

EL PEQUEÑO LIBRO



PARA
INVERTIR
COMO LOS
PROFESIONALES

5 pasos para seleccionar acciones



JOSHUA PEARL Y
JOSHUA ROSENBAUM

Prólogo de Howard Marks

Traducción de Aurora González Sanz

DEUSTO

El pequeño libro para invertir como los profesionales

5 pasos para
seleccionar acciones

JOSHUA PEARL

JOSHUA ROSENBAUM

Traducción de
Aurora González Sanz



EDICIONES DEUSTO

Título original: *The Little Book of Investing Like the Pros:
Five Steps for Picking Stocks*

© Joshua Pearl y Joshua Rosenbaum, 2020

Todos los derechos reservados

Publicado por acuerdo con John Wiley & Sons, Inc.

© de la traducción: Aurora González, 2022

© Centro de Libros PAFP, SLU, 2022

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAFP, SLU

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3381-0

Depósito legal: B. 7.481-2022

Primera edición: junio de 2022

Preimpresión: Pleka, scp

Impreso por Huertas Industrias Gráficas, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como papel ecológico y procede de bosques gestionados de manera sostenible.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Sobre los autores	13
Prólogo	19
Renuncia de responsabilidad	23
Introducción	27
Capítulo uno Paso I: generación de ideas	47
Filtros	50
Método <i>bottom-up</i>	51
Método <i>top-down</i>	97
Conceptos clave	109

Capítulo dos	Paso II: identificación de las mejores ideas	111
	Estructura para la revisión de ideas	113
	Conceptos clave	168
Capítulo tres	Paso III: investigación empresarial y financiera	169
	Análisis empresarial detallado	171
	Análisis financiero detallado	200
	Conceptos clave	224
Capítulo cuatro	Paso IV: valoración y catalizadores	227
	Valoración	229
	Valoración de mercado y valoración intrínseca	230
	Valoración de adquisiciones	252
	Catalizadores	265
	Fijación del precio objetivo	291
	Conceptos clave	295
Capítulo cinco	Paso V: decisión de inversión y gestión de la cartera	297
	La toma de la decisión de inversión	300
	Monitorización de la inversión	308
	Construcción de la cartera	316
	Gestión de carteras y riesgos	331
	Conceptos clave	348

Balance final Delphi Automotive	349
Después de la escisión, 2019 y más allá...	353
Agradecimientos	361
Bibliografía y lecturas recomendadas	367

Capítulo uno

Paso I: generación de ideas

¿Cómo encontrar ideas de inversión?

HAY DECENAS DE MILES de empresas que cotizan en bolsa en diversos mercados de valores de todo el mundo. Así que, ¿por dónde empezar? La búsqueda de ideas de inversión puede emprenderse de muchas maneras. En un nivel básico, empieza por la lectura, mucha lectura. Mantente al tanto de los medios de referencia financieros, como *Barron's*, *Bloomberg*, *Grant's*, *Financial Times* o *The Wall Street Journal*,⁴ y amplía a partir de ahí. Los

4. En el ámbito español y europeo, se pueden añadir las siguientes publicaciones y webs: *Expansión*, *El Economista*, *Cinco Días*, *El Confidencial*, *Invertia - El Español*, *Bolsamanía*, *Libre Mercado*, *Cotizalia*, *Aquí Europa* y *Forbes*, entre otras. (N. del e.)

inversores de éxito prestan atención a lo que ocurre en el mundo.

Tu búsqueda también se extiende a la vida cotidiana y a los productos y servicios que te rodean. Hay innumerables historias de personas que encontraron grandes ideas de inversión inspiradas en observaciones de su vida cotidiana. ¿Qué compran las personas? ¿Dónde compran? ¿De qué hablan? ¿Qué páginas web visitan?

Muchos inversores adoptan el método *bottom-up*, que se centra en los fundamentales de las empresas concretas. Dentro del método *bottom-up*, predominan varias fuentes comunes de ideas de inversión. Entre ellas se encuentran las empresas infravaloradas, las componedoras de beneficios (o *compounders*, en la jerga de la industria), los ejemplos de mejoras operativas y cambios de rumbo, las fusiones y adquisiciones, las escisiones, las reestructuraciones y las reducciones de capital. La valoración de estas oportunidades requiere una comprensión básica de los factores que impulsan el negocio, el análisis financiero y la valoración de empresas. ¿No has estudiado en una escuela de negocios? No te preocupes: la inversión *bottom-up* es el objetivo principal de nuestro libro, y te proporcionaremos la información necesaria en los próximos capítulos.

Otros inversores emplean el método *top-down*, a través del cual buscan oportunidades basadas en factores relacionados con tendencias macroeconómicas, globales

o seculares. Se espera que estos factores impulsen un crecimiento acelerado de los beneficios e, idealmente, la revalorización de un sector concreto. Las principales estrategias macroeconómicas del método *top-down* se centran en las tendencias del mercado mundial y los ciclos económicos, así como en los movimientos de los tipos de interés, las divisas y las materias primas. Las tendencias seculares incluyen los cambios en los patrones de consumo, la tasa de penetración de producto y la demografía, así como las tecnologías emergentes, las reformas estructurales de la competencia y los cambios legislativos.

Los inversores experimentados tienden a incorporar elementos tanto del método *bottom-up* como del método *top-down* en su estrategia. Incluso los inversores que más se aferran a basarse en los fundamentales están muy atentos al entorno macroeconómico. Es imprescindible comprender el impacto que pueden tener determinados escenarios en las acciones individuales. Como dice el refrán: «Si no haces macroeconomía, otros la harán por ti».

El proceso de generación de ideas requiere mucha paciencia y disciplina. Es posible que tengas que revisar cientos de empresas antes de que aparezca una oportunidad de alta calidad. Por lo tanto, es fundamental saber dónde mirar y qué buscar.

Aunque ciertas técnicas son frecuentes, cada inver-

sor desarrolla un estilo propio con sus propios matices y variaciones. La naturaleza de la inversión, basada en la experiencia, significa que los inversores profesionales tienden a afinar sus técnicas de generación de ideas con el tiempo. Incluso los profesionales más experimentados deben evolucionar y adaptarse a las condiciones dinámicas del mercado, añadiendo diversos elementos y factores en el camino.

Filtros

Las herramientas de cribado son útiles para obtener ideas de inversión de forma eficiente. Los filtros permiten utilizar criterios personalizados para examinar grandes bases de datos de empresas e identificar oportunidades de inversión. Los profesionales utilizan las cribas con regularidad en su búsqueda continua de ideas.

Un análisis *bottom-up* puede centrarse en valores que cotizan por debajo de un determinado nivel de valoración o que crecen por encima de una tasa determinada. Otro puede centrarse en operaciones recientes de fusiones y adquisiciones, próximas OPV, nuevas autorizaciones de recompra de acciones o empresas con nuevos directores generales (véanse las tablas 1.1a y 1.1b).

Un inversor que siga el método *top-down* con una tesis sobre el aumento de los precios del petróleo busca-

ría oportunidades en el sector energético en combinación con criterios financieros. Alternativamente, una tesis podría centrarse en las tendencias seculares de aumento del uso de la banda ancha o la proliferación de los dispositivos móviles. En este caso, el filtro se centraría en subsectores de la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones, con filtros adicionales para determinados parámetros financieros.

Hay multitud de herramientas de selección de valores disponibles en internet de forma gratuita o a un coste relativamente bajo (por ejemplo, Yahoo! Finance). Como mínimo, deberías configurar alertas de fuentes de noticias financieras (por ejemplo, con alertas de Google y de *The Wall Street Journal*) que recojan automáticamente los eventos corporativos recién anunciados. Se puede acceder a herramientas más avanzadas y altamente personalizables ofrecidas por servicios de suscripción, como Bloomberg.

Método *bottom-up*

La inversión basada en la estrategia *bottom-up* es un método que da prioridad al análisis de la empresa a la hora de identificar valores atractivos. Se empieza por una empresa individual, y se realiza un análisis en profundidad de sus factores de producción, sus resultados financieros,

TABLA 1.1a Resultado de la selección: autorizaciones de recompra > 5% de la capitalización bursátil, y capitalización bursátil > 1.000 millones de dólares

(Datos en millones de dólares, excepto los de precio actual de la acción.)

Nuevas autorizaciones de recompra							a 31/12/2012			
Fecha anu- ciada	Empresa	Ticker (sim- bolo)	Sector	Anuncio de recom- pra	% de capita- lización de mercado	Precio actual de la acción	Capita- lización de la acción	Valor de la empresa (EV)*	EV/ ebitda**	PER*** previsto
19/12/12	General Motors	GM	automoción	5.500	11%	28,83	47.944	57.252	3,7x	8,2x
14/12/12	MSCI	MSCI	servicios empresariales	300	8%	30,99	3.826	4.257	10,2x	18,2x
13/12/12	CoreLogic	CLGX	tecnología	250	9%	26,92	2.776	3.396	7,3x	16x
10/12/12	Graphic Packaging	GPK	embalaje	300	12%	6,46	2.572	4.511	7,1x	14,4x
7/12/12	Lennox International	LII	servicios industriales	300	11%	52,52	2.705	3.137	9,1x	14,7x
6/12/12	Sirius XM	SIRI	radio por satélite	2.000	11%	2,89	19.009	20.888	16,1x	19,9x
9/11/12	Skyworks Solutions	SWKS	semiconductores	200	5%	20,30	3.907	3.579	7x	9,5x
7/11/12	Babcock & Wilcox	BWC	componentes eléctricos	250	8%	26,20	3.107	2.772	6,1x	11,4x
5/11/12	Dover Corporation	DOV	maquinaria	1.000	8%	65,71	12.086	13.487	7,8x	12,6x
23/10/12	Airgas	ARG	productos químicos	600	8%	91,29	7.202	9.245	10x	19,8x
26/9/12	Alaska Air	ALK	transporte aéreo de pasajeros	250	8%	43,09	3.097	2.978	3,4x	8,5x
13/8/12	Xilinx	XLNX	semiconductores	750	8%	35,86	9.692	8.901	11,3x	16,9x

(*) Valor de mercado de las acciones de la empresa, más la deuda financiera neta (*enterprise value*, EV).

(**) La ratio EV/ebitda expresa el valor de la empresa (EV) en relación con el ebitda (beneficio de la empresa antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

(***) El PER (*price earnings ratio*) es el cociente entre el precio de una acción y el beneficio por acción.

TABLA 1.1b Resultado de la selección: nuevos consejeros delegados y capitalización de mercado > 1.000 millones de dólares

(Datos en millones de dólares, excepto los de precio actual de la acción.)

Filtro de nuevos CEO											a 31/12/2011	
Fecha anunciada	Empresa	Ticker	Sector	Nombre del CEO (edad)	Incentivo por acción	Interno/externo	Precio actual de la acción	Reacción del precio %	Capitalización de mercado	Valor de la empresa (EV)	EV/EBITDA previsto	PER previsto
19/12/11	Charter Comm.	CHTR	cable	Tom Rutledge (68)	72	Externo	56,94	5	6.173	18.722	7,1x	s.d.
13/12/11	Marriott Int.	MAR	hostelería	Arne Sorenson (53)	66	Interno	29,17	-2	10.075	12.958	12,2x	17,8x
21/11/11	Mattel Inc.	MAT	consumo	Bryan Stockton (58)	21	Interno	27,76	1	9.627	10.569	7,8x	11,0x
9/11/11	Automatic Data	ADP	tecnología	Carlos Rodriguez (47)	6	Interno	47,38	1	23.373	22.131	9,3x	17,1x
28/10/11	Nabors Industries	NBR	energía	Tony Petrello (57)	183	Interno	17,34	-4	5.063	9.100	4,4x	11,4x
10/10/11	Harris Corp.	HRS	aeroespacial	Bill Brown (48)	18	Externo	36,04	1	4.303	6.450	5,7x	7,3x
28/9/11	Synaptics	SYNA	semiconductores	Rick Bergman (48)	14	Externo	30,15	2	1.018	779	10,0x	10,5x
1/9/11	Wendy's Co.	WEN	restauración	Emil Brolick (63)	4	Externo	5,36	-2	2.133	3.001	9,6x	26,8x
31/8/11	Costco Wholesale	COST	minorista	Craig Jelinek (59)	38	Interno	83,32	1	36.712	33.061	8,9x	21,1x
8/8/11	IDEX Corp.	IEX	maquinaria	Andrew Silvernall (40)	5	Externo	37,11	6	3.102	3.700	8,4x	13,7x
12/7/11	Cummins Inc.	CMI	motores	Tom Linebarger (48)	16	Interno	88,02	2	16.961	16.236	6,1x	10,3x
23/6/11	Campbell Soup	CPB	alimentación	Denise Morrison (68)	14	Interno	33,24	2	10.703	13.407	8,3x	13,1x
23/6/11	Newell Rubbermaid	NWL	consumo	Mike Polk (50)	20	Externo	16,15	2	4.816	6.798	7,6x	9,6x
14/6/11	J. C. Penney	JCP	minorista	Ron Johnson (52)	60	Externo	35,15	17	3.102	9.504	9,3x	s.d.
17/5/11	Hershey Company	HSY	alimentación	John Bilibrey (54)	13	Interno	61,78	2	1.638	15.546	10,8x	19,1x

su valoración y sus perspectivas de futuro. Este tipo de trabajo constituye la base del método tradicional de selección de acciones.

Entre las estrategias más comunes de la inversión basada en el método *bottom-up* se encuentran los largos, las que combinan largos y cortos y las impulsadas por eventos/situaciones especiales. Otras se centran en sectores o áreas geográficas específicas. La estrategia de largos se centra en comprar y mantener una cartera de valores de calidad, a menudo con una perspectiva a largo plazo. La estrategia del largo/corto incorpora una estrategia de venta en corto para protegerse de los riesgos de determinados valores o sectores o del riesgo general del mercado, o bien para producir rendimientos por sí misma (véase el «Capítulo cinco»). Una estrategia basada en eventos/situaciones especiales se centra en movimientos corporativos tales como fusiones y adquisiciones, escisiones y recompras de acciones.

Como se muestra en el recuadro 1.1, ciertas áreas han demostrado ser fructíferas para la búsqueda de ideas de inversión de calidad. Por ejemplo, los «inversores en valor» tienden a centrarse en valores infravalorados que el mercado no entiende. Los seleccionadores de acciones también buscan empresas que realicen movimientos favorables para los accionistas, como recompras de acciones, fusiones y adquisiciones y mejoras en la gestión.

RECUADRO 1.1 Método *bottom-up***Características del método *bottom-up***

- Valoración
- Rendimiento financiero
- Fusiones y adquisiciones
- Escisiones y desinversiones
- Reestructuraciones y cambios de rumbo
- Recompras de acciones y reparto de dividendos
- Ofertas públicas de venta
- Adquisición de información privilegiada y propiedad
- Cambios de consejeros delegados
- Seguir la pista a inversores de éxito y a inversores activistas

- **Valoración.** Los filtros de valoración tradicionales tratan de identificar los valores que son «baratos», normalmente sobre la base de un múltiplo de valoración. Sin embargo, es importante distinguir entre las empresas que son baratas por incomprensión del mercado de las que merecen serlo.

- **Rendimiento financiero.** Los parámetros (o ratios) y las tendencias financieras son fundamentales para identificar los posibles ganadores y perdedores. La mejora de los datos financieros puede señalar una oportunidad de inversión convincente, como, por ejemplo, la aceleración de las tasas de crecimiento, la ampliación de los márgenes de beneficio, el desapalancamiento y la mejora de la rentabilidad. Vale la pena analizar a las empresas cuyos márgenes son inferiores a los de su competencia para ver si pueden compensar la diferencia.
- **Fusiones y adquisiciones.** Las fusiones y adquisiciones pueden crear un valor sustancial a largo plazo para los accionistas. Esto ocurre especialmente cuando los compradores llevan a cabo adquisiciones transformadoras o adquisiciones sinérgicas que son acumulativas y mejoran la cartera. La identificación de los sectores «en juego» puede dar lugar a oportunidades tanto entre los compradores como entre los objetivos.
- **Escisiones y desinversiones.** Operaciones en las que una empresa se «escinde» (distribuye a los accionistas existentes), sale a bolsa o vende uno o más de sus negocios o divisiones. Las escisiones y desinversiones tienen como objetivo desbloquear o resaltar todo el valor de los distintos negocios que actualmente se encuentran bajo el paraguas de una empresa.

- **Reestructuraciones y cambios de rumbo.** Las reestructuraciones son situaciones en las que una empresa sale de la quiebra o la reorganización con una cotización en bolsa, normalmente acompañada de un balance más sólido. Las situaciones de recuperación existen al margen de las quiebras y las reestructuraciones formales. Cualquier empresa con problemas representa una oportunidad para explorar el potencial de mejora significativa.
- **Recompras de acciones y reparto de dividendos.** Son dos de los métodos principales para devolver dinero a los accionistas. En el caso de las recompras, son especialmente interesantes las empresas que realizan recompras de acciones por primera vez y las que lo hacen de forma sistemática o sustancial (por ejemplo, recompras de más del 5 por ciento del capital social anual). En el caso de los dividendos, los nuevos anuncios de dividendos, las ratios de pago o reparto crecientes⁵ o las altas rentabilidades por dividendo merecen ser tenidos en cuenta.
- **Ofertas públicas de venta.** Son las primeras ofertas públicas de venta (de acciones) de las empresas, tanto de las empresas de capital privado (*pri-*

5. Se refiere al porcentaje de los beneficios netos pagados en forma de dividendos (en inglés, *pay-out*).

vate equity)⁶ como de las de capital riesgo (*venture capital*). A menudo estas empresas se ofrecen a un precio reducido con respecto a su competencia, y, además, pueden no ser bien comprendidas por el mercado debido a la falta de un historial público o de comparaciones.

- **Adquisición de información privilegiada y propiedad.** La compra por parte de altos ejecutivos de una cantidad considerable de acciones de su empresa puede indicar que las acciones están infravaloradas o que habrá una importante creación de valor. En consecuencia, merecen atención los CEO que tienen grandes incentivos financieros que los comprometen a mejorar los resultados de la empresa.
- **Cambios de CEO.** La contratación de un nuevo CEO, ya sea a través de una promoción interna o una contratación externa, supone una oportunidad para examinar (o revisar) una acción. En el caso de las contrataciones externas, hay que analizar la trayectoria del nuevo CEO en términos de crecimiento de los beneficios, apreciación del precio de las acciones (si procede) y otros parámetros de rendimiento clave en empresas anteriores.

6. Gestores de activos alternativos que tradicionalmente adquieren empresas mediante compras apalancadas (*leveraged buy-out*, LBO), es decir, financiadas por terceros (mediante instrumentos de deuda).

- **Seguir la pista a inversores de éxito y a inversores activistas.** A través de la revisión de los registros públicos de un grupo selecto de inversores con una sólida trayectoria se pueden descubrir nuevas oportunidades de compra. En Estados Unidos, la SEC⁷ exige a los fondos de inversión con 100 millones de dólares o más en activos bajo gestión (*assets under management*, AUM) que revelen sus participaciones en acciones trimestralmente en una presentación del formulario 13-F.⁸

Valoración

A la hora de realizar análisis de valoración, hay que ir más allá de la mera búsqueda de acciones «baratas». Una simple búsqueda de empresas que cotizan a menos de 15 veces (15×) en la ratio precio/beneficio (PER) producirá sin duda un gran resultado. Y es bastante improbable que encuentres una acción infravalorada: la mayoría de estas empresas son baratas por una buena razón.

7. Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores), equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en España.

8. El formulario 13-F es un informe que enumera las participaciones de un fondo, incluida la cantidad de acciones que posee. Debe presentarse a la SEC en un plazo de 45 días tras el cierre del trimestre.

La clave es encontrar acciones que sean baratas porque estén incomprendidas y tú creas que sus beneficios aumentarán y/o el mercado las «revalorizará» más, es decir, les otorgará un múltiplo más alto. Debes hacerlo evitando las llamadas «trampas de valor», es decir, valores que parecen baratos pero que lo son por una buena razón. Incluso pueden estar sobrevalorados debido a problemas fundamentales o estructurales que amenazan los beneficios futuros.

Por otra parte, puedes encontrar acciones que no parezcan baratas considerando los múltiplos o en comparación con su competencia, pero que tengan un claro camino hacia una mejora de los resultados. Por ejemplo, una empresa de alto crecimiento con un PER de 20× puede resultar más interesante que una empresa de crecimiento más lento con un PER de 17,5×. Suponiendo que la primera empresa crezca un 25 por ciento al año, su PER implícito a partir de los beneficios del tercer año es de sólo 10. Mientras tanto, suponiendo que la segunda empresa crece a un ritmo del 10 por ciento anual, su PER en el tercer año es de 13 y, por tanto, es más cara.

A menudo, el método *bottom-up* se combina con el *top-down* para diseñar un análisis de valoración eficaz. Por ejemplo, puedes buscar valores baratos en un sector que esté experimentando un cambio secular importante o un repunte cíclico.

Los criterios de valoración más habituales son los siguientes:

- **Cotización a un valor absoluto o relativo bajo.** Ocurre cuando una empresa presenta una valoración que parece interesante teniendo en cuenta sus fundamentales y sus perspectivas de negocio. Esto puede ser sobre una base relativa que la compara con su competencia o con sus propios niveles históricos (por ejemplo, una rebaja significativa en su máximo de 52 semanas o de todo su gráfico histórico). La valoración suele medirse y compararse en función de los múltiplos de cotización. Los múltiplos clave incluyen, entre otros, cualquier combinación de ratio precio/beneficio (PER), ratio precio/flujo de caja libre (*price-to-free cash flow*, P/FCF),⁹ precio/valor contable (*price-to-book value*, P/B, o P/BV), y valor de empresa/ebitda¹⁰ (EV/ebitda).
- **Valoración interesante en relación con el crecimiento.** La ratio precio/expectativas de beneficio

9. La inversa de P/FCF, conocida como «rendimiento del FCF», o FCF/S (FCF/número de acciones entre el precio de cotización de la acción), es utilizada a menudo por los inversores.

10. El ebitda (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) es un indicador muy utilizado del flujo de caja operativo, ya que refleja los costes operativos totales de una empresa para producir sus productos y servicios.

(*price/earnings to growth*, PEG) es clave aquí. Definida como el PER dividido por la tasa de crecimiento de los beneficios, está concebida para medir la propuesta de valor de una acción en relación con sus perspectivas de crecimiento. Una ratio PEG baja puede indicar que una acción está infravalorada. Como se ha comentado anteriormente, una acción con un PER de 20 y un crecimiento del 25 por ciento de los beneficios por acción (PEG de 0,8) debería ser más atractiva que una con un PER de 17,5 y un crecimiento del 10 por ciento (PEG de 1,75).

- **Altos rendimientos con baja valoración.** Los parámetros de rendimiento del capital, sobre todo el rendimiento del capital invertido (*return on invested capital*, ROIC),¹¹ son un indicador clave de la calidad. La oportunidad ideal combina unos rendimientos elevados y en aumento con una valoración actual baja. Los altos rendimientos pueden ponerse en práctica invirtiendo en proyectos de crecimiento y/o devolviendo el capital a los accionistas.

11. Suele definirse como el beneficio antes de intereses e impuestos (o tasas) (BAII o BAIT) o el beneficio antes de intereses y después de impuestos (o tasas) (BAIDI o BAIDT) dividido por el inmovilizado neto más el capital circulante. El BAII y el BAIDI con efecto fiscal también pueden denominarse NOPAT (*net operating profit after taxes*), o beneficio neto de explotación después de impuestos.

Rendimiento financiero

Los resultados financieros de una empresa deberían reflejarse en el precio de sus acciones, ya sea para bien o para mal. La aceleración de las tasas de crecimiento de los beneficios y de los resultados debería verse recompensada con un fuerte rendimiento del precio de las acciones. En caso de desaceleración, debería ocurrir lo contrario.

Las mismas reglas se aplican a otros parámetros financieros clave, como los márgenes de beneficio, la generación del flujo de caja libre (FCF) y el rendimiento del capital. Sin embargo, el mercado a veces no reconoce adecuadamente la mejora de los resultados financieros. Del mismo modo, un rendimiento inferior en términos relativos —por ejemplo, márgenes o rendimientos más bajos en comparación con su competencia— debería explorarse como una posible oportunidad de cambio de rumbo.

La *estructura del capital* suele ir de la mano de los resultados financieros. En este caso hay que centrarse en el importe y el coste de la deuda de la empresa, el momento en que vence la deuda y la capacidad para pagar los intereses. Al igual que con los resultados operativos, el fortalecimiento de las estadísticas de crédito puede ayudar a impulsar el precio de las acciones.

Los parámetros mencionados deben considerarse tan-

to en términos absolutos como relativos en comparación con su competencia. Los servicios de cribado ofrecen innumerables variantes para identificar las tendencias del rendimiento financiero.

Las *screens* de rendimiento financiero más habituales son las siguientes:

- **Crecimiento.** Es posiblemente el motor más importante de la valoración. El crecimiento constante de las ventas y los beneficios es un indicador clásico de calidad. Las llamadas *earnings compounders*, empresas capaces de generar beneficios por encima de la media de su sector y que se mantienen año tras año, son el pan de cada día de los seleccionadores de acciones tradicionales, y tienden a recibir una valoración superior. Aunque se celebra todo tipo de crecimiento, se prefiere el orgánico frente al impulsado por las fusiones y adquisiciones.
- **Márgenes.** La expansión o la disminución de los márgenes de beneficio son signos reveladores del rendimiento de la empresa. La expansión de los márgenes suele indicar poder de fijación de precios, control de costes y poder sobre los proveedores. La erosión de los márgenes puede ser una señal de advertencia sobre los principales retos empresariales. Los inversores se centran en los márgenes de

beneficio bruto, el ebitda, el margen de explotación (BAII)¹² y el beneficio neto.

- **Generación de flujo de caja libre (FCF).** Los inversores profesionales se centran en la capacidad de una empresa para generar efectivo, que puede utilizarse para financiar proyectos de crecimiento orgánico, fusiones y adquisiciones, devolución de capital a los accionistas o amortización de la deuda. Las empresas que convierten un porcentaje significativo de su beneficio neto en FCF son muy valoradas. Los parámetros clave incluyen la conversión de FCF (FCF a beneficio neto o ebitda) y el margen de FCF (FCF a ventas).
- **Parámetros de rentabilidad.** Miden la capacidad de una empresa para proporcionar ganancias (o rendimientos) a los proveedores de capital. Estos ratios emplean un parámetro de rentabilidad (por ejemplo, BAIDI, NOPAT o beneficio neto) en el numerador, y el capital (por ejemplo, el capital invertido, los activos totales o los fondos propios) en el denominador. Los parámetros de rentabilidad miden la eficiencia con que la dirección general em-

12. El BAII suele ser el mismo que el beneficio de explotación o los ingresos de las operaciones en la cuenta de resultados de una empresa. Es similar al ebitda, pero excluye los gastos de depreciación y amortización, por lo que puede reflejar mejor la *intensidad de capital* (cuánto dinero se invierte para generar ingresos por ventas).

plea el capital. Lo ideal es que las empresas tengan un ROIC que supere su coste de capital (véase el capítulo cuatro), lo que indica la capacidad de ofrecer un exceso de rentabilidad a los accionistas.

- **Estructura de capital.** Ayuda a impulsar el rendimiento del precio de las acciones de muchas maneras. La capacidad del balance puede aprovecharse para financiar proyectos de crecimiento, para fusiones y adquisiciones o para devolver capital. También proporciona apoyo y liquidez en tiempos difíciles, como aprendieron los inversores durante la crisis financiera de 2008 (también conocida como la Gran Recesión). Los parámetros clave incluyen deuda/ebitda («apalancamiento») y ebitda/intereses netos («cobertura»). La mejora de los parámetros crediticios puede deberse al fortalecimiento de los resultados financieros y/o a la cancelación de la deuda.

Fusiones y adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones se refieren, en general, a la compra y venta de empresas. La decisión de comprar la totalidad o parte de otra empresa está motivada por numerosos factores. Entre ellos destaca el deseo de hacer crecer o mejorar una plataforma existente mediante nuevos productos, clientes, mercados finales o áreas geográ-

ficas. Las fusiones y adquisiciones también pueden implicar una expansión hacia líneas de negocio completamente nuevas. El crecimiento a través de las fusiones y adquisiciones suele ser una opción más barata, rápida y segura que la creación de una empresa desde cero.

Usar un método centrado en las fusiones y adquisiciones para identificar oportunidades de inversión puede ser interesante. Un buen punto de partida es la búsqueda de nuevas operaciones de envergadura. Esto suele llevar-te a identificar sectores «en juego», en los que tanto los posibles objetivos como los compradores pueden resultar oportunidades interesantes. En cuanto a los objetivos potenciales, los inversores se centran en los candidatos naturales a la adquisición, especialmente los que cotizan a mínimos de 52 semanas o a múltiplos baratos en comparación con su competencia. En cuanto a los compradores, destacan los equipos de gestión con un sólido historial de fusiones y adquisiciones, especialmente los que tienen abundante efectivo o un bajo apalancamiento.

Antes de profundizar en el tema, hagamos una breve advertencia: las fusiones y adquisiciones tienen un historial muy desigual a lo largo de los años. Las trampas típicas incluyen el pago excesivo, las apuestas estratégicas equivocadas, las culturas incompatibles, el apalancamiento excesivo del balance y la mala integración. Por separado pueden destruir valor, y juntas son devastadoras. Por tanto, hay que proceder con cautela.