



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **APLICACIÓN DEL ESTILO DE INVERSIÓN CONOCIDO COMO “VALUE INVESTING” AL UNIVERSO DE RENTA VARIABLE**

Autor: Fernando Guerrero Guzmán

Director: Ramón Bermejo Climent



## Resumen

El método de inversión denominado *value investing* ha demostrado ser a lo largo de su historia uno de los mejores estilos de inversión, avalado por el tremendo éxito cosechado por aquellos que lo han aplicado de forma correcta, tanto a nivel internacional (Benjamin Graham y David Dodd) como a nivel nacional (Francisco García Paramés). En ocasiones, puede aparentar ser un método de inversión simple y sencillo, pero en realidad entraña una gran complejidad. Es por ello que es imprescindible para su aplicación el conocimiento de sus aspectos más importantes, los distintos métodos aplicables y aquellos factores a tener en cuenta a la hora de aplicarlo.

Palabras clave: *value investing*, *Benjamin Graham*, *Warren Buffet*, inversión en valor, valoración de acciones

## *Abstract*

*The investment method called value investing has proven to be one of the best investment styles throughout its history, supported by the tremendous success of those who have applied it correctly, both internationally (Benjamin Graham and David Dodd ) as well as at a national level (Francisco García Paramés). Sometimes, it may appear to be a simple and easy investment method, but in reality it involves great complexity. That is why it is essential for its application knowledge of its most important aspects, the different applicable methods and those factors to take into account when applying it.*

*Keywords: value investing, Benjamin Graham, Warren Buffet, stock valuation*

## **ÍNDICE DE GRÁFICAS Y TABLAS**

*Fig. 1: Rentabilidad anual media de los value investors más destacables*

*Fig. 2: Datos financieros relevantes de INDITEX*

*Fig. 3: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de INDITEX*

*Fig. 4: Datos financieros relevantes de IBERDROLA*

*Fig. 5: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de IBERDROLA*

*Fig. 6: Datos financieros relevantes de SANTANDER*

*Fig. 7: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de SANTANDER*

*Fig. 8: Nivel de endeudamiento y dividendo de SANTANDER*

*Fig. 9: Datos financieros relevantes de TELEFÓNICA*

*Fig. 10: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de TELEFÓNICA*

*Fig. 11: Nivel de endeudamiento y dividendo de TELEFÓNICA*

## **TABLA DE CONTENIDOS**

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>7</b>
A. PROPÓSITO GENERAL DE LA INVESTIGACIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA.....	7
B. JUSTIFICACIÓN.....	8
C. OBJETIVOS.....	10
D. METODOLOGÍA .....	10
E. ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	11
<b>2. FÓRMULA BÁSICA DE VALORACIÓN</b> .....	<b>12</b>
A. INTRODUCCIÓN AL “VALUE INVESTING” .....	12
B. FÓRMULA DE BENJAMIN GRAHAM PARA VALORAR ACCIONES .....	14
C. MÉTODOS ALTERNATIVOS .....	16
<input type="checkbox"/> <b>DCF (Flujo de caja descontado) y DCF inverso (Blanco Pascual, 2009)</b> .....	16
<input type="checkbox"/> <b>Una nueva relación Precio-Ganancias (El modelo P / E absoluto de Katsenelson) (Katsenelson, 2007)</b> .....	17
<input type="checkbox"/> <b>El número de Benjamin Graham (Graham, The Intelligent Investor, 1949)</b> .....	18
<b>3. OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LA VALORACIÓN DE ACCIONES ..</b>	<b>20</b>
A. FACTORES TÉCNICOS .....	20
<input type="checkbox"/> <b>Inflación</b> .....	20
<input type="checkbox"/> <b>Fortaleza económica del mercado y de los pares</b> .....	20
<input type="checkbox"/> <b>Transacciones incidentales</b> .....	21
<input type="checkbox"/> <b>Demografía</b> .....	21
<input type="checkbox"/> <b>Tendencias</b> .....	21
<input type="checkbox"/> <b>Liquidez</b> .....	22
B. EL SENTIMIENTO DEL MERCADO .....	22
<b>4. ÁREAS DE CONFUSIÓN</b> .....	<b>24</b>
A) EL “VALUE INVESTING” NO ES UNA HABILIDAD IDIOSINCRÁSICA QUE SOLO SE PUEDE IMPLEMENTAR CON ÉXITO CON UNA CARTERA CONCENTRADA .....	24
B) EL “VALUE INVESTING” NO ES UNA ESTRATEGIA PASIVA PORQUE SE BASE EN REGLAS Y TENGA UNA BAJA FACTURACIÓN.....	25
C) LA “INDIZACIÓN FUNDAMENTAL” ES, Y SOLO ES, UNA INVERSIÓN DE VALOR SISTEMÁTICA .....	27
D) LA RENTABILIDAD, O LAS MEDIDAS DE CALIDAD, PUEDEN UTILIZARSE PARA MEJORAR LA INVERSIÓN EN VALOR Y SEGUIR SIENDO COHERENTES CON UNA EXPLICACIÓN DEL VALOR BASADA EN EL RIESGO .....	28
E) EL VALOR NO ES REDUNDANTE.....	31
F) EL VALOR SE PUEDE MEDIR DE MUCHAS MANERAS, Y SE MIDE MEJOR POR UN COMPUESTO DE VARIABLES .....	32
G) LA EFICACIA DE LOS VALORES ES CORRE EL RIESGO DE DISMINUIR.....	33
<b>5. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL VALUE INVESTING</b> .....	<b>36</b>
A. INDITEX.....	36
B. IBERDROLA .....	38
C. SANTANDER.....	39

D. TELEFÓNICA .....	42
<b>6. CONCLUSIONES .....</b>	<b>44</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>46</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

### a. Propósito general de la investigación y contextualización del tema

Este proyecto persigue analizar el método de inversión conocido como *value investing*, aplicándolo a las empresas más importantes del panorama español. El *value investing*, también conocido como inversión en valor, es una estrategia de inversión donde se seleccionan las acciones que parecen negociarse por menos de su valor intrínseco. Los inversores de valor buscan activamente acciones que creen que el mercado ha infravalorado. Los inversores que utilizan esta estrategia creen que el mercado reacciona exageradamente a las buenas y malas noticias, lo que da como resultado movimientos en el precio de las acciones que no se corresponden con los fundamentos a largo plazo de la empresa, lo que brinda la oportunidad de obtener ganancias cuando el precio se desinfla.

Este método de inversión ya ha sido aplicado a nivel mundial, desde que Benjamin Graham y David Dodd empezaran a impartirlo en la universidad en la que eran profesores (Columbia Business School). Estos consideraban que entre el precio de un valor y el valor intrínseco existía un margen de seguridad (Graham & Dodd, 1934), concepto que ha servido como base desde entonces para desarrollar el *value investing*. Desde entonces y a raíz del éxito obtenido por sus precursores, el *value investing* ha sido implementado por numerosos discípulos, entre los que destaca por encima de todos uno de ellos, Warren Buffet, el cual tenía como “regla número uno, nunca perder dinero, y como regla número dos, nunca olvidar la regla número uno” (Pérez-Fabara, Sánchez-Charro, & Quinatoa-Arequipa, 2017) y consideraba que “precio es lo que pagas y valor es lo que obtienes” (Los diez "simples" pasos de Warren Buffet para hacerse rico al invertir, 2017).

Todos estos personajes mencionados consiguieron obtener una gran rentabilidad aplicando el *value investing* a través de sus respectivos vehículos de inversión. Tal y como podemos ver en la siguiente tabla elaborada a partir de datos oficiales publicados por cada uno de los vehículos de inversión, Benjamin Graham consiguió una rentabilidad anual media de 11,4% durante 29 años a través de Graham Newman Corp, mientras que Warren Buffet ha logrado una rentabilidad anual media de 20,8% a lo largo de 52 años a través de Berkshire Hathaway, por poner dos ejemplos significativos.

Fig 1: Rentabilidad anual media de los value investors más destacables

<b>VALUE INVESTORS DESTACABLES</b>			
<b>GESTOR</b>	<b>RENTABILIDAD ANUAL MEDIA</b>	<b>Nº DE AÑOS</b>	<b>RENTABILIDAD ANUAL VS ÍNDICE DE REFERENCIA</b>
Warren Buffet (Berkshire Hathaway)	20,80%	52	11,10%
Benjamin Graham (Graham Newman Corp)	11,40%	29	4,40%
Juan Uguet de Resayre (Lierde Sicav)	15,86%	23	9,46%
Francisco García Paramés (Bestinver)	15,70%	22	7,90%
Charles Munger (Limited Partnership)	13,70%	15	7,70%
Peter Lynch (Magellan Fund)	29,00%	14	20,40%
Jim Rogers (Quantum Fund)	38,00%	12	35,70%
Juan José Fernandez Bardera (Elcano Sicav)	11,26%	7	2,04%
Javier Ruiz (Metavalor)	15,02%	5	12,68%

Fuente: (Ortiz Martínez, 2017)

Sin embargo, en España no es hasta el éxito de Francisco García Paramés que se da a conocer este mecanismo de inversión. Este considera “el término value como aquella persona que al cabo de 10 años genera valor para el cliente” (García Paramés, 2017), destacando el carácter largoplacista del *value investing*. No obstante, la tardanza de la incursión del *value investing* en nuestro país, esta se ha dado con mucha fuerza y son muchos los que pretenden imitar a Paramés. Sin embargo, esto no es tarea fácil, ya que, Francisco García Paramés ha conseguido nada más y nada menos que una rentabilidad media de 15,7% durante 22 años a través de Bestinver (como se puede observar en la tabla anterior). Además, hay algo más de eficiencia de la que había hace 20 años porque hay más inversores y tener una cartera hoy en día española que aporte valor es algo más difícil (García Paramés, Iberian Value, 2017), por lo tanto, hay que andar con pies de plomo al iniciarse en el mundo del *value investing*, ya que, si quieres obtener rentabilidad habrá que aplicarlo a la perfección.

#### b. Justificación



Como hemos comentado en el punto anterior, el *value investing* ha tenido mucho éxito en su aplicación a nivel mundial. Por ese motivo, es un tema que ha sido tratado y analizado por muchos autores a lo largo del tiempo.

El *value investing* surge del libro escrito por Benjamin Graham y David Dodd en 1934 *Security Analysis*, en el cual, Graham y Dodd propusieron una definición clara de inversión que se distinguía de lo que ellos consideraban especulación y acuñaron el término margen de seguridad en el análisis de seguridad (Graham & Dodd, *Security Analysis*, 1934). Posteriormente, el propio B. Graham con la publicación de *The Intelligent Investor* en 1949, busca cambiar el enfoque selectivo aplicado en sus trabajos anteriores, para transferir su entusiasmo a un enfoque grupal, para tratar de comprar grupos de acciones que cumplan con un criterio simple para estar infravaloradas, independientemente de la industria y con muy poca atención a la compañía individual (Graham, *The Intelligent Investor*, 1949).

Por otro lado, Eugene Fama y Ken French desarrollaron un enfoque de inversión de factores completamente diferente que identifica "acciones de valor". La columna vertebral del modelo de factores descendentes de E. Fama y K. French es el supuesto de que los mercados son eficientes y, por lo tanto, los rendimientos que superan al mercado solo se pueden lograr asumiendo un mayor riesgo. Pero cuando examinaron los rendimientos reales de los inversores, encontraron anomalías. Como no querían abandonar la hipótesis de los mercados eficientes, aumentaron su construcción con la idea de que debe haber "factores de riesgo" sistemáticos no descubiertos. Ahora tienen hasta cinco de estos factores, uno de los cuales es la relación del valor contable de la empresa con respecto al capital contable (Fama & French, 1996).

Sin embargo, en los fondos de inversión de España nunca ha sido frecuente la utilización del *value investing*, y quizás por ello, nunca han destacado por la rentabilidad obtenida, siendo esta en muchas ocasiones inferior a la rentabilidad de los bonos del estado o inferior a la propia inflación. Es por ello que no hay muchos autores que hayan tratado el tema en nuestro país. No obstante, sí que existe una excepción, Francisco García Paramés en 2016, libro en el que este lleva a cabo un resumen de su experiencia como inversor, experiencia que se basa, sobre todo, en la aplicación del *value investing*. La gestora dirigida por él hasta 2014, Bestinver ha supuesto una laguna entre la gran cantidad de fondos de inversión españoles con baja rentabilidad, obteniendo rentabilidades muy superiores a las del Ibex 35 y sus competidores, siendo su

rentabilidad un 200% mayor a su más directo competidor durante los últimos 15 años (Abad Vime, 2014).

La principal diferencia de Bestinver con el resto de gestoras y fondos de inversión de España es su aplicación del *value investing*. Es por ello que considero que este tipo de inversión en valor debe ser desarrollado y aplicado en mayor medida por los inversores de nuestro país. No obstante, como he mencionado en el punto anterior, España no es ahora mismo un país fácil para llevar a cabo este método de inversión, por lo que se requiere un profundo conocimiento del tema antes de su aplicación. La aplicación del *value investing* puede parecer sencilla a primera vista, ya que, se fundamenta precisamente en la realización de inversiones simples y con poco riesgo. Sin embargo, es necesario tener en cuenta innumerables factores a la hora de tomar la decisión de inversión, por lo que se vuelve realmente difícil si no atendemos a todos estos factores.

Además del reto de intentar explicar de forma práctica y lo más simple posible para su fácil entendimiento el *value investing*, existen otros aspectos que me han motivado a llevar a cabo esta investigación. El principal de estos motivos es que llevé a cabo mis prácticas curriculares en un banco de inversión, en el que una de mis tareas más recurrente fue la de valorar empresas a través de este método. Esta experiencia hizo que me interesara más este método de valoración, motivándome a aprender más sobre él.

### c. Objetivos

En cuanto al objetivo general del proyecto, este persigue analizar el método de inversión conocido como *value investing*, aplicándolo a las empresas más importantes del panorama español. Este objetivo general se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Explicar en qué consiste el *value investing* de forma resumida y clara con fines orientativos
- Realizar una comparación con otros métodos de valoración
- Analizar aquellos factores menos conocidos que puedan afectar a este estilo de inversión
- Focalizar este estudio hacia la aplicación práctica en las principales empresas españolas

### d. Metodología

En cuanto a la metodología, comenzaré con un estudio de la literatura existente sobre valoración de acciones. Para ello, un libro que trata este tema al completo es *Security Analysis* de Benjamin Graham y David Dodd. Esto queda demostrado en la gran crítica que ha tenido este libro a lo largo de la historia. Se llega a afirmar que "Las raíces de la inversión de valor se remontan a la publicación de 1934 del clásico *Security Analysis* de Benjamin Graham y David Dodd" (Moy, 2012). También es considerado como "el *urtext* de la inversión moderna en valor" (Weinberg, 2015) o "la mejor guía de inversión" con "extraordinaria resistencia" (Lowenstein, 2016).

Seguidamente, llevaré a cabo una revisión de la literatura relativa a la inversión financiera. Para ello no hay mejor fuente que la edición revisada por Jason Zweig de *The Intelligent Investor* de Benjamin Graham. La filosofía de Graham de "invertir en valor", que protege a los inversores de errores sustanciales y les enseña a desarrollar estrategias a largo plazo, ha hecho de *The Intelligent Investor* la Biblia del mercado de valores desde su publicación original en 1949. A lo largo de los años, el desarrollo del mercado ha demostrado la sabiduría de las estrategias de Graham. Al tiempo que preserva la integridad del texto original de Graham, esta edición revisada incluye comentarios actualizados del destacado periodista financiero Jason Zweig, cuya perspectiva incorpora las realidades del mercado actual, establece paralelos entre los ejemplos de Graham y los titulares financieros de hoy, y brinda a los lectores una comprensión más completa de cómo aplicar los principios de Graham.

Además, recabaré información para el análisis de aquellos factores adicionales que puedan afectar a este método de valoración y el análisis de la aplicación del *value investing* en España a través de bases de datos multidisciplinares (*Google Scholar, Web of science...*).

Por último, llevaré a cabo un estudio empírico aplicando de forma práctica el *value investing* en cuatro de las empresas más importantes del panorama español utilizando todo el conocimiento e información adquirida con la revisión literaria y mediante la obtención de datos a través de la plataforma *Bloomberg*.

#### e. Estructura del trabajo

Este proyecto consta de siete puntos o capítulos:

1. INTRODUCCIÓN
2. FÓRMULA BÁSICA DE VALORACIÓN
3. OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LA VALORACIÓN DE ACCIONES
4. ÁREAS DE CONFUSIÓN
5. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL *VALUE INVESTING*
6. CONCLUSIONES

En la introducción se definirá cuál es el objetivo principal del proyecto de investigación. Además, se incluirá una justificación del tema escogido y aquellos objetivos más específicos. Por último, se expondrá la metodología empleada y la estructura detallada.

En el segundo capítulo, dedicado a la fórmula básica de valoración, se explicarán las directrices básicas para llevar a cabo una correcta valoración conforme al *value investing* de acuerdo con la literatura tratada.

En el tercer capítulo, profundizaré en la idea del apartado anterior, introduciendo todos aquellos factores que se deben tener en cuenta a la hora de llevar a cabo este tipo de valoración, así como una explicación de cómo deben interpretarse, para obtener una valoración mucho más completa.

En el cuarto capítulo, intentaré aclarar aquellos aspectos dentro del *value investing* que más dudas suscitan. Es importante aclarar estas áreas de confusión, ya que, pueden suponer la diferencia entre una buena y una mala inversión

A continuación, aplicaremos de forma práctica todo lo expuesto anteriormente, valorando cinco de las empresas del Ibex 35 mediante la aplicación del *value investing*.

Por último, en el capítulo de conclusiones analizaremos si hemos cumplido los objetivos propuestos al principio de la investigación y si los resultados obtenidos son realmente útiles.

## **2. FÓRMULA BÁSICA DE VALORACIÓN**

### **a. Introducción al *value investing***

El *value investing* es el arte de comprar acciones que cotizan con un descuento significativo respecto de su valor intrínseco. Los *value investors* lo logran buscando compañías a través de métricas de valoración baratas, generalmente múltiplos bajos de sus ganancias o activos, por razones que no están justificadas a largo plazo. Este enfoque requiere una mentalidad contraria y un horizonte de inversión a largo plazo. A lo largo de los últimos 100 años, una estrategia de *value investing* tiene un historial consistente de rendimientos superiores al índice en múltiples mercados de renta variable.

Hay muchas razones por las que una acción puede negociarse con un descuento sobre su valor intrínseco, sin embargo, la razón más común es la decepción de las ganancias a corto plazo, que a menudo resulta en una caída sustancial del precio de la acción. Con frecuencia, estas decepciones pueden producir una fuerte reacción emocional en los accionistas que venden sus acciones por temor a nuevos desarrollos negativos. Los inversores de valor reconocen dos cosas. En primer lugar, la mayoría de las empresas tienen una naturaleza a largo plazo y el efecto real de las ganancias a corto plazo en el valor a largo plazo de una empresa suele ser pequeño. En segundo lugar, reconocen que, en promedio, la mayoría de los beneficios de las empresas se revierten con el tiempo, es decir, a largo plazo, las caídas desastrosas de ganancias son frecuentemente revertidas y, a la inversa, el crecimiento extremadamente fuerte de las ganancias tiende a disminuir.

Este es un hecho muy poderoso y, a menudo, no es fácil de creer. La razón es que hay muchos ejemplos de alto perfil de que esto no es cierto. Enron, Worldcom y Lehman Brothers registraron disminuciones en las ganancias que no se recuperaron (tampoco lo hicieron sus valores de interés). Por el contrario, Microsoft y Amazon son dos negocios donde las ganancias han aumentado constantemente desde su inicio y no muestran signos de retroceder a un promedio en ningún momento. Sin embargo, como seres humanos, los ejemplos de alto perfil tienden a quedarse en nuestras mentes, incluso si no reflejan lo que sucede en promedio.

El *value investing* busca explotar el comportamiento irracional de los inversionistas emocionales. La emoción es una característica constante de los mercados de inversión a través del tiempo y, si bien las compañías disponibles para los inversores en el mercado de valores cambian de una década a otra, la naturaleza humana de los inversionistas no lo hace. El miedo y la codicia permanecen siempre presentes y con frecuencia llevan a decisiones de inversión deficientes basadas en la percepción y la emoción en lugar de la realidad. Periódicamente, estos

precios erróneos pueden llegar a ser extremos (la burbuja tecnológica de los años 90 o, a la inversa, la gran depresión de los años 30), sin embargo, existen en mayor o menor medida en la mayoría de los mercados. Esto crea una oportunidad para inversores de valor desapasionados a largo plazo. Aunque este concepto parece simple, sensato y, con suerte, atractivo, es mucho más fácil decirlo que hacerlo en la práctica.

El *value investing* no siempre está a favor y no siempre consigue mejores resultados en períodos de tiempo más cortos. Durante los últimos 100 años ha habido muchos períodos en los que comprar acciones baratas no ha sido un acierto a corto plazo y otras inversiones han sido las preferidas. Estos períodos pueden durar algunos años, durante los cuales los inversionistas de valor temporal se ven como tontos y son rechazados por estar desfasados. Esto es psicológicamente arduo tanto para los administradores de fondos como para sus clientes y requiere un equilibrio de humildad y fortaleza. Sin embargo, los resultados a largo plazo de este enfoque son extremadamente atractivos: pocas veces las mejores opciones son fáciles.

b. Fórmula de Benjamin Graham para valorar acciones

Aunque existen múltiples métodos para valorar las acciones al llevar a la práctica el *value investing* (que explicaremos más adelante), la fórmula más utilizada y de la que parten la mayoría de ellas, es la fórmula que Benjamin Graham introdujo en su libro *The Intelligent Investor*.

La fórmula original es:

$$V * = EPS \times (8.5 + 2g)$$

donde V es el valor intrínseco, EPS es el beneficio por acción de 12 meses, 8.5 es el índice de precio-beneficio de una acción con un crecimiento del 0% y g es la tasa de crecimiento para los próximos 7-10 años (Graham, *The Intelligent Investor*, 1949).

Sin embargo, esta fórmula se revisó más tarde ya que Graham incluyó una tasa de rendimiento requerida:

$$V^* = \frac{EPS \times (8.5 + 2g) \times 4.4}{Y}$$

La fórmula es esencialmente la misma, excepto que el número 4.4 es lo que Graham determinó que era su tasa de rendimiento mínima requerida (Graham, *The Decade 1965-1974: Its significance for Financial Analysts*, 1975). Alrededor de 1962, cuando Graham estaba publicitando sus obras, la tasa de interés libre de riesgo era de 4.4%, pero para ajustarnos al presente, dividimos este número por la tasa de bonos corporativos AAA de hoy, representada por Y en la fórmula anterior (Benjamin Graham *Formula for Growth Stocks*, 2011).

Pero el valor intrínseco no debe calcularse en base a un solo período de 12 meses, por lo que el EPS se ajusta automáticamente a un número normalizado, que ignora las ganancias enormes o deprimidas aisladas, basado en el historial de 5 o 10 años, dependiendo de la compañía que estés tratando.

El EPS nunca es realmente un buen indicador por sí solo, ya que es muy propenso a la manipulación con métodos de contabilidad modernos. Otra razón por la que siempre se tiene que normalizar el EPS es porque la administración nunca subestimarás las ganancias a propósito. Si bien las compañías pueden seguir los procedimientos contables que inflan las ganancias, nunca se desviarán para hacerlo más bajo de lo que es.

El inconveniente de la fórmula de Benjamin Graham es que el crecimiento es un elemento importante de la valoración general. Se puede cambiar el 8.5 a lo que crea que es el PE correcto para una empresa sin crecimiento. Cualquier cosa entre 7 y 8.5 debería estar bien.

Para la tasa de crecimiento real, si la conveniencia es importante, puede usar las predicciones de analistas a 5 años de Yahoo u otros sitios, pero para la mayoría de las acciones de valor que se buscan, la previsibilidad es importante, por lo que una regresión del EPS histórico para proyectar el año siguiente es un método recomendable.

Benjamin Graham ofreció una fórmula muy simple para calcular un stock de crecimiento. Puede aplicarse a otros sectores e industrias, pero debe ponerse en contexto ajustando la fórmula original.

Siempre hay que realizar el margen de seguridad y entender que la valoración es encontrar un rango de números, no existe un rango absoluto. Se debe considerar la fórmula de Graham como el extremo superior del rango de valoración.

c. Métodos alternativos

Los inversores de valor siguen prestando atención a Graham y sus métricas de *value investing*. Sin embargo, el desarrollo de nuevos ángulos a partir de los cuales calcular y evaluar el valor significa que también han surgido métodos alternativos para identificar las acciones con precios bajos. Los más populares son:

- **DCF (Flujo de caja descontado) y DCF inverso** (Blanco Pascual, 2009)

Muchos contables y otros profesionales financieros se han convertido en apasionados del análisis del DCF. El DCF es una de las pocas métricas financieras que tienen en cuenta el valor temporal del dinero: la noción de que el dinero disponible ahora es más valioso que la misma cantidad de dinero disponible en algún momento en el futuro porque cualquier dinero disponible ahora se puede invertir y por lo tanto se utiliza para generar más dinero.

El análisis del DCF utiliza las proyecciones de flujos de efectivo libre (FCF) futuros y las tasas de descuento que se calculan utilizando el costo promedio ponderado del capital (WACC) para estimar el valor presente de una empresa, con la idea subyacente de que su valor intrínseco depende en gran medida de la capacidad de la empresa para generar flujo de caja.

El cálculo esencial de un análisis DCF es el siguiente:

$$\text{Valor razonable} = \text{Valor de la empresa} - \text{Deuda de la empresa}$$

(El valor de la empresa es una métrica alternativa al valor de capitalización de mercado. Representa la capitalización de mercado + deuda + acciones preferentes - efectivo total, incluidos los equivalentes de efectivo).



Si el análisis del DCF de una compañía genera un valor por acción superior al precio actual de la acción, entonces la acción se considera infravalorada.

El análisis del DCF es particularmente adecuado para evaluar compañías que tienen flujos de efectivo estables y relativamente predecibles, ya que, la principal debilidad del análisis del DCF es que depende de estimaciones precisas de los flujos de efectivo futuros.

Algunos analistas prefieren usar el análisis del DCF inverso para contrarrestar la incertidumbre de las proyecciones de flujos de efectivo futuros. El análisis del DCF inverso comienza con una cantidad conocida, el precio actual de la acción, y luego calcula los flujos de efectivo que se requerirían para generar esa valoración actual. Una vez que se determina el flujo de efectivo requerido, evaluar el stock de la compañía como infravalorado o sobrevalorado es tan simple como hacer un juicio acerca de qué tan razonable (o irrazonable) es esperar que la compañía pueda generar la cantidad requerida de flujos de efectivo necesarios para sostener o adelantar el precio actual de la acción.

Se identifica una acción infravalorada cuando un analista determina que una empresa puede generar y mantener fácilmente un flujo de efectivo más que suficiente para justificar el precio actual de la acción.

- **Una nueva relación Precio-Ganancias (El modelo P / E absoluto de Katsenelson)**  
(Katsenelson, 2007)

El modelo de Katsenelson, desarrollado por Vitaly Katsenelson, es otra herramienta alternativa de análisis de inversión de valor que se considera particularmente ideal para evaluar compañías que tienen ganancias fuertemente positivas y bien establecidas. El modelo de Katsenelson se centra en proporcionar a los inversores una relación P / E más confiable, conocida como "P / E absoluta".

El modelo ajusta la relación P / E tradicional de acuerdo con varias variables, como el crecimiento de las ganancias, el rendimiento de dividendos y la previsibilidad de las ganancias. La fórmula es la siguiente:

$$PE \text{ absoluto} = (\text{Puntos de crecimiento de ganancias} + \text{Puntos de dividendo}) \times [1 + (1 - \text{Riesgo de negocio})] \times [1 + (1 - \text{Riesgo financiero})] \times [1 + (1 - \text{Visibilidad de ganancias})]$$

Los puntos de crecimiento de las ganancias se determinan comenzando con un valor P / E de no crecimiento de 8, y luego agregando .65 puntos por cada 100 puntos base, la tasa de crecimiento proyectada aumenta hasta alcanzar el 16%. Por encima del 16%, se agregan .5 puntos por cada 100 puntos básicos en el crecimiento proyectado.

El número P / E absoluto producido se compara con el número P / E tradicional. Si el número P / E absoluto es mayor que la relación P / E estándar, eso indica que el stock está infravalorado. Obviamente, cuanto mayor sea la discrepancia entre el P / E absoluto y el P / E estándar, mejor será el precio de la acción. Por ejemplo, si el P / E absoluto de una acción es 20, mientras que la relación P / E estándar es solo 11, entonces el verdadero valor intrínseco de la acción es probablemente mucho más alto que el precio actual de la acción, ya que el número P / E absoluto indica que los inversores probablemente estén dispuestos a pagar mucho más por las ganancias actuales de la compañía.

- **El número de Benjamin Graham** (Graham, *The Intelligent Investor*, 1949)

No necesariamente hay que apartar la vista de Benjamin Graham para encontrar una métrica de inversión de valor alternativa. El propio Graham creó una fórmula de evaluación de valor alternativa que los inversores pueden optar por emplear: el número de Benjamin Graham.

La fórmula para calcular el número de Benjamin Graham es la siguiente:

$$\text{Número de Benjamin Graham} = \text{Raíz cuadrada de } [22.5 \times (\text{Ganancias por acción (EPS)}) \times (\text{Valor en libros por acción})]$$

Por ejemplo, el número de Benjamin Graham para una acción con un EPS de \$ 1.50 y un valor contable de \$ 10 por acción se calcula en \$ 18.37.

En general, Graham consideró que la relación P / E de una empresa no debería ser superior a 15 y que su relación precio / valor en libro (P / B) no debería exceder de 1,5. Ahí es donde se deriva el 22.5 en la fórmula ( $15 \times 1.5 = 22.5$ ). Sin embargo, con los niveles de valuación que son comunes en estos días, el P / E máximo permitido se puede cambiar a alrededor de 25.

Una vez calculado el número de Benjamin Graham de una acción, que está diseñado para representar el valor intrínseco real por acción de la empresa, se compara con el precio actual de la acción. Si el precio actual de la acción es más bajo que el número de Benjamin Graham, esto indica que las acciones están infravaloradas y pueden considerarse como una compra. Si el precio actual de la acción es más alto que el número de Benjamin Graham, entonces las acciones parecen sobrevaloradas y no un candidato de compra prometedor.

### 3. OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LA VALORACIÓN DE ACCIONES

Los precios de las acciones se determinan en el mercado, donde la oferta del vendedor satisface la demanda del comprador. Pero ¿alguna vez se ha preguntado qué es lo que impulsa el mercado de valores? ¿Cuáles son los factores que afectan el precio de una acción? Desafortunadamente, no existe una ecuación limpia que nos diga exactamente cómo se comportará el precio de una acción. Dicho esto, sí sabemos algunas cosas acerca de las fuerzas que mueven una acción hacia arriba o hacia abajo. Estas fuerzas se dividen en tres categorías: factores fundamentales, factores técnicos y sentimiento del mercado.

En el punto anterior hemos cubierto el análisis fundamental a realizar a la hora de valorar aquellas acciones cuya sobre o infravaloración nos interesa conocer para tomar la decisión de inversión. Por lo tanto, a continuación, nos centraremos en aquellos otros elementos colaterales a tener en cuenta, es decir, los factores técnicos y el sentimiento del mercado.

#### a. Factores técnicos

Las cosas serían más fáciles si solo los factores fundamentales fijaran los precios de las acciones. Los factores técnicos son la combinación de condiciones externas que alteran la oferta y la demanda de acciones de una empresa (Parisi, Guerrero, & Parisi, 2003). Algunos de estos afectan indirectamente a los fundamentos. Por ejemplo, el crecimiento económico contribuye indirectamente al crecimiento de las ganancias.

Entre los factores técnicos más importantes se incluyen los siguientes:

- **Inflación**

Históricamente, la baja inflación ha tenido una fuerte correlación inversa con las valoraciones (la baja inflación genera múltiplos altos y la alta inflación genera múltiplos bajos). Por otro lado, la deflación es generalmente mala para las acciones porque significa una pérdida en el poder de fijación de precios para las empresas.

- **Fortaleza económica del mercado y de los pares**

Las acciones de la compañía tienden a seguir al mercado y a sus pares del sector o industria. Algunas empresas de inversión prominentes argumentan que la combinación de los movimientos globales del mercado y del sector, en oposición al desempeño individual de una compañía, determina la mayoría del movimiento de una acción. (La investigación ha sugerido que los factores económicos / de mercado representan el 90% de la misma). Por ejemplo, una perspectiva repentinamente negativa para una acción minorista a menudo perjudica a otras acciones minoristas a medida que la "culpa por asociación" reduce la demanda de todo el sector.

- **Transacciones incidentales**

Las transacciones incidentales son compras o ventas de una acción que están motivadas por algo distinto a la creencia en el valor intrínseco de la acción. Estas transacciones incluyen transacciones internas ejecutivas, que a menudo están programadas de antemano o impulsadas por los objetivos de la cartera. Otro ejemplo es una institución que compra o pone en cortocircuito una acción para cubrir otra inversión. Aunque estas transacciones pueden no representar los "votos emitidos" oficiales a favor o en contra de las acciones, sí influyen en la oferta y la demanda y, por lo tanto, pueden mover el precio.

- **Demografía**

Se han realizado algunas investigaciones importantes sobre la demografía de los inversores. Sobre todo, se refieren a estas a las dinámicas que presentan los inversionistas de mediana edad, con ingresos máximos que tienden a invertir en la bolsa, y los inversionistas mayores, que tienden a retirarse del mercado para satisfacer las demandas de jubilación. La hipótesis es que cuanto mayor es la proporción de inversionistas de mediana edad entre la población que invierte, mayor es la demanda de acciones y mayores los múltiplos de valoración.

- **Tendencias**

A menudo, una acción simplemente se mueve de acuerdo con una tendencia a corto plazo. Por un lado, una acción que se está moviendo hacia arriba puede cobrar impulso, a medida que "el éxito genera éxito" y la popularidad eleva el nivel de la acción. Por otro lado, una acción a veces se comporta de manera opuesta en una tendencia y hace lo que se llama revertir a la media. Desafortunadamente, debido a que las tendencias se dan en ambos sentidos y son más obvias en retrospectiva, saber que las acciones están "a la moda" no nos ayuda a predecir el futuro.

- **Liquidez**

La liquidez es un factor importante y, a veces, poco apreciado. Se refiere a la cantidad de interés de los inversionistas que atrae una acción específica. El volumen de operaciones no es solo un reflejo de la liquidez, sino que también es una función de las comunicaciones corporativas (es decir, el grado en que la compañía está recibiendo atención de la comunidad de inversionistas). Las acciones de gran capitalización tienen una alta liquidez, son bien seguidas y son objeto de una gran transacción. Muchas acciones de pequeña capitalización sufren un "descuento de liquidez" casi permanente porque simplemente no están en el radar de los inversores.

- b. El sentimiento del mercado

El sentimiento del mercado se refiere a la psicología de los participantes del mercado, individual y colectivamente. El sentimiento del mercado es a menudo subjetivo, parcial y obstinado. Por ejemplo, puede hacer un juicio sólido sobre las perspectivas de crecimiento futuro de una acción, y el futuro puede incluso confirmar sus proyecciones, pero, mientras tanto, el mercado puede centrarse en una sola noticia que mantenga a la acción artificialmente alta o baja. Y a veces puede esperar mucho tiempo con la esperanza de que otros inversionistas noten los fundamentos.

La confianza en el mercado está siendo explorada por el campo relativamente nuevo de las finanzas del comportamiento. Comienza con el supuesto de que los mercados aparentemente no son eficientes la mayor parte del tiempo, y esta ineficiencia puede explicarse por la psicología y otras disciplinas de las ciencias sociales. La idea de aplicar la ciencia social a las finanzas fue completamente legitimada cuando Daniel Kahneman, un psicólogo, ganó el Premio Nobel de Economía en Economía 2002 (el primer psicólogo en hacerlo). Muchas de las ideas en finanzas del comportamiento confirman sospechas observables: que los inversionistas tienden a poner demasiado énfasis en los datos que vienen fácilmente a la mente; que muchos inversionistas reaccionan con mayor dolor a las pérdidas que con placer a ganancias equivalentes; y que los inversores tienden a persistir en un error (Sewell, 2007).

Algunos inversores afirman poder capitalizar la teoría de las finanzas del comportamiento. Para la mayoría, sin embargo, el campo es lo suficientemente nuevo como para servir como categoría de "alcance para todos", donde se deposita todo lo que no podemos explicar.

En resumen, diferentes tipos de inversores dependen de diferentes factores. Los inversores y comerciantes a corto plazo tienden a incorporar e incluso pueden priorizar los factores técnicos. Los inversionistas a largo plazo priorizan los fundamentos y reconocen que los factores técnicos juegan un papel importante. Los inversores que creen firmemente en los fundamentos pueden reconciliarse con las fuerzas técnicas con el siguiente argumento popular: los factores técnicos y el sentimiento del mercado a menudo superan el corto plazo, pero los fundamentos fijarán el precio de las acciones a largo plazo. Mientras tanto, podemos esperar desarrollos más interesantes en el área de finanzas del comportamiento, especialmente porque las teorías financieras tradicionales no parecen explicar todo lo que sucede en el mercado.

#### 4. ÁREAS DE CONFUSIÓN

La inversión en valor ha sido parte del léxico de inversión durante al menos la mayor parte de un siglo. En particular, se ha estudiado el "factor de valor" o "efecto de valor" sistemático diversificado extensivamente desde al menos la década de 1980. Sin embargo, todavía hay muchas áreas de confusión sobre la inversión en valor, que pretendemos aclarar en este apartado.

- a) El *value investing* no es una habilidad idiosincrásica que solo se puede implementar con éxito con una cartera concentrada

Hay quien argumenta que para ser un exitoso inversionista de valor hay que aplicar el valor en una cartera concentrada, entendiendo profundamente todos y cada uno de los valores para identificar únicamente las acciones baratas. Warren Buffett, a menudo caracterizado como un inversionista de valor, ciertamente lo afirma. Citando al Sr. Buffett: "La diversificación es protección contra la ignorancia. Tiene poco sentido si sabes lo que estás haciendo" (Buffett, 1996).

Como afirma el propio Buffett, su tema de inversión común es encontrar "discrepancias entre el valor de un negocio y el precio de ese negocio en el mercado" (Buffett, *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*, 1984). Él aplica esta filosofía a un puñado de acciones que investiga y comprende profundamente, manteniéndolas en una cartera concentrada a largo plazo. Obviamente lo ha hecho increíblemente bien.

Pero, Benjamin Graham, a quien Buffett acredita como mentor por su entrenamiento en inversión, en realidad cree en la evidencia a largo plazo a favor de una cartera diversificada en lugar de una basada en unas pocas posiciones concentradas. Graham llega a escribir que "En la lista de acciones comunes de los inversores, es probable que haya algunas que resulten decepcionantes ... pero la lista diversificada en sí misma, basada en los principios de selección anteriores, más cualquier otro criterio que el inversionista pueda desear aplicar, deben tener un buen desempeño a lo largo de los años. Al menos, la larga experiencia nos lo dice" (Graham, *The Intelligent Investor*, 1949).



Pero ¿la existencia del notable desempeño a largo plazo de Warren Buffett demuestra que un proceso de valor idiosincrásico domina a uno sistemático? Hay una gran evidencia a largo plazo en base a una amplia variedad de activos de que una estrategia de valor sistemática puede ofrecer buenos resultados a largo plazo. El hecho de que Warren Buffett fuera capaz de escoger con éxito acciones baratas individuales no debe descarrilar esa noción. La legión de indicios de académicos y practicantes muestra que las carteras diversificadas de valores “baratos” (en medidas de valor puro) superan de manera notable a sus hermanos más caros, todos sin la necesidad de escoger el mejor puñado.

Por supuesto, los conceptos de *value investing* sistemático versus idiosincrásico no son mutuamente exclusivos. Un profesional de la inversión que es muy bueno en la identificación persistente de posiciones baratas idiosincrásicas merece mucho crédito. Pero un gerente que es capaz de invertir sistemáticamente en un grupo de valores baratos también puede capturar una fuente positiva de rendimientos a largo plazo. Un inversor dirimiéndose entre estos dos enfoques debe considerar ambos como una manera de diversificar el proceso que genera los rendimientos al valor, siempre y cuando el inversor confíe en que los retornos generados por ambos procesos son persistentes. El proceso diversificado, sistemático proporciona mayor comodidad a este respecto, pero eso no significa que un proceso de concentración de valor no podría también agregar valor a lo largo del tiempo. El punto no es denigrar el enfoque del Sr. Buffett o su registro, sino enfatizar que la inversión de valor abarca más que la versión de Warren Buffett. De hecho, podemos pensar en estas dos cosas por separado. Los rendimientos de una cartera diversificada de acciones de valor sobre sus contrapartes más caras están al alcance de cualquiera que decida perseguirlos (pero no si todos eligen perseguirlos, un tema diferente), y deben estar disponibles a una tarifa razonablemente baja. Escoger exactamente el pequeño puñado correcto de acciones de valor puede, o no, ser posible, pero conlleva peligros adicionales de caída (si te equivocas en solo una de un puñado importa mucho) acompañados de rendimientos al alza adicionales, y generalmente viene con una tarifa más alta si se compra en el mundo de la gestión activa (siendo el Sr. Buffett una agradable excepción en este aspecto).

- b) El *value investing* no es una estrategia pasiva porque se base en reglas y tenga una baja facturación

Aunque diferenciamos entre *value investing* sistemático y la selección de valores activos concentrados de Warren Buffett, a menudo oímos a la gente llevar esto al otro extremo,

afirmando que lo que llamamos valor sistemático es una estrategia pasiva. En particular, algunos afirman que el valor es pasivo, como comprar y mantener el índice del mercado de acciones. La consecuencia es que una estrategia de valor no hace elecciones "activas" y, por lo tanto, no es una "gestión activa".

Se puede decir que cualquier cosa que se desvíe de la cartera de mercado, que pondera los activos en proporción a sus valores de mercado, es por definición "activo". Esto se debe a que la cartera de mercado es la única cartera que todos pueden tener simultáneamente. Una cartera que se desvía de las ponderaciones del mercado, por otro lado, debe ser equilibrada por otros inversores que están dispuestos a optar por el otro sentido de esas apuestas. Por ejemplo, por cada inversionista de valor que se inclina hacia o selecciona acciones de valor barato, tiene que haber un inversionista que está infraponderando en valor y sobreponderando caro las acciones de crecimiento. Por lo tanto, como todo debe sumarse a la cartera ponderada por el mercado, todos a la vez no se pueden inclinar hacia el valor al mismo tiempo. No es una estrategia de compra y mantenimiento que todos puedan hacer. Desde nuestro punto de vista, esto hace que el valor sea una opción "activa", ya que tiene que venir de alguien dispuesto a tomar el otro lado (aunque nos referimos a "activo" aquí de una manera muy diferente a la tradicional, concentrada selección de valores). Quizás la distinción que la gente busca aquí es "crítica" frente a "sistemática", pero en cambio lo encuadran erróneamente como "activo" frente a "pasivo".

Algunos podrían argumentar que esta definición de pasivo es demasiado estrecha (y, por extensión, la definición de activo demasiado amplia) y que una mejor definición es la que se alude de esta declaración: una estrategia pasiva es aquella que sigue reglas simples y tiene una baja rotación. Sin embargo, simples ejemplos contrarios muestran que esta no es una definición apropiada de pasivo. Toma, por ejemplo, una cartera de acciones única que compra y mantiene esa acción a perpetuidad. Imagina un empleado que pone toda su riqueza en la empresa para la que trabaja. Por la definición anterior esta sería considerada una cartera pasiva, aunque es claramente una apuesta concentrada, idiosincrásica y activa en una empresa. La cartera de Warren Buffett también se consideraría pasiva según esta definición, ya que su facturación es incluso más baja que la de la típica estrategia de valor sistemática, diversificada. Cuando las carteras de acciones individuales y Warren Buffett están cayendo bajo la definición de "pasivo", la definición parece defectuosa.

En cuanto a las reglas, esta parte de la definición también falla. Un comerciante de alta frecuencia que comercia en microsegundos por definición se basa en reglas, pero sería difícil decir que son inversores pasivos.

Francamente, encontramos que el debate entre gestión activa y pasiva es solo semántico. Los principales problemas a los que se enfrentan los inversores son realmente lo que están obteniendo (es decir, los rendimientos esperados a largo plazo con propiedades de correlación que son valiosas para su cartera), a qué precio / costo y si hay buenas razones, ya sea de riesgo o de comportamiento, para creer que estos rendimientos persistirán. Si estos vienen de productos activos o pasivos es irrelevante siempre y cuando agreguen valor a una cartera después del costo (independientemente de la definición, tanto los activos como los pasivos tienen productos buenos y malos).

Una cartera de precio razonable, sistemática, disciplinada, basada en reglas y de baja facturación expuesta al valor (y otros factores, también) es una gran inversión y la definiría como activa.

c) La “indización fundamental” es, y solo es, una inversión de valor sistemática

Hay una serie de productos de inversión con nombres como "indización fundamental" y otros que caen bajo el nombre de "beta inteligente" y que son simples inclinaciones sistemáticas lejos de un índice dirigido a la inversión en valor. Eso está bien. Lo que no está bien es cuando la gente afirma que sus simples inclinaciones de valor son algo más, diferente o, lo que es peor, un nuevo descubrimiento.

La indexación fundamental es una estrategia de inversión que ignora deliberadamente los precios del mercado de valores y, en cambio, asigna valores proporcionales a medidas fundamentales de tamaño, como el flujo de caja, las ventas, el valor contable y los dividendos. Dichos ejemplos de carteras de "valor de mercado indiferente" pueden denominarse índices, pero en realidad generan exposiciones activas destinadas a superar índices de referencia ponderados por capitalización (Dopfel, 2008). Los defensores señalan, correctamente, que si los precios contienen errores (lo que, por supuesto, ocurre, incluso comercializadores eficientes no creen en la eficiencia perfecta) entonces, por definición, un índice basado en la capitalización de mercado sobrevalora lo demasiado caro e infravalora lo demasiado barato (lo

cuál suena como si estuviéramos hablando de inversión en valor). Por supuesto, los precios también pueden variar por razones racionales basadas en el riesgo. En cualquier caso, la ponderación por fundamentos crea un producto de inversión que es menos propenso a este posible sesgo. Además, a diferencia de algunas alternativas populares, como los índices *equal-weight*, crean un producto de inversión que es profundo, líquido e invertible.

Pero cuando sus defensores exageran el hecho de que esto es más que una inversión en valor, agrega confusión y esconde la verdad.

Para ser claros, hay espacio para muchas estrategias de valor buenas y de precios razonables. La indización fundamental hace varias cosas que gustan en una estrategia de valor: usa múltiples medidas, usa precios actualizados al rebalancearse y hace un *timing* implícito basado en el tamaño de las diferencias de valoración entre las acciones que, a pesar de agregar históricamente solo un beneficio modesto, nos parece intuitivamente atractivo. Es una forma muy clara, simple e incluso inteligente de explicar e implementar la inversión de valor.

Aún así, es obvio que la indización fundamental es solo una estrategia de valor sistemática y sencilla. Estará relacionada o no con el valor, pero sigue siendo diferente. Los defensores de la indización fundamental son absolutamente libres de argumentar (posiblemente con éxito) por qué su versión de valor es mejor (y estar preparados para los argumentos en contra). Pero los argumentos de que no es valor, y valor puro en eso, deberían terminar. Es literalmente una simple inclinación de valor.

- d) La rentabilidad, o las medidas de calidad, pueden utilizarse para mejorar la inversión en valor y seguir siendo coherentes con una explicación del valor basada en el riesgo

Algunos han argumentado que usar la rentabilidad para mejorar una estrategia de valor es inconsistente con una visión del mundo eficiente de los mercados basada en el riesgo (y, por lo tanto, puede ser una razón por la que algunos optan por no hacerlo), sin embargo, eso no es necesariamente cierto. La hipótesis de mercados eficientes (EMH, por sus siglas en inglés) establece que toda la información debe incorporarse a los precios, de modo que cualquier previsibilidad del rendimiento tenga que ver con primas de riesgo. La EMH no indica en ninguna parte que todas las empresas deban tener el mismo precio o el mismo múltiplo, como el P / B. (Clarke, Jandik, & Mandelker, 2001)

De hecho, el uso de la rentabilidad para mejorar las estrategias de valor puede ser consistente con una visión del mundo eficiente o ineficiente de los mercados. Al limpiar los índices de valoración para identificar qué empresas tienen un P / B bajo (alto) porque son más (menos) rentables en lugar de menos (más) riesgosas, la rentabilidad ayuda a identificar los activos más riesgosos (mayor rendimiento esperado) desde una perspectiva de mercados eficientes. Desde un escenario de mercado ineficiente, la rentabilidad ayuda a encontrar los activos más infravalorados, considerando que el precio debería variar con la calidad, con las mejores esperanzas de mayores rendimientos futuros. En pocas palabras, bajo cualquiera de las hipótesis, no todas las empresas deben tener el mismo P / B y las medidas como la rentabilidad pueden ayudar a eliminar la variación en P / B que viene con la variación en la calidad y el rendimiento no esperado. Ambas hipótesis proporcionan un rol para la rentabilidad, haciendo que los índices de valoración sean más informativos (ya sea sobre el riesgo o sobre la mala valoración de los precios).

Graham y Dodd en realidad abogaron por el uso de la rentabilidad y otras medidas de calidad para "limpiar" el valor. Es decir, aunque eran más sistemáticos que Buffett (al menos Graham lo era), no eran inversores de valor "puro" como usamos el término aquí. Los principales criterios para la selección de acciones que propone Benjamin Graham son: (1) Tamaño adecuado; (2) Una condición financiera suficientemente fuerte; (3) Dividendos continuos por al menos los últimos 20 años; (4) No hay déficit de ganancias en los últimos diez años; (5) Un crecimiento de diez años de al menos un tercio en ganancias por acción; (6) El precio de las acciones no más de 1.5 veces el valor del activo neto [libro o "balance"]; y (7) Precio no más de 15 veces el ingreso promedio de los últimos tres años (Graham, *The Intelligent Investor*, 1949).

De nuevo, la idea es que todas las acciones no deben venderse necesariamente en los mismos índices de valoración, lo que supone una estrategia de inversión en valor puro. El hecho de que la inversión en valor puro, ignorando esta verdad, funcione tan bien, a pesar de la visión implícita ilógica de que todas las valoraciones deberían venderse al mismo precio, es un testimonio de su poder como herramienta de inversión. Una muy buena estrategia puede sobrevivir a un poco de ruido. Sin embargo, uno puede hacerlo aún mejor reconociendo que los índices de valoración no necesitan ser tratados exactamente igual. El uso de medidas de

calidad de ganancias o rentabilidad puede identificar a las empresas baratas y rentables que pueden dar un impulso aún mayor a una cartera.

Dicho de otra manera, la inversión simple y en valor puro compra a todas las compañías baratas, muchas de las cuales pueden ser compañías poco hábiles en muy mal estado, apostando en promedio a que se recuperarán en el futuro. La inversión de valor puro no hace distinción entre el tipo de acciones de bajo precio en las que se debería invertir. Agregar medidas como la rentabilidad o la calidad al proceso hace que confiar en esa noción sea considerablemente menos cierto. El uso de valor combinado con medidas de calidad de empresa puede identificar a las compañías baratas y prometedoras, y así encontrar las mejores oportunidades de valor.

Si bien agregar medidas como la rentabilidad para mejorar una estrategia de valor aún puede ser coherente con una visión eficiente basada en los mercados / riesgos, esa historia funciona mejor si la rentabilidad está correlacionada negativamente con el valor y no tiene una prima positiva por sí misma. Por ejemplo, todo lo demás, al estar correlacionado negativamente con el factor de valor debería implicar un rendimiento esperado negativo, por lo que si el rendimiento no es tan negativo como se espera, o es cero, entonces puede agregar beneficios de diversificación significativos. La rentabilidad (y especialmente el impulso) está fuertemente correlacionada negativamente con el valor. Sin embargo, sus retornos no son simplemente cero o menos negativos de lo que deberían ser, sino que son muy positivos. Esto, por supuesto, hace que la rentabilidad sea un factor aún más valioso para agregar valor, pero, al mismo tiempo, dificulta la conciliación desde el punto de vista de los mercados eficientes. Si la rentabilidad es simplemente un valor de "limpieza", algo consistente con las historias de riesgo y comportamiento, entonces su eficacia por sí misma sería plana o neutral. Entonces, dado que la rentabilidad tiene una prima de retorno positiva fuerte, también está haciendo algo más al poseer acciones caras de mayor calidad. Para los defensores de una visión basada en el riesgo de la prima de valor, esto presenta un desafío ya que son estas acciones caras de alta calidad las que también disfrutaban de una prima positiva. La mayoría de estos factores funcionan por una combinación de razones (riesgo y comportamiento), y estos resultados encajan muy bien en ese paradigma.

Entonces, ya sea un administrador de valor diversificado o sistemático o un administrador de valor concentrado, agregar medidas de rentabilidad como otro factor de buena fe puede mejorar su cartera en gran medida, y ni prueba ni refuta que el valor sea consistente o inconsistente con

los mercados eficientes. Claramente, el valor no funciona mejor solo. Lejos de ahí. Y, combinándolo con otros factores intuitivos y empíricamente fuertes, como la rentabilidad y el impulso, se crea la mejor cartera.

e) El valor no es redundante

Fama y French [2015] adelantan un nuevo Modelo de Cinco Factores (FFM) que agrega un factor de "rentabilidad" (RMW) y un factor de "inversión" (CMA) al modelo de tres factores de Fama y French [1993]. De manera similar, Asness, Frazzini y Pedersen [2014] promueven un modelo que agrega un factor de "calidad" compuesto que incluye factores de rentabilidad y relacionados con la inversión que generalmente se consideran parte de la calidad de una empresa.

Ha surgido cierta controversia con respecto al Modelo de Cinco Factores (FFM) en que se afirma que el factor de valor incondicional, HML (*High Minus Low*) es "redundante", en el sentido de que no agrega nada más que los otros cuatro factores para explicar los rendimientos. Fama y French decidieron escribir sobre el tema, explicando "Cuando decimos que el HML es redundante, lo que queremos decir es que su rendimiento promedio está totalmente capturado por sus exposiciones a los otros factores del modelo de cinco factores. Esto significa que el HML no tiene información sobre rendimientos promedio que no esté en otros factores, por lo que no necesitamos que el HML explique los rendimientos promedio" (Fama & French, 2015).

Fama y French omiten explícitamente el impulso, a pesar de la evidencia abrumadora de que contribuye a explicar los rendimientos y no está capturado por los otros cinco factores (por ejemplo, el impulso no es redundante), al tiempo que mantiene el valor, a pesar de que su propia evidencia demuestra que es expulsado por sus otros factores (Fama & French, A five-factor asset pricing model, 2015). El hecho de que el factor de impulso que dejaron fuera resucite el factor más famoso que todo el mundo asocia con ellos, el valor, no solo es irónico, sino que también es muy consistente con un antiguo punto de vista [enfaticado muchas veces en los siguientes artículos: (Asness, Frazzini, & Pedersen, 2014), (Asness, Moskowitz, & Pedersen, Value and Momentum Everywhere, 2013), (Asness & Frazzini, The Devil in HML's Details, 2013), y (Asness, Ilmanen, Israel, & T., 2015)] de que ese valor y el impulso se ven mejor juntos, como un sistema, y no por separado. El no hacerlo puede dar lugar a conclusiones

erróneas y decisiones de inversión más deficientes, de las cuales la aparente "redundancia" de valor en el nuevo mundo de cinco factores es otro ejemplo.

Para ser precisos, hay dos cosas que resucitan el HML dentro del nuevo modelo de cinco factores de Fama y French que están relacionados con la visión de valor y el impulso juntos. El primero es incluir un factor de impulso explícitamente en el modelo junto con el valor. El segundo es construir ese factor de valor como se discutió anteriormente utilizando medidas de precios actualizadas oportunamente, no retrasadas, un cambio aparentemente pequeño que resulta tener consecuencias considerables.

f) El valor se puede medir de muchas maneras, y se mide mejor por un compuesto de variables

La simple intuición te dice que esto debería ser cierto. La idea opuesta de que una medida única de cualquier cosa es óptima parece, en el mejor de los casos, remota y probablemente muy errónea.

Cada medida individual tiene un error (debido a una medición errónea de la contabilidad, elementos de contabilidad faltantes para algunas empresas y errores aleatorios), por lo que un promedio de medidas ayuda a reducir el ruido. Además, las medidas de valor múltiples producen carteras de valor más estables que ofrecen índices de Sharpe más altos, índices de información más altos y retornos más sólidos (Frazzini, Israel, Moskowitz, & Novy-Marx, 2013) (Israel & Moskowitz, 2013). Al igual que con cualquier proceso sistemático, a menos que la teoría dicte que se prefiera una métrica a todas las demás, un promedio de medidas sensibles es generalmente el mejor y más robusto enfoque.

Hay una ventaja adicional de usar múltiples medidas que se relaciona con la capacidad de reducir errores, es decir, el rendimiento fuera de la muestra de una estrategia generalmente será mejor (es decir, se ajustará más a la prueba) cuando se usa un promedio de múltiples medidas. Al igual que con cualquier muestra de datos específica, siempre encontrará algunas medidas que funcionan particularmente bien en la muestra y otras que no. Sin embargo, sin que la teoría le indique a priori por qué una medida debería superar a otra, esto se debe en gran medida al azar. Como consecuencia, no esperarías que la misma medida supere a la de la muestra. Tomar un promedio de medidas múltiples protege contra la elección de una medida en particular sobre



otras que funcionaron bien en una muestra en particular. En otras palabras, ayuda a prevenir la extracción de datos al extraer más de la señal y evitar errores de ajuste excesivo.

g) La eficacia de los valores es corre el riesgo de disminuir

Hay dos aspectos a tener en cuenta en este apartado. El primero es que el valor es una prima de riesgo, lo que significa que una estrategia de valor ofrece rendimientos atractivos a largo plazo al asumir un riesgo compensado en un mercado racional. Si bien ciertamente no discutiría en contra de que esto sea parte de la historia, argumentaré que la evidencia está lejos de ser concluyente. La comunidad académica continúa debatiendo esta noción, y la mejor estimación es que tanto el riesgo como las causas de comportamiento están en el trabajo. El segundo es que, incluso si el valor es una prima de riesgo, esto no significa que no pueda desaparecer en el futuro. Por el contrario, las anomalías de comportamiento no tienen que desaparecer. Por lo tanto, la segunda parte de la declaración no sigue necesariamente independientemente de si el valor es una prima de riesgo o una anomalía de comportamiento.

Primero, es importante reconocer que hay un debate vivo y saludable con respecto a la explicación económica detrás del valor. Ningún modelo de valor es tan convincente que exista un consenso de su explicación. Las versiones basadas en el riesgo se centran en que la prima de valor es la compensación por soportar algún tipo de riesgo sistemático y pasar por períodos, a menudo prolongados, de bajo rendimiento. El sufrimiento del valor desde 1998 hasta el 2000 durante el período previo a la tecnología, la gran depresión y la crisis financiera mundial, podría respaldar la versión basada en el riesgo, especialmente los dos últimos ejemplos, ya que estos fueron tiempos particularmente dolorosos. Fama y French han sugerido que el riesgo de angustia puede estar relacionado con la prima de riesgo del valor, donde las acciones de valor tienen una beta más alta en algún factor de angustia en todo el mercado. La evidencia de esta teoría está algo mezclada (Campbell, Hilscher, & Szilagyi, 2011). Además, los resultados sobre la rentabilidad de la empresa y su interacción con el valor constituyen un verdadero desafío para la versión del riesgo de angustia (Novy-Marx, 2012). Si algo (valor) es puramente una prima de socorro, sería extraño que pueda mitigar esa angustia (comprando compañías más rentables, más fuertes) y que le paguen para hacerlo. Por lo general, debe pagar para aliviar el riesgo, no recibir el pago, por lo tanto, si la rentabilidad fuera un rendimiento negativo que cubriera el valor y fuera útil, sería una versión más consistente. Además, la noción de angustia

es difícil de conciliar con la evidencia sobre los efectos del valor en productos básicos, por ejemplo, donde es difícil pensar qué significa "angustia".

Las teorías de comportamiento se centran en las reacciones erróneas de los inversionistas a la información que causan una mala valoración temporal. Para el valor, una versión destacada, es que la prima de valor es impulsada por la reacción exagerada de los inversores (DeBondt & Thaler, 1985) (Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994) (Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998). La idea es que las acciones de valor son acciones desatendidas de las que los inversionistas han huido y ahora rechazan, mientras que las acciones de crecimiento son acciones de glamour que han enloquecido irracionalmente a los inversores, lo que hace que las acciones de valor tengan un precio más bajo y que las acciones de crecimiento estén sobrevaloradas. Esta historia, aunque formulada antes, a menudo se ve impulsada por el auge y el derrumbe de la tecnología de finales de los 90 a principios de los 2000 y el correspondiente auge del valor.

Los académicos del campo de los mercados eficientes, basados en el riesgo y racionales continúan luchando contra los académicos del grupo de mercados de comportamiento, irracionales e ineficientes, lo que impulsa la prima de valor. Si bien el jurado aún está deliberando sobre cuál de estas explicaciones encaja mejor con los datos (de hecho, el comité del Premio Nobel 2013 dividió el premio entre los dos campos), casi todos están de acuerdo en que los datos son innegables: el valor ofrece una prima de retorno sólida y es muy poco probable que sea el resultado aleatorio de la extracción de datos. El mundo rara vez es tan brillante que una teoría es correcta y la otra completamente errónea. Es probable que haya elementos tanto de riesgo como de comportamiento.

Sin embargo, si el valor es una prima de riesgo, ¿eso implicaría que no esperamos que desaparezca? y si no es un riesgo, ¿entonces desaparecerá? El hecho de que algo esté relacionado con el riesgo (y reitero que, por su valor, está lejos de ser cierto) no garantiza que no se reducirá en gran medida. Si los riesgos cambian o el gusto o la compensación por los riesgos cambian, también lo harán los rendimientos esperados de ese riesgo. Los críticos de los mercados eficientes han confundido por mucho tiempo las primas de riesgo que varían con el tiempo para refutar la idea de las primas de riesgo basadas en los mercados eficientes. Mientras los riesgos y los gustos de los riesgos no cambien, entonces y solo entonces la prima permanecerá estable y duradera. Podría ser perfectamente razonable creer que estos riesgos no

cambiarán, o cambiarán lentamente, pero entonces uno debería decir que es la suposición que están haciendo.

## 5. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL VALUE INVESTING

Tras haber analizado el método de inversión conocido como *value investing* desde un punto de vista teórico, resumiendo aquellos aspectos más importantes e intentando aclarar aquellas cuestiones más dudosas entorno a este método de inversión más complejo de lo que puede parecer a simple vista, pasaremos a aplicarlo de forma práctica.

Para ello, realizaré un análisis de los datos financieros (obtenidos de la plataforma *Bloomberg*) de, probablemente, las cuatro empresas más importantes del panorama español (Inditex, Santander, Iberdrola y Telefónica; todas recogidas en el IBEX 35).

Con tal fin, aplicaré lo aprendido sobre valoración de acciones en las prácticas que llevé a cabo en la filial de *Société Générale* situada en Gibraltar. La fórmula utilizada en último término para calcular el valor estimado de las acciones será la siguiente:

$$\text{Precio estimado} = \frac{\text{Precio de mercado}}{\text{Beneficio de propietario}/N^{\circ} \text{ Acciones}}$$

El beneficio de propietario será a su vez, calculado de la siguiente manera:

$$\text{Beneficio de propietario} = (\text{Beneficio operativo} - \text{Intereses}) \times (1 - \text{Impuestos})$$

Además, también se sacarán conclusiones de otros datos importantes para tomar la decisión de inversión definitiva en caso de que el resultado no sea del todo esclarecedor.

### a. INDITEX

Fig. 2: Datos financieros relevantes de INDITEX

(millones de euros)	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	18.117	20.900	23.311	25.336
<b>EBITDA</b>	4.165	4.764	5.095	5.328
<b>Depreciación</b>	905	1.022	1.063	1.108
<b>CAPEX</b>	1.630	1.354	1.259	1.589

<b>Flujo de caja operativo</b>	3.248	4.500	4.131	3.961
<b>Activos tangibles</b>	14.495	16.469	18.710	19.312
<b>CAPEX / Depreciación</b>	180,08%	132,49%	118,42%	143,41%
<b>Acciones diluidas en circulación</b>	3.114	3.113	3.117	3.113
<b>Activos totales</b>	15.377	17.357	19.621	20.231
<b>Intereses</b>	9,9	12,1	7,6	10
<b>Rotación de activos</b>	1,18	1,2	1,19	1,25
<b>Margen operacional</b>	18%	17,9%	17,3%	16,7%
<b>Margen de flujo de caja</b>	17,9%	21,5%	17,7%	15,6%
<b>Retorno de activos tangibles</b>	1,25	1,27	1,25	1,31
<b>Rentabilidad aproximada</b>	22,5%	22,7%	21,6%	21,9%

Fuente: Bloomberg

Fig. 3: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de INDITEX

(millones de euros)	2020 Bajista	2020 Base	2020 Alcista
<b>Ingresos</b>	25.437	28.263	31.089
<b>Margen operacional</b>	15,4%	17,1%	18,8%
<b>Ganancias operativas</b>	3.910,13	4.827,32	5.841,06
<b>Intereses</b>	11	11	11
<b>Beneficio de propietario</b>	3.002,3	3.708,5	4.489,1
<b>Beneficio de propietario / Acciones</b>	0,96	1,19	1,44
<b>PRECIO ESTIMADO</b>	27,17	21,99	18,17
<b>PRECIO DE MERCADO</b>	26,2		

Fuente: Elaboración propia y Bloomberg

En esta segunda tabla llevamos a cabo una predicción a dos años a partir de los datos recogidos en la primera tabla y predicciones obtenidas de *Bloomberg*. Tal y como afirmaban Graham y Dodd, el *value investing* no es una ciencia exacta, no podemos predecir con exactitud cuál va a ser el comportamiento del mercado en el futuro, por lo que resulta necesario respetar un

margen de seguridad (Graham & Dodd, Security Analysis, 1934). Es por ello, que hemos estimado el precio desde dos perspectivas: una tendencia bajista del mercado (*bear*) y una tendencia alcista (*bull*), a parte de la predicción base llevada a cabo.

Como podemos ver, el precio estimado es claramente inferior, tanto en la predicción base (21,99) como en la predicción alcista (18,17), al precio de mercado (26,2). Por lo tanto, podemos concluir que la acción de Iberdrola se encuentra sobrevalorada por el mercado. Es cierto, que el precio estimado para la predicción más bajista (27,17) es mayor que el precio de mercado (26,2), pero la diferencia es ligera, por lo que, aunque se llegase a ese extremo bajista del margen las ganancias no serían importantes. Es por ello, que no recomendaría invertir en INDITEX, ya que, todo indica que el precio de las acciones disminuirá en el futuro.

#### b. IBERDROLA

Fig. 4: Datos financieros relevantes de IBERDROLA

(millones de euros)	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	31.419	28.759	31.263	35.076
<b>EBITDA</b>	7.632	8.048	7.347	9.520
<b>Depreciación</b>	2.422	2.705	2.804	3.014
<b>CAPEX</b>	4.092	4.639	5.594	5.237
<b>Flujo de caja operativo</b>	5.325	5.573	4.710	6.475
<b>Activos tangibles</b>	104.664	106.706	110.689	113.038
<b>CAPEX / Depreciación</b>	168,98%	171,50%	199,51%	173,76%
<b>Acciones diluidas en circulación</b>	6.337	6.362	6.318	6.398
<b>Activos totales</b>	104.664	106.706	110.689	113.038
<b>Intereses</b>	1.090,1	1.027,8	1.055,9	1.234,5
<b>Rotación de activos</b>	0,30	0,27	0,28	0,31
<b>Margen operacional</b>	16,6%	18,6%	14,5%	18,5%
<b>Margen de flujo de caja</b>	16,9%	19,4%	15,1%	18,5%
<b>Retorno de activos tangibles</b>	0,30	0,27	0,28	0,31

<b>Rentabilidad aproximada</b>	5%	5%	4,1%	5,8%
--------------------------------	----	----	------	------

Fuente: Bloomberg

Fig. 5: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de IBERDROLA

(millones de euros)	2020 Bajista	2020 Base	2020 Alcista
<b>Ingresos</b>	35.071	38.968	42.865
<b>Margen operacional</b>	14,4%	16%	17,6%
<b>Ganancias operativas</b>	5.040,8	6.223,21	7.530,08
<b>Intereses</b>	1.489	1.489	1.489
<b>Beneficio de propietario</b>	2.734,9	3.645,4	4.651,6
<b>Beneficio de propietario / Acciones</b>	0,43	0,57	0,73
<b>PRECIO ESTIMADO</b>	18,24	13,69	10,72
<b>PRECIO DE MERCADO</b>	7,8		

Fuente: Elaboración propia y Bloomberg

En este segundo ejemplo, vemos como los resultados son opuestos al ejemplo de Inditex. Las acciones de Iberdrola cotizan con un descuento considerable con respecto a su valor intrínseco. En todos los extremos desde los que nos posicionamos la acción estaría siendo infravalorada por el mercado, por lo que mi recomendación sería comprar, sin duda. Además, la diferencia es considerable, por lo que a parte de ser una inversión segura con cierto margen, también sería bastante rentable.

### c. SANTANDER

Fig. 6: Datos financieros relevantes de SANTANDER

(millones de euros)	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	50.534	48.511	53.321	52.865
<b>EBITDA</b>	11.965	13.132	14.684	16.626
<b>Depreciación</b>	2.418	2.364	2.593	2.425
<b>CAPEX</b>	7.664	6.572	7.450	10.726
<b>Flujo de caja operativo</b>	59.558	49.761	60.561	64.761

<b>Activos tangibles</b>	1.310.830	1.309.704	1.415.622	1.430.711
<b>CAPEX / Depreciación</b>	316,96%	278%	287,31%	442,31%
<b>Acciones diluidas en circulación</b>	8.118	8.068	7.291	7.217
<b>Activos totales</b>	1.340.260	1.339.125	1.444.305	1.459.271
<b>Intereses</b>	24.386	24.067	21.547	19.984
<b>Rotación de activos</b>	0,04	0,04	0,04	0,04
<b>Margen operacional</b>	18,9%	22,2%	22,7%	26,9%
<b>Margen de flujo de caja</b>	117,9%	102,6%	113,6%	122,5%
<b>Retorno de activos tangibles</b>	0,04	0,04	0,04	0,04
<b>Rentabilidad aproximada</b>	0,7%	0,8%	0,9%	1%

Fuente: Bloomberg

Fig. 7: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de SANTANDER

(millones de euros)	2020 Bajista	2020 Base	2020 Alcista
<b>Ingresos</b>	46.559	51.732	56.905
<b>Margen operacional</b>	44,8%	49,8%	54,8%
<b>Ganancias operativas</b>	20.876,03	25.772,88	31.185,19
<b>Intereses</b>	17.189,9	17.189,9	17.189,9
<b>Beneficio de propietario</b>	2.838,3	6.608,9	10.776,4
<b>Beneficio de propietario / Acciones</b>	0,39	0,92	1,49
<b>PRECIO ESTIMADO</b>	10,9	4,68	2,87
<b>PRECIO DE MERCADO</b>	4,28		

Fuente: Elaboración propia y Bloomberg

En este caso, nos encontramos con una nueva situación con respecto a los dos anteriores. Los distintos precios estimados no son para nada esclarecedores, estos dependerían demasiado de la tendencia del mercado. Es por ello, que para tomar una decisión al respecto habría que tener en cuenta otros factores importantes, como lo puede ser la rentabilidad aproximada.



La rentabilidad es la capacidad de una empresa de utilizar sus recursos para generar ingresos que superan sus gastos. En otras palabras, esta es la capacidad de una empresa para generar ganancias de sus operaciones. Por lo tanto, es importante para aquel que vaya a invertir que la empresa genere ingresos que pueda invertir en la propia empresa para aumentar su valor y, por tanto, revalorizar el precio de sus acciones, o para distribuirlos directamente a los accionistas en forma de dividendo. En este caso, vemos como la rentabilidad ronda siempre un pobre 1%, dato poco atractivo.

Fig. 8: Nivel de endeudamiento y dividendo de SANTANDER

(millones de euros)	2018
<b>Efectivo</b>	474.194
<b>Deuda total</b>	229.379
<b>Deuda neta</b>	-244.815
<b>EBITDA</b>	16.626
<b>Deuda neta / EBITDA</b>	-14,72
<b>Dividendo</b>	5,43

Fuente: Bloomberg

También resulta relevante prestar atención al nivel de endeudamiento de la empresa. Vemos como Santander goza de una situación envidiable en este aspecto, cubriendo simplemente con su efectivo la totalidad de la deuda. Esto sería un pro a tener muy en cuenta en cualquier empresa. No obstante, como he mencionado anteriormente en la parte teórica, a la hora de aplicar el *value investing* se deben tener en cuenta factores externos, como es el sector al que pertenece la empresa. En este caso se trata de un banco, el cual se dedica a prestar dinero a sus clientes, entre otras cosas, por lo que el nivel de endeudamiento no debe ser un elemento determinante a la hora de analizarlo.

Por otro lado, también cabe destacar el dividendo (5,43), el cual no es nada desdeñable. Este dividendo considerable combinado con una rentabilidad normal podría hacer atractiva la inversión en esta empresa, pero considero que la rentabilidad es demasiado baja como para tener en cuenta el dividendo.

Por todas las razones expuestas, concluiría que no sería recomendable comprar acciones del Santander en estos momentos.

d. TELEFÓNICA

Fig. 9: Datos financieros relevantes de TELEFÓNICA

(millones de euros)	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	54.916	52.036	52.088	48.693
<b>EBITDA</b>	16.350	16.453	16.392	16.155
<b>Depreciación</b>	9.704	9.649	9.396	9.049
<b>CAPEX</b>	10.256	9.187	8.992	8.777
<b>Flujo de caja operativo</b>	13.615	13.338	13.796	13.423
<b>Activos tangibles</b>	71.775	74.437	70.220	71.443
<b>CAPEX / Depreciación</b>	105,69%	95,21%	95,70%	96,99%
<b>Acciones diluidas en circulación</b>	5.076	5.063	5.110	5.127
<b>Activos totales</b>	120.329	123.641	115.066	114.047
<b>Intereses</b>	3.146	2.225	1.975	1.715
<b>Rotación de activos</b>	0,46	0,42	0,45	0,43
<b>Margen operacional</b>	12%	13,1%	13,5%	14,6%
<b>Margen de flujo de caja</b>	24,8%	25,6%	26,5%	27,6%
<b>Retorno de activos tangibles</b>	0,77	0,70	0,74	0,68
<b>Rentabilidad aproximada</b>	9,2%	9,1%	10%	9,9%

Fuente: Bloomberg

Fig. 10: Comparación del precio estimado y de mercado de las acciones de TELEFÓNICA

(millones de euros)	2020 Bajista	2020 Base	2020 Alcista
<b>Ingresos</b>	44.108	49.008	53.909
<b>Margen operacional</b>	13,7%	15,3%	16,8%
<b>Ganancias operativas</b>	6.057,73	7.478,68	9.049,2
<b>Intereses</b>	1.156,2	1.156,2	1.156,2

<b>Beneficio de propietario</b>	3.774,2	4.868,3	6.077,6
<b>Beneficio de propietario / Acciones</b>	0,74	0,95	1,19
<b>PRECIO ESTIMADO</b>	10,17	7,88	6,31
<b>PRECIO DE MERCADO</b>	7,48		

*Fuente: Elaboración propia y Bloomberg*

Al llevar a cabo el correspondiente análisis financiero de Telefónica nos volvemos a situar en una coyuntura similar a la del ejemplo anterior. La estimación del precio de la predicción base (7,88) es muy aproximada al precio de mercado (7,48), y otra vez dependeríamos de que la tendencia del mercado fuese bajista (10,17) para decidimos a invertir en esta empresa.

No obstante, existe una gran diferencia entre esta empresa y la anterior, y esta reside en la rentabilidad. Si consideráramos pobre la rentabilidad del Santander al no superar el 1%, la rentabilidad que presenta Telefónica, muy próxima al 10%, es bastante considerable.

*Fig. 11: Nivel de endeudamiento y dividendo de TELEFÓNICA*

(millones de euros)	2018
<b>Efectivo</b>	7.241
<b>Deuda total</b>	52.943
<b>Deuda neta</b>	45.702
<b>EBITDA</b>	16.155
<b>Deuda neta / EBITDA</b>	2,83
<b>Ganancias estimadas</b>	0,7
<b>Ganancias actuales</b>	0,81

*Fuente: Bloomberg*

Como podemos observar el nivel de endeudamiento, medido a través del ratio Deuda neta / EBITDA, no es alto, por lo que no debería suponer ningún problema. Además, es interesante ver como las ganancias obtenidas en 2018 (0,81) han superado a las que se habían estimado con anterioridad (0,7) en un 15,2%, lo que siempre es un buen indicador de que la empresa está actuando mejor de lo esperado. Por lo tanto, en este caso me decantaría por la recomendación de compra de acciones de Telefónica.

## 6. CONCLUSIONES

Hemos podido observar que los inversores de valor siempre buscan comprar acciones infravaloradas con un descuento para obtener ganancias con un riesgo mínimo. Hay una variedad de herramientas y enfoques que los inversores pueden utilizar para tratar de determinar el verdadero valor de una acción y si es o no una buena opción para su cartera de inversiones.

El mejor proceso de valoración de acciones nunca es solo una fórmula matemática en la que uno conecta los números y luego a cambio recibe una determinación sólida y garantizada de una acción en particular como una inversión "buena" o "mala". Si bien hay importantes fórmulas de valoración de acciones y métricas financieras a considerar, el proceso de evaluar una acción como una posible adición a su cartera de inversiones es, en última instancia, parte arte y parte ciencia, y en parte una habilidad que solo se puede dominar con tiempo y práctica.

También ha quedado claro que diferentes tipos de inversores dependen de diferentes factores. Los inversores y comerciantes a corto plazo tienden a incorporar e incluso pueden priorizar los factores técnicos. Los inversionistas a largo plazo priorizan los fundamentos y reconocen que los factores técnicos juegan un papel importante. Los inversores que creen firmemente en los fundamentos pueden reconciliarse con las fuerzas técnicas con el siguiente argumento popular: los factores técnicos y el sentimiento del mercado a menudo superan el corto plazo, pero los fundamentos fijarán el precio de las acciones a largo plazo. Mientras tanto, podemos esperar desarrollos más interesantes en el área de finanzas del comportamiento, especialmente porque las teorías financieras tradicionales no parecen explicar todo lo que sucede en el mercado.

Podemos concluir también que a pesar de estar prácticamente estudiado para siempre y formalmente durante al menos treinta años, todavía hay mucha confusión en torno al valor de la inversión. He intentado esclarecer aquellas dudas más comunes, pero hasta la evidencia es cuestionable, siempre puede haber alguien que descubra algo desafiante o esclarecedor en comparación con lo mostrado.

Por último, hemos visto mediante su aplicación práctica, que si bien en algunos casos resulta casi evidente la decisión de inversión, haciendo parecer este método de inversión

“sencillo”, en otros tantos existe más incertidumbre, obligando a la observación de numerosos factores, mostrando la verdadera complejidad que puede entrañar el *value investing*.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Abad Vime, J. M. (2014). *El value investing como método de selección de inversiones*.
- Asness, C., & Frazzini, A. (2013). The Devil in HML's Details. *Journal of Portfolio Management*, págs. 49-68.
- Asness, C. S., Frazzini, A., Israel, R., & Moskowitz, T. J. (2015). Fact, fiction, and value investing. Published in *Journal of Portfolio Management*, 42(1).
- Asness, C., Frazzini, A., & Pedersen, L. (2014). Quality Minus Junk. *Working Paper, AQR Capital Management*.
- Asness, C., Iilmanen, A., Israel, R., & T., M. (2015). Investing with Style. *Journal of Investment Management*, págs. 27-63.
- Asness, C., Moskowitz, T., & Pedersen, L. (2013). Value and Momentum Everywhere. *Journal of Finance*, págs. 929-985.
- Benjamin Graham Formula for Growth Stocks*. (6 de Octubre de 2011). Obtenido de Stockopedia: <https://www.stockopedia.com/content/benjamin-graham-formula-for-growth-stocks-60732/>
- Blanco Pascual, L. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 125-141.
- Buffett, W. (1984). *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*. Hermes.
- Buffett, W. (1996). *Berkshire Hathaway annual meeting*.
- Campbell, J., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2011). Predicting Financial Distress and the Performance of Distressed Stocks. *Journal of Investment Management*, págs. 1-21.
- Clarke, J., Jandik, T., & Mandelker, G. (2001). The Efficient Markets Hypothesis. *Expert financial planning: Advice from industry leaders*, págs. 126-141.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). A Theory of Overconfidence, Self-Attribution, and Security Market Under- and Over-Reactions. *Journal of Finance*, págs. 1839-1885.
- DeBondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, págs. 793-805.
- Dopfel, F. E. (2008). The Arithmetic of Fundamental Indexing. *The Journal of Investing*, págs. 114-118.

- Fama, E. F., & French, K. R. (Abril de 2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, págs. 1-22.
- Fama, E., & French, K. (Marzo de 1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, págs. 55-84.
- Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T., & Novy-Marx, R. (2013). A New Core Equity Paradigm. *Whitepaper, AQR Capital Management*.
- García Paramés, F. (3 de Julio de 2017). Iberian Value. (A. Artero, Entrevistador)
- Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*. Estados Unidos: Harper & Brothers.
- Graham, B. (1975). The Decade 1965-1974: Its significance for Financial Analysts. *The Renaissance of Value*. Elliot Control.
- Graham, B., & Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. Estados Unidos: McGraw-Hill.
- Israel, R., & Moskowitz, T. (2013). The Role of Shorting, Firm Size, and Time on Market Anomalies. *Journal of Financial Economics*, págs. 275-301.
- Katsenelson, V. N. (2007). *Active Value Investing: Making Money in Range-Bound Markets*. John Wiley & Sons.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, págs. 1541-1578.
- Los diez "simples" pasos de Warren Buffet para hacerse rico al invertir. (8 de Febrero de 2017). *La Vanguardia*.
- Lowenstein, R. (2016). Why Index Fund Investing Isn't Always the Answer. *Fortune*.
- Moy, R. (19 de Enero de 2012). *Book Review: Ben Graham Was a Quant*. Obtenido de Blog del CFA Institute: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2012/01/19/book-review-ben-graham-was-a-quant/>
- Novy-Marx, R. (2012). Is Momentum Really Momentum? *Journal of Financial Economics*, págs. 429-453.
- Ortiz Martínez, Á. (2017). *Una aproximación al "Value Investing" desde la Escuela Austríaca de Economía*.
- Parisi, A., Guerrero, J. L., & Parisi, F. (2003). *Análisis técnico: Un estudio de la eficiencia de diferentes técnicas aplicadas sobre acciones pertenecientes a los índices bursátiles estadounidenses Dow Jones Industry y Nasdaq*. Estudios de administración.
- Pérez-Fabara, M. A., Sánchez-Charro, R., & Quinatoa-Arequipa, E. E. (2017). Motivación y esferas del consumidor digital. *Publicando*, 269-282.
- Sewell, M. (2007). *Behavioural finance*. Cambridge: University of Cambridge.

Weinberg, A. (8 de Septiembre de 2015). Can an Index Fund Deliver the "Value"? *The Wall Street Journal*.