

THE EUROPEAN ValueInvestor

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN FUERA DE LO COMÚN

«Me resulta extraordinario que la idea de comprar billetes de dólar a 40 centavos enganche inmediatamente a la gente o no le interese en absoluto.» Warren Buffett

BESTINVER – En la cumbre de la inversión en valor europea

Marcan las pautas de la inversión en valor europea: Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, de Bestinver Asset Management.

La simplicidad, la coherencia y una estricta limitación del riesgo a la baja han llevado a Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, de Bestinver, a la cumbre de la inversión en valor en Europa. Desde 1993, la renta variable española de Bestinver ha alcanzado un promedio de rentabilidad del 22,52% al año, lo que supone un rendimiento un 8,08% superior al de la Bolsa de Madrid. El fondo de renta variable Global de Bestinver, lanzado en 1998, ha alcanzado una rentabilidad media del 13,79% y supera a al índice de referencia MSCI World en un 10,57%. Francisco García Paramés ha hablado con The European Value Investor acerca del secreto del éxito de Bestinver.



*Francisco García Paramés
Director de Inversiones
Bestinver Asset Management*

Francisco García Paramés, de Bestinver Asset Management

En la cumbre de la inversión en valor europea. A la hora de tomar decisiones de inversión, Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad conceden mucha importancia a la simplicidad y a la coherencia. Francisco García Paramés ha hablado con The European Value Investor acerca del secreto del éxito y de las actuales ideas de inversión de Bestinver.

EVI: ¿Cuántos gestores de fondos trabajan en Bestinver?

García Paramés: Bestinver es un equipo de inversión en el que trabajamos tres personas.

EVI: Entonces, permítame comenzar con una pregunta diferente: ¿cuántas personas deben integrar un equipo de inversión para que el equipo sea perfecto?

García Paramés: Warren Buffett y Charlie Munger son dos. Algunas empresas tienen a veinticinco personas en el equipo y hacen un buen trabajo. Lo único que puedo decir es que aumentamos el número de miembros de nuestro equipo de forma muy lenta.

EVI: ¿Sólo tres? ¿Ningún analista?

García Paramés: No; tenemos personal en prácticas, pero no analistas.

EVI: ¿Cómo comenzó a interesarse la inversión en valor?

García Paramés: En primer lugar, un poco por sentido común. En segundo lugar, tenía un jefe que también estaba orientado hacia el valor. Y en tercer lugar, leí el libro de Peter Lynch *One up on Wall Street* sólo unos meses después de empezar mi carrera en Bestinver. Después de leer a Lynch, leí todos los libros de los autores que mencionaba. Y luego ya todo encajó.

EVI: ¿Fue usted quien inició las operaciones de inversión en Bestinver?

García Paramés: Mi jefe era el gestor del fondo y yo, el analista. Seis meses después, comencé a encargarme de la gestión del fondo. Mi jefe abandonó la empresa un año después.

EVI: Y los primeros años, ¿lo hizo todo usted solo?

García Paramés: Para ser exactos, desde finales de los noventa hasta finales de 2003. Teníamos analistas en la parte de corretaje del negocio, pero en gestión de fondos estaba yo solo.

EVI: ¿Hay situaciones concretas en las que esté interesado o con las que se sienta cómodo?

García Paramés: Buscamos empresas excelentes muy bien gestionadas y que por alguna razón, no tengan muchas acciones en circulación, que no reciban la atención del mercado, o no estén correctamente valoradas. Preferimos ese tipo de situación a las reestructuraciones y otras cosas complicadas.

EVI: Entonces, siguen la máxima de Buffett o Lynch de que no se debe invertir en empresas cuyo modelo empresarial no pueda dibujar un niño con un lápiz y un papel...

García Paramés: Exactamente, las empresas que por alguna razón (psicológica, o algún mal funcionamiento del mercado) no estén bien situadas en el mercado.

EVI: Sólo como apunte: asistí a una conferencia en la que un inversor en valor al que respeto mucho recomendó Agfa. Desde entonces, las acciones han caído estrepitosamente. ¿Sería este el tipo de situación demasiado complicada para ustedes?

García Paramés: Exactamente. De hecho, nos reunimos con el director financiero hace dos años, lo analizamos y tenemos una pequeña posición. Pero es exactamente lo que dice usted: demasiado complicado. La empresa entera está cambiando. Entiendo que una persona que sepa mucho puede hacer dinero con Agfa, pero nosotros tendemos a aferrarnos a lo que nos resulta más sencillo de entender.

EVI: Parece que en este momento encuentran ustedes lo suficiente para invertir hasta en las situaciones más simples...

García Paramés: Suele ser así, sobre todo en el caso de nuestro fondo global. Ahora mismo, sólo invertimos en empresas con un potencial alcista del 60% como mínimo. Hay 300 ideas, de modo que lo más complicado es la selección. En España es un poco más sencillo, porque sólo hay cien acciones para empezar.

**«Buscamos
empresas excelentes
muy
bien gestionadas.»**

EVI: Entonces, ¿cómo lo delimita? ¿Hace una media ponderada por el riesgo del potencial alcista?

García Paramés: Sí, uno invierte más en las empresas que considera que conoce, pero nosotros no asignamos probabilidades.

EVI: El fondo de renta variable Global de Bestinver tiene un porcentaje alto de acciones europeas. ¿Responde también esto a la máxima de “invierte en lo que mejor conoces”?

García Paramés: Sí. Ayer estuvimos en Ámsterdam, y el día anterior en Londres. En dos días, nos reunimos con la dirección de diversas empresas que, juntas, representan el 18 por ciento de nuestras participaciones.

EVI: **¿Han invertido tanto en Europa porque conocen mejor el terreno, o porque Europa es el mejor lugar donde invertir en la actualidad?**

García Paramés: Una vez oí decir que a medida que te alejas equis número de kilómetros, tienes que ir dividiendo la calidad de la valoración entre dos. Así pues, cuanto más cerca te encuentres de la empresa, mejor.

EVI: **Así que ustedes miran hacia lo que les resulta más familiar: los sectores y los países que conocen. ¿Utilizan alguna herramienta compleja de filtrado? Por ejemplo, ¿lo filtran primero, o piensan: “es interesante, deberíamos filtrarlo”?**

García Paramés: Cuando invertimos en empresas, miramos hacia la competencia, los clientes, los proveedores, etc. De nosotros tres, yo soy el que utiliza filtros, pero lo que hacemos normalmente es leer la prensa y los informes de los analistas.

EVI: **En parte, ya ha contestado a esta pregunta: ¿habla con la dirección o confía en la investigación de mesa?**

García Paramés: Hablamos con todas las personas que puedan darnos alguna pista: la dirección, los proveedores, los antiguos empleados, etc.

«Lo que hacemos normalmente es leer la prensa y los informes de los analistas.»

EVI: **¿Comienzan la investigación con las conversaciones, o estas vienen después?**

García Paramés: Todo depende de la situación. Si alguien tiene una pista sobre una empresa interesante, hablamos con la dirección. Si no quieren hablar, hay que recopilar información por otros medios.

EVI: **De modo que si los inversores fueran artistas y artesanos, o científicos, probablemente usted sería del primer tipo.**

García Paramés: Rotundamente sí. Pasamos casi todo el tiempo intentando evaluar ventajas competitivas y para eso no hay un patrón fijo, es algo que hay que entender.

EVI: **¿Alguna vez es usted activista?**

García Paramés: No tenemos ni el tiempo ni los recursos necesarios para ser activistas. Cuando eres activista, ocupas puestos donde no tienes libertad para comprar y vender lo que te gustaría. Nuestro punto fuerte en la actualidad es evaluar las ventajas competitivas, entender los negocios y realizar valoraciones.

EVI: **Hasta donde nos pueda decir: ¿hacia dónde miran en la actualidad?**

García Paramés: Tratamos de encontrar empresas infravaloradas e invertir en ellas.

EVI: **¿Le interesan las cíclicas? Para usted, ¿tiene algún sentido la distinción entre cíclicas y no cíclicas?**

García Paramés: Hay que entender la “ciclicidad” de algunos negocios. Invertimos en empresas internacionales, de modo que nos interesa el comportamiento de cada país y de cada línea de producto. Si la empresa es buena, crecerá. Pero siempre hay excepciones: en España, no invertimos en financieras ni en inmobiliarias porque creemos que están en el punto máximo del ciclo.

EVI: **¿Tienen alguna financiera en Europa?**

García Paramés: Tenemos acciones en un pequeño banco privado de Europa central, pero en realidad no se trata de una entidad bancaria, sino más bien de una actividad de gestión de fondos. También tenemos acciones en un pequeño banco portugués. Pero los bancos son cajas negras y están demasiado apalancados. En la actualidad, con la proliferación de los productos estructurados, aún más. Y las aseguradoras también son difíciles de entender.

EVI: **Entonces, ¿no encuentra atractivas las empresas con PER bajos, como es el caso del Royal Bank of Scotland (ISIN:GB0007547838)?**

García Paramés: No necesitamos dirigirnos a empresas difíciles de entender, como son los bancos, puesto que encontramos empresas muy fáciles de entender, por ejemplo, en el sector servicios, y que cotizan a múltiplos bajos. Y pensamos poco en ello: la banca de reservas es muy inestable por naturaleza, como explica la economía austriaca.

EVI: **¿Qué tipo de herramientas de valoración utiliza?**

García Paramés: No solemos utilizar el método de descuento de flujos de caja, porque el esfuerzo no merece la pena, excepto en el caso de negocios muy estables, como peajes o servicios públicos. En el resto de empresas, aplicamos múltiplos de flujo de caja libre.

EVI: ¿De cuántos títulos suele componerse su cartera?

García Paramés: En los fondos de renta variable española de Bestinver suele haber entre 30 y 40 títulos, y en renta variable global de Bestinver alrededor de 100.

EVI: He visto que algunas de sus posiciones llegan hasta el ocho o el nueve por ciento.

García Paramés: Sí, sobre todo en España, donde tenemos un mercado relativamente pequeño. También hemos empezado a concentrarnos un poco más en el fondo global.

«No solemos utilizar el método de descuento de flujos de caja porque el esfuerzo no merece la pena.»

EVI: El análisis es una de las partes del juego; la otra es la compraventa disciplinada. En algún lugar de su presentación he leído que no hay que vender nunca. ¿Cómo enfoca este proceso?

García Paramés: En primer lugar, nunca vendemos NUESTRO fondo. Vendemos acciones. (*Risas*). El valor está antes que el precio. Si el valor no cambia y el precio asciende o disminuye, nos movemos. Por ejemplo, si existe una situación alcista al 50 por ciento y el precio sube un 20 por ciento y el alza queda limitada al 30 por ciento, probablemente saquemos el dinero de ahí. Con un potencial alcista del 30 por ciento, las probabilidades de hacer dinero bajan. Hay que sacar el dinero de la situación del 30 por ciento y colocarlo en situaciones en las que el porcentaje sea del 70, 80 ó 100, en empresas que conoces igual de bien y en cuyo potencial alcista confías igualmente. Siempre estamos haciendo eso. Y una observación sobre esto: se trata de una ventaja competitiva real de los fondos europeos en comparación con los estadounidenses, debido a las diferencias de legislación fiscal: sólo pagamos un 1% de impuesto sobre las plusvalías.

EVI: ¿Aún sigue encontrando suficientes situaciones alcistas del 50% para seguir haciéndolo?

García Paramés: ¡De hecho, encontramos demasiadas situaciones del 100 por cien!. Ése es nuestro problema. Actualmente, hay que tener un potencial alcista del 50 o el 60 por ciento sólo para entrar en la cartera.

EVI: ¡Es bueno saberlo! Si puede responder a esto... ¿Tiene una cartera privada diferente de la de los fondos?

García Paramés: No, el 100% de mi dinero está en el fondo.

EVI: ¿Algo que pueda decirnos sobre el promedio de rotación de las posiciones?

García Paramés: Es más alto de lo que cabría esperar de un inversor a largo plazo, porque estamos ajustando posiciones constantemente. Si la empresa sube un 30 o un 40 por ciento, vendemos parte y ya está. No nos preocupa el promedio de rotación de las posiciones.

EVI: Hablemos de acciones concretas. ¿Aún es tan optimista respecto a BMW (ISIN: DE0005190003) como cuando lo presentó este verano? Ha subido un poco.

García Paramés: Sí.

EVI: ¿Por qué lo dejó pasar el mercado? Si el mercado suele acertar, ¿qué hizo que fallara en esta ocasión? ¿Cuál es su tesis de inversión, por decirlo así?

García Paramés: Bueno, no estoy seguro de que el mercado suela acertar: hemos conseguido una rentabilidad de más del 20 por ciento anual... La gente sigue considerando a BMW un fabricante de automóviles cíclico y con una alta exposición al dólar. Ésas son las razones principales de la infravaloración. En cuanto a la ciclicidad: el PIB está creciendo un 4-5% al año en todo el mundo. Algunos años, EE.UU. sale mejor parado; otros, Europa o Asia, pero en general, buscamos un crecimiento del 3%, el 4% o el 5%. En cuanto a la exposición al dólar, nuestros cálculos se basan en los tipos de cambio actuales. Pensamos que el dólar está infravalorado. En eso, no estamos de acuerdo con Warren Buffett.

EVI: ¿No están de acuerdo con Warren Buffett respecto al dólar?

García Paramés: No. Pienso que, si saliera de más de EE.UU., vería por qué EE.UU. sigue siendo un buen lugar para invertir.

EVI: Pero, por lo general, suelen estar de acuerdo con Buffet, ¿no?

García Paramés: Desde luego. En 1999, nosotros perdimos dinero cuando todo el mundo estaba ganando una barbaridad con las acciones de Internet, así que para nosotros fue muy importante que alguien como Warren Buffett saliera en la portada de los periódicos diciendo lo mismo que pensábamos nosotros.

«¡De hecho, encontramos demasiadas situaciones del 100 por cien!»

EVI: Volviendo a BMW, ¿hay algún otro fabricante de automóviles que le interese?

García Paramés: El descuento que conseguimos sobre BMW y el margen de seguridad no están presentes en ningún otro fabricante de automóviles.

EVI: BMW acaba de poner en marcha una nueva estrategia para “reinventarse”. A veces, las empresas que están reinventándose constantemente no son las mejores, porque no tienen tiempo para dedicarse al negocio. ¿Ha hecho los deberes BMW?

García Paramés: La reducción de márgenes de los últimos años se ha debido al impacto del tipo de cambio del dólar y al gasto en I+D y Capex, que es mayor que el de la competencia, y estas dos últimas cosas no suelen ser motivo de queja respecto a una empresa. Pensamos que este dinero está bien invertido y se compensará más tarde: por ejemplo, en coches más eficientes con emisiones más bajas. Y si se observan los márgenes: basamos nuestra valoración en el margen del 6% que tienen actualmente. Si dentro de tres años tuvieran unos márgenes de explotación del 8-9%, sería la guinda del pastel.

EVI: De modo que ustedes dicen: es nuestro escenario central y tenemos opciones.

García Paramés: A la hora de invertir, lo que más nos gusta es que existan opciones de inversión gratuita. Si no podemos evaluar el potencial alcista, no nos gusta pagar por ello. Por ejemplo, en el caso del nuevo dispositivo de Apple: no estamos dispuestos a pagar 10.000 millones de dólares por él. En el caso de BMW, si el ajuste es adecuado, los resultados serán muy, muy buenos. Si no, serán buenos.

EVI: Así, el fuerte gasto en I+D no se debe a una escala más pequeña, sino a que la competencia está invirtiendo en el futuro

García Paramés: Si compara BMW con Daimler (ISIN: De0007100000) y Audi (ISIN: DE0006757008), no es más pequeño.

BMW AG ISIN DE0005190003

Negocio: Uno de los principales fabricantes de vehículos para pasajeros de alta calidad

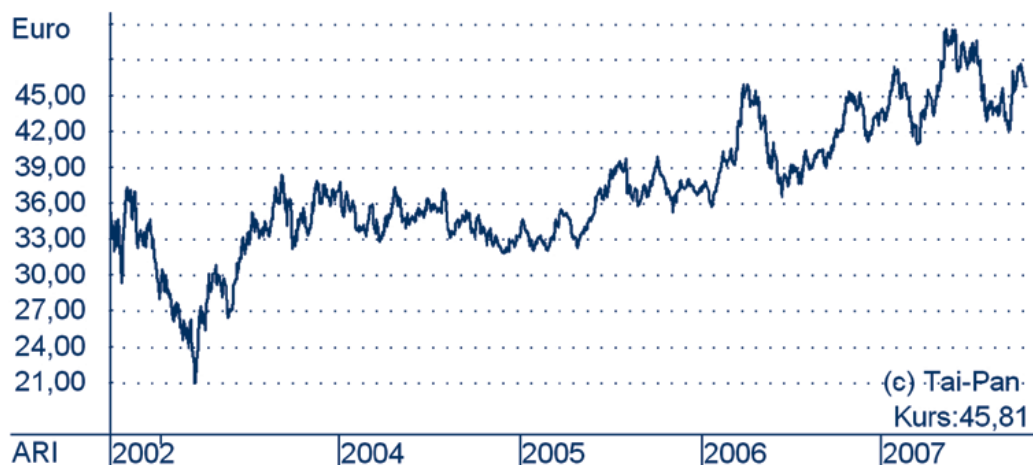
Información sobre las acciones (23/10/07):

Precio 45,88 EUR Rango 52 semanas 41,00 EUR – 50,50 EUR Rentabilidad por dividendo 1,72% Capitalización 29.370 millones EUR

Datos financieros de los últimos doce meses: Ingresos 48.990 millones EUR (2006) 51.000 millones EUR (2007e) Margen de explotación 8,3% Margen neto 5,9%

Métricas de valoración: BMW DAX PER 9,5 14,4 Relación precio/valor libros 1,4 2,1

Inversores institucionales: 1) Quandt, S. 17,40 % 2) Quandt, J. 16,70 % 3) Klatten, S. 12,50 % 4) Allianz Se 1,18 % **Valor justo:** aprox. 85 €



TESIS DE INVERSIÓN BMW está infravalorada en comparación con sus iguales. Los ingresos y los beneficios netos aumentaron desde 2000 (Daimler y VW presentaron una volatilidad mucho mayor en sus beneficios). Independientemente, la rentabilidad del segmento automovilístico ha disminuido desde 2002, ya que los márgenes de beneficio se encuentran actualmente bajo presión debido a la caída del dólar. Vemos potencial alcista en BMW por: una valoración justa en comparación con empresas del índice de referencia y un aumento de los márgenes gracias al concepto de estrategia de 2020 (por ejemplo, reducción de I+D y Capex al nivel de las empresas de referencia).

EVI: ¿Observa alguna ciclicidad o algún inconveniente en general?

García Paramés: En EE.UU. han estado vendiendo 16 millones de coches al año durante algún tiempo. ¿Puede disminuir la venta a 14 millones? Por supuesto. ¿Puede aumentar también a diecisiete millones? Por supuesto. En Europa, también tenemos un mercado hasta cierto punto estancado. No presto mucha atención a si el PIB del mundo o de la OCDE crece en un 4,8, en lugar de hacerlo en un 5,2%. No es el fin del mundo. BMW puede ser cíclico de algún modo, pero la entrada de China y Asia en la ecuación puede compensar ciertos déficit de una empresa anteriormente centrada en Europa y EE.UU.

EVI: Entonces, ¿Asia es más un mercado de consumo que un competidor para BMW?

García Paramés: Absolutamente. Existe cierto riesgo derivado de un aumento de la competencia, no sólo por Lexus, sino también por Infinity y por nuevas empresas que puedan llegar. No obstante, también hay espacio para la competencia, porque el mercado está creciendo. Y también está la marca de BMW, que tiene una valoración muy sólida.

EVI: Los precios de los coches en Alemania son muy altos. Las encuestas a consumidores indican que Alemania desea disminuir el gasto en coches nuevos de forma drástica. ¿Es consciente de esto? ¿Lo teme?

García Paramés: Si tienes los ingresos necesarios, seguro que vas a comprarte un coche y que no te quejarás mucho. Todo depende del poder adquisitivo. Pero, de nuevo, algunos mercados pueden ser más rentables que otros en un momento dado.

«A la hora de invertir, lo que más nos gusta es que las opciones de inversión nos salgan gratis.»

EVI: ¿Qué me dice de la valoración?

García Paramés: La acción está cotizando a 45 Euros y al final del año 2008 la operación financiera al contado reporta casi 20 euros, así que en realidad, se está pagando 25 euros por la explotación industrial, lo que supone 16.000 millones de euros. Esperamos 2.800 millones de flujo de caja libre en el próximo año, lo que pagará 5,7 veces el flujo de caja libre del año que viene. Y se trata de un flujo de caja libre muy estable. Una desaceleración cíclica, que los alemanes dejen de comprar coches o que la gente deje de llevar coches: todo esto puede suceder, ése es el riesgo de invertir, pero no creo que vaya a ocurrir en los próximos cinco años.

Debenhams PLC ISIN GB00B126KH97

Negocio: Segundo mayor distribuidor (moda, accesorios, belleza, muebles, artículos domésticos, flores) del Reino Unido con 141 tiendas y 35 franquicias en 16 países.

Información sobre las acciones (23/10/07): Precio **1,07 GBP** Rango 52 semanas 0,85 GBP – 1,88 GBP Rentabilidad del dividendo 2,3% Capitalización 632 millones GBP

Datos financieros de los últimos doce meses: Ingresos 1.700 millones GBP (2006) 1.800 millones GBP (2007e) Margen de explotación 13,1% Margen neto 2,6% (2006) 5,4% (2007e)

Métricas de valoración: Debenhams FTSE 350 PER 6,6 14,0 Relación precio/valor libros 11,7 2,6

Inversores institucionales: 1) TPG Shareholder Group 13,2 % 2) CVC Shareholder Group 9,3 % 3) Merrill Lynch Shareholder Group 7,2 % 4) Merrill Lynch Investment Managers 5,8 %

Valor justo: tres o cuatro veces el precio actual de la acción.

PRECIO POR ACCIÓN DE DEBENHAMS



TESIS DE INVERSIÓN Las acciones se pueden comprar al mismo precio que cuando la empresa se privatizó hace cinco años, pero en la actualidad el flujo de caja libre es de entre un 50% y un 60% superior. Los resultados del trimestre pasado no han sido satisfactorios pero, si la empresa está bien gestionada, en el sector de la venta al por menor no es realizar reestructuraciones, y parece que Debenhams lo está. En el peor de los casos, la empresa volverá a privatizarse, porque los inmuebles valen mucho. En el mejor de los casos, esta reestructuración se producirá con éxito y la empresa cotizará a PER 15. Esto ofrecería una oportunidad del 200 al 300 por ciento.

EVI: ¿Y la tendencia de los fabricantes de automóviles a las fuertes operaciones de financiación? ¿Le preocupa?

García Paramés: En realidad, no. En el contexto de BMW, estamos hablando de una operación de aproximadamente 5.000 millones en valor contable en una empresa que está vendiendo 55.000 millones de euros en coches, de modo que para BMW no es tan importante como para otras empresas, por ejemplo, General Motors.

EVI: Si mira a los activos, hay aproximadamente 11.000 millones de euros en inmovilizado material y más de 35.000 en activos financieros.

García Paramés: Para realizar el análisis, sacamos ese dinero del balance, pero tienen que consolidarlo con fines de contabilidad.

EVI: ¿No ve ningún problema de crédito?

García Paramés: Si lo gestionas de la forma adecuada, haces que los activos se correspondan con los pasivos, y ésa es la cuestión. No se trata de una operación financiera con un alto grado de apalancamiento.

EVI: ¿Y qué me dice del precio objetivo?

García Paramés: Nuestro precio objetivo se sitúa alrededor de 85 euros: ¿cómo llegamos a ese precio? Es el valor efectivo y contable a finales de 2008 de las operaciones financieras sin contar los pasivos por pensiones, lo que supone alrededor de 18 euros por acción. Luego, tenemos un flujo de caja libre de 2.800 millones para el año que viene. Con una cotización a PER 15, sumando los dos, obtenemos 85, que es el margen de explotación actual del 6%. Si utilizamos el 8%, este precio objetivo podría superar los 100.

«Nuestro precio objetivo para BMW es aproximadamente de 85 euros.»

EVI: El PER 15 parece ser un múltiplo establecido en la actualidad. Antes, hace 20, 30 o 40 años, la postura era más conservadora. ¿Le parece correcto este tipo de múltiplo? **García Paramés:** Ha sido la media de las acciones americanas desde 1800. Es un rendimiento de la inversión del 6,6 por ciento. Es bastante razonable con unos tipos de interés del cuatro o cinco por ciento. A largo plazo, las acciones tienen un riesgo menor que los bonos, especialmente los bonos del Estado. Si volvemos la vista a la Alemania de los años 20, ¿estaría yo dispuesto a pagar más por una compañía bien gestionada que por unos bonos del Estado? ¡Por supuesto!

EVI: Hablemos de Debenhams (ISIN: GB00B126KH97). En primer lugar, ¿cómo llegó a sus filtros, o cómo la encontraron?

García Paramés: Muy fácil. Compramos algunas acciones en la salida a bolsa del año pasado.

EVI: ¿De modo que compran en situaciones de OPV?

García Paramés: No es lo habitual, pero en este caso lo hicimos.

EVI: Así que bajó y ahora están comprando más.

García Paramés: Sí. La empresa ha bajado casi un 60% desde la OPV, de modo que ahora tiene un peso mayor del que ha tenido nunca en nuestros fondos. Ahora conocemos mejor la empresa que en el momento de la OPV, y tenemos más confianza en la valoración.

EVI: De nuevo, ¿por qué el mercado ha dejado pasar esta excelente oportunidad?

García Paramés: En la venta al por menor, la gente pierde la confianza muy fácilmente en cuanto sucede algo. Tuvieron problemas con la colección, puesto que no consiguieron aumentar la cuota de mercado e incluso estaban perdiendo dinero en la ropa de hombre y de mujer. El nivel de EBITDA ha bajado un 15 por ciento.

EVI: ¿Consideran que Debenhams es un grupo de moda, principalmente, o un distribuidor variado?

García Paramés: Sin duda, de moda.

«¿Estaría yo dispuesto a pagar más por una compañía bien gestionada que por unos bonos del Estado? ¡Por supuesto!»

EVI: Entonces, ¿ven claramente que es un problema operativo, y no estratégico?

García Paramés: Ciento cincuenta centros comerciales en el Reino Unido es un activo único. Consideramos que las operaciones de venta al por menor, sobre todo las operaciones enfocadas a la moda, no son muy difíciles de reestructurar. Hemos ganado mucho dinero con empresas de venta al por menor, como New Look, Cortefiel (ISIN: ES0124254311) o Adolfo Domínguez (ISIN: ES0106000013). Pueden tener problemas un año en concreto, pero si lo hacen bien, las recompensas son gigantes. Pueden pasar de un -3% de ventas en un año determinado a un +5% o 6% en el siguiente, así que existen fuertes compensaciones.

EVI: Evidentemente, no teme a los negocios de venta al por menor cuya situación pueda cambiar rápidamente. ¿Han invertido en Karstadt-Quelle (ISIN: DE0006275001) en Alemania?

García Paramés: Compramos algunas acciones hace tiempo, pero ya no tenemos.

EVI: Debenhams tiene una larga historia, pero mirándola con detenimiento, vemos que se privatizó y después hubo otra OPV. En el sitio Web no hay un buen histórico de informes. ¿Estudiaron los anteriores?

García Paramés: Sí. Privatizaron la empresa por 1.700 millones de libras esterlinas hace cinco años, y ése es su valor empresarial actual. Cuando se privatizó, el EBITDA de la empresa era de 200 millones, y ahora es de 300 millones (este año quizás de entre 300 y 350), de modo que el EBITDA es entre un 50% y un 60% por ciento más alto y estamos comprando al precio al que la empresa fue privatizada hace cinco años. También creemos que su gestión es buena. El director general y el director financiero saben lo que hacen.

EVI: Entonces, los altos directivos se están ocupando de la situación.

García Paramés: Sí. E incluso si no lo hicieran, lo peor que podría pasar es que no reestructuraran la empresa y alguien volviera a privatizarla. Tener 150 tiendas en el Reino Unido merece la pena.

EVI: Sólo un inciso: ¿qué piensa de la valoración de Puma?

García Paramés: Puma (ISIN: DE0006969603) es una acción de crecimiento y no nos gusta pagar mucho por el crecimiento. No resulta fácil sostener un alto índice de crecimiento durante varios años, de modo que no pagamos mucho por él. Normalmente, no asumimos un crecimiento anual superior al cinco o seis por ciento.

EVI: Hay rumores de que Debenhams está negociando una fusión.

García Paramés: Existe suficiente potencial de crecimiento en el Reino Unido. Por ejemplo, no tienen tiendas en Liverpool ni en Newcastle. Tienen cuatro o cinco años de potencial de crecimiento por delante. Pueden aumentar el número de tiendas en un 20%-30%. De este modo, pueden aprovechar su marca y sus operaciones.

EVI: Así que, de nuevo, el clásico “limita el potencial bajista y obtén gratis el alcista”, ¿no?

García Paramés: Desde luego. La empresa es una máquina de flujo de caja. Este año ya están consiguiendo un flujo de caja libre de entre 130 y 140 millones sin problemas. Lo crea o no, estamos pagando un múltiplo de seis veces esa cantidad.

EVI: ¿Tienen algún precio objetivo?

García Paramés: Bastante alto...

EVI: ¿Es una oportunidad del 200 por ciento?

García Paramés: Creemos que, si todo va bien, es una oportunidad del 300 o 400 por ciento. En la venta al por menor, si las reestructuraciones tienen éxito, conseguimos enormes cantidades de dinero. Ahora están llegando a un flujo de caja libre de 130, y en los próximos años puede que consigan el 200 o 250. Si le pone a eso un múltiplo de 15 veces, es significativo.

«Debenhams es una máquina de flujo de caja. Estamos pagando un múltiplo de seis veces el flujo de caja libre.»

EVI: Una o dos preguntas acerca de una de sus participaciones: Telefónica. ¿Aún tienen una posición amplia? García Paramés: No. De 12 euros el año pasado a 23 ahora ya es suficiente para nosotros. Piensan que pueden aumentar los beneficios en un ocho por ciento, pero nosotros creemos que es difícil debido al entorno económico que vamos a tener en España.

EVI: Evidentemente, su carrera de inversión ha sido extraordinaria, pero seguro que habrán cometido algún error. ¿Estaría dispuesto a compartir alguno con nosotros?

García Paramés: Ahora tenemos un conocimiento más profundo de lo que hacemos, pero claro que seguimos cometiendo errores. El último fue una empresa francesa muy pequeña muy apalancada. No pensamos que el apalancamiento fuera demasiado grande, pero lo era, y ahora la empresa se encuentra en suspensión de pagos.

EVI: Tienen una estrategia muy clara de centrarse en situaciones sencillas y fáciles de entender. A lo largo de los años, ¿se ha ido centrado cada vez más en eso, o se están complicando sus inversiones?

García Paramés: Nos gusta la simplicidad. Es nuestro principio básico.

EVI: Tienen gran parte del Global Value en acciones europeas. ¿Cuánto tiempo continuará Europa con un clima propicio? Ha mencionado que los mercados europeos son menos eficientes que los de EE.UU. ¿Es probable que eso siga siendo así?

García Paramés: Cuando invertimos en empresas europeas, en realidad, casi siempre estamos invirtiendo en empresas internacionales. BMW, por ejemplo, es una empresa alemana, pero opera en todo el mundo. Lo mismo se puede decir de muchas empresas españolas. Otras veces tenemos empresas de ámbito nacional, como evidentemente es el caso de Debenhams. Pero normalmente invertimos en jugadores de talla mundial, aunque con sede en Europa. Mientras tanto, podemos tener una cartera negociando a ocho veces el flujo de caja libre.

«Privatizaron la empresa en 1.700 millones de libras esterlinas hace cinco años, y ése es su valor empresarial actual.»

EVI: Una última pregunta: ¿qué le gustaría hacer en los próximos veinte años?

García Paramés: Una de nuestras ventajas más competitivas es que estamos haciendo casi todo lo que vamos a hacer dentro de veinte años, lo que nos permite hacer cosas que otros no están preparados para hacer. Si eres un gestor de *hedge funds* e intentas obtener beneficios en 2 o 3 años, haces cosas diferentes que cuando inviertes para los próximos 20 años. Hay quienes tienen períodos de tenencia de 4 ó 5 años, mientras que nosotros a veces tenemos períodos de compra de esa misma duración. Hemos estado comprando acciones de algunas empresas durante diez años. Es un enfoque diferente, y ése es el motivo por el que algunas de las cosas que hacemos otros no pueden hacerlas.

EVI: Se ve dedicándose a esto toda la vida.

García Paramés: Sí. Es más sencillo si tienes una perspectiva a largo plazo. El tiempo juega a tu favor.

EVI: Muchas gracias.

Contacto:

Bestinver Asset Management

Francisco García Paramés

C/Juan de Mena, 8-1° D 28014 Madrid (España)

Tel.: +34 91 595 91-50

Fax: +34 91 595 91-20

Correo electrónico: bestinver@bestinver.es

Internet: www.bestinver.com



Álvaro Guzmán de Lázaro y Francisco García Paramés

Un promedio del 22,52% de rentabilidad al año por los fondos de renta variable española de Bestinver desde 1993

La simplicidad, la coherencia y una estricta limitación del riesgo bajista han llevado a Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, de Bestinver, a la cumbre de la inversión en valor en Europa. Desde 1993, la renta variable española de Bestinver ha alcanzado un promedio de rentabilidad del 22,52% al año, lo que supone un rendimiento un 8,08% superior al de la Bolsa de Madrid. El Global Equity de Bestinver, lanzado en 1998, ha alcanzado una rentabilidad media del 13,79% y supera al índice de referencia MSCI World en un 10,57%. En 1990, sólo seis meses después de terminar su MBA, Paramés cogió las riendas de las incipientes operaciones de gestión de fondos de Bestinver y gestionó los fondos por sí mismo durante los siguientes 13 años, generando las impresionantes rentabilidades citadas. La filosofía de inversión de Bestinver es estrictamente el valor: Paramés y sus socios sólo invierten en negocios que entienden por completo. Por ejemplo, los bancos suelen ser demasiado complicados y tienen un grado de apalancamiento excesivo para ellos. Paramés no aplica casi nunca el método del flujo de caja descontado, porque “el esfuerzo no merece la pena”, pero busca múltiples bajos de flujo de caja y empresas que estén cotizando temporalmente a precios inferiores a su valor. El equipo casi nunca utiliza herramientas complicadas de filtro, sino que se basa en los periódicos, los informes de analistas, las conversaciones con “alguien que nos pueda dar una pista” y una estricta disciplina a la hora de efectuar valoraciones. Paramés prefiere que se den opciones de inversión gratuitas en las que el riesgo a la baja está muy limitado por unas valoraciones temporalmente bajas, y en las que Bestinver puede obtener potencial alcistas de forma gratuita. Este enfoque ofrece una gran variedad de ideas. Según Paramés, no supone un problema el hecho de

encontrar suficientes ideas de inversión con un potencial alcista del 50 por ciento. Al contrario, en la actualidad tienen demasiadas ideas de 100 por cien, de modo que una inversión tiene que tener un potencial alcista del 50% o el 60% para entrar en los fondos. Francisco Paramés se encuentra en el ecuador de su carrera profesional (nació en 1963) y tiene por delante muchos más años para aplicar sus excepcionales habilidades, que es lo que quiere hacer. De hecho, considera su horizonte de veinte años en la inversión “una de sus mayores ventajas competitivas”, una ventaja que permite a Bestinver hacer cosas que otros no pueden hacer.