser humano, en los comportamientos de los inversores que responden a factores psicológicos (miedo, esperanza, temor, optimismo, pesimismo, etc.), destacando, entre otros, Thaler (Universidad de Chicago), Shiller (Universidad de Yale), Bondt (Universidad de Illinois).

<sup>10</sup> Cf. <https://diferencias-entre.org/diferencias-entre-dopamina-y-serotonina/> [Consultado: 03 de mayo de 2018].



Finalmente, es de destacar la consecución del premio Nobel de Economía 2017 por Thaler por sus estudios. En su artículo «A survey of behavioural finance» nos presenta los efectos de los comportamientos irracionales de los inversores. Trata de psicología, de creencias, de formación de expectativas, de los distintos sesgos como la excesiva confianza, la representatividad, la tendencia a mantener nuestras ideas, de la aversión al riesgo, del optimismo excesivo, del arrepentimiento, de la aversión a las pérdidas...

### **3. LA INVERSIÓN EN VALOR**

Quizás, el primero que acuñó tal concepto fue el considerado “padre del *value investing*” Benjamin Graham, profesor en la Universidad de Columbia y afamado inversor y posterior escritor de los manuales por antonomasia de esta disciplina, como son «Security Analysis», junto con David Dodd, en 1934 y «The intelligent investor», en 1949.

Mediante la inversión en valor se busca comprar una acción a precio de ganga, comprar buenas empresas a precio justo; esto es el germen de la que actualmente es la filosofía de inversión más extendida (y quizás ahora más de moda) y en la que muchos gestores y otros tantos autores, como veremos, han ido trabajando para ir perfilando sus propias estrategias, pero todas basadas en comprar barato un negocio estupendo que a lo largo de los años se va a ir revalorizando hasta el punto de estudiar su venta.

**«Precio es lo que se paga; Valor lo que se recibe»**

Warren Buffett

### 3.1 Nociones principales

A partir de aquí, Benjamin Graham, en su literatura, esboza los conceptos primordiales que todo inversor tiene que conocer para desarrollar su estrategia: *valor intrínseco y margen de seguridad*.

Los inversores y analistas cuentan con herramientas para determinar sus precios de compra y venta que compararán para obtener sus valoraciones. Se distinguen dos herramientas como son el análisis técnico que se basa en el comportamiento del mercado y sus cotizaciones y para ello podemos usar gráficos sobre los que iremos marcando diversas tendencias; y por otro lado se encuentra el análisis fundamental que se basan en la contabilidad de la empresa y la manera de obtener los beneficios, así como el estudio de otras partidas obtenidas de las cuentas anuales de las empresas junto con toda la información añadida, para obtener el valor real o intrínseco de una acción.

La inversión en valor (*value investing*) se centra más en el análisis fundamental (de la empresa, del sector...) q en el análisis técnico para comprar buenas compañías a buenos precios. El valor intrínseco se puede determinar mediante un proceso evaluador, un estudio cuidadoso del sector, de la situación de la empresa, analizando, como hemos ya apuntado, sus estados contables presentes en los informes<sup>11</sup> que tienen que presentar con cierta periodicidad a las autoridades, y las ratios que podemos ir construyendo y que nos van a servir para determinar más rápidamente cómo está esa empresa o para comparar los negocios dentro de un sector, así como sus tasas de crecimiento, sus márgenes, su rentabilidad, sus beneficios; y también para poder pronosticarlos de cara a hacer proyecciones para estudiar su valoración, que podremos hacer siguiendo diversos métodos para obtener el ansiado valor intrínseco de la acción que deseamos adquirir. Por supuesto, hay que tener

---

<sup>11</sup> Las empresas están obligadas a presentar trimestral, semestral y anualmente a las autoridades, como son la CNMV en España, o a la SEC en los Estados Unidos de América, con el Informe Anual (10-K), el Trimestral (10-Q), las comunicaciones de las acciones que tienen los directivos, etc.



cierto manejo con las normas de la contabilidad, las nacionales e internacionales, para identificar claramente las partidas que vamos a tener en cuenta. En el Anexo 3, presento un resumen de las anotaciones hechas por Warren Buffett en su libro dedicado a la interpretación de los estados financieros.

Benjamin Graham, en su libro «Security Analysis», decía que «un análisis del Balance de Situación es como una instantánea del Activo y del Pasivo de una empresa en un determinado momento. Hay que hacer un análisis meticuloso para determinar el valor intrínseco». Bruce Greenwald apunta que «la inversión en valor exige una disciplina intelectual y mucha paciencia».

Ese valor (intrínseco) es el que vamos a comparar con el precio que el mercado, vía cotización en los mercados secundarios, nos ofrece cada día, para determinar nuestra operativa, teniendo en cuenta que podemos cometer errores y también que el mercado no se detiene con lo que tenemos que tener en cuenta un margen de funcionamiento, con lo que llegamos al segundo concepto acuñado por Benjamin Graham que es el margen de seguridad.

En el gráfico<sup>12</sup> que presentamos a continuación lo podemos ver mejor:



<sup>12</sup> fuente: <https://invertirenvalor.com/blog/>

La línea **negra** marca el precio (de cotización) en el mercado; la línea **roja**, el valor intrínseco que hemos calculado, y el margen de seguridad viene dado por la diferencia entre el precio de un activo y su valor intrínseco.

Este margen sirve de 'colchón' para proteger la decisión de la inversión, porque cuánto más margen tengamos, estaremos más protegidos, ya que todas estas magnitudes no son fijas, sino que van adaptándose al mercado (los precios de cotización) y al estudio y revisión del valor, en función del método elegido y el transcurso del tiempo. Este margen de seguridad, según Warren Buffett, es la piedra angular de esta filosofía de inversión en valor.

Esta estrategia *value investing* tiene como marco conceptual, la teoría económica de la Escuela Austriaca, que desarrollo mejor en el anexo 2, pero destaco ahora a diversos autores e inversores que se centran en el hombre como el que toma las decisiones de inversión, como ya lo apuntamos cuando tratamos las finanzas conductuales.

Francisco J. Paramés<sup>13</sup>, apunta que «la economía y la inversión están íntimamente relacionadas porque lo esencial es comprender al hombre que actúa».

Martin Krause, profesor de la Universidad de Buenos Aires (Argentina) destaca también la actuación del hombre dentro de los fundamentos de la Escuela Austriaca. Dicha escuela ha tenido desarrollos contemporáneos, entre los que destacamos la Teoría del Ciclo Económico<sup>14</sup>; el *value investing*; la creación por diversos emprendedores de nuevas monedas como el liberty-dollar o el ahora

---

<sup>13</sup> Referente español del *value investing* llegando a ser conocido como Warren Buffett español que puso la gestora para la que trabajaba (Bestinver) en primera línea y ahora sigue cosechando éxitos con su propia gestora: Cobas Asset Management (<https://www.cobasam.com/es/> [Consultado: 02 de julio de 2018]).

<sup>14</sup> Cf. <http://juanramonrallo.com/2011/10/teorias-del-ciclo-economico-principales-contribuciones-y-analisis-a-la-luz-de-las-aportaciones-de-la-escuela-austriaca-de-economia/index.html> [Consulta: 22 de marzo de 2018)



más conocido, bitcoin; la existencia de mercados predictivos (aquéllos que ya están comercializando con las mercancías de la siguiente cosecha que ni siquiera se ha plantado) o las economías del comportamiento.

Emérito Quintana, gestor de Numantia Patrimonial, también destaca al hombre, al empresario, como el centro de actuación, a la acción humana como fundamento principal, frente al resto de escuelas económicas.

El profesor Huerta de Soto<sup>15</sup> apunta que «los economistas austriacos consideran que el hombre, más que asignar medios dados a fines también dados, lo que realmente hace es buscar constantemente nuevos fines y medios, aprendiendo del pasado y usando su imaginación para descubrir y crear (mediante la acción) el futuro». Añade que «el objeto de la economía consiste en estudiar este proceso dinámico de descubrimiento y transmisión de información que es impulsado continuamente por la función empresarial y que tiende a ajustar y coordinar los planes de los seres humanos, haciendo con ello posible su vida en sociedad».

Álvaro Guzmán, socio de la gestora AzValor y antes de Bestinver, apunta que «cuando invertimos en una empresa, estamos adquiriendo una parte alícuota de un negocio, renunciando a otros posibles usos alternativos del dinero, con la perspectiva de una cantidad de dinero mayor en el futuro. (...). O, dicho en términos más “austriacos”, al invertir en una empresa estamos confiando en la capacidad del equipo gestor de la empresa en cuestión para crear valor. Lo que equivale a confiar en su capacidad para anticiparse a infinidad de “acciones humanas” (las de sus competidores, clientes, proveedores, entorno regulatorio, empleados, etc.) mediante otras acciones humanas (las tuyas) que acaben por incrementar el valor de su empresa.

Una manera inteligente de invertir es, con paciencia y constancia, seleccionar aquellas acciones de buenas empresas a buenos precios, obteniendo su valor

---

<sup>15</sup> Catedrático de economía política por la Universidad Rey Juan Carlos, Madrid. <http://www.jesushuertadesoto.com/curriculum-vitae-es/> [Consultado: 2 de julio de 2018].

intrínseco, tratando de tener un buen margen de seguridad que asegure la rentabilidad a largo plazo.

Pero ahí fuera tenemos cientos o miles de empresas cotizadas, de muchos países, agrupados quizás por sectores, y no podemos ponernos a evaluar todas porque no llegaríamos a nada, seguramente; tendremos que plantearnos unos criterios que nos ayuden a contemplar una preselección con la que iremos posteriormente afinando de cara a obtener su valoración (intrínseca), mediante diversos métodos.

No hay ni existe una lista cerrada de criterios para delimitar nuestro mercado para seleccionar las posibles empresas que estudiaremos para valorar la inversión.

Peter Lynch, en su libro «Un paso por delante de Wall Street», apunta que “los inversores no profesionales pueden ganar a los profesionales usando simplemente la información a su alcance, dado que las oportunidades de inversión están en todas partes. A lo largo del día, desde el supermercado hasta nuestro lugar de trabajo, nos encontramos con un sinfín de productos y servicios”.

Muchos inversores inciden en primer lugar, o quizás no consideran primordial la situación empresarial vía ratios o resultados para fijarse en aspectos más cualitativos, para decantarse por una inversión, como veremos en los casos prácticos que he planteado para entender un poco esta estrategia de inversión. Lawrence Cunningham señala que «una estrategia de inversión en calidad se fija primero en la calidad y luego en la valoración. Los modelos de valoración clásicos como el descuento de flujos de caja están llenos de limitaciones».

Planteo los criterios más comunes pero cada uno de nosotros debemos considerar los que más nos convengan a nuestra estrategia value.



Deuda baja con relación al patrimonio. La deuda no es necesariamente mala porque junto con el capital propio, las empresas van a poner en marcha muchos negocios que a la postre redundarán en beneficios, en crecimiento y en valor, aunque un apalancamiento, un incremento excesivo de la deuda, puede exponer a las empresas a ciertos riesgos. Según The Motley Fool, una regla general pasaría por contemplar aquellas empresas con un porcentaje deuda/capital de menos del 30%. Esta información la encontraremos en el Balance de Situación.

Bajo PER (price earnings ratio), es decir, relación precio-ganancia, entendiendo por precio, el de cotización. Es una de las ratios más comunes ya que podemos entender cómo de barata o cara está una acción en función de su poder de ganancias. Aquí hay muchos autores para todos los gustos, pero por lo general no se fijan en empresas con PER mayor de 15. Para obtener la información podemos comprobar las cotizaciones de las empresas y las ganancias en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, teniendo en cuenta las ganancias por acción tan solo dividiendo entre el número de acciones que posea la sociedad.

Bajo P/V que no es otra que la relación entre el precio de cotización y la cifra de ventas. El PER como hemos visto relaciona la cotización con las ganancias, pero éstas pueden ser manipuladas a gusto de la empresa, por el contrario, la cifra de ventas no lo son tanto. Se recomienda normalmente un P/V menor que 1,5 veces. Para obtener la información, buscaremos la cotización correspondiente y lo comparamos con la cifra de ventas, de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Bajo P/B (price to book) que relaciona la cotización con el valor en libros de la compañía a estudiar, que es el valor de liquidación de la empresa. Una menor relación P/B puede ser interpretada como una acción infravalorada. Benjamin Graham, el padre del *value investing*, consideraba aquellas inversiones con un P/B inferior a 0,66 o lo que es lo mismo, comprar acciones por un máximo de 2/3 de su valor contable; comprando acciones baratas respecto a su valor real, los inversores podrán ignorar las

fluctuaciones del mercado. Para obtener esta información, y como ya hemos apuntado, buscamos la cotización y lo comparamos con el valor contable que obtengamos del Balance de Situación.

Aumento de ventas, beneficios y flujos de efectivo. Valorándose asimismo aquellas empresas con reservas en su tesorería. Esta información se obtendrá de los ingresos por ventas, en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias; y los flujos de efectivo en el Estado de Flujos.

También hay que tener en cuenta las principales ratios de rentabilidad (ROA, ROE, ROCE, ROC, ROIC) con sus diferencias.

ROA (*return on assets*) o retorno sobre activos y mide el beneficio que genera la inversión en los activos totales de una empresa (beneficios/activos totales). Esto nos proporciona una visión clara sobre la rentabilidad que la empresa es capaz de obtener de sus activos. Obviamente cuanto mayor sea el ROA mejor, porque la empresa estará ganando más dinero con menos inversión.

El ROE (*return on equity*) es el rendimiento del capital (beneficios/fondos propios), la rentabilidad del accionista. Mide la rentabilidad de una empresa teniendo en cuenta el beneficio que genera y se expresa en porcentaje (en adelante, %). Los inversores en valor usan este criterio para identificar cómo las empresas han trabajado a lo largo del tiempo, teniendo en consideración aquellas empresas que ofrezcan un promedio de 5 años del 15%. Hay que tener en cuenta que el ROE identifica buena rentabilidad, pero no tiene en cuenta si la empresa está endeudada y en qué términos. El ROE es útil para comparar la rentabilidad de una empresa con la de otras empresas de la misma industria. Cuanto mayor sea el rendimiento del capital, más eficientes serán las operaciones de la empresa que hagan uso de esos fondos. Para encontrar la información adecuada tenemos que fijarnos en la cifra de ingresos netos, en la cuenta de Pérdidas y Ganancias, así como en el Capital donde radican las acciones, en el Balance General.



El ROCE (return on capital employed) mide la rentabilidad de una empresa y la eficacia con la que emplea su capital. Es una medida útil para comparar la rentabilidad entre las empresas en función de la cantidad de capital que utilizan. Su cálculo: Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) / Capital empleado que es la cantidad total de capital que una empresa ha utilizado para generar ganancias. Es la suma del capital de los accionistas y los pasivos de la deuda (fondos propios + deuda total). Además, se puede simplificar como activos totales menos pasivos corrientes. Es como el ROE, pero ahora se tiene en cuenta el apalancamiento de la empresa.

En resumen, buscar compañías con un alto ROE (>15%) y un alto ROCE (>10%), es un indicador de empresas que poseen alguna ventaja competitiva<sup>16</sup> duradera.

EV/EBIT. Este múltiplo no da una valoración directa, sino que nos servirá para determinar, por comparación con otras, que la empresa objeto está sobrevalorada o infravalorada. Por una parte, el EV es el valor total de la empresa. Representa el valor para todas las partes interesadas, incluidos los titulares de la deuda, los accionistas, los accionistas minoritarios y los accionistas preferentes. Su cálculo: Capitalización bursátil + Deuda financiera + intereses minoritarios + acciones preferentes - Efectivo y equivalentes. “El EV mide el importe de todos los compromisos que asume un comprador al adquirir una compañía”, como apunta José Iván García, jefe de estrategia de Kau Markets EAFI.

El EBIT que es el resultado de explotación. Esta ratio relaciona lo que pagamos por una acción y el beneficio que obtenemos. Esto nos recuerda a la ratio PER, pero con variaciones en su cálculo, ya que en vez de usar el

---

<sup>16</sup> Ventaja competitiva o lo que muchos, liderados por Warren Buffett, han tildado de foso (*moat*). Estas ventajas pueden venir de la mano por tener la empresa en cuestión ingresos regulares, quizás por mantener una posición dominante o monopolística; o quizás por su capacidad de fijar precios; o quizás por tener una buena marca, o dominar la innovación o por ofrecer un buen servicio mundial o disfrutar de una buena cultura empresarial.

precio (de cotización) y el beneficio por acción, como pasa con el PER, se usa el EBIT, beneficio antes e intereses e impuestos.

Este múltiplo de valoración, el EV/EBIT<sup>17</sup>, será mejor cuánto más pequeño sea porque pagaremos menos por una empresa que vale más, por tener mejores beneficios. Y por tanto es más preciso su uso que el PER. Es mucho más certero en la búsqueda de empresas infravaloradas. Esta ratio tiene más versiones<sup>18</sup> siendo la más común la de relacionar el EV con el EBITDA<sup>19</sup> (en vez de con el EBIT). Algunos inversores trabajan también con el inverso, es decir, EBIT/EV, como el ya mencionado Joel Greenblatt que lo denominó *Earnings Yield*, es decir, rendimiento de ganancias.

Ya habíamos mencionado el ideario de esta estrategia o filosofía de inversión, que no es otra que “comprar bien, buenas empresas” o dicho de otra manera “comprar buenas empresas a buen precio” y sobre este último lema, Joel Greenblatt, bajo su hipótesis cuantitativa, ideó una fórmula para identificar aquellas empresas que cumplieran el ideario.

---

<sup>17</sup> La base intelectual de la conveniencia del uso de esta ratio lo vemos en autores prácticos como Tobias Carlisle, autor del libro *Deep Value*. Este autor e inversor nos ofrece una detallada explicación de la conveniencia y uso de esta ratio. En concreto, esta métrica nos va a identificar qué empresas profundamente devaluadas cuando el EV cotice a menos de 7 veces el EBIT.

<sup>18</sup> Este múltiplo EV/EBIT tiene otras versiones como el mencionado EV/EBITDA; el EV/CFO que relaciona con Cash-flow Operativos; el EV/FCF con flujos libres de caja; el EV/Sales relacionado con la cifra de ventas; y el EV/Assets (bienes) relacionado con los activos, con los bienes, para buscar oportunidades o gangas.

<sup>19</sup> Por otra parte, el cálculo del EBITDA pasa por Resultado Neto + Intereses + Impuestos + Depreciación + Amortización. Tiene sus limitaciones y detractores porque el EBITDA no tiene nada que ver con las entradas/salidas de tesorería (cash-flow, en inglés); la depreciación/Amortización traducido a flujos es lo que se denomina CAPEX de mantenimiento. Además, el EBITDA no es un resultado homogéneo reconocido por las normas internacionales de contabilidad, limitándose su uso a presentaciones e informes de gestión, por lo que muchos se decantan por usar mejor.



Para identificar las 'buenas empresas' se fijó en aquellas que pudieran ofrecer ventajas competitivas, para ello confió en la ratio ROCE, que el renombró como ROIC; y para el 'buen precio' confió en la ratio EV/EBIT. Esa fórmula mágica<sup>20</sup> tenía altos ROIC y bajos EV/EBIT<sup>21</sup> (recordamos que la ratio será mejor cuanto más pequeña sea porque pagaremos menos por una empresa que vale más, por tener mejores beneficios).

Normalmente, estos criterios se tienen en cuenta desde un punto de vista combinado<sup>22,23</sup> como Greenblatt.

Pero como hemos ya apuntado, existen demasiadas empresas cotizadas, por lo que podemos utilizar las nuevas herramientas tecnológicas para tratar de delimitar las empresas que cumplan con los criterios que nos hemos establecido en nuestra estrategia de inversión *value*.

Dichas herramientas son portales en internet que se denominan *screeners* (en el anexo 4 presento muchos de ellos, cada uno con sus características, algunos gratuitos y otros bajo suscripción).

---

<sup>20</sup> Cf. [www.magicformulainvesting](http://www.magicformulainvesting) [Consultado: 27 de marzo de 2018].

<sup>21</sup> Joel Greenblatt realmente usaba el Earnings Yield, el inverso de EV/EBIT, y por tanto se fijaba en los máximos valores.

<sup>22</sup> Pero, por ejemplo, Alejandro Estebaranz, asesor de TrueValue (<http://www.truevalue.es>) [Consulta: 22 de marzo de 2018] considera como criterios para seleccionar valores de calidad, el contar con: crecimiento en ventas media 10 años +9%; crecimiento de beneficio por acción (*eps*) +9%; un ROIC o ROI +15%; una capitalización bursátil de +30m; un margen EBIT +10%; y un ROE +15%. Si lo que queremos es seleccionar acciones 'value', considera como criterios: p/cash-flow +7x (terminología que significa 7 veces, ya que estamos ante múltiplos); ROE +10%; Margen EBIT +5%.

<sup>23</sup> Antonio Valderrama, un inversor value particular considera para sus inversiones los siguientes criterios: un ROE +15%; una ratio Deuda/EBITDA inferior a 2; que se tenga unos beneficios media de 5 años mayor a 10; y el múltiplo EV/EBIT por debajo de 2,5.

Esta herramienta a nuestro alcance nos ayudará a seleccionar las empresas en las que podemos mostrar interés porque cumplen alguno o varios criterios identificados anteriormente, pero también nos van a ofrecer los valores intrínsecos, entre otros muchos datos, necesarios para contemplar nuestras inversiones teniendo en cuenta sus márgenes de seguridad por comparación, como ya hemos visto, con los precios de cotización en cada momento. Estos potentes motores de búsqueda cuentan con todos los datos históricos de los estados contables de todas las empresas. Finalmente, muchos *screeners* nos ofrecen la posibilidad de hacer simulaciones (*backtestings*) de inversiones y hacer el seguimiento de estas.

### 3.2 Valoración de empresas

Todos los que siguen esta filosofía de inversión en valor o bien tienen en cuenta la valoración de sus activos o se fijan en la capacidad de generar beneficios o en las empresas con crecimiento. La capacidad para generar beneficios se materializa en el descuento de flujos de efectivo<sup>24</sup> método más extendido dentro del *value investing*, que trata de ajustar el resultado contable para poder determinar la cifra que representa el dinero en efectivo que los inversores pueden extraer, y teniendo en cuenta una tasa de descuento adecuada<sup>25</sup> (que aúne interés y riesgo) pero que hay muchos factores y variables a tener en cuenta que están íntimamente relacionadas con determinadas magnitudes, lo que le hace ser un método complicado ya que requiere conocimiento, formación e información y además de no considerar el crecimiento; no es muy recomendado para evaluar empresas jóvenes o de sectores cíclicos. Ese método cuenta con muchas variables y estimaciones que lo hacen inviable muchas veces, al ser su cálculo muy complejo, con mucha cantidad de datos. Esto ahora lo hacen las máquinas, ahora bien, hay que concretar que los datos sean más o menos fiables.

---

<sup>24</sup>  $FCF = EBITDA - CAPEX - \text{intereses} - \text{impuestos}$  o Beneficio Neto + Amortizaciones + Gastos extraordinarios

<sup>25</sup> En su día la banquera Goldman and Sachs llegó a estimar en un adecuado 12%.



También, dicha capacidad de generar beneficios está muy relacionada con las ventajas competitivas que una empresa pueda llegar a tener para diferenciarse de las demás y que pasan por disfrutar de licencias, monopolios, patentes, licencias, economías de escala o cuotas de mercado. Son los denominados fosos o en inglés, *moats*, que ya hemos comentado.

Otros inversores se decantan por considerar el presente, sin caer en predicciones, y se fijan en la tesorería de las empresas; otros, se decantan por estimar su valor desde el punto de vista del crecimiento. Este crecimiento requiere inversión y por ende un incremento en la facturación y por tanto en su activo circulante. Aquí también juegan un papel importante las aludidas *moats* (ventajas competitivas); y, otros inversores, contemplan múltiplos (ratios) que comparan con otras empresas y competidores. Hay muchas maneras de obtener esa valoración, cada una con sus pros y sus contras.

Finalmente, destaco otro método para llegar al valor intrínseco, como es el EPV (*Earnings Power Value*), también conocido por *Earnings Power* y que se popularizó por el inversor Bruce Greenwald. Se considera una mejor manera de analizar las acciones que el análisis de los flujos de efectivo descontados que se basa en suposiciones de crecimiento altamente especulativas muchos años en el futuro. Con este método se valora la acción con el flujo de efectivo libre actual de una empresa y no en proyecciones futuras que pueden, o no, hacerse realidad, excluyéndose el crecimiento potencial que una empresa puede tener, por lo que debe analizarse por separado.

Desde el punto de vista cualitativo, el que identifica la calidad de las acciones, de las empresas, como ya hemos apuntado, también es de interés tener en cuenta los sucesos que las rodean, lo que denominó en su día Mario Gabelli como «agente catalizador», un acontecimiento acaecido alrededor de una empresa que hace que su cotización varíe. Se pueden clasificar como específicos aquellos cambios previstos u ocurridos recientemente, como la marcha de un directivo de la empresa, o la creación de una división nueva, o un cambio en la gestión, o la muerte del fundador, las fusiones y adquisiciones, o

que cierto inversor de renombre como Warren Buffett ha adquirido un paquete de acciones de tal compañía, el reconocimiento de una patente, por ejemplo, tras la aprobación de nuevos fármacos, o un descubrimiento de un yacimiento; también podemos tener los catalizadores ambientales, de contexto, como puede ser el clima social, el político, social, cambios bruscos en la tecnología, la globalización...

Desde que Benjamin Graham en 1934, puso en el mundo la estrategia de inversión del *value investing* distintos inversores de renombre se han ganado el calificativo de *gurú*<sup>26</sup>. Casi todos se pueden encuadrar o clasificar por seguir la filosofía, o bien, del señor Graham, que se fijaba en buenas compañías con buenos números en sus balances para ir delimitando su valor intrínseco y cuando el precio (de cotización) se acercaba a ese valor, se vendían las acciones; o bien por acogerse a la otra corriente, encabezada por el archiconocido Warren Buffett, que también busca acciones de buenas empresas con buenos números pero no se conforma con que el precio llegue a niveles de valor intrínseco, sino que mantiene las acciones en su cartera, convencido del crecimiento de estas, de la continua creación de valor. Se basa más en el ya mencionado análisis cualitativo.

En el anexo 5 destaco a unos cuantos gurús con sus aportaciones o visiones del mercado y sus estrategias de inversión. En la bibliografía aparecen sus mejores libros.

### **3.3. Aplicación práctica**

Como ya hemos mencionado, Peter Lynch, en su libro «Un paso por delante de Wall Street», apunta que “los inversores no profesionales pueden ganar a los profesionales usando simplemente la información a su alcance» y así lo haremos, porque podemos fijarnos en nuestro ámbito geográfico o en nuestro

---

<sup>26</sup> Def. RAE. Persona a la que se considera maestro guía espiritual o a quien se le reconoce autoridad intelectual.



trabajo o universidad, para crear una selección de empresas con la que trabajar.

Desde el punto de vista geográfico, podemos seleccionar, por tener presencia en Valladolid a Lingotes Especiales, Michelin, Renault, el Banco Santander y Carrefour; relacionado con la universidad, las fotocopiadoras Canon, los rotuladores Edding, los bolígrafos BIC, los ordenadores IBM o Apple; para el entretenimiento, podemos contar con Netflix o los juegos de Electronic Arts.; para compras, Amazon; para el ocio, la bebida energética Monster o la empresa de marcas de camping American Outdoor Brands Corporation, o la pulsera deportiva Fitbit; y para comunicarnos, Twitter.

Ahora, con UncleStock<sup>27</sup>, procederemos a introducir esas empresas y pasar el filtro de la fórmula mágica<sup>28</sup> de Joel Greenblatt, para identificar “buenas empresas a buenos precios”.

Recordamos que las buenas empresas serán aquellas con más ROCE y las que tienen buenos precios, las que tienen mayor Earning Yield.

---

<sup>27</sup> Los datos usados para esta aplicación práctica fueron tomados el pasado día 4 de julio de 2018, a las 14:00h.

<sup>28</sup> Para seleccionar las mejores, Greenblatt ordena, en primer lugar, la selección con el filtro ROCE y asigna el dígito 1 al que tenga más ROCE y así sucesivamente; posteriormente, aplica a la misma lista de empresas el filtro del Earning Yield, y asigna el dígito 1 a la empresa que tenga mejor porcentaje. A continuación, para identificar, finalmente, las mejores, procede a sumar los dígitos asignados a cada empresa y los ordena de nuevo de menor a mayor.

Symbol	Name	ROCE %	Symbol	Name	Earnings yield %
EA	Electronic Arts Inc.	319%	RNO.PA	Renault SA	23.50%
NFLX	Netflix Inc	252%	AOBC	American Outdoor Bra	21.94%
MNST	Monster Beverage Cor	205%	EDD3.F	edding AG	16.67%
AAPL	Apple Inc	199%	BB.PA	Societe BIC SA	9.64%
SAN	Banco Santander, S.A	158%	ML.PA	Compagnie Generale d	9.31%
IBM	International Busine	103%	SAN	Banco Santander, S.A	8.32%
EDD3.F	edding AG	41.92%	CAJ	Canon Inc.	5.99%
BB.PA	Societe BIC SA	28.93%	AAPL	Apple Inc	5.63%
RNO.PA	Renault SA	28.30%	LGT.MC	Lingotes Especiales,	4.53%
LGT.MC	Lingotes Especiales,	26.09%	IBM	International Busine	4.44%
CAJ	Canon Inc.	23.11%	MNST	Monster Beverage Cor	2.68%
ML.PA	Compagnie Generale d	19.07%	EA	Electronic Arts Inc.	2.36%
AOBC	American Outdoor Bra	18.19%	AMZN	Amazon.com Inc	0.47%
CAPA	Carrefour SA	15.32%	NFLX	Netflix Inc	0.38%
TWTR	Twitter, Inc.	11.81%	TWTR	Twitter, Inc.	0.02%
AMZN	Amazon.com Inc	9.94%	CAPA	Carrefour SA	-3.24%
FIT	Fitbit, Inc.	-178%	FIT	Fitbit, Inc.	-19.06%

(Fuente: www.unclestock.com)

Para seleccionar las empresas, Greenblatt ordena, en primer lugar, la selección con el filtro ROCE y asigna el dígito 1 al que tenga más ROCE y así sucesivamente; posteriormente, aplica a la misma lista de empresas el filtro del Earning Yield, y asigna el dígito 1 a la empresa que tenga mayor porcentaje. Finalmente, combina ambas listas, para identificar a las mejores, sumando los dígitos asignados a cada empresa y ordena, de nuevo, de menor a mayor.

JOEL GREENBLATT						
ROCE		EARNINGS YIELD		LOS MEJORES		SELECCIÓN
[+ ALTO]	ORDEN	[+ ALTO]	ORDEN		Σ ORDEN	
ELECTRONIC ARTS	1	RENAULT	1	ELECTRONIC ARTS	13	EDDING
NETFLIX	2	AOBC	2	NETFLIX	16	RENAULT
MONSTER	3	EDDING	3	MONSTER	14	B. SANTANDER
APPLE	4	BIC	4	APPLE	12	APPLE
B. SANTANDER	5	MICHELIN	5	B. SANTANDER	11	BIC
IBM	6	B.SANTANDER	6	IBM	16	ELECTRONIC ARTS
EDDING	7	CANON	7	EDDING	10	MONSTER
BIC	8	APPLE	8	BIC	12	AOBC
RENAULT	9	LINGOTES	9	RENAULT	10	IBM
LINGOTES	10	IBM	10	LINGOTES	19	NETFLIX
CANON	11	MONSTER	11	CANON	18	MICHELIN
MICHELIN	12	ELECTRONIC ARTS	12	MICHELIN	17	CANON
AOBC	13	AMAZON	13	AOBC	15	LINGOTES
CARREFOUR	14	NETFLIX	14	CARREFOUR	30	AMAZON
TWITTER	15	TWITTER	15	TWITTER	30	CARREFOUR
AMAZON	16	CARREFOUR	16	AMAZON	29	TWITTER
FITBIT	17	FITBIT	17	FITBIT	34	FITBIT



Una vez seleccionadas, en el mismo screener, identificamos el valor intrínseco que comparado con el precio o valor de cotización en ese momento<sup>29</sup>, obtenemos el margen de seguridad, que nos indicará si es una buena inversión o no, desde el punto de vista cuantitativo.

Se ha identificado con color **verde** a aquellas empresas con margen de seguridad positivo; y con color **rojo** a las que arrojan un margen de seguridad negativo.

Para analizarlas más, he considerado, de entre todas, las que ofrecen un margen de seguridad positivo a dos (American Outdoor Brands Corporation y Edding AG) y también, por ser de Valladolid, a Lingotes Especiales, S.A.

Estas empresas, como veremos a continuación, representan muy bien los dos puntos de vista del *value investing* a los que ya nos hemos aludido como son el cuantitativo, el que se basa en el análisis fundamental de la empresa, con sus números, sus estados contables y sus ratios; y el cualitativo, el que tiene también en cuenta las ventajas competitivas o los agentes catalizadores.

#### LINGOTES ESPECIALES, S.A. [www.lingotes.com/es/]

Grupo industrial, creado en 1968, ubicado en Valladolid, España, dedicado al diseño, desarrollo, fundición, mecanizado y montaje de piezas de hierro gris y esferoidal para componentes utilizados en las ramas de automoción (Volkswagen, Ford, PSA Peugeot-Citroën, General Motors, Renault, Valeo o John Deere), electrodomésticos y obra civil. Muy bien ubicada y entre sus activos tiene terrenos anexos suficientes para posteriores ampliaciones. Lingotes está homologada por los fabricantes europeos como suministrador de primer nivel, invirtiendo cada año una cifra equivalente al 2% de su cifra de negocio en proyectos I+D para aumentar su eficiencia.

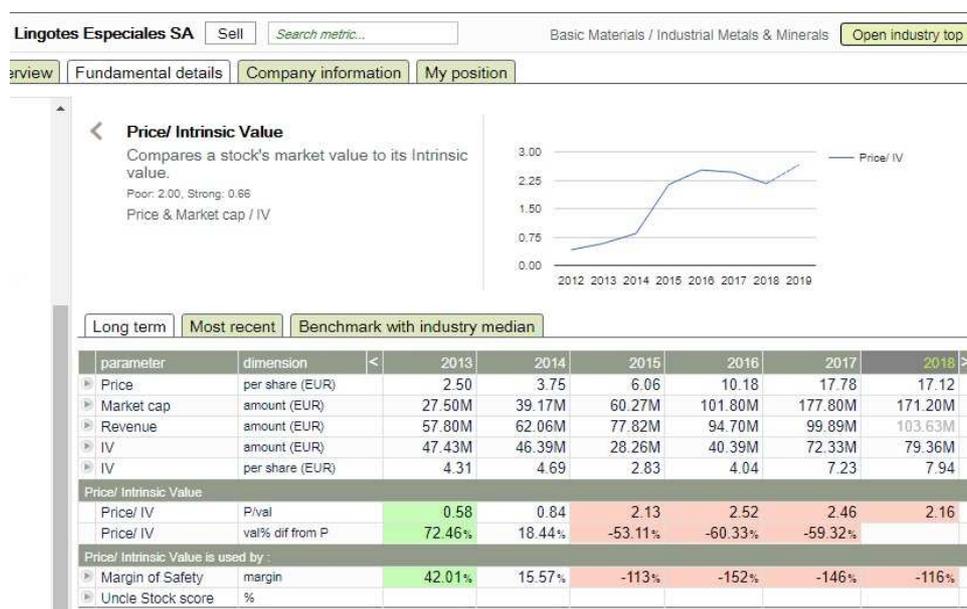
---

<sup>29</sup> Los datos usados para esta aplicación práctica fueron tomados el pasado día 4 de julio de 2018, a las 14:00h.

Participa en una joint venture junto con el fabricante hindú Setco Automotive, uno de los mayores fabricantes de embragues de India. De esta empresa conjunta se ha creado Lava Cast. Lingotes invirtió 30 millones de euros para hacerse con el 50% del capital de la compañía creada, cuyo objeto será también el desarrollo y fabricación de productos de fundición de hierro totalmente mecanizados para automoción y otras industrias, dando comienzo a su actividad en marzo de 2016.

Según el portal WallueStreet, Lingotes Especiales ha conseguido aumentar su volumen de negocio un 15,50% en los últimos 5 años, siendo un dato muy importante para su crecimiento en valor; su patrimonio neto creció en el mismo periodo de tiempo, un 7,65%, si bien también ha aumentado sus niveles de deuda.

Los cálculos que ofrece nuestro screener:



A nivel cuantitativo, por fundamentales, arroja un valor intrínseco (identificado como IV) en este año 2018, de 7,94 eur/acc que si lo comparamos con el precio (de ese día, en ese momento) de 17,12 eur/acc resulta un margen de seguridad del -116% que hace inviable, desde este punto de vista, esta inversión.



Hay que tener en cuenta que este screener ofrece datos medios acerca del IV atendiendo a las diferentes maneras que contempla en el cálculo de dicho valor intrínseco, entre otros, desde el clásico descuento de flujos de caja (DCF); el que no considera crecimiento (no growth); el Earnings Power Value ya mencionado en este TFG (pág.19); el resultante de la fórmula Graham (pág.1 del anexo 5); o el cálculo en que se basa Buffett, que calcula el valor intrínseco como la suma de efectivo que puede sacarse del negocio en los próximos diez años.

parameter	dimension	<	2018
▶ Price	per share (EUR)		16.44
▶ Market cap	amount (EUR)		164.40M
▶ Revenue	amount (EUR)		103.63M
▶ IV (DCF FCF)	per share (EUR)		3.26
▶ IV no growth	per share (EUR)		7.87
▶ EPV	per share (EUR)		1.29
▶ IV (Graham)	per share (EUR)		0.00
▶ IV (Lynch)	per share (EUR)		9.26
▶ IV (DCF OE)	per share (EUR)		12.85
▶ IV (Buffet)	per share (EUR)		10.93
▶ Graham number	per share (EUR)		7.81
▶ IV b/on EBITDA	per share (EUR)		3.98
<b>Intrinsic Value</b>			
IV	amount (EUR)		79.36M
IV	per share (EUR)		7.94

(fuente: <https://www.unclestock.com/>)

Podemos contar con la aportación de Piotroski<sup>30</sup>, que elaboró una clasificación para identificar a aquellas empresas que habían mejorado sus estados contables de un año a otro, como medida de crecimiento y saneamiento, en base a 9 variables<sup>31</sup>, otorgando una puntuación de 0 en caso de que la

<sup>30</sup> Ver anexo 5.

<sup>31</sup> ROA positivo en este año; Cash-flow operativo positivo este año; ROA más elevado que el año pasado; Cash-flow operativo mejor que el beneficio neto; La deuda l/p debe ser menor este año que en el año pasado; El Current ratio debe ser mayor que el año pasado; No han salido nuevas acciones al público (sin ampliaciones de capital); El margen bruto mayor que el año pasado; La rotación de activos debe ser mayor que la del año pasado. Esta ratio se llama F-Score.

empresa no cumpla ninguno de los criterios, ó 9 en caso de que los cumpla todos. Lingotes Especiales, tiene un *score* de 7, con el siguiente detalle:

Price/Book	Earnings yield	CFO yield on EV	ROA ty growth	LT Debt ratio ty growth	Current ratio ty growth	C Shares ty growth	Gross margin ty growth	Asset turnover ty growth	Piotroski score
4.14	4.46%	10.55%	↓31.68%	↑9.03%	↑1.30%	0.00%	↑21.07%	↑0.65%	7.41

Este screener elabora el *Uncle Score* con una puntuación hasta 100, basada en una amplia selección de índices financieros, combinando los principios tanto de la inversión de crecimiento como de la inversión de valor, para buscar Crecimiento a un precio razonable (GARP). Para Lingotes Especiales:

Financial health score	Asset value score	Yield score	Growth score	EPS rev. %	Uncle Stock score
68%	31%	57%	65%		56%

Pero, sin embargo, desde el punto de vista cuantitativo, siempre en la mente de ciertos inversores *value*, si consideran factible dicha inversión y de hecho está presente en más de una cartera de alguna gestora de renombre como Magallanes<sup>32</sup>.

Estos otros inversores, muchas veces calificados también como *contrarians*, tratan de ver las ventajas competitivas, y como destaca el portal financiero inBestia, esta compañía que vende principalmente discos de freno (>50% de las ventas). Sus principales competidores en el mercado son Brembo<sup>33</sup>, SHW,

<sup>32</sup> Cf. <https://magallanesvalue.com/>

<sup>33</sup> Brembo Spa: Empresa italiana dedicada a la fabricación de frenos de disco para automóviles, fue fundada en los años sesenta. El grupo está formado por diversas subsidiarias que se dedican a la fabricación de frenos para coches de calle, frenos para deportes de competición entre los que se incluyen la Fórmula 1, Moto GP, NASCAR o Rally, así como otras subsidiarias dedicadas a la fabricación de embragues para coches y motos de competición o a la fabricación de llantas de aleación para motos de calle. El grupo está presente en tres continentes.



Buderus, Fonderia, Paragon, Ab Dynamics y Twintec, pero Lingotes, a pesar de ser una compañía muy pequeña goza de una cuota de mercado de más del 10% de discos de frenos de Europa. Más detalles en los que se fijan son que los miembros del consejo controlan más del 20%, lo que debería alinear sus intereses con los de los accionistas, y que su dividendo ha crecido. Y que ha invertido muy fuerte en los últimos años para ampliar líneas de producción para diversificar productos, para incrementar más las ventas, frente a sus competidores...Por todo esto, a pesar de ese margen de seguridad negativo, muchos inversores<sup>34</sup> apuestan por Lingotes Especiales.

#### AMERICAN OUTDOOR BRANDS CORPORATION [www.aob.com/]

Fundada en 1852, denominada inicialmente *Smith & Wesson*, pasó a denominarse como está ahora para evitar que se le relacionara (tanto) con el mercado de las armas<sup>35</sup>. Pero efectivamente, su sector y su actividad es esa: producción y venta de armas de fuego y muchos otros accesorios relacionados con deportes al aire libre, caza, pesca, acampada, etc.

Según Adrián Godás, en su blog *Invertir en Valor*<sup>36</sup>, es el líder en el mercado de pistolas con una cuota de mercado del 20%, aunque también vende armas largas (rifles) con una cuota del 5%. Sus ventas son un 66% en pistolas y revólveres; 17% armas largas; un 10% accesorios; y un 7% otros productos y servicios. El 90% de las ventas son en EE.UU.

---

<sup>34</sup> Adrián Hernández mantiene en su cartera desde septiembre de 2017, que adquirió a 16,68€. <https://eurovalue.blogspot.com/> [Consultado: 5 de julio de 2018].

<sup>35</sup> Según datos de la compañía, el mercado americano no-militar de armas mueve unos 2.200 millones de dólares en el segmento de pistolas y revólveres y 1.500 millones las armas largas (excluyendo escopetas). El *US Bureau of Alcohol, Tobacco, Firearms and Explosives* estima que la industria ha tenido un crecimiento anual de entorno al 10%. La compañía estima que el mercado de accesorios y equipamiento es de unos 1.500 millones también.

<sup>36</sup> Cf. <https://invertirenvalor.com/alegrame-el-dia-analisis-de-american-outdoor-brands-corporation/> [Consultado: 29 de junio de 2018].

Sus clientes son principalmente coleccionistas, deportistas, cazadores, policías (varios cuerpos policiales de otros países usan pistolas y esposas *Smith & Wesson*), para defensa personal...y todos estos productos los vende bajo una gran variedad de marcas, muchas propias y otras adquiridas.

La estrategia que sigue para crecer se basa en mejorar su posición actual en el mercado de armas con nuevos y mejores productos de alta calidad, crecer en el mercado de accesorios y buscar oportunidades de crecimiento mediante adquisiciones.

Su última adquisición ha sido una empresa de cuchillos profesionales (para el pescado con un acero resistente al poder corrosivo del agua del mar, para acampada, o para chefs). Se trata de la empresa *Bubba Blade*<sup>37</sup>.

La industria de armas no-militares está dominado por unas cuantas empresas muy conocidas con marcas fuertes como *Colt*, *Glock* o *Winchester*. En pistolas y revólveres: *Ruger*<sup>38</sup>, *Taurus*, *Glock* y *Springfield Armory*. En los rifles, deportivos y de caza están: *Colt*, *Sig Sauer*, *Ruger*, *Bushmaster*, *Daniel Defense*, *DPMS*, *Browning*, *Marlin*, *Remington*, *Savage*, *Weatherby*, *CVA*, *Traditions*, *Winchester* y *Peerless Handcuff*. En el tema de accesorios destaca un competidor, *Vista Outdoors*<sup>39</sup>.

Los cálculos que ofrece nuestro screener, en este caso, son claros. Cumple el aspecto cuantitativo, con un valor intrínseco de 19,37 \$/acc, -de media, como apuntamos en la acción de *Lingotes Especiales*-, que si lo comparamos con una cotización de 11,73 \$/acc, nos ofrece un margen de seguridad de un 39,44%, no muy alto para algún inversor, como *Tobias Carlisle* y su *deep value*, pero considero buena rentabilidad.

---

<sup>37</sup> Cf. <https://www.bubbablade.com/pages/about-us> [Consultado: 29 de junio de 2018].

<sup>38</sup> Cf. <https://www.ruger.com/index.html> [Consultado: 29 de junio de 2018].

<sup>39</sup> Cf. <https://vistaoutdoor.com/> [Consultado: 29 de junio de 2018].



Pero por todo lo anterior, el cualitativo también nos indica que se trata de una buena inversión *value*. Además, y como destaco en el anexo 3, donde resumo la interpretación de los estados contables por Warren Buffett, este destaca el tratamiento del fondo de comercio (en inglés, goodwill) que apuntaba a que, si había un aumento durante varios años, era porque la empresa está comprando otros negocios por encima del valor contable y que sería interesante analizarlo con más detalle para comprobar que se estaban adquiriendo empresas con ventajas competitivas. Pero uno de los secretos de Buffet en donde el se fija más para determinar la existencia de una ventaja competitiva duradera, radica en la existencia de beneficios retenidos, y apunta en su libro, que el beneficio neto puede ser pagado como dividendos, usado para recomprar acciones o utilizado para crecer. Según el ya aludido Adrián Godás, en su estudio de esta empresa, cuántos más beneficios de esta índole (que se identifican como Additional paid in capital) más rápido se crecerá y destacaba que en 4 años (del 2012 al 2016) se había pasado de 8 millones de dólares a 240. Importante dato.

Y finalmente, la mejor empresa de nuestra selección.

EDDING AG [[www.edding.com](http://www.edding.com)]

Edding AG es una empresa alemana fundada por dos amigos<sup>40</sup> en 1960, su negocio de rotuladores consiguió defenderse hasta nuestros días. Elabora y vende rotuladores, principalmente, a través de los 100 países en los que opera y que utiliza distribuidores independientes o empresas colaboradoras, como los hipermercados y la venta online. También, establece alianzas para vender otros productos y así completar su gama.

El 70% de los ingresos proviene de los rotuladores, los famosos marcadores permanentes y una amplia gama de rotuladores y complementos. A través de su marca Legamaster genera prácticamente todo el negocio a través del comercio electrónico que supone un 25% de la facturación.

Tienen compromiso con el I+D y entre sus nuevos productos están el Spray permanente o laca de uñas (2015), y la pantalla led con tecnología táctil interactiva más grande del mundo en (2016). Invierten en marketing y calidad.

Disciplina alemana en el crecimiento orgánico de la empresa, viene creciendo un 5% de manera estable y predecible y se espera que siga así por unos cuantos años más, con un 8% de margen sobre ventas año tras año. Además, también hacen compras estratégicas de otras empresas, como la adquisición del 25% de la compañía Prismade Labs GmbH una compañía de investigación y desarrollo.

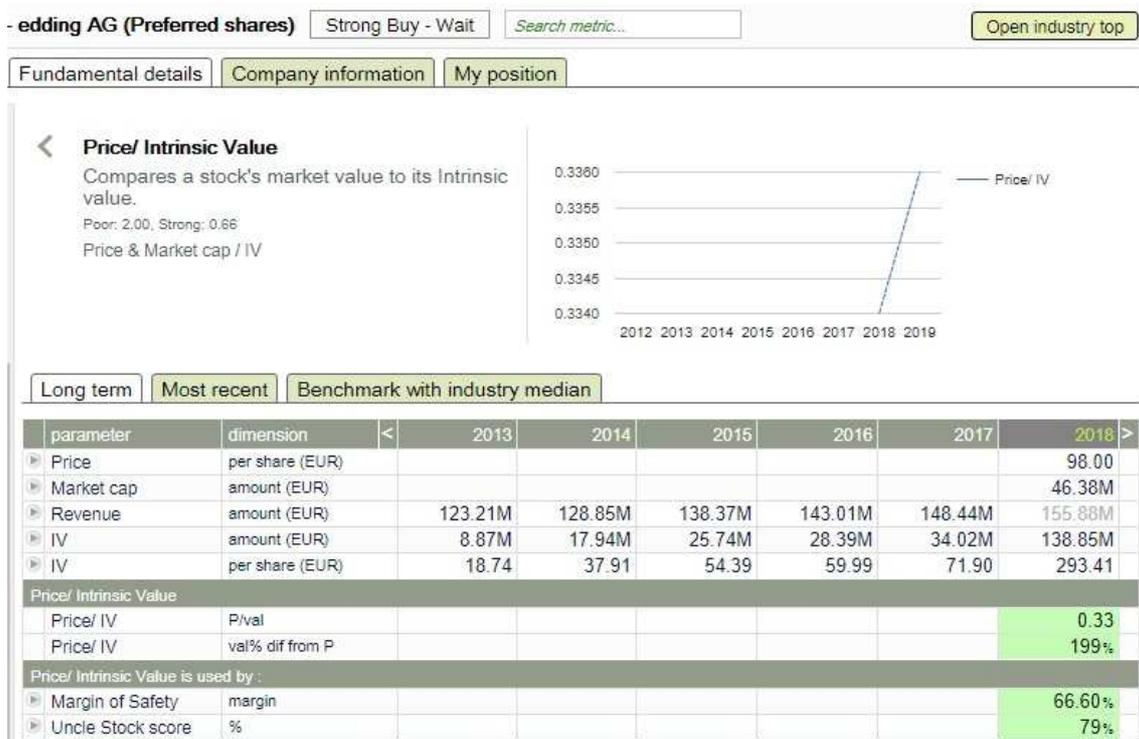
Hasta ahora la familia Ledermann que controla la compañía, no ha dado muestras de hacer un mal uso de caja; la gestión familiar de las generaciones descendentes de sus fundadores muestra alineación con los intereses del accionista. Estos son aspectos cualitativos de esta empresa que nos pueden llevar a pensar que tienen ventajas competitivas. Piotroski le otorga un F-Score de 7 y el screener el mejor Uncle Score de nuestra selección: el 79 sobre 100.

---

<sup>40</sup> Cf. <https://www.lanacion.com.ar/1670318-el-plan-de-dos-amigos-para-marcar-la-historia> [Consultada: el 6 de julio de 2018].



Desde la óptica cuantitativa, en este último ejemplo, nuestro screener ofrece cálculos muy claros. Un valor intrínseco (medio) de 293,41 \$/acc, que si lo comparamos con una cotización de 98 \$/acc, nos ofrece un margen de seguridad de un 66,60%. Una gran inversión en valor.



#### 4. CONCLUSIONES

En este TFG hemos destacado las características de los mercados de valores como son su liquidez por su facilidad de intercambio entre los participantes, siendo las acciones el activo financiero más rentable a largo plazo.

Hemos visto como la inversión en valor reposa en unos pilares fundamentales: en primer lugar, su perspectiva, su horizonte de inversión, siempre a largo plazo; en segundo lugar, la necesidad de contar con datos exhaustivos que nos ayuden al análisis de las inversiones futuras, que ahora, adaptándonos, podemos contar con herramientas informáticas (Fintech) que nos ayuden a identificar y seleccionar las empresas y obtener su valor intrínseco; como tercer pilar importante, tenemos el concepto de margen de seguridad; y finalmente,

los conceptos básicos podemos adaptarlos para identificar nuestra propia estrategia de inversión.

Hemos usado como criterio de selección, entre los muchos que hay, el planteado por Joel Greenblatt y su fórmula mágica para identificar aquellas empresas buenas con buenos precios.

Hemos comprobado que la inversión en valor se puede llevar a cabo mediante el análisis cuantitativo con los datos fundamentales y sus ratios a partir de los estados contables de las empresas; pero también, desde un punto de vista cualitativo, tratando de ver o descubrir las ventajas competitivas de una empresa porque tiene una buena marca (intangibles), una ventaja en costes de producción, una buena cuota de mercado, una buena directiva que también invierte en la misma empresa, o una situación inesperada, un catalizador que puede mover la cotización de nuestra empresa elegida o seleccionada en el sentido que queremos.

Y esto lo hemos comprobado con los ejemplos planteados: Lingotes Especiales, desde el punto de vista cuantitativo no ofrece unos números que nos lleven a pensar que se trata de una buena inversión en valor por arrojar un margen de seguridad negativo (-116%), pero desde el punto de vista cualitativo, si podemos ser capaces de ver una empresa que trabaja bien, bien dirigida, cuyos directivos invierten en ella y por tanto sus objetivos están identificados y alineados con los de cualquier accionista, que está invirtiendo mucho dinero para adecuarse al mercado y que mantiene su cuota de mercado. Desde este punto de vista, de la calidad, si hemos comprobado que se trata de una inversión en valor. Lo hemos visto nosotros y otros tanto inversores, reales, que tienen esta acción dentro de sus carteras de valores.

La empresa American Outdoor Brands Corporation que no solo cumple con los aspectos cualitativos sino también con las ratios, que redundan en un margen de seguridad positivo (39,44%) que convierte esta inversión en buena inversión value, siempre, por supuesto, con el horizonte de largo plazo, siendo la



empresa alemana Edding AG la mejor propuesta de inversión en valor, demostrando una manera inteligente de invertir.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

ABAD, M.C. (2017). «El uso del EBITDA y sus limitaciones: reflexiones sobre la opinión Emitida 4/2016 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA». *Revista de la Asociación española de contabilidad y administración de empresas (AECA)*, número 118, pp. 3-6.

ANG, R. et al. (2013): *Value investing in growth companies*, [Ciudad]: Wiley.

BOGGLE, J. (2016): *El pequeño libro para invertir con sentido común*. Ed. Deusto.

BOLTON, A. (2009): *Invertir a contracorriente*. Ed. Prentice Hall.

BROWNE, C. (2016): *El pequeño libro de la inversión en valor*. Ed. Deusto.

BUFFETT, M. et al. (2011): *Warren Buffett and the interpretation of financials statements*. Ed. Simon & Schuster. Londres.

CARLISLE, T. E. (2014): *Deep value*. Ed. Wiley.

CARLISLE, T. E. (2017): *The acquirer's multiple*. Ed. Ballymore Publishing.

CLARK, D. (2017): *The TAO of Charlie Munger*. Ed. Scribner.

CUNNINGHAM, L.A. et al (2018): *Invirtiendo en calidad*. Ed. Deusto.

DAMODARAN, A. (1994): *Damodaran on valuation*. Ed. Wiley.

DAMODARAN, A. (2004): *Investment fables*. Ed. Prentice Hall.

DOBLADO, C. (2017): *Fundamentos de análisis técnico*. Editorial Deusto.

DORSEY, P. (2016): *El pequeño libro que genera riqueza*. Editorial Deusto.

EVEILLARD, J.M. (2017): *En Bolsa, invierta en valor*. Valor Editions.

FERNANDEZ, L. (2016). *Finanzas del comportamiento*. [Trabajo fin de grado]. Universidad de León.

FERNANDEZ, P. (2013): *Valoración de empresas y sensatez*. IESE Business School

FISHER, P. (2016): *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*. Ed. Deusto.

GARCÍA, F. (2016): *Invirtiendo a largo plazo*. Ed. Deusto.

GARDNER, D. et al. (2001): *The motley fool Investment guide*. Fireside. Nueva York.

- GONZALO, J.A. et al. (2017). «Reflexiones en torno al concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación». *Revista de la Asociación española de contabilidad y administración de empresas (AECA)*, número 117, pp. 3-8.
- GRAHAM, B. (2016): *Security analysis*. Editorial Deusto. 4ª
- GRAHAM, B. (2016): *El inversor inteligente*. Editorial Deusto.
- GRAY, W.E. (2016): *Quantitative momentum*. Ed. Wiley.
- GRAY, W.E. et al. (2015): *DIY Financial advisor*. Ed. Wiley.
- GRAY, W.E. et al. (2013): *Quantitative value*. Ed. Wiley.
- GREENBLATT, J. (2007): *El pequeño libro que bate al mercado*. Ed. Empresa-Activa. Tercera edición. Barcelona.
- GREENWALD, B. et al. (2001): *Invertir en valor*. Valor editions. Barcelona.
- HUERTA, J. (2012): *La escuela austríaca. Mercado y creatividad empresarial*. Editorial Síntesis. Segunda edición. Madrid.
- HORAN, S. et al. (2014): *Strategic value investing*. Ed. McGrawHill.
- IBAÑEZ, M. (2013). *La eficiencia del mercado de valores*. [Trabajo fin de grado]. Universidad de León.
- KOSTOLANY, A. (2011): *El fabuloso mundo del dinero y la Bolsa*. Editorial Gárgola.
- LABATUT, G. et al. (2018): *Aspectos prácticos de la valoración de empresas*. Ed. Francis Lefevre.
- LEFEVRE, E. (2006): *Memorias de un operador de bolsa*. Ed. Deusto. Barcelona.
- LERA, R.J. (2016): *Eugene Fama y la eficiencia de los mercados financieros*. [Trabajo fin de grado]. Universidad de León.
- LYNCH, P. (2017): *Batiendo a Wall Street*. Editorial Deusto.
- LYNCH, P. (2015): *Un paso por delante de Wall Street*. Editorial Deusto.
- MADRIGAL, J.A. (2017): *El pequeño libro de la inversión en Bolsa*. Ed. Alienta.
- MARCOS, V. et al. (2016): *El pequeño gran libro del value investing*. Amargord Ediciones.
- MARKS, H. (2013): *Lo más importante para invertir con sentido común*. Profit Editorial.
- MONTIER, J. (2011): *Psicología financiera*. Ed. Deusto.
- MURPHY, J. (2000): *Análisis técnico de los mercados financieros*. Ed. Gestion2000.



- SANZ, A. (2016). *Valoración Lingotes Especiales*. [Trabajo fin de máster]. Universidad Pontificia de Comillas. Madrid.
- SHILLER, R.J. (2015): *Exuberancia irracional*. Ed. Deusto. Barcelona
- SIEGEL, J. (2014): *Guía para invertir a largo plazo*. Profit Editorial.
- SMITH, G. (2017): *Money machine*. Amacom. Nueva York.
- TIAN, C. (2017): *Invest like a guru*. Ed. Wiley.
- VLIET, P.V. (2018): *El pequeño libro de los altos rendimientos con bajo riesgo*. Ed. Deusto. Barcelona.



## LAS ANOMALÍAS DEL MERCADO

Podemos afirmar que los mercados no son eficientes, tienen muchas ineficiencias, irregularidades, anomalías, -como las queramos denominar-, resultado de los comportamientos de los inversores, que se transforman en distintas estrategias de inversión con las que se han obtenido rentabilidades extraordinarias.

Hay muchas y variadas anomalías que se pueden clasificar como 'efecto calendario', técnicas, fundamentales y otras.

Por ir citando las más importantes, con el efecto del calendario, podemos tener el *efecto fin de semana*, porque algún inversor tiene evidencias de que el último día de cotización, los viernes, reportan mayores rentabilidades; el *efecto enero*, teniendo en cuenta que en el mes de diciembre se cierra el año natural y se deshacen muchas posiciones, es decir, se venden muchas acciones por temas fiscales, seguramente, reduciéndose la cotización, que luego se recupera en enero; el *efecto de vencimiento de derivados*; el *efecto de cambio de mes*.

Con respecto a anomalías técnicas podemos señalar todas las relacionadas con el análisis técnico, como el trabajar con *medias móviles y exponenciales*, el trabajar con *soportes y resistencias*, o la más importante, la denominada *momentum*<sup>1</sup>. También se consideran anomalías cuando tenemos en cuenta el *tamaño de la compañía* (por capitalización bursátil), que inviertan o no los propios directivos, el anuncio de ganancias, el volumen de contratación o que un determinado valor ha sido designado para entrar a formar parte de un índice importante, como el S&P500, por ejemplo.

---

<sup>1</sup> La filosofía *momentum* consiste en invertir en valores que recientemente lo han hecho bien en términos de precios, es decir, teniendo en cuenta la tendencia de precios, invertir en las acciones que están subiendo, teniendo en cuenta los últimos doce meses. Stein Weinstein elaboró una estrategia de inversión.

Desde el punto de vista de las anomalías por fundamentales tenemos el *efecto PER*<sup>2</sup>, al considerar que acciones con esta ratio baja proporcionan rentabilidades superiores a la media; el que tenga una acción baja *Beta* (como medida de su riesgo), aunque, quizás, la anomalía más importante dentro de esta clasificación es el *value*, el *valor*, cuya estrategia de inversión en valor (*value investing*) desarrollaremos más, por ser el objeto de este TFG.

A muchos inversores les gusta tener en cuenta diversas anomalías para determinar su estrategia de inversión. Las más comunes tenidas en cuenta al mismo tiempo pueden ser el *Value+Momentum*; Pim van Vliet, en su libro «El pequeño libro de Los Altos rendimientos con bajo riesgo» considera para su estrategia de inversión la trilogía Bajo Riesgo (Beta)+ *Value+Momentum*.

Los resultados pasados no garantizan rentabilidades futuras, pero la persistencia de anomalías basadas en el comportamiento humano parece indicar que la historia podría repetirse.

---

<sup>2</sup> Price Earnings Ratio (PER), es decir, la relación de la cotización con las ganancias.



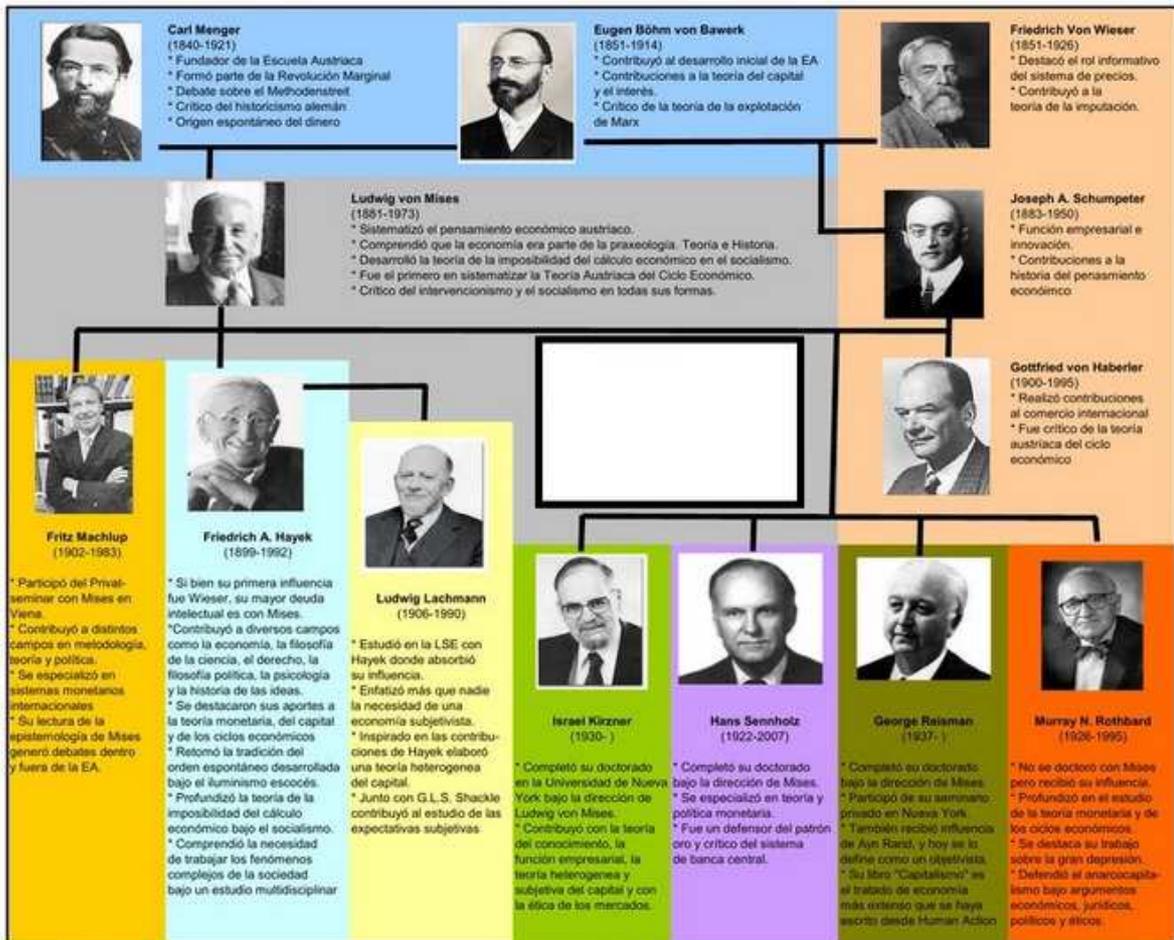
## **LA ESCUELA AUSTRIACA**

Como hemos mencionado, se puede considerar a la Escuela Austriaca como el marco conceptual de la inversión en valor o *value investing*.

La Escuela Austriaca comienza formalmente en el siglo XIX, en 1871, con Carl Menger y su publicación «Principios de Economía Política», donde desarrolló una ciencia económica basada en el ser humano, creativo y protagonista en todos los procesos, aunque el profesor Huerta de Soto, se remonta a la Escuela de Salamanca de nuestro Siglo de Oro, donde distintos pensadores contribuyeron con decisivas aportaciones a lo que siglos después será el pensamiento austriaco. Los principales pensadores fueron Diego de Covarrubias y su teoría subjetiva de valor; Luis Saravia de la Calle, con la relación entre costes y precios; Juan de Lugo y Juan de Salas, con la naturaleza dinámica del mercado; Juan de Mariana o Martín de Azpilicueta, entre otros. Para Hayek, premio Nobel de Economía 1974, los principios básicos del liberalismo económico no fueron diseñados por los calvinistas y protestantes escoceses, sino por los jesuitas y dominicos miembros de la Escuela de Salamanca.

Tras Carl Menger tenemos a su discípulo Eugen Von Böhm-Bawek con su obra principal «Capital e interés» en 1884.

No me detengo en cada uno de los seguidores de la Escuela Austriaca al no ser el objeto principal de este TFG, pero en el cuadro siguiente podemos apreciar a los distintos seguidores con sus aportaciones:





## **LA INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS**

Mientras que Benjamin Graham y su socio Dodd profundizan en el análisis de la Cuenta de Resultados para tratar de ver la rentabilidad del negocio (muchos expertos la cifran entre un 10% y un 15%). El análisis financiero es esencial pero el estimar flujos es complicado, para ello tenemos que documentarnos respecto a la empresa, su sector, sus competidores, hablar con los directivos y con diversos expertos, amén de contar con datos históricos. Hay que prestar especial atención a diversas partidas que pueden ser manipulables por la empresa para ofrecer un resultado u otro, como las cantidades deducidas por amortizaciones, por ejemplo.

Mediante el Balance de Situación nos daremos cuenta del activo y del pasivo de la empresa. Hay que contemplar de manera meticulosa todos los activos para que estén valorados correctamente o aquéllos que ni siquiera aparecen, pero de los que sí podemos tener información, porque, quizás si estén englobados en cualquier filial. Y por supuesto la tesorería. Por otra parte, comprobaremos el capital invertido, el capital circulante, la estructura de capitalización (deudas). Con el análisis de balances podremos detectar alguna debilidad o fortaleza financiera. Con las distintas partidas del activo y del pasivo podemos obtener diversas ratios que seguramente nos pueden ayudar a clasificar las empresas.

A continuación, resumo las anotaciones de Warren Buffett en su interpretación de los estados financieros.

### Margen de beneficio bruto

Las empresas con una excelente ventaja a largo plazo tienden a tener consistentemente mayores márgenes.

- Una ventaja competitiva duradera crea un alto margen debido al poder de fijación de precios

- Más del 40% = ventaja competitiva duradera
- Menos del 40% = competencia que erosiona los márgenes
- Menos del 20% = ninguna ventaja competitiva sostenible

### Ventas y Administración

Las empresas que carecen de una ventaja competitiva duradera muestran una variación paulatina en los gastos de venta, generales y administrativos en porcentaje de beneficio bruto.

- Menos del 30% es fantástico.
- Cerca del 100% se encuentra en una industria altamente competitiva

I + D: si la ventaja competitiva es creada por una ventaja tecnológica o de patente, en algún momento desaparecerá.

- Un elevado nivel de I + D suele exigir altos gastos de venta y venta que amenazan la ventaja competitiva

Depreciación: el uso del EBITDA como una medida del flujo de caja es muy engañoso. No tiene sentido pensar que el EBITDA es una aproximación a la capacidad de generación de beneficios de un negocio. Aunque la depreciación y amortización no impliquen salidas de caja, la empresa deberá en el futuro realizar inversiones adicionales al final de la vida útil de ese activo. Por lo tanto, la amortización periódica de esa inversión son ciertamente reales, además de que una parte importante del EBITDA va dirigida a devolver la deuda financiera contraída y no está destinada al accionista. El EBITDA no es bajo ningún concepto algo parecido al flujo de caja libre, aunque pueden acercarse en algunos periodos. Tomando periodos de tiempo más largos, el EBITDA no coincidirá con FCF. Este último se aproxima bien a la generación de valor para el accionista cuando se toman grandes periodos ya que descuenta los desembolsos por inversiones.

- Las empresas con ventajas competitivas duraderas tienden a tener menores costes de depreciación como porcentaje de beneficio bruto.



Gastos de Intereses: Las empresas con altos gastos en intereses en relación con el ingreso operativo tienden a ser:

1) en una industria fuertemente competitiva donde los grandes gastos de capital necesarios para mantenerse competitivo.

2) una empresa con un excelente negocio que adquirió deuda en alguna adquisición apalancada.

- Las empresas con ventajas competitivas duraderas suelen tener poco o ningún gasto de intereses.
- Los gastos por intereses varían ampliamente entre las industrias.
- Las tasas de interés pueden ser muy informativas sobre el nivel de peligro económico.

Importante: En cualquier industria, la empresa con la menor relación de intereses sobre los ingresos operativos muestra ventajas competitivas.

### Beneficio neto

- Buscar consistencia y tendencia ascendente a largo plazo.
- Debido a la recompra de acciones, es posible que la tendencia de beneficio neto difiera de la tendencia de BPA.
- Las compañías de ventaja competitiva duradera reportan una mayor ganancia neta sobre ingresos totales.

Importante: Si una empresa muestra un historial de ganancias netas superior al 20% sobre los ingresos totales, probablemente se beneficie de una ventaja competitiva a largo plazo.

- Si la ganancia neta es inferior al 10%, es probable que esté en un negocio altamente competitivo

Vámonos a la parte de balance:

### Efectivo y equivalentes:

Un número alto significa:

- 1) La empresa tiene ventaja competitiva generando mucho dinero en efectivo.
- 2) Acaba de vender un negocio o bonos (no es necesariamente bueno)

Un stock bajo de dinero en efectivo generalmente significa economía ciertamente mediocre.

Hay 3 formas de crear grandes reservas de efectivo.

- 1) Emitir deuda o ampliar capital.
- 2) Vender negocios o activos.
- 3) Tiene un negocio en curso que genera más efectivo de lo que consume (generalmente significa ventaja competitiva duradera)

Cuando una empresa está sufriendo un problema a corto plazo, Buffett mira el efectivo o valores negociables para ver si tiene la fortaleza financiera para superarlo.

Importante: Un montón de dinero en efectivo y valores negociables + pequeña deuda = buena oportunidad de que el negocio navegue a través de tiempos difíciles.

- Prueba para ver lo que está creando efectivo mirando los últimos 7 años de los balances. Esto revelará cómo se creó el efectivo.

### ¿Cómo interpreta Buffet el inventario?

- Los fabricantes con ventajas competitivas duraderas tienen la ventaja de que los productos que venden no cambian y, por lo tanto, nunca serán obsoletos. A Buffett le gusta esta ventaja.



- Al identificar a los fabricantes con una ventaja competitiva duradera, busque inventarios y ganancias netas que aumenten de manera correspondiente. Esto indica que la compañía está encontrando maneras provechosas de aumentar las ventas que pidieron un aumento en inventario.
- Los fabricantes con inventarios que suben y bajan son indicativos de industrias competitivas sujetas a auge y caída.

### Cuenta a cobrar

Las cuentas a cobrar nos dicen mucho sobre los diferentes competidores en la misma industria. En las industrias competitivas, algunas intentan obtener ventajas ofreciendo mejores condiciones crediticias, lo que provoca un aumento en las ventas y en las cuentas por cobrar.

Si la empresa muestra consistentemente un menor porcentaje de cuentas a cobrar sobre ventas que los competidores, entonces generalmente tiene algún tipo de ventaja competitiva que requiere un mayor análisis.

### Propiedad, planta y equipo

Una empresa con ventaja competitiva duradera no necesita actualizar constantemente su equipo para mantenerse competitivo. La empresa lo reemplaza cuando se agota. Por otro lado, una empresa sin ninguna ventaja debe sustituirlo para mantener el ritmo actual.

La diferencia entre una empresa con moat y una sin, es que la empresa con la ventaja competitiva financia nuevos equipos a través de flujos de efectivo generados por el negocio, mientras que la empresa sin la ventaja competitiva requiere de la deuda para financiarlo.

Producir un producto consistente que no cambia equivale a ganancias consistentes. No hay necesidad de mejorar las plantas que libera dinero en efectivo para otras empresas. Piense Coca Cola, Johnson & Johnson, Inditex o Google.

## Goodwill

Cada vez que vea un aumento en el goodwill durante varios años, puede asumir que es porque la empresa está comprando otros negocios por encima del valor contable. Sería bueno si compra empresas con ventajas competitivas duraderas pero esto requiere un análisis más en detalle.

Si el goodwill permanece igual, la compañía al adquirir otras compañías está pagando menos que el valor contable o no adquiriendo. Las empresas con fosos nunca se venden por menos que el valor contable.

## Activos intangibles

- Los intangibles adquiridos se encuentran en balance a su valor razonable.
- Los nombres de marca desarrollados internamente (Coca-Cola, Wrigleys, Band-Aid) no se reflejan en el balance general. Una de las razones por las que el poder de la ventaja competitiva puede permanecer oculta durante tanto tiempo.

## Activos totales y rendimiento del activo total

- Medir la eficiencia utilizando ROA.
- El capital es una barrera de entrada. Una de las cosas que hacen que una ventaja competitiva sea duradera es el coste de los activos necesarios para replicar el negocio. Es por eso que calculamos el valor de reproducción de activos junto con el valor de generar beneficio.
- Muchos analistas argumentan que el mayor rendimiento es el mejor. Buffett afirma que un ROA realmente alto puede indicar vulnerabilidad en la durabilidad de la ventaja competitiva.

## Pasivo circulante

Incluye cuentas a pagar, gastos devengados, otros pasivos corrientes y deuda a corto plazo.



- Manténgase alejado de las empresas que hacen roll over de la deuda constantemente.

Al invertir en instituciones financieras, Buffett se molesta de aquellos que son mayores prestatarios de corto plazo que la deuda a largo plazo.

- Su favorito 'Wells Fargo' tiene 57 centavos de dólar de deuda a corto plazo por cada dólar de largo plazo
- Bancos agresivos (como Bank of America) tiene \$ 2.09 de corto plazo por cada dólar a largo plazo.

La durabilidad equivale a la estabilidad de ser conservador.

#### Deuda a largo plazo

Algunas compañías anotan su deuda anual a largo plazo con deuda a corto plazo en el balance. Esto hace que parezca que hay más deuda a corto plazo que la cantidad real.

Importante: Las empresas con ventajas duraderas comparables necesitan poca o ninguna deuda a largo plazo para mantener sus operaciones.

Demasiada deuda que viene en un solo año asusta a los inversores y puede ofrecer atractivos puntos de entrada.

Sin embargo, una empresa mediocre en problemas con demasiada deuda pendiente conduce a problemas de flujo de caja.

Buffett dice que las ventajas competitivas duraderas llevan poca o ninguna deuda a largo plazo porque la empresa es tan rentable que incluso las expansiones o adquisiciones son autofinanciadas.

Estamos interesados en la carga de deuda a largo plazo de los últimos diez años. Si los diez años de operación muestran poca o ninguna deuda a largo plazo, entonces la empresa tiene algún tipo de fuerte ventaja competitiva.

Las compras históricas de Buffett indican que en cualquier año dado, la compañía debe tener suficientes ganancias netas anuales para pagar todo el largo plazo dentro de los períodos de ingresos de 3 o 4 años. (Por ejemplo, Coca-Cola + Moody's = 1 año)

Las empresas con suficiente poder adquisitivo para pagar la deuda a largo plazo en menos de 3 o 4 años es un buen candidato en nuestra búsqueda de ventaja competitiva a largo plazo.

- PERO, estas empresas son objetivos de compra apalancada, lo que endosa al negocio deuda a largo plazo.
- Si todo indica que la compañía tiene un foso, pero tiene un montón de deuda, una compra apalancada puede haber creado la deuda. En estos casos, los bonos de la empresa ofrecen la mejor apuesta, ya que el poder de ganancias de la compañía se concentra en pagar la deuda y no en el crecimiento.

Importante: poca o ninguna deuda a largo plazo a menudo significa una buena apuesta a largo plazo.

#### Pasivos Totales y ratio deuda/patrimonio neto

- Relación deuda / patrimonio permite identificar si la empresa utiliza deuda o capital (incluye ganancias acumuladas) para financiar operaciones.
- La empresa con un foso utiliza el poder adquisitivo y debe mostrar mayores niveles de patrimonio y menor nivel de pasivos.

#### Beneficios retenidos: El secreto de Buffet

Es uno de los indicadores más importantes de la ventaja competitiva duradera. El beneficio neto puede ser pagado como dividendos, usado para recomprar acciones o utilizado para crecer.

Si la empresa pierde más de lo que ha acumulado, los beneficios retenidos son negativos.



- Si una empresa no está añadiendo sus beneficios retenidos, no está creciendo su patrimonio neto. Puede haber excepciones y que estas sean positivas. Microsoft es negativo porque optó por comprar acciones y pagar dividendos.
- La tasa de crecimiento de los beneficios retenidos es un buen indicador si se está beneficiando de una ventaja competitiva.
- Cuantos más ingresos se retengan, más rápido se crece y aumenta la tasa de crecimiento de los ingresos futuros.

### Acciones propias

- Se mantiene el balance como un valor negativo porque representa una reducción en el patrimonio neto.
- Las compañías con fosos tienen efectivo libre, por lo que las acciones propias son el sello de las ventajas competitivas duraderas.
- Cuando las acciones se compran de nuevo y se mantienen como acciones de autocartera, está disminuyendo efectivamente el capital de la empresa. Esto aumenta el retorno sobre el patrimonio de los accionistas.
- Alto rendimiento es un signo de ventaja competitiva. Es bueno saber si es generado por la ingeniería financiera o la economía o combinación excepcional de negocios.
- Para ver cuál es cuál, convertir el valor negativo de acciones propias en un positivo y agregarlo al patrimonio neto. Luego divide la ganancia neta por el nuevo patrimonio de los accionistas. Esto le dará el retorno sobre el capital menos los efectos del vendaje.

Importante: la presencia de acciones propias y un historial de recompra son buenos indicadores de que la empresa tiene ventaja competitiva.

### Los gastos de capital

Importante: la empresa con una ventaja competitiva duradera utiliza una porción menor de los ingresos para gastos de capital para operaciones continuas que los que no tienen.

Para comparar el gasto de capital con los beneficios netos, suma el gasto total de capital para el período de diez años y compare con el total de beneficio neto durante el mismo período

Importante: si utiliza históricamente menos del 50%, entonces es un buen lugar para buscar una ventaja competitiva duradera. Si es menos del 25%, probablemente tiene una ventaja competitiva.



## **SCREENERS**

Pero como hemos ya apuntado, existen demasiadas empresas cotizadas, por lo que podemos utilizar las nuevas herramientas tecnológicas para tratar de delimitar las empresas que cumplan con los criterios que nos hemos establecido en nuestra estrategia de inversión *value*. Dichas herramientas son portales en internet que se denominan *screeners*.

A continuación, expongo los más importantes, que los hay gratuitos y de pago:



<https://www.finviz.com/screener.ashx>



<https://www.unclestock.com/>



<https://zonavalue.com/>



<https://www.gurufocus.com/screener/>



<https://www.profitspi.com/stock/view.aspx>



<https://www.barchart.com/stocks>



<https://www.oldschoolvalue.com/stock->



<https://acquirersmultiple.com/screener/>

Pero hay muchos más, en función de lo que deseemos.

FinancialTimes <https://markets.ft.com/data/equities?expandedScreener=true>

Ycharts [https://ycharts.com/companies/MSFT/ebitda\\_growth\\_5y](https://ycharts.com/companies/MSFT/ebitda_growth_5y)

Google <https://finance.google.com/finance/stockscreeener>

Yahoo <https://finance.yahoo.com/screener/new>

Marketwatch <https://www.marketwatch.com/tools/stockresearch/screener/>

CNBC <https://www.cnbc.com/stock-screener/>

Investing <https://www.investing.com/stock-screener>

TradingView	<a href="https://es.tradingview.com/screener/"><u>https://es.tradingview.com/screener/</u></a>
TMX	<a href="https://web.tmxmoney.com/screener.php?locale=EN"><u>https://web.tmxmoney.com/screener.php?locale=EN</u></a>
Chartmill	<a href="https://www.chartmill.com/"><u>https://www.chartmill.com/</u></a>
Stockrover	<a href="https://www.stockrover.com/markets/summary"><u>https://www.stockrover.com/markets/summary</u></a>
Marketinout	<a href="http://www.marketinout.com/stock-screener/stock_screener.php"><u>http://www.marketinout.com/stock-screener/stock_screener.php</u></a>
Stockpedia	<a href="https://www.stockopedia.com/stock-screener/"><u>https://www.stockopedia.com/stock-screener/</u></a>
Morningstar	<a href="http://screen.morningstar.com/StockSelector.html"><u>http://screen.morningstar.com/StockSelector.html</u></a>
Tipranks	<a href="https://www.tipranks.com/smart-portfolio/screener/stocks"><u>https://www.tipranks.com/smart-portfolio/screener/stocks</u></a>
Stockcharts	<a href="http://stockcharts.com/"><u>http://stockcharts.com/</u></a>
Fincreener	<a href="https://www.finscreener.com/screener"><u>https://www.finscreener.com/screener</u></a>
Montley Fool	<a href="http://caps.fool.com/screener.aspx"><u>http://caps.fool.com/screener.aspx</u></a>
Zacks	<a href="https://www.zacks.com/screening/stock-screener"><u>https://www.zacks.com/screening/stock-screener</u></a>
Quant	<a href="https://www.quant-investing.com/screener"><u>https://www.quant-investing.com/screener</u></a>
TradeIdeas	<a href="https://www.trade-ideas.com/"><u>https://www.trade-ideas.com/</u></a>



## LOS GURÚS Y SUS ESTRATEGIAS

**Benjamin Graham** (1894-1976), además de establecer las reglas principales para la estrategia del *value investing* también presentó el *enfoque net-net*, con el que relacionaba el activo circulante al que restaba las deudas, para compararlo con su precio de cotización, o bien, comparando dicha cotización con el valor contable, determinado por tener en cuenta los fondos propios entre número de acciones, llegando a ese dato de los fondos propios como el activo total menos las deudas. Si la acción se vendía a dos tercios<sup>1</sup> o menos de ese valor, compraba la acción. También, en otro momento, y ya para considerar el punto de vista de crecimiento de valor de las acciones, ideó lo que se denominó “*Graham Number*”.

**Warren Buffett** (1930), siempre ha mantenido unas máximas en su estrategia de inversión, y una es que compra negocios que entiende (aseguradoras, medios de comunicación, bienes de consumo). El determina el valor por los flujos de entrada/salida de efectivo. Además del punto de vista (cuantitativo) de Graham, tiene su punto de vista “cualitativo” (como la marca, la directiva, etc.). Graham vende cuando el precio se acerca a su valor intrínseco, pero Warren permanece en el valor por su calidad y crecimiento sostenido. Graham cree en la diversificación y Warren no tanto.

**Mario Gabelli** (1942) es de la escuela de Graham y presenta una variante moderna de su enfoque net-net que lo denominó «Valor de Mercado Privado», determinando como Valor que una persona informada pagaría por comprar activos de características similares. Es el valor intrínseco de un comprador que tiene más conocimiento de una empresa que el mercado. Su generación de beneficio pasa por considerar el EBITDA al que resta el CAPEX (dinero q

---

<sup>1</sup> Si conseguimos encontrar empresas que cotizan a 2/3 o menos de su valor de liquidación, estaremos comprando una empresa devaluada con un margen de seguridad altísimo según el profesor Graham porque podemos comprar a un precio por debajo de lo que obtendría si vendo la empresa por partes (sus activos) y pago todas las deudas. Cuando esa diferencia es positiva y grande, y no requiere siquiera que contemos con el negocio de explotación para hacer caja, sino que sólo vendiendo los activos me sale a cuenta la operación, parece que el negocio nos sale redondo. Con esta enseñanza se ha creado una ratio denominada NCAVPS que se calcula: (Total Activos Corrientes-Total Pasivo)/Núm. de acciones.

dedica una empresa a adquirir o actualizar activos productivos como edificios, maquinas, equipamiento). También, como ya hemos visto, es el responsable de lo que denominó “agente catalizador”, como aquellos sucesos que ocurren alrededor de las empresas y que pueden hacer cambiar su valoración.

**Glenn Greenberg** (1947) de la escuela de Graham y seguidor de su enfoque net-net (comprar empresas por menos de los 2/3 de su capital circulante, sin tener en cuenta el valor de los activos fijos). Busca la concentración de su cartera, invirtiendo al menos el 5% de sus activos en cada posición. Le gustan las empresas que generen flujos, con beneficios estables y razonables cifras de crecimiento. Se fija mucho en la ratio PEG, que es una variación del conocido PER, y que puso en conocimiento Peter Lynch.

**Joel Greenblatt** aportó su fórmula mágica<sup>2</sup>, para encontrar empresas maravillosas a buenos precios (basado en el *Earning Yield*, que ya vimos que era el inverso del multiplicador EV/EBIT), con dos ratios: el retorno sobre el capital<sup>3</sup> y las rentas de los beneficios<sup>4</sup>.

**Robert Heilbrunn** (1908-2001), examinaba el precio, los dividendos, el PER...Su estrategia pasaba por comprar acciones cuando se venden dentro de la horquilla inferior de PER históricos y atendiendo a sus dividendos, es decir, bajo PER con alta rentabilidad de dividendos.

**Francisco Paramés** (1963), conocido como el Buffett español. Su estrategia pasa por fijarse en compañías con ventajas competitivas y que genera cash-flow, ROCE<sup>5</sup> cuanto más alto mejor (mínimo el 15%).

---

<sup>2</sup> Cf. [www.magicformulainvesting](http://www.magicformulainvesting) [Consultado: 27 de marzo de 2018].

<sup>3</sup>  $[\text{EBIT} / (\text{fondo maniobra} + \text{activos no corrientes netos})]$

<sup>4</sup>  $[\text{EBIT} / \text{Valor empresa}]$ .

<sup>5</sup>  $[\text{EBIT} / (\text{Activo Total} - \text{Pasivo Corriente})]$  ó  $[\text{EBIT} / (\text{Activo Circulante} - \text{Caja} + \text{Activo Fijo Neto})]$  ó  $[\text{EBIT} / (\text{fondos propios} + \text{deuda total})]$ .



**Seth Klarman** (1957) que gestiona su gran fondo Baupost donde invierten su tesorería las mejores universidades del mundo. Mantiene un alto porcentaje de liquidez para atender a las oportunidades; busca valores baratos, bajos PER, pero también se fija en factores objetivos como la compra de los directivos o la recompra de acciones. Considera que hay vendedores motivados como aquellos que necesitan vender por motivos no económicos o porque han salido de índices o hay escisiones. Las bancarrotas le ofrecieron buenas oportunidades, la conversión de las cajas de ahorro, Europa, Europa del Este, etc.

**Michael Price** (1951) usa múltiplos de flujo de caja para sus valoraciones a las que incorpora una prima por el control de la sociedad. Su fuente de información principal son los periódicos. Considera una acción barata aquella que está un 40% por debajo de su valor intrínseco. También tiene muy en cuenta el endeudamiento, considerando una buena oportunidad aquellas empresas cercanas a la quiebra. Para él, un buen inversor tiene que tener disciplina, paciencia, y practicar la concentración de valores.

**Walter J. Schloss** (1916-2012) trabajó con Benjamin Graham. Considerado como un inversor minimalista: oficina sobria, no habla con los gestores, ni con los analistas y exclusivamente usan para estudiar sus inversiones los informes de las empresas. Mantuvo su preferencia de valoración de empresas basándose en sus activos porque consideraba que los activos son normalmente más estables que sus ganancias.

**Paul Sonkin** sigue a Graham, se fija en el balance, y en el efectivo y en las cuentas a cobrar. Pequeña y mediana capitalización. Al beneficio por acción le multiplica el PER y suma el efectivo, para llegar a su valoración. Estableció una tasa de capitalización<sup>6</sup>. También es el creador de la ratio Sonkin<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Tasa de capitalización =  $\text{Ebit} \times (1 - \text{tasa fiscal}) / \text{valor mercado de la deuda} + \text{valor de mercados de los fondos propios, menos efectivo equivalentes}$ .

<sup>7</sup> Sonkin ratio =  $(\text{capitalización de mercado} + \text{deuda} - \text{efectivo}) / (\text{ganancias antes de intereses e impuestos} - \text{impuestos})$ . Se trata de una alternativa a la ratio PER y representa el múltiplo de las ganancias operativas que un inversionista pagaría si utilizara el efectivo de la compañía. Un Inversión en valor (*Value investing*). Anexo 5

**Charlie Munger** (1924), socio de Warren Buffett, y busca compañías con buenos crecimientos y apuesta por las grandes caídas. Compran cuando el resto venden. Considera muy importante para invertir en buenas compañías la paciencia y la espera. Compran para mantener (en inglés, Buy and Hold, o sus siglas tan usadas B&H) mediante su empresa Berkshire, su paraíso fiscal particular, que no vende y por tanto no paga impuestos; no reparte dividendos, y por tanto no paga impuestos. No considera correcto el uso del EBITDA porque ofrece una visión errónea de la empresa. Y siempre considera tener tesorería (efectivo, cash) para atender a las oportunidades.

**Tobías Carlisle.** Su método de inversión está basado en la compra de empresas profundamente devaluadas con dificultades en sus negocios pero que poseen cualidades y atractivo suficientes, poseen activos con valor, pero mal dirigidos. Aquí está la oportunidad. Su múltiplo de adquisición (en inglés, Acquirer's multiple, en adelante AM) está basado en el múltiplo de valoración EV/EBIT, considerando que aquellas empresas con bajo AM tienden a ser mejores que las acciones con bajo PER. El AM compara todos los costes del negocio en los flujos operativos. Revela cash escondido y flujos escondidos. Y se basa, asimismo, en un gran margen de seguridad, lo que se ha denominado *deep value*<sup>8</sup>.

**Phillip Fisher** (1907-2004) considera que, si se adquieren las acciones adecuadas y se mantienen el tiempo suficiente, obtendremos buenos beneficios, esto es la inversión en valor, pero para obtener ese rendimiento

---

múltiplo inferior significa que un inversor pagará menos para poseer las ganancias operativas después de impuestos del negocio.

<sup>8</sup> Ya hizo referencia Graham en su libro «El inversor inteligente» cuando trataba de aquellas empresas que cotizaban precio a un muy inferior a su valor que ni siquiera cubría el importe de sus bienes (working capital) después de deducir todas las deudas. La ratio usada era Price to Net Working Capital, es decir, Precio (cotización) / (Activo Circulante-Pasivo Circulante-Deudas a largo plazo). Una empresa con una ratio <1 se considera Deep Value. También se puede dar cuando ratio Price to Net Cash=Precio / (Pasivo en efectivo-deuda a largo) <1. Esto es raro que ocurra, pero...



óptimo debemos estar atentos al momento (*momentum*). Fue el pionero de la inversión en crecimiento.

**Pat Dorsey** (1963). Su principal foco para encontrar buenas compañías lo pone en las ventajas competitivas (fosos defensivos, *moats*) aunque podemos encontrar fosos erróneos que pueden confundirnos, como grandes productos o grandes cuotas de mercado, o gran equipo gestor. Los que sí importan son los intangibles con valor, los productos poco sustituibles o la red de contactos, o la innovación. "Si puedes encontrar una empresa capaz de fijar precios como un monopolio sin estar regulado, es probable que hayas encontrado una empresa con un gran foso económico". Pero todo no es eterno, hay que monitorizar las empresas con fosos para comprobar su posición competitiva. Como dijo Niels Bohr: "Predecir es muy difícil, es especial si se trata del futuro". Pat se fija en la rentabilidad de los activos, en el ROA. Si no hay evidencia alguna de unos retornos sólidos sobre el capital, en general significa que no hay foso. Si realmente ha obtenido esos retornos, tendremos que buscar una ventaja competitiva y analizar su durabilidad.

**Ken Fischer** (1950) se basó mucho en la ratio Precio/Ventas que siempre ofrece cómo está la empresa.

**Joseph D. Piotroski** estudió durante muchos años un portfolio de empresas bajo el criterio del múltiplo, ya visto, el P/B (price to book) que relaciona la cotización con el valor en libros de la compañía y estableció una medición de calidad basada en las empresas que tuvieran buenos estados financieros atendiendo a unos criterios (ROA positivo y más elevado que el año anterior, cash-flow positivo y mejor que el beneficio neto, deuda a L/P inferior al año anterior, no se han emitido nuevas acciones, margen bruto mayor al ejercicio anterior, y mayor rotación de activos. Y creó el *F-Score*.

**Peter Lynch** (1944) siempre defendió una ratio PER baja (excepto en empresas cíclicas, como las de materias primas o las aerolíneas) para identificar a una buena oportunidad de inversión. Una de las claves para una inversión exitosa: focalizarse en las compañías, no en las acciones. Y en sus *Inversión en valor (Value investing)*. Anexo 5

libros establece unos principios y unas reglas de oro muy importantes para todos aquellos que quieran dedicarse a este estilo de inversión, como, por ejemplo, «poseer acciones es como tener hijos. No tengas más de los que seas capaz de manejar. Un inversor a tiempo parcial probablemente tenga la capacidad de seguir entre 8 y 12 compañías y tener 5 en su cartera».

**Anthony Bolton** (1950) siempre ha defendido el largo plazo donde la mayoría de las acciones recogen en su valor sus ganancias, que todo inversor tiene que predecir, aunque todo parte de la lectura detenida de las cuentas anuales de las empresas, revisando cada una de las notas al margen, donde, seguramente, podamos encontrar valiosa información.

**Howard Marks** (1946). Destaca que para ser un buen inversor hay que tener lo que denomina 'pensamiento de segundo nivel', es decir, el profundo, el que nos va a mostrar las situaciones y análisis excepcionales. Destaca que hay dos elementos clave para invertir de manera extraordinaria: una, ser capaz de ver algo que otros no han sido capaces de verlo (y por tanto no está reflejado en el precio); y dos, q ese algo sea cierto (o por lo menos q el mercado lo acabe aceptando).

**Christopher Browne** (1946-2009). Seguidor del Deep Value y una mezcla entre Buffett y Graham.

**Wally Weitz** invierte en compañías que entiende sus negocios y que generan cash. Mezcla de Graham y Buffett. Concentra en 50 valores, manteniendo un 20% en efectivo. Busca deep value con un descuento de hasta un 40% de su valor estimado.

Como podemos darnos cuenta hay muchos inversores y cada uno con su estrategia. Nosotros, como inversores inteligentes, también podemos determinar nuestra estrategia de inversión *value* y por supuesto tener disciplina para llevarla a cabo en aras de obtener las rentabilidades deseadas. Hay mucha colisión entre todos los inversores para determinar cuáles son los mejores análisis dentro de esta estrategia *value*, pero retomando lo que



apuntábamos respecto a las anomalías del mercado, vimos que son numerosas y que cada inversor puede ponerse a trabajar en las que desee para establecer su propia estrategia, y por supuesto, seguirla.