



Facultad de Empresariales, ICADE

**Análisis y fiabilidad de los estados
financieros en oportunidades de
inversión**

Aplicación de la información financiera en el “value investing”

Autor: Álvaro Remiro Chacón
Tutor: Francisco Sastre Peláez

Madrid
Junio 2015

Índice

1. Resumen y “ <i>abstract</i> ”	5
2. Introducción.....	6
a. Objetivo general	6
b. Objetivos específicos.....	7
c. Metodología utilizada.....	8
d. Estado y práctica de la cuestión.....	9
3. Marco teórico.....	13
a. “ <i>Value Investing</i> ”.....	13
i. Definición.....	13
ii. Principios fundamentales.....	16
b. Prácticas influyentes en el valor de la compañía: Contabilidad creativa.....	20
4. Estudio de campo y resultados.....	24
a. Resumen de un pasado ejemplo de éxito: VISCOFAN S.A.....	24
b. Elección de la compañía a estudiar: GRIFOLS S.A.....	29
c. Estudio del entorno general y específico.....	31
d. Análisis de estados financieros de GRIFOLS S.A.....	37
i. Verificación de beneficios, posibles fraudes.....	37
ii. Ratios.....	40
e. Estudio del valor de GRIFOLS S.A.....	45
i. Ventajas competitivas.....	45
ii. Equipo directivo y estrategias de futuro.....	46
5. Conclusiones.....	48
a. Decisiones en torno a los resultados del estudio.....	48
b. Guía práctica general para invertir en valor.....	49
6. Bibliografía.....	50
7. Anexos.....	51
a. Estados financieros de GRIFOLS S.A.....	51
b. Carta a los inversores del fondo <i>value</i> Bestinver, posterior a la salida de su principal gestor.....	54

Índice de ilustraciones

- Ilustración 1. Evolución del precio del dinero.
- Ilustración 2. Evolución del *Bestinver International Fund*.
- Ilustración 3. Evolución del *SKAGEN Global Fund*.
- Ilustración 4. Ranking en 2010 de fondos de inversión en España.
- Ilustración 5. Ranking en 2010 de fondos de pensiones en España.
- Ilustración 6. Evolución del *Monteagle Select Value Fund*
- Ilustración 7. Evolución de la inversión de un dólar en diferentes activos financieros.
- Ilustración 8. Partidas de las cuentas que pueden verse afectadas por estas prácticas contables creativas.
- Ilustración 9. Comparación de ratios de solvencia de VISCOFAN.
- Ilustración 10. Comparación de ratios de rentabilidad de VISCOFAN.
- Ilustración 11. Unidades de negocio de VISCOFAN.
- Ilustración 12. Flujo de caja y dividendos históricos de VISCOFAN.
- Ilustración 13. Evolución de la cotización de VISCOFAN.
- Ilustración 14. Presencia de GRIFOLS en el mundo.
- Ilustración 15. Lugar de trabajo de todos los trabajadores de la compañía.
- Ilustración 16. Análisis DAFO de GRIFOLS.
- Ilustración 17. Fuente: Prácticas contables para reducir o aumentar el beneficio.
- Ilustración 18. Beneficios históricos de GRIFOLS.
- Ilustración 19. Flujos de caja históricos de GRIFOLS.
- Ilustración 20. Cuadro de comparación de ratios de solvencia.
- Ilustración 21. Cuadro de evolución de ratios de solvencia.
- Ilustración 22. Cuadro de comparación de ratios de rentabilidad.
- Ilustración 23. Cuadro de evolución de ratios de rentabilidad.
- Ilustración 24. Cuadro de comparación de ratios de otros ratios.
- Ilustración 25 Cuadro de evolución de ratios de otros ratios.
- Ilustración 26. Gasto en I+D+i histórico de GRIFOLS.

1. Resumen y “abstract”

Resumen

En este trabajo hemos estudiado uno de los principales estilos de inversión en la historia de este sector. En primer lugar, hemos definido el *value investing* y mencionado los principios y técnicas más importantes dentro de esta escuela. También citamos prácticas que hay que tener en cuenta a la hora de analizar adecuadamente los estados financieros de la compañía, como por ejemplo la contabilidad creativa.

En una segunda parte de nuestro ensayo pasamos a una parte más práctica. La evaluación de VISCOFAN nos muestra un antiguo caso de éxito basado en el *value investing*. Más adelante; nos centraremos en nuestra empresa objetivo, GRIFOLS S.A., analizando sus ratios y ventajas competitivas para concluir en una recomendación.

Por último, elaboraremos una guía basada en los principios de la inversión en valor para valorar las posibilidades de inversión con rentabilidades estables y crecientes.

Abstract

In this essay we have studied one of the main investment styles in the history of this industry. First, we have defined the value investing and mentioned the most significant principles and techniques within this school of thought. Furthermore, we cite practices that must be taken into account to properly analyze the financial statements of the company, such as creative accounting.

In the second part of this thesis we turn to a more practical side. VISCOFAN assessment shows an old case of success based on value investing. Later, we will focus on our target company, GRIFOLS S. A., analyzing their ratios and competitive advantages to sum up in a recommendation.

Finally, we will develop a guide based on the principles of value investing to assess investment opportunities with stable and growing returns.

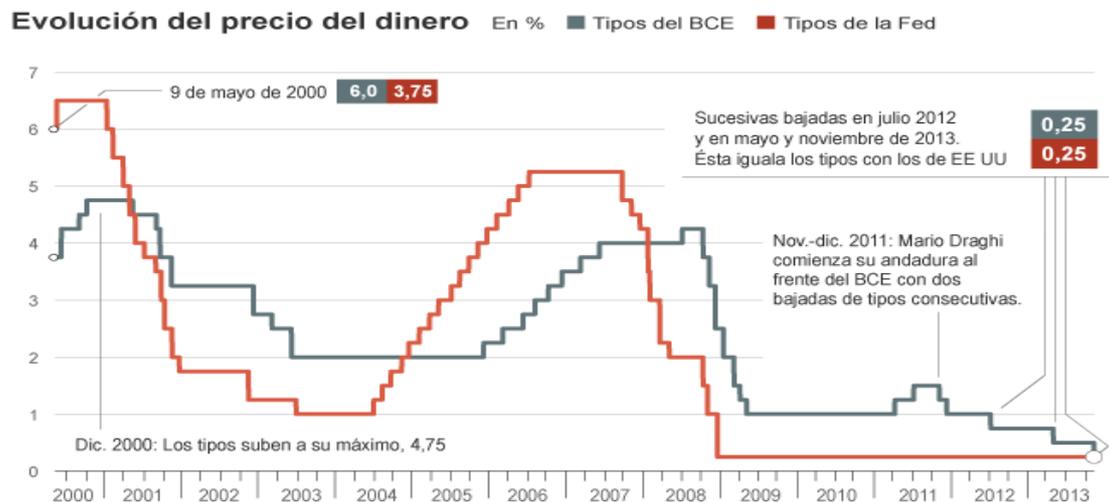
2. Introducción

a) Objetivo general

El principal propósito de este trabajo académico es la obtención de una rentabilidad de nuestro excedente económico por medio de una inversión en las acciones de determinadas compañías que cumplan los requisitos que repasaremos más adelante.

Menciono excedente económico, puesto que, no se debe arriesgar los recursos económicos que nos ayudan a sobrevivir en el día a día. En el caso de una empresa, la utilización de activos necesarios para el negocio principal o el endeudamiento para invertir puede originar problemas de liquidez o lo que es peor, la quiebra. Por otro lado, es obvio que el inversor particular solo debería invertir el sobrante de lo que utilice para sobrevivir.

En la actualidad, estamos observando como los bancos comienzan a reducir los tipos de interés de los depósitos en las sucursales debido al descenso del coste de financiación del sector bancario entre otros factores. Como opción alternativa a depositar nuestros remanentes monetarios en el banco o debajo del colchón, podemos intentar conseguir una rentabilidad mayor sin incurrir en demasiado riesgo. ¿Cómo vamos a lograrlo?.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Alejandro Meraviglia / Cinco Días

Ilustración 2. Fuente: Meraviglia, A. "El BCE baja por sorpresa los tipos de interés a 0,25%". Cinco Días (11/2013).

Seguiremos la estrategia establecida por uno de los patrones de inversión más importantes, el conocido “Value Investing”. Dicha estrategia ha llevado a convertir a Warren Buffett en el mejor inversor reconocido a nivel mundial, ganándose el apodo de “El Oráculo de Omaha”. En el trabajo presentado a continuación trataremos de llevar a cabo un preciso acercamiento a este método obteniendo una rentabilidad tratando de batir al mercado de referencia, pero confiando en empresas fiables para evitar una parte de riesgo.

La principal premisa de nuestra búsqueda será intentar encontrar el valor de diferentes compañías y apostar por él. En algunas ocasiones, el mercado no reflejará el verdadero y justo valor de la compañía y podremos obtener una rentabilidad. Lo cual no quiere decir que no podamos invertir en acciones valoradas correctamente por el mercado, ya que si consideramos que gozan de las características propias del “Value Investing” es probable que continúen en crecimiento.

b) Objetivos específicos

Para alcanzar nuestro objetivo general de invertir en el valor de la renta variable deberemos culminar con éxito los fines mencionados a continuación:

- Aclarar los principios del “Value Investing”. Para intentar ganar un partido de fútbol tenemos que saber como jugar; tácticamente manteniendo nuestras posiciones y mentalidad clara y técnicamente realizando los cálculos necesarios.
- Identificar oportunidad. Una vez tengamos claro los conceptos de nuestra estrategia, analizaremos el mercado en busca de aquellas empresas que se encuentren infravaloradas o tengan una buena proyección de futuro.
- Comparación con mercado y la economía. A continuación, debemos valorar la posición y situación del mercado para establecer el punto de entrada en el tiempo. También tenemos que tener en cuenta el ámbito económico en el que se encuentra el país y los diferentes estados en los que la empresa cuente con negocio.
- Constatar fiabilidad. Para ello llevaremos a cabo un completo estudio de la veracidad de los estados financieros, el funcionamiento de la empresa, las ventas y sus diferentes políticas entre otros.

- Análisis de valor. Lo más importante a la hora de valorar si nuestra empresa objetivo es la oportunidad que estamos buscando es observar si la compañía goza de una ventaja competitiva respecto a sus competidores y sustitutivos.
- Proyección futura. Observar la industria de nuestra empresa objetivo para determinar si es un negocio con posibilidad de expansión a nivel nacional e internacional. En lo que respecta a este objetivo también tenemos que tener en cuenta al consejo de administración, consejero delegado o diferente órgano de gobierno de la compañía y sus diferentes políticas y opiniones de dirección y gestión.

c) Metodología

Para llevar a cabo el estudio que pueda responder a nuestra pregunta de investigación, procederemos a llevar a la práctica las teorías de Buffett, Graham y Fisher entre otros. Todos ellos coinciden en la práctica de la inversión conservadora (“value investing”), cada profesional con su matiz particular evidentemente. También tendremos en cuenta las aportaciones de Oriol Amat y John Blake sobre la docencia de la contabilidad creativa para detectar estados financieros manipulados o fraudes.

En primer lugar realizaremos un estudio de un caso de éxito en el mercado de valores español como es VISCOFAN S.A. Veremos como se cumplen todas las premisas y teorías de este particular tipo de análisis fundamental de una compañía.

Posteriormente, comenzaremos con el estudio y trabajo de campo de nuestra compañía objetivo, GRIFOLS S.A. En dicho trabajo detallaremos la situación en la que se encuentra la compañía en términos financieros. También elaboraremos un análisis tanto del entorno general como específico en el que se encuentra la empresa. Y por último aclararemos si goza de buenas y prometedoras expectativas de futuro en base a una serie de criterios que mencionaremos en el apartado del marco teórico encargado de la explicación del “value investing”.

Igualmente mencionaremos algunas prácticas contables que podrían manipular y tergiversar los datos de los estados financieros de la empresa. Es importante detectar estas técnicas que se encuentran al borde de lo legal, o fraudulentas en algunas ocasiones, para evitar sorpresas y reducir la exposición al riesgo de impago de nuestra inversión en renta variable.

Todo lo anteriormente mencionado tiene como objetivo elaborar y detallar una guía general que conste de los pasos necesarios para llevar a cabo una inversión en valor de carácter fundamental. Es evidente que en cada situación deberemos adaptar nuestras decisiones a determinadas situaciones según la industria, sector, país o el momento del tiempo. Sin embargo, la guía pretenderá englobar todas las posibles fases por las que pueda alcanzar nuestra inversión y sus respectivas soluciones. En el interior de la guía podremos diferenciar:

- a) Elección de industria y mercado en el que vamos a operar.
- b) Análisis completo de la empresa siguiendo las teorías explicadas a continuación.
- c) Valoración de riesgos y fijación de horizonte de inversión de la operación efectuada.

d) Estado y práctica de la cuestión

Varias situaciones o incluso ciertas películas como por ejemplo *El lobo de Wall Street* han llevado a la sociedad a crear una imagen distorsionada de lo que se considera un verdadero inversor de bolsa de valores. Y debido a ello, es importante diferenciar un especulador de un inversor en las empresa del mercado. Al contrario que las políticas cortoplacistas de los especuladores técnicos o “chartistas”, se encuentran los seguidores de la inversión en valor que confían en a largo plazo en negocios conocidos, sólidos y rentables.

En la actualidad nos encontramos con diferentes fondos de inversión o gestoras de activos que siguen esta política de inversión a nivel internacional. En España podemos destacar algunas de ellas como SKAGEN o Bestinver. Todas han elaborado fondos bajo la política sacando gran partido a la renta variable obteniendo grandes rentabilidades que mostramos a continuación en la siguiente página:



Ilustración 2. Fuente: Rankia.com

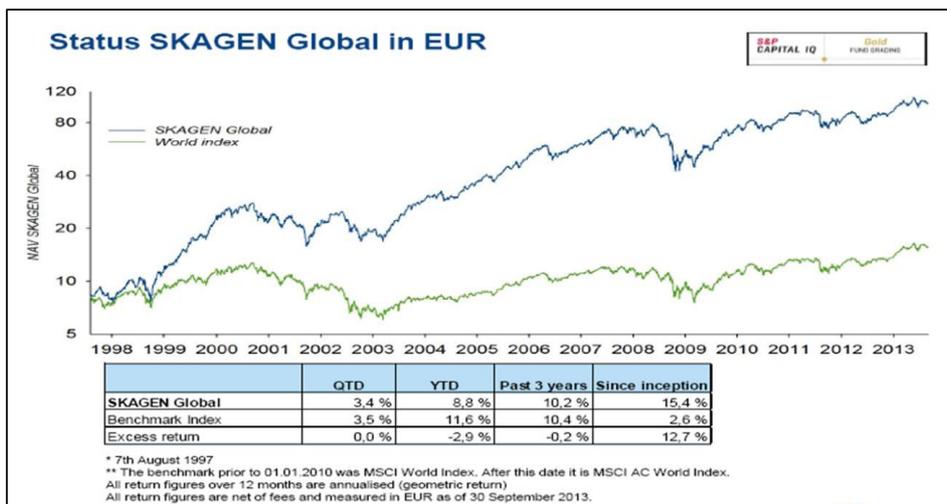


Ilustración 3. Fuente: Unience.com/Skagen funds.

Con respecto a Bestinver, podemos calificarla como la gestora independiente líder en España que basa sus decisiones de inversión en la filosofía que estudiamos en este trabajo, el *value investing*. La compañía propiedad del Grupo Acciona al 100% se ha coreado entre las principales gestoras a nivel nacional con grandes actuaciones de sus fondos de inversión (como hemos visto en la ilustración 2) y de sus planes de pensiones. Más adelante presentamos varios rankings que muestran la evolución de Bestinver entre 1990 y 2010.

Sin embargo, en diciembre de 2014 se produjo un importante acontecimiento en las filas del equipo de Bestinver. Francisco García Paramés deja la gestora por diferencias con la nueva presidencia ejecutiva impuesta por los Entrecanales y los accionistas, el Grupo Acciona. El gestor gallego pretendía apropiarse del 50 % de la compañía junto a sus socios Álvaro Guzmán y Fernando Bernard, pero los accionistas no estaban dispuestos a ello con lo cual planificaron un cambio de modelo de negocio nombrando a un nuevo presidente ejecutivo (Beltrán de la Lastra). Como consecuencia de la salida de sus tres principales gestores la firma ha perdido más de 2.000 millones de euros en sus ramas de negocio española y luxemburguesa de fondos, pensiones, sicav y mandatos, lo que supone una caída del 28% en su volumen de activos. Francisco García Paramés ha dejado a la gestora con unos beneficios un 51% más altos que en el primer semestre de 2014 y doblando casi a la segunda gestora con mejores resultados, Santander AM. Veremos a ver si el nuevo equipo de gestión es capaz de mantener estas rentabilidades.

Tabla 1. Ranking 2010 de Gestoras de Fondos de Inversión en España
Análisis del periodo 1995-2010

	A	B	C		A	B	C		A	B	C			
1	Bestinver	0,7	8,2	2,8	29	La Caixa	2,7	0,5	9,7	57	Banco Pastor	3,1	-0,2	8,6
2	Profit	1,6	1,8	7,2	30	Lloyds Bank	2,7	1,0	4,7	58	B. Espirito Santo	3,1	0,0	10,2
3	Metagestion	1,8	0,1	8,1	31	Ibercaja	2,7	0,5	8,5	59	Caja Penedes	3,1	0,3	9,2
4	Bankpyme	1,9	2,4	7,1	32	Caja Layetana	2,8	2,5	8,1	60	Caja Vital	3,1	0,3	8,3
5	Mutua Madrileña	2,0	3,6	7,8	33	BNP Paribas España	2,8	0,5	8,4	61	Euroagentes	3,2	-1,4	9,5
6	Caja Arquitectos	2,1	1,2	3,4	34	Deutsche Bank	2,8	0,2	8,3	62	Creoiges	3,2	0,4	8,1
7	Banco Alcala	2,1	1,7	5,5	35	Credit Suisse	2,8	0,9	8,7	63	Asesores y Gestores	3,2	-0,5	13,8
8	Merchbanc	2,1	3,0	6,4	36	Banco Gupuzcoano	2,8	0,7	8,9	64	Caja Cantabria	3,2	0,1	7,0
9	Inverseguros	2,2	0,6	5,8	37	Psu	2,8	0,8	7,0	65	Caja Asturias	3,2	-0,1	9,7
10	Gesconsuit	2,4	0,7	6,5	38	Bilbao Bizkaia Kutxa	2,8	-0,1	9,3	66	Caja Salamanca Sonia	3,2	-0,6	8,9
11	Gesnorfe	2,4	1,0	7,0	39	Caja Mediterraneo	2,8	0,6	7,0	67	Caja Ingenieros	3,2	0,5	9,8
12	Edm Holding	2,5	1,6	8,1	40	Banco Popular	2,8	0,5	9,0	68	Interbrokers	3,3	-1,6	10,9
13	Dux Inversores	2,5	0,9	10,8	41	Banco Sabadell	2,8	1,0	8,0	69	Welzia	3,3	-0,4	14,6
14	Aviva	2,5	-2,8	11,7	42	Barclays	2,8	0,1	7,6	70	Fonditel	3,3	-0,8	8,6
15	Atlas Capital	2,5	1,3	9,7	43	Allianz	2,8	-0,4	8,8	71	B.B.V.A.	3,4	-0,2	11,0
16	Grupo March	2,5	1,7	6,9	44	Caja Madrid	2,8	0,1	8,3	72	Mapfre	3,4	0,1	8,1
17	Gesiusis	2,5	0,2	11,0	45	Credit Agricole	2,9	0,7	7,3	73	Privat Bank-Degroof	3,4	-2,0	12,9
18	Bca Privada Andorra	2,6	1,7	9,2	46	Inversis	2,9	0,2	11,6	74	Caja Cataluna	3,5	-0,2	11,1
19	U.B.S.	2,6	0,2	8,8	47	Albante	2,9	2,2	10,0	75	Norakapp	3,5	-1,4	12,2
20	Seguros Bilbao	2,6	-0,1	8,3	48	Bankinter	2,9	-0,2	8,9	76	Unicaja	3,5	0,4	11,4
21	Banco Caminos	2,6	-1,2	8,0	49	Bancaja	3,0	-0,3	9,7	77	Ahorro Corporacion	3,5	0,0	9,1
22	Gvc Gaesco	2,6	1,3	8,7	50	Caja Laboral Popular	3,0	0,3	7,9	78	Caja Navarra	3,6	-1,1	10,3
23	Caja Manresa	2,6	2,3	8,1	51	Santander	3,1	0,2	8,9	79	Caja Gupuzcoa	3,6	-1,6	11,5
24	Cartesio Inversiones	2,6	3,4	13,5	52	Renta 4	3,1	0,2	10,6					
25	Intermoney	2,6	-1,3	9,4	53	Banco Cooperativo	3,1	0,4	8,7		Promedio	2,8	0,4	8,9
26	Fibanc	2,6	0,9	6,5	54	Gesbusa	3,1	0,6	7,1		MAX	3,6	8,2	14,6
27	Unnim	2,6	-1,2	9,1	55	Mirabaud Gestion	3,1	-2,3	11,3		min	0,7	-2,8	2,8
28	Consulnor	2,7	0,1	10,5	56	Caja España	3,1	0,5	10,3					

No se incluyen en el ranking 9 gestoras que, o bien poseen un solo fondo o tienen menos de 5 años de historia (entre paréntesis el ranking que habrían obtenido): Belgravia (2), Fondespaña Ahorro (38), Gescofax (46), Bk Reval. Intern. (48), Alpha (66), AC Capital 1 (76), Mdef Gestefin (84), Acapital Finanzas (87) y Caja Extremadura (88).

Ilustración 4. Explicada en ilustración 5.

Tabla 1. Ranking 2010 de Gestoras de Fondos de Pensiones en España

Análisis del periodo 1990-2010. Sistema individual				
Rk	A	B	C	
1	Bestinver	0,7	7,3	2,1
2	Mutua Madrileña	1,5	2,6	5,3
3	Merchbanc	1,7	2,3	4,3
4	Alico	1,7	2,5	2,1
5	Mut.Ingen.Ind.Cat.	1,8	1,6	5,9
6	Cnp	1,9	1,4	5,3
7	Banca Puyo	1,9	1,3	3,0
8	Ficis Seguros	1,9	1,1	4,0
9	Caja Manresa	1,9	1,9	4,7
10	Grupo March	1,9	3,1	4,5
11	Ina Group	1,9	1,6	5,3
12	Cajasur	2,0	1,9	5,2
13	Seguros Corte Ingles	2,1	2,0	4,1
14	Hermanad Nac.Arquit	2,2	0,4	3,8
15	AgrupacMutua Com.In	2,2	1,4	4,9
16	Groupama	2,2	0,8	6,8
17	Gesnorfe De Pensione	2,2	1,8	3,2
18	Seguros Bilbao	2,3	1,3	3,6
19	Biharko	2,4	0,2	6,8
20	B.B.V.A.	2,4	0,4	5,4
21	Caja Asturias	2,4	0,7	5,5
22	Segurocaixa Holding	2,4	0,3	7,0
23	Deutsche/Zunch	2,4	0,5	6,5
24	Aegon Seguros	2,5	1,9	2,7
25	Renta 4	2,5	-1,1	9,2
26	Caja Layetana	2,5	0,4	7,0
27	Iberocaja	2,5	-0,3	7,5
28	Cajamar Vida	2,6	-1,0	7,9
29	Espirito Santo	2,7	0,0	6,3
30	C. A. La Inmaculad	2,7	-0,9	7,2
31	Catalana Occidente	2,7	-0,7	7,3
32	Barclays Bank	2,8	-0,3	6,8
33	Caja Madrid	2,8	-0,6	7,4
34	Caixa Penedes	2,8	-1,4	8,6
35	Caja Laboral	2,8	0,2	5,9
36	Axa Pensiones	2,9	-0,3	7,0
37	Caja Ingenieros	2,9	0,7	6,4
38	Generali	2,9	-0,2	7,3
39	Caja Arquitectos	2,9	-0,3	7,9
40	Fonditel	2,9	-0,7	9,5
41	Caixaterrassa	2,9	-0,9	7,3
42	Banco Pastor	2,9	-0,4	5,9
43	Inverseguros	3,0	0,9	8,5
44	Banco Sabadell	3,0	-0,8	7,5
45	Mapfre	3,0	-0,6	8,5
46	Gvc Geesco	3,1	-0,2	6,4
47	Caja Navarra	3,1	-0,2	6,9
48	Santander	3,2	-1,0	8,4
49	Caja Taragona	3,2	-0,7	7,3
50	Banco Guipuzcoano	3,2	-0,2	6,2
51	Asesores & Gestore	3,2	-1,7	11,0
52	Caja Rural	3,3	-0,7	6,6
53	Aviva	3,3	-1,0	8,0
54	P.S.N.	3,3	0,3	9,2
55	Grupo Caser	3,3	-1,4	8,3
56	PromotorB.De Madri	3,4	-1,9	10,8
57	Liberty Seguros	3,4	-2,3	11,3
58	Banco Popular	3,4	-1,5	7,8
59	Caixa Sabadell	3,5	-0,8	6,2
60	Banco Caminos	3,7	-3,7	17,0
61	Caja Cantabria	3,7	-1,4	8,1
62	Fineco	4,0	-2,8	7,0
63	Caja Mediterraneo	4,2	-2,3	8,6
64	Caja Cataluña	4,4	-3,4	10,8

Ilustración 5. Invertia.com. Columna A: $\frac{R_{\text{máxima}} - R}{\sigma}$ para todos los fondos gestionados por la gestora. Columna B: Promedio (R) rentabilidad promedio de los fondos gestionados por cada gestora. Columna C: Promedio (R_{máx}-R) de todos los fondos gestionados por la gestora.

A nivel internacional, el mejor fondo en términos de rentabilidad fue el *Monteagle Select Value Fund* de la gestora estadounidense. En los últimos cinco años ha conseguido una rentabilidad de 17,26% y en los pasados tres años de 25,35%, aunque para conseguir dicha rentabilidad también ha tenido que incurrir en un mayor riesgo. 11,5% de desviación estándar ha sido la volatilidad alcanzada por el fondo y un ratio de Sharpe de 2.03, incluso la beta es de 1,15 lo que implica una mayor volatilidad en el fondo que en el mercado. Dicho fondo es un ejemplo de éxito de “value investing” y podemos observar la gran revalorización a cinco años de este vehículo de inversión en el siguiente gráfico.

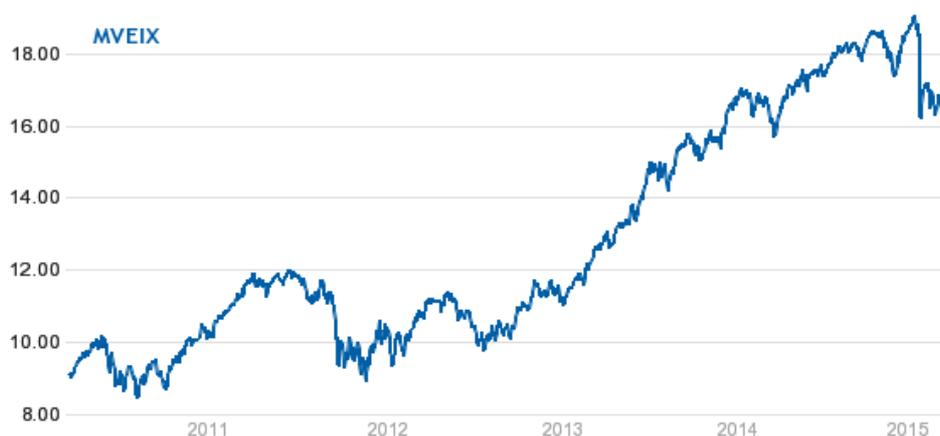


Ilustración 6. Morningstar.com

3. Marco teórico

a) “Value investing”

i. Definición

Si tuviéramos que reflejar el concepto de una operación de inversión de estilo value en una frase lo más acertado sería recurrir a una de las afirmaciones del pionero de la inversión en valor, Benjamin Graham.

“Una operación de inversión es aquella que, después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas”.
(Benjamin Graham, re-edición de “El inversor inteligente”, capítulo 2).

Tomando como referencia las palabras de Francisco García Paramés, ex-director de inversiones de Bestinver, definimos la teoría del *value investing* como la capacidad de conocer cuales son los negocios que están funcionando hoy en día y seguirán funcionando en un horizonte de diez años. No se trata de averiguar cuál será el próximo pelotazo en diez años para sacarle el 100% o 200% de rentabilidad; no, no es necesario y además es arriesgado.

De acuerdo con la anterior definición, el máximo fin de la inversión en valor es la búsqueda de títulos de una empresa de sólido estado financiero infravalorada por el mercado. Como sabemos el mercado no es perfecto, no es eficiente aunque tienda a ello y consta de pequeñas irregularidades como por ejemplo el desconocimiento de la verdadera situación financiera-económica de la empresa por parte del inversor o el pánico producido en ciertos momentos de tiempo por cualquier clase de factores que estén relacionados con la empresa de ámbito global o regional.

La diferencia entre el valor intrínseco de la acción y la cotización en el mercado de valores es a lo que denominamos el margen de seguridad. Es una herramienta básica del *value investing* para reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad de la inversión. Su creador fue, el anteriormente mencionado padre de la inversión en valor, Benjamin Graham. Aún en nuestros días es un elemento muy a tener en cuenta por todos los profesionales del sector cuando se realiza un análisis de inversión basado en el “value investing”.

Ejemplo:

Una acción cotiza a 70 euros en el mercado de valores. Sin embargo, el valor intrínseco de cada título que hemos calculado previamente se encuentra alrededor de los 89 euros. Si procedemos a realizar una inversión en esta empresa contaremos con un margen de seguridad de un 21,34%. $(89-70)/89$. Con esta herramienta conseguimos protegernos del riesgo causado por eventos inesperados en la empresa, cambios en el sector, crisis económicas o análisis erróneos de la compañía. Siempre debemos buscar el máximo margen de seguridad posible para paliar el efecto de las irregularidades antes mencionadas en caso de que se produzcan.

Otra característica principal del value investing es la inversión en renta variable en lugar de activos monetarios o renta fija. Esto se debe a la rentabilidad histórica que nos deja la renta variable con respecto a los otros productos o activos financieros. "Por extraño y paradójico que le parezca: La renta variable es el activo-a largo plazo-más rentable y menos arriesgado". Francisco García Paramés, ex director de inversiones de Bestinver. ¿Cuánto habiéramos obtenido en el caso de haber invertido un dólar en renta variable, fija o mercado monetario desde 1925? Creo que el siguiente gráfico muestra de una forma clara quien habría ganado el premio a mejor inversión.

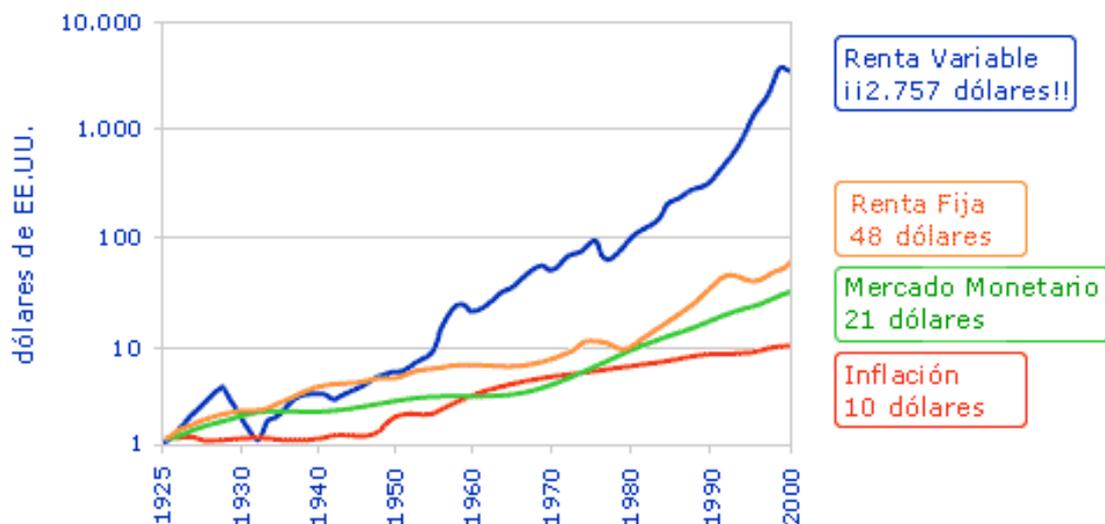


Ilustración 7. <http://labolsayeconomia.blogspot.com.es>

Con este gráfico se intenta demostrar que la renta variable a largo plazo siempre nos va a resultar un activo financiero rentable. No debemos caer en las típicas modas de inversión, como por ejemplo, técnicas especiales o compañías que se encuentren en un rally de rentabilidad debido a la especulación.

Recopilando todo lo explicado anteriormente, podemos aventurarnos a definir el “value investing” o la inversión en valor como la metodología de inversión en acciones de empresas que cumplan con los siguientes requisitos:

1. Una solidez financiera en cuanto a liquidez y solvencia bajo el cumplimiento de unos objetivos en ratios.
2. Una creciente proyección de beneficios y flujos de caja.
3. Una ventaja competitiva frente a sus competidores más directos y futuro de éxito de dicha ventaja.
4. Una directiva competente, ambiciosa, respetuosa, transparente y enfocada a una proyección de los beneficios a largo plazo.
5. Una política eficiente de retorno del capital invertido en los proyectos de I+D+i.
6. Una política mixta de reinversión de beneficios junto con la correspondiente parte a distribución.
7. Una estructura correcta del capital que no cuente con activos derivados como warrants u opciones.
8. Focalización de la actividad de la empresa en su negocio de explotación y no en operaciones extraordinarias.
9. Óptima distribución del capital sobrante en los diferentes activos financieros cuidando el binomio rentabilidad-riesgo.

Esta lista de principios de elaboración propia esta basada en las características y conocimientos de libros de importantes personajes en la materia de la inversión en valor como por ejemplo “El inversor inteligente” de Benjamin Graham o “ Acciones ordinarias, beneficios extraordinarios” de Ken Fisher. A continuación, los explicaremos más en detalle en el siguiente apartado del capítulo basado en la descripción de dichos principios *value* como bien mostramos en el índice.

ii. Principios fundamentales

1. Solidez financiera en cuanto a liquidez y solvencia bajo el cumplimiento de unos objetivos en ratios.

Uno de los principales objetivos que tenemos al analizar una empresa es asegurarnos de su estabilidad contable-financiera ya que vamos a invertir nuestro patrimonio en ella. Para ello vamos a recoger todos los datos posibles no solo de este año o de un año atrás, sino de una progresión del negocio de aproximadamente cinco o diez años dependiendo de la compañía. Tomaremos cifras del balance de activos y pasivos sobretodo porque es el estado financiero que nos resume la situación de apalancamiento y capital de nuestra empresa.

A continuación vamos a nombrar los diferentes ratios que utilizaremos para el análisis de liquidez y solvencia, los objetivos a cumplir según la teoría seguida en este trabajo (Value Investing) y ciertas notas que pueden ser de interés al examinar la empresa.

$$\text{Ratio de liquidez} = \text{Activos corrientes} / \text{Pasivos corrientes}$$

$$\text{Prueba ácida} = (\text{Activos corrientes} - \text{Inventario}) / \text{Pasivos corrientes}$$

$$\text{Grado de apalancamiento en años} = \text{Deuda financiera} / \text{EBITDA}$$

$$\text{Capacidad de pago de gastos financieros} = \text{EBITDA} / \text{Gastos financieros}$$

2. Creciente proyección de beneficios y flujos de caja.

El propio título del principio define a la perfección esta medida de la rentabilidad empresarial. Al igual que en el apartado anterior, obtendremos datos de cinco o diez años atrás, pero esta vez de la cuenta de resultados. No solo debemos analizar el crecimiento del beneficio neto final sino también el del resultado de explotación (actividad ordinaria de la empresa que no incluye movimientos de capital extraordinario).

Dentro de los flujos de caja, haremos hincapié en que la mayor parte de esa rentabilidad monetaria provenga del margen de explotación (actividad ordinaria de la compañía). En los siguientes puntos exponemos los datos más importantes para analizar el crecimiento de la rentabilidad de la compañía.

Mostramos los ratios en la siguiente página:

Rentabilidad de los recursos propios = Beneficio atribuible / Recursos propios

Rentabilidad del capital empleado = NOPAT¹ / Capital empleado → ROCE

(También podríamos calcular la rentabilidad sobre los recursos propios utilizando el *cash flow* generado en vez del beneficio para aumentar la credibilidad del ratio)

3. *Ventaja competitiva frente a sus competidores y futuro de éxito de dicha ventaja*

Para decidirnos a invertir nuestro dinero en una compañía no solo vamos a observar que haya sido solvente, no vaya a quebrar por una favorable situación de su capital y estemos obteniendo una rentabilidad aceptable en años pasados y actuales. Tendremos que mirar al futuro, valorar si esta compañía posee una característica, servicio o producto imposible de alcanzar por la competencia del sector. A continuación, debemos examinar dicha ventaja y observar si cuenta con un futuro prometedor y capacidad de adaptación, ya que esta cualidad del negocio de la compañía se puede convertir en un inconveniente en una situación de cambio en el entorno general o específico como por ejemplo una innovación tecnológica.

En el caso de que la ventaja competitiva haga referencia al vehículo de ingresos como un servicio o producto tendremos que definir si se identifica con una estrategia de diferenciación, especialización o líder de costes.

-Diferenciación: colocar el producto o servicio en un rango de precios elevado por encima de la media del sector. A cambio se ofrece al consumidor unas características Premium que otros competidores no pueden llegar a alcanzar.

-Especialización: establecer el producto servicio en la media de precios del sector aproximadamente. Se busca captar al cliente y el correspondiente ingreso a través de una política de exclusividad en el producto o servicio, que nadie más lo ofrezca.

-Líder de costes: la propia estrategia define la política de buscar el mínimo coste posible y posicionar el producto o servicio por debajo de la media del sector. Ofreciendo una mínima y necesaria calidad en el bien, pero sacrificando cualquier propiedad más sofisticada.

¹ NOPAT: *Net operating profit after taxes*: Beneficio operativo después de impuestos.

4. Una directiva competente, ambiciosa, respetuosa, transparente y enfocada a una proyección de los beneficios a largo plazo.

Una de las principales bases para que funcione una compañía es el órgano de dirección que toma las decisiones estratégicas para la buena gestión, visión y coordinación de todos los departamentos de la empresa. La directiva debe de contar con todos los adjetivos mencionados en el título de este principio, debe ser: competente para poder desarrollar las mejores políticas frente a sus competidores, ambiciosa para intentar conseguir objetivos tanto a medio como largo plazo, respetuosa con los diferentes *stakeholders* que definen el entorno de la empresa, transparente en el porque de todas sus decisiones que repercutan a la gestión del día a día y enfocada no solo a engordar el valor de la compañía para aumentar su paga salarial sino también a velar por el valor y beneficios de la empresa en un largo plazo.

También debemos apreciar los movimientos de compra y venta de acciones de los directivos en el caso de compañías cotizadas (*compra insider*). Podemos observar dichos movimientos en páginas web como www.secform4.com , en las que debemos valorar si estas recompras de acciones son motivadas por fines lucrativos o por proyectos de estabilidad o expansión empresarial.

5. Una política eficiente de retorno del capital invertido en los proyectos de I+D+i.

Una cuestión fundamental en lo referente a la adaptabilidad a nuevas situaciones o nuevas necesidades del consumidor es la capacidad de inversión y desarrollo de la empresa en nuevos proyectos innovadores con visión de futuro, I+D+i.

Pero no solo vamos valorar si la empresa destina presupuesto a operaciones de esta índole, sino que también debemos considerar si el presupuesto dedicado es el adecuado. Para ello vamos a calcular el porcentaje de ventas destinado a investigación. También cabe destacar la importancia de la coordinación entre los expertos y la manera como la alta dirección percibe la naturaleza fundamental de la investigación comercial.

$$\text{Porcentaje de euros empleados en I+D+i} = \text{Gasto en investigación} / \text{Ventas}$$

Por último compararemos las variables y los resultados de la fórmula calculada con otros competidores.

6. Una política mixta de reinversión de beneficios junto con la correspondiente parte a distribución.

Seguir un patrón en la política de distribución del resultado de ejercicio puede ser perjudicial para la empresa; ya que en algunas ocasiones, como por ejemplo una época de recuperación económica, la empresa necesitará más reinversión de los beneficios y menores dividendos para competir en el mercado atrayendo a nuevos consumidores y afianzando a los ya existentes. Sin embargo el accionista minoritario exigirá el rendimiento del beneficio empresarial ya que parte de la compañía le pertenece. En esta situación es donde la intervención de la dirección es clave para contentar a ambos colectivos: grandes accionistas a favor de la continuidad del negocio por medio de la reinversión de dividendos y pequeños accionistas que reclaman su rentabilidad (yield).

7. Una estructura correcta del capital que no cuente con activos derivados como warrants u opciones.

Para considerar este principio podemos recurrir a un ratio muy eficiente utilizado por Warren Buffett en ciertos ejemplos en su libro “Buffettología”, el “*debt to capital*”. Para el oráculo de Omaha lo ideal es que no se muestre en el ratio que la deuda supera el 30% de los recursos propios más el pasivo total, pero es un límite de aplicación general ya que depende del tipo de negocio. Desarrollo:

Debt to capital= Deuda a corto plazo y largo plazo / Patrimonio neto + pasivo total

Ideal: <0,3.

*Asegurarnos de que la empresa no cuenta con opciones, warrants o diferentes activos que se puedan convertir en acciones nos ayudará a calcular el anterior ratio.

8. Focalización de la actividad de la empresa en su negocio de explotación y no en operaciones extraordinarias.

Tener claro la principal fuente de ingresos de la compañía es muy importante ya que será una de las principales bazas en la que vamos a confiar para invertir en ella. Con lo cual, observar que la empresa se centra en su negocio de explotación e intenta mejorarlo en cualquier ámbito será una de las premisas de este principio. Para ello, también existen una serie de ratios entre los que usaremos uno de los más significativos denominado el *Gross Margin*, utilizado igualmente por el señor Buffett.

Margen de explotación= (Ingresos – costes del inventario vendido) / Ingresos
Buscamos el ideal por encima del 30%.

También debemos observar si la compañía cuenta con ingresos extraordinarios, en que momento y a que se deben. Porque considerar unos ingresos extraordinarios como actividad de la empresa pueden tergiversar el beneficio neto empresarial y los ratios relacionados con esta cifra. Con lo cual, la lectura de la memoria es fundamental para averiguar el origen de las actividades extraordinarias de la empresa y tener en cuenta su importancia.

9. Óptima distribución del capital sobrante en los diferentes activos financieros cuidando el binomio rentabilidad-riesgo.

La colocación del capital sobrante (en el caso de contar con ello) es una tarea determinante para conseguir una rentabilidad extra que puede aportar una seguridad económica-financiera a la compañía. Debemos buscar si existe un equilibrio entre los diferentes activos financieros en los que tengan colocadas las reservas de capital. Basándonos en las premisas del “*value investing*” buscamos una distribución conservadora; es decir, la colocación del capital sobrante en activos financieros que no generen mucha rentabilidad, sujetos a muy poco riesgo y con la capacidad de recuperación del principal de carácter inmediato o en un corto plazo.

Con esto conseguimos asegurar y fortalecer a la empresa frente a imprevistos, logrando una mínima rentabilidad sujeta a muy poco riesgo. Además si conseguimos que dichas inversiones estén relacionadas con el negocio principal de la empresa podremos fortalecer la fuente de ingresos más importante que debe ser su resultado de explotación.

b) Prácticas influyentes en la valor de la compañía: Contabilidad creativa

En las prácticas de valoración y consideración de la credibilidad de los estados financieros debemos tener en cuenta diversas maneras de contabilizar los asientos que produce la compañía. Así mismo, saber diferenciar entre esta clase de contabilidad y el fraude es un factor clave para identificar oportunidades de inversión o momentos de desinversión. Por lo general, estas prácticas estarán englobadas bajo el nombre de contabilidad creativa y modificarán parcialmente los resultados de la empresa. Pero si dichas alteraciones no cumplen con las reglas establecidas por la autoridad incurrirían

en un acto de fraude contable. A continuación vamos a nombrar las diversas prácticas entre las que se fundamenta la contabilidad creativa.

Las partidas de las cuentas que pueden verse afectadas por estas práctica contables son:

<u>Cuentas</u>	Efectos por medio de inmovilizado material	Efectos por medio de inmovilizado inmaterial	Efectos por medio de <i>leasing</i>	Efectos por medio de la gestión de inventario
+ - gastos	-Provisiones por depreciación. -Activación de gastos de mantenimiento.	-Imputación de gastos de investigación y desarrollo.	- <i>Leasing</i> operativo	-Inclusión de costes en el precio de adquisición.
+ - ingresos	-Modificar criterios de amortización. -Imputación de costes indirectos.	-Imputación de gastos de investigación y desarrollo.	- <i>Leasing</i> financiero	-Inclusión de costes indirectos en coste de producción.
+ - activos	-Actualización de balances.	-Decisión de saneamiento previo.	- <i>Leasing</i> financiero	-Método de valoración utilizado.
+ - RRPP	-Modifica el beneficio a través de las anteriores prácticas.	-Impacto sobre el beneficio de provisiones de inversiones financieras.	-Modificar beneficio por medio de cuentas cambiantes.	-Provisiones por depreciación. -Método de valoración de existencias.
+ - deuda	-Capitalización de intereses y diferencias de cambio.	-	- <i>Leasing</i> financiero	-
Reclasificación de activos o pasivos	-Actualización de balances.	-	-	-

Ilustración 8. Fuente: elaboración propia.

La tabla anterior es un esquema de las técnicas de modificación de estados financieros que explicaremos en los siguientes párrafos. Por lo general estas prácticas se aplican al beneficio empresarial.

En primer lugar se analizan los efectos que tienen los cambios en elementos del inmovilizado material. Por ejemplo, en el caso de activar los gastos de mantenimiento y contabilizar más provisiones dará lugar a un aumento en los gastos y su consiguiente reducción en el beneficio atribuible. Por otro lado, también tenemos la opción de incrementar los ingresos imputando los costes indirectos en la construcción de los inmovilizados o recurriendo a la modificación de métodos de amortización.

Para estudiar los efectos en el beneficio contable a través del inmovilizado inmaterial debemos atenernos a los principios de prudencia y correlación. Del equilibrio perfecto entre ambos principios o de la consideración de uno de ellos en virtud del otro dependerá la imputación de la principal partida de este apartado: los gastos en investigación y desarrollo. Ya que es posible introducirlos en el año en el que se incurren y reducir el beneficio dicho año (prudencia) o contabilizarlos dependiendo de la duración del proyecto en que se ha invertido en investigación (correlación).

Otra de las técnicas utilizadas para “manipular” las cuentas financieras es la utilización de un *leasing*² operativo o financiero. En el caso de decantarse por la utilización del *leasing* operativo, la compañía contabilizará un gasto operativo de arrendamiento en la cuenta de resultados que hará reducir el beneficio operativo. Pero exista otra manera de emplazar el *leasing* en los estados financieros: *leasing* financiero. Si este contrato cumple una serie de condiciones puede clasificarse como financiero y se procederá a un método de actuación diferente. Los flujos de efectivo pagados a la empresa que concede el uso del bien se computan como intereses y deuda, con lo cual no afecta a nuestro resultado operativo. La principal característica es la financiación del 100% del activo y la opción de compra al final del periodo de *leasing*.

² Es una operación de arrendamiento financiero que consiste en la adquisición de una mercancía, a petición de su cliente, por parte de una sociedad especializada. Posteriormente, dicha sociedad entrega en arrendamiento la mercancía al cliente con opción de compra al vencimiento del contrato. En este contrato el arrendador traspaasa el derecho de usar el bien a cambio de un pago de rentas de arrendamiento durante un plazo determinado al término del cual el arrendatario puede hacer tres cosas: comprar el bien por un valor determinado (y bajo), devolver el bien o alargar el periodo de *leasing*.

Por último nombramos el efecto de la gestión de inventario en gastos e ingresos contables. Para ilustrar como puede afectar al resultado de explotación la utilización del *FIFO* o *LIFO* a continuación describimos una situación empresarial.

Ejemplo ilustrativo de *FIFO* o *LIFO*³:

En un periodo de inflación, en el que los precios de las materias primas suben año a año, una compañía adquiere 10 unidades de materia "A" a 10 20 y 30 euros cada año. El precio de venta son 50 euros en el año 3.

Bajo un método de valoración *FIFO*, en la venta de 20 unidades, venderemos las unidades adquiridas en los dos primeros años. $COGS^4 = 10 \cdot 10 + 10 \cdot 20 = 300$ euros. Beneficio = $50 \cdot 20 - 300 = 700$ euros y en inventario en balance nos quedaría: $10 \cdot 30 = 300$ euros.

Sin embargo, bajo el método *LIFO* descubrimos diferentes resultados. $COGS = 10 \cdot 20 + 10 \cdot 30 = 500$ euros. Beneficio = $50 \cdot 20 - 500 = 500$ euros y en inventario de balance nos quedaría: $10 \cdot 10 = 100$ euros.

En conclusión, para situaciones de inflación nos deparará mejores resultados la técnica del *LIFO* en términos fiscales. Sin embargo en situaciones deflacionarias, el método *FIFO* sacará el máximo partido a la diferencia de precio de coste y venta. Como se especifica en la tabla estos cambios de valoración tan repentinos de un año a otro pueden variar el inventario de la compañía, es decir el activo corriente.

³ *First in first out*: la primera mercancía comprada es la primera en venderse.

Last in first out: la última mercancía comprada es la primera en venderse.

⁴ *Cost of goods sold*: coste de la mercancía vendida.

4. Estudio de campo y resultados

a) Resumen de un pasado ejemplo de éxito: VISCOFAN S.A.

Acogiéndonos a todos los conceptos explicados en el marco teórico y las teorías aclaradas anteriormente hemos escogido una empresa que cumple la mayoría de dichos conceptos.

VISCOFAN S.A. nace en Navarra en 1975. El grupo empresarial se dedica al sector alimenticio a través del grupo IAN con marcas como “La carretilla”, pero su principal actividad comercial es la elaboración de envolturas artificiales y tripas (en sustitución a las tripas naturales) para la industria cárnica. La empresa cuenta con fábricas en España, Alemania, República Checa, Serbia, EE. UU., México, Brasil, China y Uruguay; y es líder a nivel mundial en el sector de su actividad al contar con el 26% de la cuota de mercado en más de 120 países. VISCOFAN S.A. comenzó a cotizar en el mercado bursátil español en 1986, pero es en diciembre de 2012 cuando inicia su andadura entre las 35 empresas con más capitalización de España sustituyendo a Gamesa.

Comenzamos el análisis resumido de VISCOFAN S.A. atendiendo a los nueve principios; ya que más adelante nos centraremos en un estudio más detallado de nuestro principal ejemplo, GRIFOLS S.A. Todos los datos examinados son a fecha de diciembre de 2014 para mostrar la evolución de la acción de dicha fecha a día de hoy y verificar el acierto de la inversión.

I. En primer lugar calcularemos todos los ratios mencionados anteriormente y realizaremos un breve comentario de los resultados al final de cada uno de los análisis. También procederemos a la comparación de nuestra compañía objetivo con el sector y su principal competidor.

Ratios de liquidez y solvencia:

- Ratio de liquidez = $373.608 / 166.352 = 2,245$
- Prueba ácida = $184.523 / 166.352 = 1,109$
- Grado de apalancamiento en años = $266.218 / 185.792 = 1,432$

(Para calcular el EBITDA, sumamos al EBIT los gastos por amortización)

- Capacidad de pago de gastos financieros = $185.792 / 4.257 = 43.643$

A nivel general los ratios indican una compañía suficientemente solvente y muy líquida. No consta de endeudamiento prácticamente, ya que se pagaría toda la deuda de la empresa con un EBITDA y medio. Tampoco sufre problemas de quiebra por no poder pagar préstamos ya que la capacidad de pago de gastos financieros de 43,643 nos ofrece una situación muy superior a la ideal de 8 o 9 mencionada en apuntes de la asignatura de Análisis Financiero.

Por último, y referente a los ratios de solvencia y prueba ácida, hemos desarrollado una tabla en la que los resultados sitúan a VISCOFAN S.A. en una clara posición ventajosa.

Comparación	VISCOFAN S.A.	DEVRO ⁵	Sector
Ratio de solvencia	2,42	1,68	1,37
Prueba ácida	1,11	0,98	0,73

Ilustración 9. Fuente: elaboración propia.

Ratios de rentabilidad

- $ROE^6 = 106.452 / 575.867 = 0,1848 \rightarrow 18,48\%$
- $ROCE = 105.192.72 / 552.482,77 = 0,1904 \rightarrow 19,04\%$

Ambos datos muestran un gran retorno, tanto para la inversión a través de la información obtenida de la cifra del ROCE, como para los accionistas fijándonos en el ROE. Al igual que hemos hecho con los anteriores ratios mostramos en la siguiente ilustración la comparación con DEVRO y el sector.

VISCOFAN S.A. domina de nuevo, aunque debemos mencionar que los valores de DEVRO a cinco años para el ROE y ROCE suelen situarse entorno al 12% y 20% respectivamente. Sin embargo, en 2014, su beneficio se vio reducido más de un 20% debido a los bajos volúmenes de venta y a los altos gastos en inversiones de tecnología de fabricación a bajo precio.

Comparación	VISCOFAN S.A.	DEVRO	Sector
ROE	18,48%	1,59%	8,17%
ROCE	19,04%	3,02%	10,08%

Ilustración 10. Fuente: elaboración propia.

⁵ DEVRO: compañía escocesa fundada en 1962. Principal competidora de VISCOFAN S.A. a nivel internacional en el sector de procesamiento de comida a través de las envolturas artificiales. Cuenta con una cuota de mercado alrededor al 17% y factura 232.3 millones al año.

⁶ ROE: *Return on equity*: rentabilidad para los accionistas.

Según *Warren Buffett*, en su libro “El inversor inteligente”, es necesario la media de los cinco años anteriores para evitar esta clase de imprevistos. Y siempre se debe buscar un ROCE y ROE mayor al 15% generalmente. Estas cifras mostrarán la preocupación de la directiva porque el negocio marche bien y tenga continuidad y retorno.

Margen de explotación

- $Gross Profit = (687.063 - 201.021) / 687.063 = 0,707 \rightarrow 70,7\%$

Esta cifra nos muestra que el negocio de explotación de la empresa es fructífero. Además el porcentaje supera con creces el mínimo establecido por grandes inversores como *Buffett* para considerar una inversión, el 30%. Comparándolo con DEVRO y el sector, obtenemos una diferencia aproximada de 35 y 45 puntos porcentuales respectivamente. La superioridad de la empresa navarra en este aspecto es absoluta.

II. En segundo lugar procedemos a analizar al equipo directivo y su gestión. Trataremos de estudiar sus decisiones en torno al producto de la empresa, sus líneas de negocio y sus futuras expansiones a nuevos mercados o reducciones de los ya existentes. También observaremos si sus acciones concuerdan la búsqueda de una políticas de estabilidad y crecimiento a largo plazo.

Su consejo de administración está formado por diez consejeros entre los que destacamos el presidente José Domingo de Ampuero y Osma y el vicepresidente primero Nestor Basterra Larroudé. Ambos cuentan con clara participación en la compañía lo que les lleva a tomar decisiones bajo la presión de la pérdida de su patrimonio. En el caso del presidente, la participación se efectúa por la inversión del grupo Corporación financiera Alba que cuenta con un 7% del capital aproximadamente (un porcentaje muy representativo para una empresa que cotiza en el IBEX 35). Por otro lado; Nestor Basterra cuenta con casi un 0,5% de acciones directas⁷. Si se le debiera de achacar algo es la ausencia de autocartera por parte de VISCOFAN, ya que siempre suele ser recomendable contar con ella para aumentar la participación y control sobre la compañía.

Las decisiones de la comisión ejecutiva de definir claramente los productos fabricados

⁷ 212.452 acciones directamente convertibles y con capacidad de voto adquiridas desde su propio patrimonio.

es uno de sus factores claves que impulsan a la compañía a conservar el liderato en envolturas cárnicas a nivel mundial. El siguiente gráfico nos muestra como VISCOFAN desarrolla procesos de fabricación de las cuatro posibles envolturas artificiales cubriendo todos los nichos y solicitudes de la oferta.

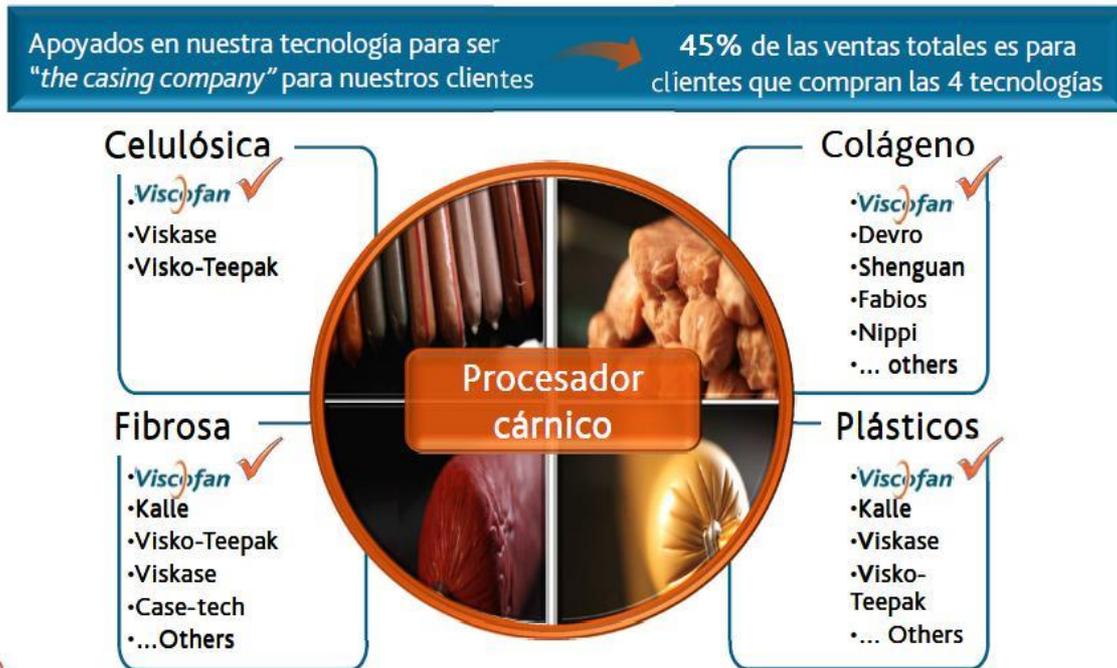


Ilustración 11. Fuente: Ballester, A. (2012) <http://inbestia.com/analisis/viscofan-el-porque-de-su-liderazgo>.

En varios informes de finales de 2013 y 2014 la empresa navarra ha hecho referencia al buen desempeño del departamento de I+D+i, ya que muy pocas compañías en el mundo cuentan con la tecnología necesaria y el *know how* necesario para desarrollar este tipo de producto eficientemente. Teniendo en cuenta la veracidad de dicha afirmación, podemos concluir que VISCOFAN cuenta con un departamento de I+D+i eficiente y creciente.

Otro de los factores determinantes en su consolidación como líder de la industria es la globalización de la compañía. Dicha internalización de la empresa y de sus ventas ha otorgado a VISCOFAN la capacidad de solventar las dificultades de la crisis más fácilmente. El proceso de expansión continua con la apertura de la primera fábrica de tripas de colágeno en China que generará multitud de oportunidades hacia el mercado asiático (incluso se vería beneficiado a partir del 2015 por la caída del euro frente a las divisas asiáticas). Sin embargo, el cambio de divisas también puede perjudicarle en ciertas situaciones, como por ejemplo la relación entre el dólar y el euro ya que la exposición al mercado estadounidense es del 29% de su facturación aproximadamente.

III. Por último y con relación a la proyección de la compañía y sus flujos de caja, los estados financieros anteriores nos muestran un balance de flujos de efectivo totalmente positivo y creciente. El siguiente gráfico afirma lo mencionado anteriormente:

DESCUENTO DE FLUJOS DE EFECTIVO (en miles)										por AnalistoADS
AÑO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FCF 2004-2013			19,921	55,950	60,531	77,723	86,508	98,702	104,624	93,373
%			181%	8%	28%	11%	14%	6%	0%	

RETRIBUCIÓN A LOS PROPIETARIOS (en miles)										por AnalistoADS
DIVIDENDOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Efectivo	8,705	8,655	8,980	14,187	8,908	21,671	13,981	26,284	48,188	51,450

Ilustración 12. Fuente: (2014) <http://www.rankia.com/blog/analisis-de-seguridad/2425235-viscofan-2014-analisis-fundamental-cuantitativo-valoracion>.

La política de dividendos de VISCOFAN que podemos apreciar en la ilustración 12 se puede considerar claramente creciente aunque sufra una caída en 2008 debido a la crisis. En dicho año de crisis, el órgano de gobierno llevo a cabo un recorte de dividendo totalmente comprensible ya que, aparte de la reducción del dividendo, la compañía se vio necesitada de liquidez para sus operaciones de explotación.

Basándonos en la información estudiada y contrastada bajo los principios de la inversión en valor podemos mostrar la evolución de VISCOFAN en caso de haberse producido la inversión en el momento del análisis (línea roja).***⁸



Ilustración 13 de la página anterior. Fuente: (2015) <http://invertirbolsaydinero.com/cuando-comprar-acciones-de-una-empresa-segun-philip-fisher/>.

Es evidente el claro crecimiento del valor desde la fecha de nuestro resumido análisis.

⁸ **Nota Importante:** el estudio de VISCOFAN se trata de un análisis reducido para mostrar un ejemplo. En el siguiente apartado entraremos en un estudio más detallado de nuestro caso de análisis: GRIFOLS S.A.

b) Elección de la compañía a estudiar: GRIFOLS S.A.

Para nuestro ejemplo de análisis, en el que podamos aplicar todo lo anteriormente explicado en el marco teórico y algún concepto añadido, hemos escogido GRIFOLS S.A. ¿Por qué hemos escogido en un primer momento dicha compañía?

- Después de realizar un comparación breve de la estructura de capital de todas las empresas del IBEX 35 a través del *screener* del *Financial Times*. En esta comparación se observa el nivel de endeudamiento de las compañías (balance saneado).
- Entre las empresas que hemos escogido de la comparación, se realiza un análisis muy resumido de la proyección de beneficio, flujo de caja y estado de flujos de inversión y explotación.
- Por último y entre las compañías que quedan en la elección; analizamos las ventajas competitivas de cada uno, la posición y facturación de las compañías y su principal fuente de ingresos.

Aún con los tres puntos mencionados anteriormente, nos adentramos a analizar a fondo una compañía que puede que no sea la empresa ideal para invertir nuestro dinero. El estudio de los estados financieros y de las políticas de decisión de la directiva pueden revelar ciertos secretos con los que no habíamos contado anteriormente, secretos que nos pueden frenar a la hora de invertir en nuestra compañía objetivo para conseguir una rentabilidad.

GRIFOLS S.A.

Es actualmente una de las compañías biotecnológicas más importantes del mundo, con una enorme cultura internacional (siendo una compañía española, el 75% de sus empleados trabajan en sus empresas de Estados Unidos). Fue fundada en Barcelona por el Dr. José Antonio Grifols y sus dos hijos en 1940. La compañía comenzó como laboratorio cuya actividad principal era la transfusión de sangre. En 1943, consiguen la patente para España de la máquina utilizada para la obtención del plasma de la sangre. La utilización de dicha patente daría lugar a la creación del primer banco de sangre privado en España en 1945, que empezaría a comercializar productos sanguíneos en 1952. Por lo tanto, se convirtieron en la primera compañía en desarrollar terapias de hematología en España.

Durante la década de 1950, GRIFOLS desarrolló una técnica llamada plasmaféresis, por la cual extraen el plasma de la sangre dejando al paciente con el resto de los componentes de la sangre. Una técnica que se utiliza actualmente por la empresa para combatir varias enfermedades, concretamente, Alzheimer.

La actividad creció y se construyó una planta industrial (actualmente una de las más grandes de Europa) para dar cabida a la aceleración de la demanda. En 1968 la asociación *American Hospital Supply* se asoció con Grifols. Estas relaciones con la administración estadounidense permitió a la empresa española la adquisición de una gran cantidad de conocimientos técnicos para mejorar la eficacia y eficiencia de la actividad empresarial. Gracias a esta asociación, Grifols también implementó controles de calidad en los bancos de sangre, así como la introducción de las llamadas *Good Manufacturing Practises*⁹ en el proceso de producción.

En 1982 *Alpha Therapeutic Corporation / Green Cross Corporation* adquirió la participación en *American Hospital Supply* de Grifols, Víctor Grifols Roura (nieto de José Antonio Grifols) fue nombrado consejero delegado. Bajo su dirección, Grifols aumentó la seguridad de sus productos, así como el comienzo de un proceso de internacionalización que ha llevado a una empresa a llegar a ser uno de los más grandes en el negocio farmacéutico.

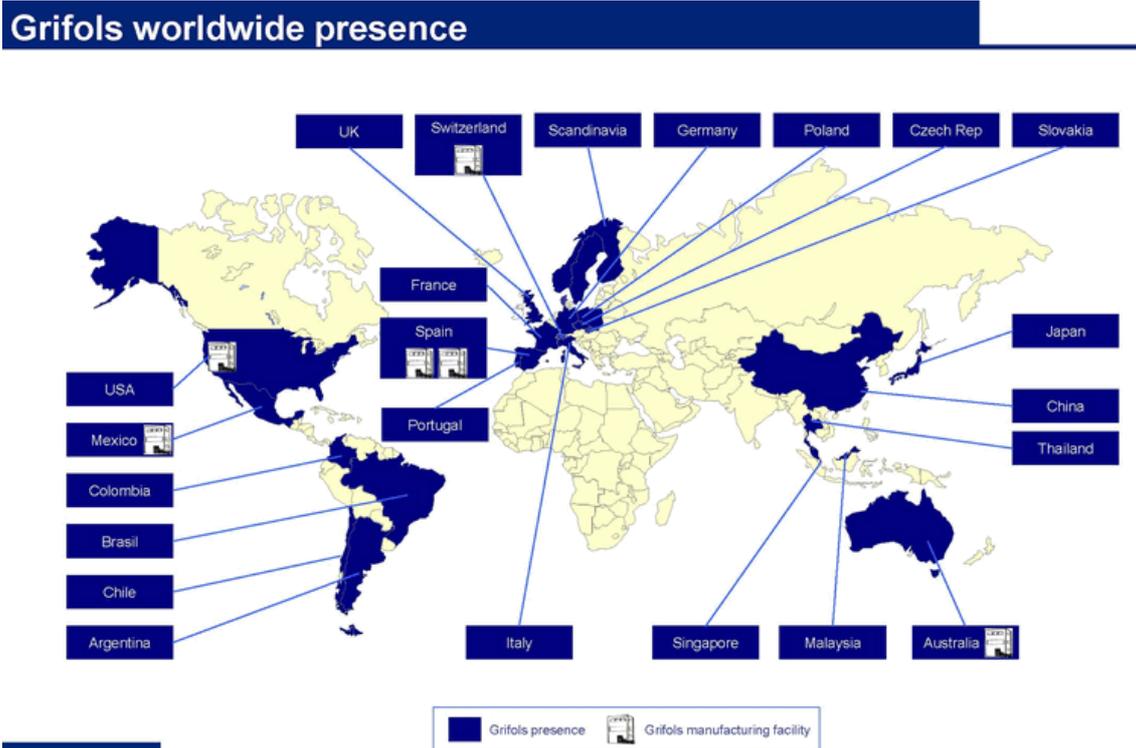
Las tres principales divisiones de negocio de la compañía catalana son:

- La división *Bioscience*; que concentra las actividades relacionadas con su producto más exitoso e importante, los productos de la sangre. A través de una integración vertical, han sido capaces de fabricar y distribuir sus productos al mismo tiempo.
- La división *Hospital*; que agrupa aquellos productos farmacéuticos no biológicos y suministros sanitarios destinados a la farmacia hospitalaria, como soluciones parenterales (fluidoterapia) y productos para la nutrición clínica enteral y parenteral, y otros equipos e instrumentos médicos.
- La división *Diagnostic*, especializada en el diagnóstico in vitro. Fabrica y desarrolla aparatos e instrumentación para la medicina transfusional como son los test de tipaje.

⁹Prácticas desarrolladas por empresas del sector estadounidenses que implementaban un aumento de la calidad y seguridad del producto.

c) Estudio del entorno general y específico

Grifols es una compañía totalmente internacional, actualmente goza de sedes en 23 países (y con facturación de negocio en 90 aproximadamente) representados en la siguiente ilustración. Una prueba del nivel de internacionalización que han logrado es el hecho de que un 74% de sus empleados trabajan en los EE.UU., y sólo un 21% de ellos están trabajando en España (como se muestra en el gráfico posterior a la imagen)¹⁰.



GRIFOLS

10

Ilustración 14. Fuente: <http://www.rankia.com/blog/small-is-more/2301320-grifols-mundo-nunca-suficiente>.

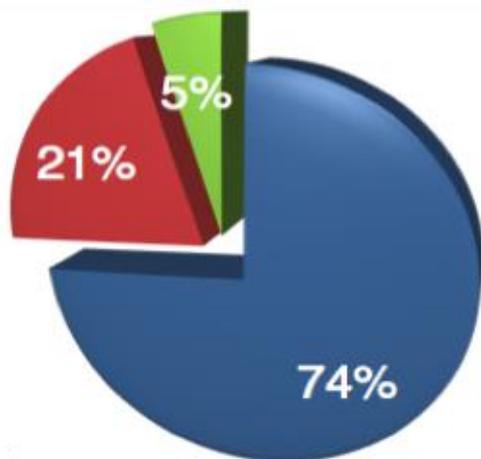


Ilustración 15. Fuente: elaboración propia.

¹⁰ El 5% restante trabaja en el resto del mundo.

Al contar con un mercado mundial y una estructura tan globalizada, podemos encauzar el análisis del entorno general de GRIFOLS S.A. hacia un estudio del entorno global utilizando un análisis PESTEL de los factores determinantes y estratégicos para la compañía. Cabe destacar que cada país contará con un entorno general diferente a los demás, pero la empresa navarra debe priorizar en su análisis las regiones en las que se desarrolle la gran mayoría del porcentaje de su facturación (por ejemplo, EE.UU. con más de un 60%)¹¹.

I. Entorno general

Como hemos concluido anteriormente el entorno general viene definido por todo lo que rodea a la empresa dentro del sistema socioeconómico en el que desarrolla su actividad. Para llevar a cabo el análisis de dicho entorno, procedemos a la elaboración del análisis PESTEL haciendo hincapié en EE.UU. de la compañía:

- ❖ **Factores políticos:** Estados Unidos es uno de los países con mayor estabilidad política que garantiza la proyección del negocio de la empresa. Además, el comercio exterior norteamericano es de gran importancia en la economía del país y apoya considerablemente a las compañías que realizan negocio en el extranjero. Un punto negativo es su política fiscal, ya que no cuenta con las ventajas de un paraíso fiscal. Sin embargo, y en contraposición, la empresa recibe el soporte de una estructura de beneficios y ayudas.
- ❖ **Factores económicos:** El PIB de EE. UU. es el mayor del mundo y a pesar de la crisis sufrida hace unos años, la economía se fortalece actualmente gracias al plan económico impuesto por la Reserva Federal¹². Prueba de ello son: la apreciación del dólar y el crecimiento económico del 2,2% en 2014. Esta inyección de capital tiene como objetivo el incremento del consumo privado, aunque se teme por una posible burbuja crediticia. La tasa de inflación se sitúa en torno al 2%.

¹¹ En la Unión Europea cuenta con un 20% de facturación aproximadamente, mientras que en el resto del mundo la cifra se sitúa en torno al 15% (el 5% restante pertenece a los ingresos no recurrentes que no se desglosan por zonas geográficas).

¹² Inyección de dinero en los mercados del país reduciendo los tipos de interés a mínimos.

- ❖ **Factores socio-culturales:** Si por algo se caracteriza Estados Unidos es por la diversidad de culturas allí asentadas. A pesar de los últimos conflictos entre personas de etnia negra y las fuerza de seguridad del estado, la sociedad es muy tolerante con ciudadanos o empresas extranjeras. Con relación a lo laboral, el país cuenta con un excedente de trabajadores altamente cualificados y reciclados tecnológicamente debido a la crisis. Es destacable, la baja conflictividad laboral, lo que permite obtener una máxima rentabilidad sin pérdida de la productividad.

- ❖ **Factores tecnológicos:** Este país se caracteriza por el gran desarrollo científico y tecnológico que en muchos campos lidera mundialmente, aunque puedan darse críticas a diferentes avances tecnológicos que no cumplan éticas o protocolos. Un alto desarrollo de la partida de I+D+i combinado con unas capacidades técnicas de alto nivel define a este país como emplazamiento ideal para GRIFOLS, una compañía con una gran necesidad de inversión en investigación para prosperar. La empresa navarra también valora la protección de datos privados que le ayuda a mantener ocultos los *know how* y patentes de la producción e investigación.

- ❖ **Factores ecológicos:** A pesar de ser el segundo país más contaminante del planeta (en primera posición se encuentra la República de China), EE. UU. cuenta con leyes de cumplimiento exigido por las empresas en contra de la contaminación y a favor de la sostenibilidad del planeta. El segundo puesto del ranking se debe a su tamaño, no a su mentalidad a favor de la contaminación. En el caso de GRIFOLS, posee un compromiso férreo mediante el Comité de Medio Ambiente que realiza un seguimiento del sistema y del comportamiento ambiental, estableciendo y verificando el cumplimiento de los diferentes objetivos. El Departamento de Medio Ambiente coordina las diferentes actividades y ejerce de motor para la mejora continua en las diferentes empresas del grupo.

- ❖ **Factores legales:** Estados Unidos cuenta con una ley muy disciplinada en término de salud. También se defienden las posibles fusiones o adquisiciones que puedan derivar en situaciones monopolísticas dentro de la industria. En el área de la salud los productos están sometidos a rigurosos controles de calidad.

II. Entorno específico

Dentro de este apartado vamos a estudiar los posibles factores que influirán de forma directa en el desarrollo de la empresa, al pertenecer GRIFOLS al sector de la salud. Para ello vamos a llevar a cabo un análisis PORTER¹³ y DAFO de las competencias de la compañía a nivel global (a diferencia del análisis del entorno general, para el estudio de la industria no es necesario la segmentación por países). Análisis PORTER:

- ❖ **Rivalidad entre competidores:** GRIFOLS se encuentra en el sector de la industria química farmacéutica. En este sector podemos encontrar a pocos competidores al nivel que opera la empresa catalana, pero muy potentes. En la actualidad, son tres los gigantes dentro de esta industria: Baxter, CSL y GRIFOLS. Existe una gran rivalidad y competencia intensa entre ellos; como por ejemplo, por el interés en la adquisición de Talecris. CSL intentó comprar la compañía estadounidense, pero fue GRIFOLS la que finalmente terminó adquiriéndola. Con esta adquisición la empresa catalana comienza a desarrollar sus planes de negocio en igualdad de condiciones que sus competidores en relación a su cuota de mercado (GRIFOLS 27%, CSL 25% y Baxter 21%). Este sector, al contar con barreras de entrada muy fuertes como veremos más adelante, se puede definir como en un oligopolio de gran rivalidad entre las tres compañías mencionadas anteriormente.
- ❖ **Amenaza de nuevos competidores:** No existe verdadero riesgo de nuevos competidores en la industria ya que se trata de un sector que cuenta con cantidad de barreras de entrada a las que es muy difícil sobreponerse. Entre las barreras podemos destacar:

¹³ Esta herramienta permite conocer el grado de competencia que existe en una industria y, en el caso de una empresa dentro de ella, realizar un análisis externo que sirva como base para formular estrategias destinadas a aprovechar las oportunidades y/o hacer frente a las amenazas detectadas. Las cinco fuerzas que esta herramienta considera que existen en toda industria son: la rivalidad entre competidores, la amenaza de entrada de nuevos competidores, la amenaza de ingreso de productos sustitutos, el poder de negociación de los proveedores y el poder de negociación de los consumidores.

- La regulación existente en el sector farmacéutico que exige una autorización previa a la comercialización de los productos (proceso largo y costoso).
 - Grandes necesidades de capital para financiar el proyecto, tanto propio como ajeno.
 - La disposición de perfectos canales de distribución y el alto gasto en I+D+i para permanecer a la vanguardia de la industria.
 - La tecnología y el conocimiento especializado que se requiere para la fabricación y manipulación de hemoderivados.
 - Las economías de escalas, ya que estas compañías operan a gran escala internacional y cuentan con muchos costes fijos para sustentar el proceso de producción.
 - Posibles represalias enérgicas de los competidores ya asentados en el sector. Dichas decisiones pueden derivar en guerras de precios hacia el cliente o cambios en las condiciones con los proveedores motivados por los competidores.
- ❖ **Amenaza de productos sustitutivos:** Los productos ofrecidos por la industria son obtenidos a través de la sangre, es el principal componente de los hemoderivados. En un futuro cercano no observamos posibles sustitutivos de este fluido, como podría ser la creación de sangre artificial. Al utilizar el plasma de la sangre humana, la exposición al riesgo por productos sustitutivos es baja ya que no se puede obtener por métodos de síntesis química.
- ❖ **El poder de negociación de los proveedores:** La integración vertical de GRIFOLS le permite obtener el plasma sanguíneo de sus propios centros de recogida¹⁴. Este método de obtención otorga una fiabilidad máxima, ya que es la propia empresa catalana, la que regula los controles de calidad y seguridad (los productos obtenidos tienen una composición óptima). Con lo cual, podemos concluir, que por su parte GRIFOLS no está sometida a riesgos que puedan ocasionar el poder de negociación de los proveedores.

¹⁴ Otro de los métodos de obtención de plasma se produce a través de las donaciones de sangre en los hospitales.

- ❖ **El poder de negociación de los clientes:** Los clientes habituales no suelen ser los clientes finales del producto, sino los intermediarios como por ejemplo los servicios autonómicos o estatales de salud y las grandes superficies sanitarias (hospitales, complejos sanitarios, clínicas entre otras). En general, los clientes suelen realizar pedidos muy voluminosos y se encuentran altamente concentrados; estas características les otorga un gran poder de negociación.

Análisis DAFO:

<p>Debilidades: El principal hándicap de la compañía es la materia prima. La sangre humana no se puede fabricar y la obtención de ella puede variar por épocas. También podemos destacar la alta rivalidad que deriva en un mercado difícil para GRIFOLS en términos de competencia.</p>	<p>Amenazas: Las principales amenazas son las difíciles barreras de salida en caso de que el negocio no funcione, la gran competencia entre empresas del sector y la necesidad de estar innovando constantemente (sin una cantidad de dinero dedicada a la inversión de I+D+i se puede caer en la obsolescencia)</p>
<p>Fortalezas: La integración total del proceso de negocio, su avanzada tecnología, sus propias patentes, su posibilidades de financiación¹⁵ y la imagen de marca son las fortalezas más importantes que afianzan a GRIFOLS en la posición de líder mundial.</p>	<p>Oportunidades: La principal oportunidad de un negocio que funciona es la expansión. En Estados Unidos ha afianzado su posición con la adquisición de Talecris. Otra gran oportunidad es la obtención de nuevas patentes a través de la investigación como la solución al Alzheimer y enfermedades cardiovasculares¹⁶.</p>

Ilustración 16. Fuente: elaboración propia.

d) Análisis de los estados financieros de GRIFOLS S.A.

¹⁵ Capacidad de endeudamiento para posibles fusiones o adquisiciones, como por ejemplo la compra de Talecris.

¹⁶ Financiado gracias en parte al plan Juncker que aportará 100 millones a la investigación y desarrollo del proyecto.

i. Verificación de beneficios, posibles fraudes

Los beneficios es una de las principales cuentas que conviene analizar detalladamente ya que es la la principal motivación para la continuidad del negocio:

“Cuentan de un mercader que, deseando saber cuanto eran dos más dos, preguntó a un contable para que le ayudará a conocer la respuesta. El contable se le acercó y, después de comprobar que nadie les oía, le murmuro al oído: ¿Usted cuánto quiere que sea?-Anónimo mercader-” (Oriol Amat y John Blake, Contabilidad Creativa, contraportada).

“Los beneficios pueden variar en gran medida si un incompetente dirige la empresa que los registra” (Warren Buffett).

Las dos citas anteriores nos demuestran como la alteración de los beneficios se da en nuestra sociedad (GOWEX, claro ejemplo actual). A continuación, resumimos en una tabla las principales técnicas para modificar la cuenta de pérdidas y ganancias.

	Si interesa elevar los beneficios	Si interesa reducir los beneficios
Contabilización de gastos	Con cargo a reservas	-
Estimación de ingresos y gastos	Cálculos optimistas	Cálculos pesimistas
Gastos susceptibles de activación	Activar	No activar
Elementos activados previamente	-	Saneamiento
<i>Leasing</i>	Financiero	Operativo
Transacciones con empresas vinculadas	Elevar ingresos y reducir gastos	Reducir ingresos y aumentar gastos
Indemnizaciones por despidos y jubilaciones	Activar o reducir provisiones	Aumentar provisiones
Resultado extraordinario	Reducirlo para elevar el resultado ordinario	Elevarlo para reducir el resultado ordinario

Ilustración 17. Fuente: Amat, O. y Blake, J. (2002): Contabilidad creativa.

En primer lugar, mostraremos una evolución explicada de los beneficios de años

anteriores. Después tomaremos como referencia la tabla anterior para analizar dichos beneficios resultantes de la cuenta de perdidas y ganancias de GRIFOLS S.A.

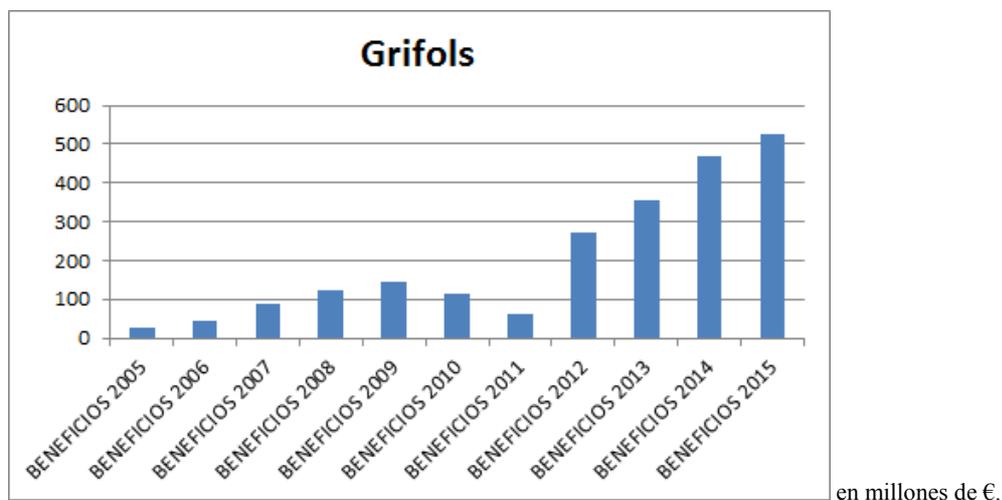


Ilustración 18. Fuente: Fernández, R. (2015): <http://www.estrategiasdeinversion.com/top-10-ei/cuarta-parte-ibex-35-lograra-beneficios-historicos-este-ano-269359>.

La línea a seguir por los beneficios de GRIFOLS es creciente. Los cambios tan drásticos en algunos de los años son debidos a las adquisiciones que lleva a cabo la compañía. Como por ejemplo, la adquisición de Talecris en 2011, que reduce la cifra de beneficios. Sin embargo, en 2012, se vería incrementada por los ingresos pertinentes.

- La contabilización de los gastos a reservas para aumentar el beneficio es una práctica contable que en cualquier caso se encontraría al margen de la normativa contable. En el caso de GRIFOLS S.A., podemos observar como no existe la contabilización de gastos de constitución ni cuenta que reduzca las reservas (“menores reservas”). Es decir, las reservas del grupo aumentan en 204.922.000 € debido al aumento de los beneficios y la parte proporcional a reservas.
- La estimación de los ingresos y gastos puede verse alterada por visiones pesimistas u optimistas del cálculo de descuentos, provisiones, garantías posventa o personificaciones entre otros. En los datos facilitados por la empresa catalana en las cuentas financieras de 2014 podemos apreciar la reducción de las ventas brutas por valor de 200 millones en concepto de *chargebacks* y no por cifra de negocios. Esta cifra no es lo suficientemente significativa para considerarla una clave para la valoración de la compañía. Los demás conceptos de descuento por volumen, pronto pago y provisiones y periodizaciones de ventas se sitúan en un rango de cifras coherentes con los resultados de otros años (en torno a los 30 millones de euros).
- En algunas ocasiones se da la oportunidad de activar gastos en la cuenta de perdidas

y ganancias que podrían contabilizarse como parte de la inversión de la actividad por la que se han dado. El procedimiento seguido por GRIFOLS para contabilizar los gastos de la cuenta de pérdidas y ganancias viene detallado en el punto 25.b del informe anual. En dicho punto podemos encontrar desglosado los gastos y no observamos una partida que sobresalga significativamente, ni ningún concepto extraño.

- En relación a la activación previa de algunos conceptos como intereses financieros o diferencias de cambio, es apreciable una tendencia lineal sin grandes cambios en las partidas mencionadas anteriormente. Con lo cual, no existen periodificaciones entre años para modificar los resultados contables. El único valor destacable es la diferencia de cambio de 18 millones; pero además de ser una cifra que carece de mucha relevancia por su volumen, es totalmente comprensible debido a las diferencias de cambio en el nuevo beneficio de la compañía causado por su mayor exposición en EE.UU.
- GRIFOLS S.A. ha reconocido como gasto de arrendamiento operativo (*leasing operativo*) la cifra de 87.504.000 euros, que sigue la línea de los años anteriores superándola en torno a los 17 millones de euros aproximadamente. Las cifras son coherentes y nos representan un gran porcentaje de ventas. Con lo cual, podemos concluir que la empresa catalana no contabiliza gastos excepcionales en materia de arrendamientos operativos para abonar menos capital a la Hacienda Pública Española.
- No se han encontrado transacciones con empresas vinculadas sospechosas de modificar los resultados.
- Las provisiones por indemnizaciones o despidos vienen reflejadas en el punto 19 del informe anual. La cifra de las provisiones no corrientes referentes a pensiones y similares asciende a 6.953.000 euros; comparando esta cifra con la del año anterior, 4.202.000 euros, llegamos a la conclusión de que el gasto por provisionar dichas pensiones es totalmente lícito. Cabe destacar el aumento en las provisiones corrientes en 66.138.000 euros debido a la adquisición de la división de *Diagnostic* de Novartis representada en la partida “combinación de negocios”.

- Los resultados extraordinarios de GRIFOLS en años anteriores tienden a representar un porcentaje muy bajo sobre el total del resultado antes de impuestos, con lo cual, no incurre en un acto de modificación de resultados a través de partidas extraordinarias de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Como última aportación a esta sección, a continuación mostramos la gráfica correspondiente a la evolución del flujo de caja operativo de la empresa. Esta partida representa en mejor medida el verdadero dinero que ingresa la empresa cada año, ya que no tiene en cuenta diversos gastos no monetarios, como por ejemplo la amortización.

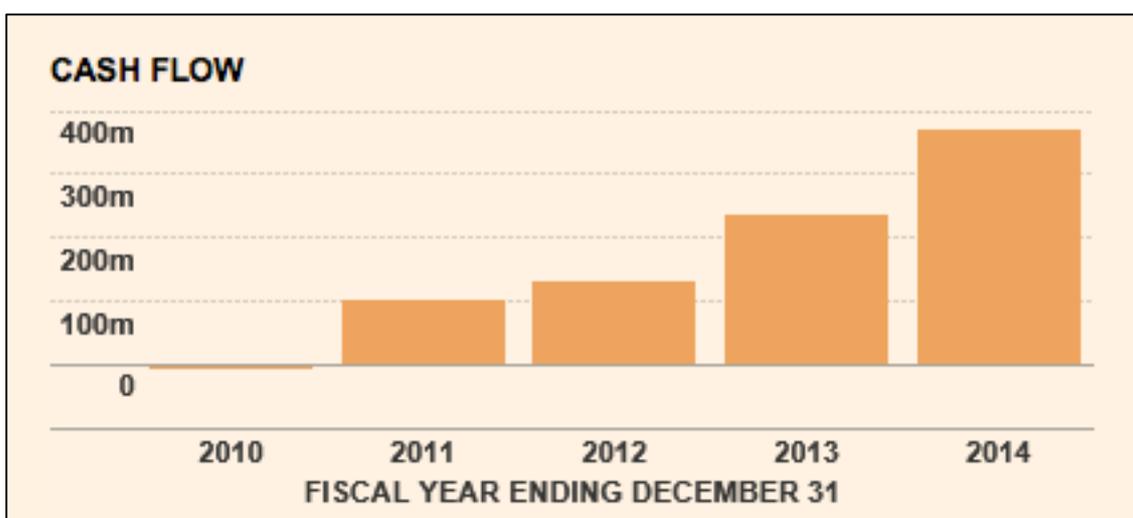


Ilustración 19. Fuente: <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Financials?s=GRF:MCE>.

ii. Ratios

En este apartado vamos a analizar los principales ratios de GRIFOLS S.A. Estudiaremos todas las expresiones anteriormente detalladas en el marco teórico, desde ratios de rentabilidad a ratios de liquidez y solvencia. Compararemos los resultados con sus principales competidores de la industria (Baxter y CSL). Por último, haremos un comentario a cada ratio basándonos en los principios del *value investing* explicados por los grandes inversores, llegando así a una conclusión final sobre la compañía en términos de ratios.

También añadiremos algunos ratios no explicados en el marco teórico pero que pueden ser de relativa importancia según las interpretaciones que les queramos dar, como por ejemplo el PER.

Ratios de liquidez y solvencia

Para medir la liquidez y la solvencia vamos a observar los resultados de estas cinco expresiones y las compararemos en la siguiente ilustración:

-Ratio de liquidez = Activos corrientes / Pasivos corrientes

Este ratio nos muestra la capacidad de hacer frente a las deudas a corto plazo con las propiedades a corto plazo también. Su valor ideal se sitúa en 2 y sus límites, que debemos tener en cuenta, son 1,5 y 3.

-Prueba ácida = (Activos corrientes-Inventario) / Pasivos corrientes

En la prueba ácida analizamos la capacidad de hacer frente a las deudas a corto plazo como anteriormente, pero las afrontamos con los activos más líquidos apartando el inventario. El valor ideal es de 1, pero hay que considerar que un valor muy elevado puede tener consideraciones negativas porque el activo muy líquido no genera rentabilidad (aunque tenga una visión positiva de solvencia)

-Grado de apalancamiento en años = Deuda financiera / EBITDA

Esta expresión nos demuestra la cantidad de años que necesita la compañía para pagar sus pasivos con sus resultado de explotación. Conviene que esta cifra no sea demasiado elevada (<10).

-Capacidad de pago de gastos financieros = EBITDA / Gastos financieros

En compañías altamente endeudadas debemos tener en cuenta los gastos financieros por intereses. Este ratio nos muestra la capacidad de hacer frente a esos intereses con el resultado de explotación. Cuanto mayor sea este valor mejor (el ideal se sitúa entre 7 o 8).

-Fondo de maniobra = Activo corriente – Pasivo corriente

Esta expresión tiene las mismas características que el ratio de liquidez. La única diferencia es que se representa como resta y no como quebrado, así que se considera como ideal un resultado positivo y elevado.

En la siguiente página mostramos la comparación en un cuadro y la evolución de tres años de la compañía.

<i>Cuadro de</i>	<u>GRIFOLS</u>	<u>Baxter</u>	<u>CSL</u>
------------------	----------------	---------------	------------

<i>comparación</i>			
Ratio de liquidez	2,69	1,71	3,79
Prueba ácida	1,59	1,12	1,84
Gr. apalancamiento	6,74	2,17	1,14
Capacidad de pago	3,81	56,25	51,52
Fondo de maniobra	1.833.411.000	4.309.000.000	2.362.300.000

Ilustración 20. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de las compañías.

El análisis de los ratios de liquidez y solvencia arroja unos resultados positivos que muestran la capacidad de GRIFOLS para solventar obligaciones. La empresa catalana goza de buenos ratios de liquidez que superan los ideales establecidos por Buffett. Sin embargo y en comparación con sus competidores, el porcentaje de deuda de GRIFOLS es mucho más elevado. Este hecho disminuye el grado de atracción para una inversión en valor, pero debemos valorar los motivos de dicha deuda. En el caso de nuestra empresa objeto de estudio, el alto nivel de deuda se debe a la refinanciación de la deuda emitida para la adquisición de la división *Diagnostic* de Novartis mediante un préstamo puente de 1.200 millones de euros aproximadamente. Con lo cual, la deuda esta justificada por decisiones estratégicas de expansión y de defensa contra OPAS hostiles de adquisición.

<i>Cuadro de evolución</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>
<i>GRIFOLS</i>			
Ratio de liquidez	3,87	2,99	2,69
Prueba ácida	3,86	1,66	1,59
Gr. apalancamiento	4,37	5,07	6,74
Capacidad de pago	2,32	3,06	3,81
Fondo de maniobra	1.350.480.000	1.424.364.000	1.833.411.000

Ilustración 21. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañía.

La evolución de la compañía ha sido totalmente positiva ya que: los ratio de liquidez y prueba ácida han disminuido para situarse en valores óptimos y sacarle más rentabilidad al dinero, el fondo de maniobra también ha aumentado y la capacidad de pago de los gastos financieros crece afianzando la estructura solvente. Como detalle negativo puntualizaríamos el elevado endeudamiento, pero como hemos mencionado anteriormente, está justificado.

Ratios de rentabilidad

$$\text{ROE} = \text{Beneficio atribuible} / \text{Recursos propios}$$

$$\text{ROCE} = \text{NOPAT} / \text{Capital empleado}$$

Ambos ratios hacen referencia a la rentabilidad obtenida. El primero es en base al beneficio atribuible obtenido por la inversión de fondos propios de accionistas, es decir, la rentabilidad de los accionistas. El segundo, en cambio, valora el negocio en mayor medida. El ROCE calcula la rentabilidad obtenida por el capital empleado fijándonos en el NOPAT. Un valor por encima del 15% en ambos se considera una rentabilidad buena. A continuación, realizaremos el mismo proceso que hemos utilizado en los ratios de solvencia comparando con sus competidores y con su histórico de dos años:

<i>Cuadro de comparación</i>	GRIFOLS	Baxter	CSL
ROE	17,65%	30,75%	48,14%
ROCE	12,3%	7,42%	21,21%

Ilustración 22. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañías.

Podemos observar como las cifras del ROE de GRIFOLS se encuentran por debajo de sus competidores debido a la mayor magnitud de estos y su mayor capacidad para generar beneficios. Aun así, las rentabilidades sobre capital empleado de la empresa catalana no son nada malas comparadas con otras oportunidades de inversión y se sitúan en torno al 15% que exigen los ilustrados en la materia del *value investing* (además de superar a alguno de sus rivales).

<i>Cuadro de evolución</i>	2012	2013	2014
GRIFOLS			
ROE	14,40%	16,39%	17,65%
ROCE	9,7%	10,8%	12,3%

Ilustración 23. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañía.

Sin embargo, y aunque frente a sus competidores se encuentre en inferioridad, GRIFOLS sigue su evolución y expansión demostrada en la línea creciente de sus ratios de rentabilidad (tanto en el ROE como en el ROCE).

Otros ratios

Porcentaje de euros empleados en I+D+i = Gasto en investigación / Ventas

Debt to capital = Deuda a largo y corto plazo / Recursos propios + Pasivo

Margen de explotación = (Ingresos – Coste del inventario vendido)/Ingresos

PER = Precio / Beneficio por acción

<u>Cuadro de comparación</u>	<u>GRIFOLS</u>	<u>Baxter</u>	<u>CSL</u>
Porcentaje gasto I+D	6,1%	8,5%	8,7%
Debt to Capital	0,68	0,57	0,49
Margen explotación	50,64%	49,03%	51,74%
PER2015	21,27	19,61	25,34

Ilustración 24. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañías.

Como podemos observar en la anterior ilustración, GRIFOLS se sitúa en la media con sus competidores aproximadamente. No existe ningún valor que nos llame la atención y con el que deberíamos tener precaución a la hora de invertir. El único punto negativo es el ratio *Debt to capital* que muestra un endeudamiento elevado, pero vemos como en el primer trimestre de 2015 ya comienza a descender ligeramente hasta llegar al 0,66. Por último, mostraremos en la siguiente tabla la evolución de GRIFOLS en algunos de los ratios mencionados anteriormente.

<u>Cuadro de evolución</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
GRIFOLS			
Debt to capital	0,57	0,63	0,68
Margen de explotación	50,72%	51,71%	50,64%
PER	40,93	28,80	23,44

Ilustración 25. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañía.

En la anterior tabla apreciamos un aumento en el endeudamiento de la compañía debido a las distintas adquisiciones financiadas por deuda (pero como ya hemos comentado antes, en 2015 comienza a verse reducido). El margen de explotación se encuentra en una rango de cifras muy positivo para el negocio por encima del 30%, y aunque apreciemos un ligero descenso, no es muy significativo ya que la cifra de negocio aumenta. La mayor diferencia la observamos en los valores del PER. El ratio precio/beneficio por acción se ve reducido considerablemente lo que se puede considerar de manera positiva o negativa. Positiva, porque nos encontramos con una empresa barata en términos de PER y buenos ratios de liquidez (sin posibilidad de

quiebra). Y negativa, porque un PER menor puede significar que el mercado ya no considera al valor con las mismas proyecciones que anteriormente.

e) Estudio de valor de GRIFOLS

i. Ventajas competitivas

Una de las principales características en las que se basa el *value investing* es identificar a las compañías con mayores ventajas competitivas en su negocio y su posibilidad de mantenerlas. Podemos definir ventaja competitiva como la capacidad o característica de la que goza una compañía que le permite atraer más cuota de mercado que sus competidores. A continuación vamos a nombrar las principales ventajas competitivas de GRIFOLS S.A.:

- Su sector. La situación de su negocio en un negocio de demanda alcista (entre el 6% y el 8% anual) y no cíclico. Poco a poco el mundo envejece ya que las investigaciones en medicina mejoran, con lo cual la investigación de GRIFOLS y la comercialización de sus productos sanguíneos destinados al sector de la salud va en aumento.
- Su logística y operativa. La compañía catalana cuenta con más de 150 centros de recogida de plasma que le permiten obtener gran cantidad de plasma y garantizar su calidad y seguridad en sus procesos. La integración vertical de todo este modelo de negocio de producción global facilita las decisiones y la rapidez de actuación frente a posibles cambios o inconvenientes.
- Su exposición internacional. El 93% de los ingresos de GRIFOLS se desarrollan en mercados exteriores (60,9% en EE.UU., 19,8% en UE y 15,5% en el resto del mundo). Esta estructura a nivel mundial le permite comercializar sus productos en todos los mercados y aprovechar las épocas de bonanzas económicas de las diferentes zonas geográficas.
- Su departamento de I+D+i. La innovación en GRIFOLS se encuentra a la orden del día. El aumento del gasto en un 34,4% en dicha división y sus retornos muestran una clara decantación por la inversión y desarrollo en los productos del grupo.

- Su patentes frente a sus competidores. Los descubrimientos de nuevos productos y proyectos son protegidos frente a la competencia. La compañía española muestra una gran cantidad de patentes obtenidas para su comercialización en forma de productos. Esto se puede apreciar en los balances de la compañía. Mientras que los activos intangibles de GRIFOLS aumentan un 12% aproximadamente, los activos intangibles de una de sus competidoras (Baxter) disminuyen alrededor del 10%.

ii. Equipo directivo y estrategias de futuro

Según los principios explicados por Philip A. Fisher en su obra “*Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*”, la compañía debe de contar con una directiva de integridad incuestionable, transparente, con buenas relaciones entre ellos y con una visión de futuro de desarrollo y crecimiento.

Si analizamos una por una todas estas características, observamos como la directiva de GRIFOLS cumple a la perfección con la imagen de directiva ideal creada por Fisher. En primer lugar, vamos a nombrar los principales componentes del equipo directivo de la multinacional española:

-Víctor Grifols Roura: presidente y CEO de la compañía. Su implicación con la empresa es máxima ya que pertenece a la familia fundadora.

-Ramón Riera Roca: consejero del consejo de administración y vicepresidente de marketing y ventas. Se incorporó a la firma en 1977 y desde entonces su compromiso es incuestionable.

El compromiso del equipo directivo con la compañía es absoluto ya que su CEO es primogénito de la parte fundadora de la compañía. Con lo cual podemos valorar que la estima que le tiene Víctor Grifols Roura a GRIFOLS es especial. Además como ya hemos mencionado anteriormente, se encuentra rodeado de personas muy calificadas y comprometidas con la compañía como el vicepresidente de marketing y venta, Ramón Riera o Tomás Dagá Gelabert con más de 15 años en la compañía.

En el ámbito de la transparencia, la empresa española no se ha visto involucrada en ningún escándalo contable o financiero en toda su historia. Sin embargo, en la última adquisición de la compañía (la división de *Diagnostic* de NOVARTIS), el equipo directivo ocultó la acción a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia durante nueve meses. Esta acción llevó a la apertura de expediente a GRIFOLS por

parte de la CNMC. Dicho expediente es solo una previsión del resultado final del caso. Sin embargo, la postura de la directiva es claramente conciliadora y afirma que no se comunicó con la CNMV creyendo que se encontraba exento de hacerlo. Por otro lado, si cumplió comunicándolo a la SEC y la CNMV.

Por último, a continuación mostramos una ilustración representando el gasto en I+D+i de GRIFOLS S.A. de 2011 a 2014 incluidos:

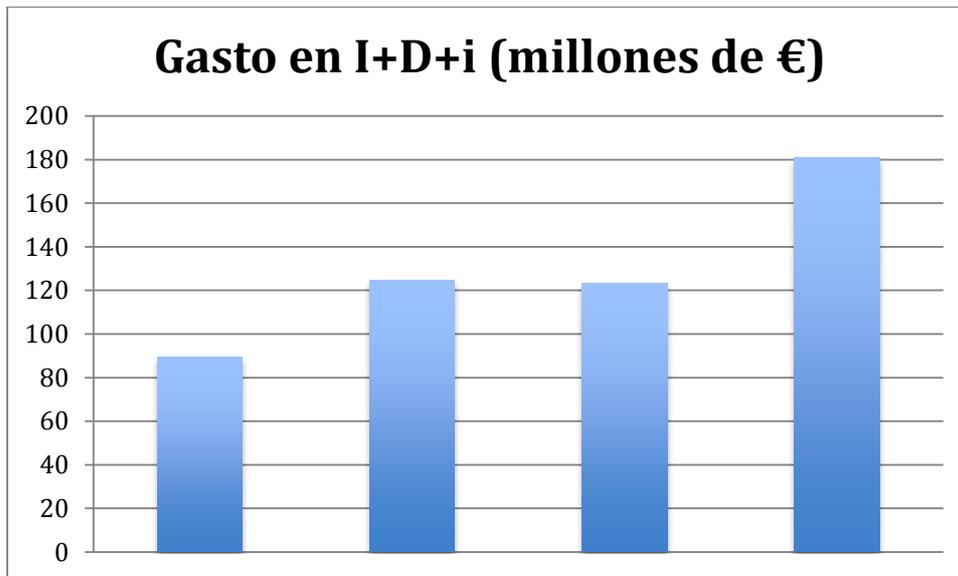


Ilustración 26. Fuente: elaboración propia a partir de los informes anuales de la compañía.

En el gráfico podemos observar una clara tendencia alcista en el gasto de la compañía en procesos de investigación y desarrollo. Esto demuestra una clara motivación de mejorar los productos ya existentes y crear nuevas líneas de negocio por parte de la dirección de la compañía. A este aumento del gasto en investigación le sumamos las numerosas adquisiciones y fusiones estratégicas en las que la compañía ha tomado partido, todo ello nos lleva a considerar que la intención de la directiva es el crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad del negocio incrementando la rentabilidad. Entre las fusiones y adquisiciones destacamos las siguientes:

- ✓ La adquisición de la compañía estadounidense Talecris Bioteherapeutics Holding por 2.800 millones de euros afianzando su presencia en el mercado americano y facilitando la recogida de plasma a través de los centros allí construidos¹⁷.

¹⁷ Mencionados anteriormente. Seguridad, control y calidad del plasma y procesos. Integración vertical del proceso.

- ✓ La adquisición de la división de *Diagnostic* de NOVARTIS por 1.200 millones de euros aproximadamente. Esta compra le permitiría a la compañía española afianzar de nuevo la plaza estadounidense y diversificar y complementar a la división propia de *Bioscience*.

5. Conclusiones

a) Decisiones en torno a los resultados del estudio

Teniendo en cuenta todos los conceptos estudiados anteriormente, podemos concluir que definitivamente GRIFOLS S.A. cuenta con un valor intrínseco y una gran proyección de crecimiento en un futuro. Es clave estar atento al desarrollo del negocio de la nueva división de *Diagnostic* tras la adquisición de dicha división a NOVARTIS. La compañía goza de buenos ratios financieros y rentables que nos invitan a pensar en la estabilidad y sostenibilidad. Además, se encuentra en un sector con mucha proyección y es una firma muy importante dentro de esta industria contando con una gran cuota de mercado.

Por otro lado, la compañía ha afirmado que la solución a la situación de endeudamiento, debida a la política de expansión, es prioritaria. Con lo cual, la compañía se centrará en generar flujos de caja para reducir las obligaciones de la compañía.

La inversión en valor se trata de una inversión a largo plazo, marcando un horizonte de inversión alrededor de los cinco o diez años. Por lo tanto, y en mi opinión, la empresa española tiene un amplio recorrido de mejora y nos puede aportar una rentabilidad extraordinaria a nuestra inversión en ella.

b) Guía práctica general para invertir en valor

La elaboración de una guía válida con unos pasos a seguir es muy complicado ya que cada situación es diferente y se pueden justificar por ciertos motivos. Sin embargo, y aunque consideremos que cada situación es peculiar, hay una serie de puntos que podríamos definir como una guía a seguir y cumplir para invertir según los consejos de los expertos en la materia del *value investing*.

1. Identificación de un sector en crecimiento, con demanda estable y por lo menos unas previsiones positivas a cinco años vista.
2. Escoger la compañía objetivo en base a los criterios explicados en los siguientes puntos pero considerando el entorno general y específico de los países en los que opera.
3. Analizar su solvencia y liquidez para evitar una posible situación de quiebra a través de los diversos ratios explicados anteriormente.
4. Analizar sus rentabilidades (tanto ROE, como ROCE) y compararlas con las de otros años para ver si se encuentra en una situación de crecimiento. También se deben de comparar con sus principales competidores para observar diferencias muy significativas y sus motivos.
5. Averiguar sobre la compañía. Su manera de trabajar, sus procesos, sus empleados, sus políticas o sus trato con los clientes (recurriendo a la *rumorología* explicada por Fisher).
6. Valorar las políticas de expansión de la compañía (analizando los gastos en I+D+i y sus adquisiciones o fusiones) y las decisiones del equipo directivo en relación a la generación de valor a largo plazo.
7. Identificar si la compañía posee ventajas competitivas y es capaz de mantenerlas en un futuro.
8. Analizar a la directiva; observando su relación entre ellos y con la compañía, observando si poseen parte del accionariado, observando si son transparentes en sus mensajes y observando su coherencia en sus políticas de dividendo y autocartera.
9. El análisis de los estados financieros y de los beneficios comprobando su fiabilidad a través de las cuentas financieras consolidadas (analizando sus políticas fiscales y contables).
10. Estudiar si la compañía se centra única y exclusivamente en su negocio de explotación y no en actividades extraordinarias.
11. Analizar su estructura de capital para comprobar que se encuentra en el punto óptimo de endeudamiento para generar la máxima rentabilidad.
12. Por último debemos observar si el mercado está valorando el título a niveles muy elevados, en ese caso no interesaría adquirirlo.

6. Bibliografía

- Graham, B. (1949): “El inversor inteligente”, DEUSTO, versión actualizada de 2007.
- Blake, J. y Amat I Salas, O. (2002): “Contabilidad creativa”, GESTIÓN2000, edición de 2007.
- Clark, D. y Buffett, M. (2007): “Buffettología”, Gestión 2000.
- Fisher, P.A. (1958): “Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios”, DEUSTO, versión actualizada de 2009.
- Jonathan B. Berk: *A simple approach for deciding when to invest*, NBER Working Papers Series.
- Kedia, S. y Philippon, T: *The economics of fraudulent accounting*, NBER Working Papers Series.
- Hanson, D.: *ESG investing in Graham & Doddsville*, Dialnet.
- Informes anuales de las empresas: Viscofán, Baxter, CSL y Devron.
- <http://www.gerencie.com/objetivo-de-las-notas-a-los-estados-financieros.html>
(carácter informativo)
- www.cnmv.es
- www.grifols.com
- www.investing.com
- www.nasdaq.com
- www.rankia.com

7. Anexos

a) Cuenta de PyG y balance consolidado de GRIFOLS S.A. en miles de euros:

	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Operaciones Continuas			
Importe neto de la cifra de negocios (notas 6 y 23)	3.355.384	2.741.732	2.620.944
Coste de la venta	(1.656.170)	(1.323.880)	(1.291.345)
Beneficio Bruto	1.699.214	1.417.852	1.329.599
Investigación y Desarrollo	(180.753)	(123.271)	(124.443)
Gastos de distribución, generales y administrativos	(660.772)	(558.461)	(545.072)
Gastos Operacionales	(841.525)	(681.732)	(669.515)
Resultado de Explotación	857.689	736.120	660.084
Ingresos financieros	3.069	4.869	1.677
Gastos financieros	(225.035)	(239.991)	(284.117)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	(20.984)	(1.786)	13.013
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	(5)	792	2.107
Diferencias de cambio	(18.472)	(1.303)	(3.409)
Resultado financiero (nota 26)	(261.427)	(237.419)	(270.729)
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	(6.582)	(1.165)	(1.407)
Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas	589.680	497.536	387.948
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 27)	(122.597)	(155.482)	(132.571)
Resultado después de impuestos de las actividades continuadas	467.083	342.054	255.377
Resultado consolidado del ejercicio	467.083	342.054	255.377
Resultado atribuible a la sociedad dominante	470.253	345.551	256.686
Resultado atribuible a participaciones no dominantes (nota 17)	(3.170)	(3.497)	(1.309)
Ganancias por acción (básicas) (euros) (ver nota 16)	1,37	1,01	0,75
Ganancias por acción (diluidas) (euros) (ver nota 16)	1,37	1,01	0,75

Activo	31/12/14	31/12/13
Fondo de comercio (nota 7)	3.174.732	1.829.141
Otros activos intangibles (nota 8)	1.068.361	946.435
Inmovilizado material (nota 9)	1.147.782	840.238
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	54.296	35.765
Activos financieros no corrientes (nota 11)	9.011	15.196
Activos por impuestos diferidos (nota 27)	82.445	34.601
Total activos no corrientes	5.536.627	3.701.376
Existencias (nota 12)	1.194.057	946.913
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	500.752	385.537
Otros deudores	35.403	36.511
Activos por impuesto corrientes	79.593	43.533
Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)	615.748	465.581
Otros activos financieros corrientes (nota 11)	502	1.200
Otros activos corrientes	23.669	17.189
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 14)	1.079.146	708.777
Total activos corrientes	2.913.122	2.139.660
Total activo	8.449.749	5.841.036

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/14	31/12/13
Capital suscrito	119.604	119.604
Prima de emisión	910.728	910.728
Reservas	1.088.337	883.415
Acciones Propias	(69.252)	–
Dividendo a cuenta	(85.944)	(68.755)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	470.253	345.551
Total Fondos propios	2.433.726	2.190.543
Cobertura de flujos de efectivo	(15.811)	(25.791)
Otro resultado global	(406)	–
Diferencias de conversión	240.614	(63.490)
Otro resultado global	224.397	(89.281)
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 15)	2.658.123	2.101.262
Participaciones no dominantes (nota 17)	4.765	5.942
Total patrimonio neto	2.662.888	2.107.204
Pasivo		
Subvenciones (nota 18)	6.781	7.034
Provisiones (nota 19)	6.953	4.202
Pasivos financieros no corrientes (nota 20)	4.154.630	2.553.211
Pasivos por impuestos diferidos (nota 27)	538.786	454.089
Total pasivos no corrientes	4.707.150	3.018.536
Provisiones (nota 19)	115.985	51.459
Pasivos financieros corrientes (nota 20)	194.726	258.144
Deudas con empresas asociadas (nota 31)	3.059	2.683
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	439.631	273.621
Otros acreedores	90.965	42.388
Pasivos por impuesto corriente	87.462	2.934
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 21)	618.058	318.943
Otros pasivos corrientes (nota 22)	147.883	84.067
Total pasivos corrientes	1.079.711	715.296
Total pasivo	5.786.861	3.733.832
Total patrimonio neto y pasivo	8.449.749	5.841.036

b) Carta a los inversores del fondo value Bestinver, posterior a la salida de su principal gestor:



Madrid, 26 de septiembre de 2014.

Estimado cliente:

Quisiera en primer lugar agradecerle la confianza depositada en BESTINVER, primera gestora española independiente, perteneciente al Grupo ACCIONA, que ha desarrollado en España un modelo de gestión basado en el criterio "value investing".

Como sabe, el pasado 7 de julio me hice cargo de la presidencia de la compañía, con la ilusionante tarea de mantener y reforzar el modelo y los valores de gestión que nos caracterizan y nos han hecho diferentes.

Asumí esa responsabilidad consciente de la seguridad y la confianza que nos otorga el respaldo de nuestra entidad matriz, ACCIONA. Con esa convicción, mantenemos el firme compromiso de conservar el modelo de gestión de BESTINVER y la independencia de nuestros gestores y un decidido propósito de redoblar nuestro esfuerzo por mejorar cada día nuestra oferta de productos y servicios.

Estas circunstancias determinan la hoja de ruta que nos hemos trazado para mantener a BESTINVER entre las mejores compañías de referencia, lo que en estos últimos meses se ha materializado en diversas actuaciones que se encuentran en curso:

- El fortalecimiento de los equipos de gestión de inversiones y comercial.
- El mantenimiento y la adaptación de nuestro estilo de gestión a nuevas alternativas de inversión, como renta fija corporativa y renta variable, así como el acceso a nuevas geografías y mercados, cada vez más importantes en la economía mundial.
- La introducción de innovaciones tecnológicas que optimicen el servicio que ofrecemos a nuestros clientes.

Quisiera hacerle participe asimismo de la buena noticia de la reciente incorporación de Beltrán de la Lastra como Director General de Inversiones de BESTINVER. Beltrán ha desarrollado durante 18 años su carrera profesional en JP Morgan, donde ha ocupado diversas responsabilidades como gestor de patrimonios, con una cartera bajo gestión de 13.500 millones de dólares. Su historial de rentabilidades figura entre los mejores del "Morningstar Europe Flexible Cap", categoría en la que se incluyen también nuestros fondos.

La incorporación de Beltrán de la Lastra y la continuidad del actual equipo gestor de BESTINVER afianzan nuestro modelo de gestión y el desarrollo ordinario de nuestras operaciones. Además, su trayectoria de rentabilidades en los distintos fondos, su experiencia en la gestión de los mismos y sus criterios de inversión aportan una sólida base para reforzar aún más la posición de nuestra firma en el mercado.



En los últimos días ha sido noticia el anuncio de la salida de Francisco García Paramés de la compañía. Permítame que le signifique al respecto, que este hecho no ha interferido en la operativa diaria que desarrolla el excelente equipo de profesionales, de contrastada experiencia y capacidad, que conforman y permanecen en BESTINVER. Por otro lado, esta circunstancia, prevista en los modelos de gestión prudente y de máxima solvencia que nos han caracterizado durante más de veinticinco años, tampoco ha provocado peticiones de reembolso apreciables, tal y como venimos informando a diario a la CNMV.

Quisiera, por último, agradecerle una vez más su confianza, en la certeza de que BESTINVER continuará siendo merecedora de la misma, y, ponerme a su entera disposición para cualquier información adicional que pudiera precisar.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Luis Rivera Novo", written over a horizontal line.

D. Luis Rivera Novo
Presidente