

VALUE INVESTOR INSIGHT

La referencia en *Value Investing*

Una migración excelente

Aunque los orígenes intelectuales del “value investing” sean norteamericanos, el español Francisco García Paramés ha demostrado que sus principios pueden viajar bastante bien.

REFLEXIONES DEL INVERSOR



Francisco García Paramés
Bestinver Asset Management

Filosofía de inversión: Busca empresas en negocios fáciles de entender, que se vean desfavorecidos por el ciclo económico, así como las que tienen múltiples unidades de negocio que estén mal valoradas colectivamente.

Con sólo 27 años y tras haber terminado su MBA un año antes, Francisco García Paramés fue reclutado en 1991 para asumir la modesta unidad de gestión de activos de la constructora española Acciona cuando el director de inversiones de la unidad - su jefe- abandonó la empresa. “Fue mucho más que una prueba de fuego”, dice.

Los resultados de Paramés al mando de Bestinver Asset Management, que actualmente gestiona 3.000 millones de euros, han sido como poco excepcionales a nivel mundial. El fondo más diversificado de Bestinver, que invierte fundamentalmente en Europa, ha ganado un promedio del 15,9% anual desde su creación en 1993.

A día de hoy, está sobre todo centrado en su cartera actual en busca de negocios aún más atractivos, en áreas tales como la automoción, la energía, la distribución de productos tecnológicos y sociedades de cartera (holdings).

Francisco García Paramés

Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad de Bestinver Asset Management España nos describen su método de valoración de sectores cíclicos en declive, por qué no invierten muy lejos de casa, los “dos niveles de infravaloración” que observan en las sociedades holding, y por qué creen que empresas como BMW, Repsol, Corporación Alba, Cofide y Esprinet no están valoradas de manera correcta.



Fernando Bernad, Álvaro Guzmán de Lázaro, Francisco García Paramés

Amortizando una deuda

Aunque ahora es uno de los inversores más célebres de Europa, Francisco García Paramés se acuerda bien de cuando tenía que trabajar duro en la oscuridad y depender en gran medida de los escritos y declaraciones públicas de distantes inversores norteamericanos, como Warren Buffett y Peter Lynch, en busca de sustento intelectual en materia de inversiones. “¿Quién podría pedir unos modelos mejores?”, comenta.

Paramés escribió el año pasado una carta a Buffett dándole las gracias y ofreciéndole una idea o dos de inversión en Europa. Buffett respondió personalmente y le pidió a Paramés que le mantuviera al tanto de las empresas privadas de España que Berkshire Hathaway pudiera estar interesada en comprar. “Me sentí honrado de que me lo pidiera”, dice Paramés. Está haciendo planes para asistir a su primera reunión anual con Berkshire Hathaway en Omaha. Con un historial que se compara favorablemente con la flor y nata del acervo norteamericano de gestores de fondos de los últimos quince años, ¿Pretende Paramés mejorar su currículum en los Estados Unidos? “Nosotros no hemos sido particularmente agresivos con el marketing, sobre todo en los Estados Unidos”, comenta. “Eso podría cambiar, pero por el momento es complicado - creemos que tal vez contáis con demasiados abogados”.

Usted ha calificado sus comienzos en el mundo de las inversiones como un “accidente”. ¿Por qué?

Francisco García Paramés: Tras finalizar el MBA en 1990, me puse a trabajar para el grupo industrial Acciona, que estaba y está dirigido por la familia Entrecanales. Me contrataron para trabajar en la unidad de fusiones y adquisiciones de Bestinver, pero esa sección se reorganizó al cabo de tres meses y encontré un cargo de analista en el pequeño negocio de gestión de inversiones Bestinver, de Acciona. Por aquel entonces invertíamos sólo en España y el 90% del capital era de la familia Entrecanales. Acabé asumiendo la dirección de inversiones un año después de que el gestor de fondos comunicase que se marchaba.

Por la misma época, leí *One Up On Wall Street* de Peter Lynch, que describía una manera de pensar en materia de inversiones que resultaba emocionante y tenía mucho sentido para mí: invierte cuando nadie más lo haga. Vete a lo sencillo. Invierte sólo en cosas que entiendes. Invierte basándote en ganancias normalizadas. Preocúpate cuando esté entrando mucho capital en un sector y presta atención cuando el capital salga y se pueda mejorar el rendimiento. A partir de entonces, leí todo lo que pude sobre inversiones - sobre todo de Warren Buffett y Benjamin Graham - y me enganché.

La magnitud y el alcance de lo que ha hecho obviamente ha ido en aumento pero, ¿ha cambiado mucho su estrategia en los últimos 18 años?

FGP: No. Nos centramos en cosas muy sencillas. ¿El modelo de negocio es entendible? ¿Es probable que sea esencialmente el mismo en los próximos diez años? ¿Las ventajas competitivas son sostenibles o temporales? ¿Se puede calcular de manera razonada el de flujo de caja libre normalizado? ¿Tenemos alguna ventaja adoptando una visión a largo plazo? ¿ Están cotizando las acciones con un descuento significativo respecto a nuestra estimación de su valor intrínseco? Probablemente la principal razón por la que las acciones que compramos estén mal valoradas sea el horizonte temporal de la mayoría de inversores. Seguimos el ejemplo de Warren Buffet cuando decimos que nos gustaría que nuestro horizonte temporal fuese “para siempre”.

¿Cómo define su rango geográfico para escoger compañías a la hora de invertir?

FGP: Una vez le oí decir a alguien que a medida que te alejas 2X kilómetros del lugar donde estás invirtiendo, tienes que ir dividiendo la calidad de la valoración entre dos. Estamos de acuerdo con eso, así que primero nos centramos en Madrid, luego el resto de España y después Europa occidental. Los principales países de nuestra cartera más amplia son España con un 20%, Alemania con un 13%, un 10% en Francia y en Suiza, y un 7% en Italia. Al cabo de los años hemos descubierto que los mercados europeos son mucho menos eficientes que los estadounidenses. Ahora mismo menos del 5% de nuestra cartera se encuentra en Estados Unidos, y eso teniendo en cuenta que la posición más grande que tenemos allí, Virgin Media [VMED], opera en el Reino Unido.

¿Hay alguna diferencia entre sus procesos de investigación o toma de decisiones de un país a otro?

FGP: El proceso es el mismo. En cada mercado hablamos “largo y tendido” con gente de dentro y de fuera de la compañía, incluyendo proveedores, clientes y competidores. Nos centramos fundamentalmente en la contabilidad del flujo de caja, así que cualquier diferencia en tratamientos de contabilidad sin movimiento de caja no es tan relevante para nosotros.

Álvaro Guzmán de Lázaro: Existen grandes diferencias en los tipos impositivos, a los cuales nosotros nos ajustamos. Un EBITDA de 10x tiene un significado muy diferente en Italia, donde el tipo del Impuesto de Sociedades es del 40%, y en Suiza, donde es del 25%.

También tenemos en cuenta lo que llamamos actitudes hacia el capitalismo. Por ejemplo, hay muy poco riesgo de verse forzado a vender a un mal precio si se posee el 13% de una compañía en el Reino Unido; pero sí podría ocurrir en Suiza donde las leyes favorecen menos a los accionistas. Eso en realidad no cambia el análisis, pero sí afecta al modo en que valoramos los riesgos.

¿Condiciona la visión macroeconómica su estrategia de inversión?

FGP: No demasiado, pero determinados puntos de vista más amplios pueden influir en la manera en que invertimos. Por ejemplo, somos fervientes seguidores de los economistas de la Escuela Austríaca, que han hecho una excelente labor para explicar los ciclos económicos y cómo la expansión del crédito conduce a la sobreinversión, las burbujas y después a las caídas. Esa creencia nos ha mantenido alejados de las entidades financieras durante los últimos cuatro o cinco años, porque pensábamos que había una burbuja crediticia en los Estados Unidos, España y algún otro país. Otra creencia que tenemos a día de hoy es que el crecimiento chino es sostenible, porque está basado en el ahorro y en el crecimiento de la productividad. Eso nos hace más optimistas respecto al crecimiento económico global a diferencia de otros que están más preocupados por la economía estadounidense - lo cual se traduce, al menos indirectamente, en cómo calculamos las ganancias normalizadas.

¿Su aversión a las entidades financieras es algo temporal o permanente?

FGP: Debido a la dificultad de su análisis, tenemos más bien una cierta aversión hacia las empresas financieras apalancadas. Ya es bastante difícil comprender desde fuera qué está pasando dentro de una empresa, como para encima hacerlo cuando existe tanta libertad en la concesión y en la contabilización de los préstamos. Creemos que esta flexibilidad expone a los accionistas a un riesgo mucho mayor.

¿Qué tipo de empresas suele llamarle la atención?

FGP: Hemos tenido mucho éxito con los “retailers”, que por lo general son fáciles de entender y tienen ventajas y desventajas competitivas bastante definidas. También encontramos a menudo oportunidades en las sociedades holding, para las que estamos quizá más dispuestos a hacer el trabajo necesario para valorar cada parte de manera individual, incluso cuando los negocios son muy diferentes. Las sociedades holding resultan especialmente interesantes ahora porque, por alguna extraña razón, los descuentos de la suma de las partes normalmente aumentan en los mercados malos, incluso a medida que cada parte por separado se va depreciando más. Eso proporciona dos niveles de infravaloración.

En general, tendemos a encontrar atractivas las empresas de las industrias cíclicas, o incluso *commodities* cuando creemos que están en la parte baja del ciclo y cuando otros inversores huyen de ellas.

Describa, utilizando un ejemplo corriente, cómo valora dichas empresas cíclicas.

Fernando Bernad: Un buen ejemplo es Smurfit Kappa [SKG:ID], una empresa líder del sector de embalaje de papel con sede en Irlanda. Opera fundamentalmente en Europa occidental y Latinoamérica, y aunque su industria se ha consolidado y los operadores más grandes se están volviendo más racionales, el negocio todavía es cíclico y la demanda está disminuyendo justo ahora que varios proyectos de capacidad están próximos a terminarse. La acción de Smurfit, que salió al mercado a principios del 2007 a 16,50 € la acción, está ahora por debajo de los 2 €.

Valoramos las acciones de Smurfit Kappa en términos de ganancias normalizadas a mitad de ciclo, en este caso basándonos en el beneficio por tonelada al que el productor marginal obtiene un rendimiento razonable sobre el capital invertido. Por encima de ese rendimiento, se invertiría nuevo capital en capacidad productiva y se bajarían los precios. Por debajo de ese rendimiento, con el tiempo, la capacidad desaparecería del negocio y los precios subirían. Sobre esta base, calculamos, que el EBITDA normalizado anual de Smurfit Kappa, será de 950 millones de euros. Descontando los niveles de proyección del interés, la depreciación y los impuestos, llegamos a un flujo de caja anual de alrededor de 300 millones de euros. Fue mayor en 2007 y será inferior el año que viene, pero eso es lo que creemos que es el nivel sostenible.

El valor de mercado de la empresa es a día de hoy de unos 390 millones de euros, así que el valor de Smurfit Kappa cotiza aproximadamente a 1,3x el flujo de caja libre normalizado. Desde luego es cierto que estos vientos que sopla en contra de las compañías cíclicas pueden disminuir considerablemente las ganancias de las empresas, pero nosotros consideramos un periodo de resultados pobres como el “precio” que hay que pagar para poder invertir en una valoración sumamente atractiva.

FGP: La cuestión más compleja aquí es la deuda, que es alta, pero creemos que la empresa no corre el riesgo de incumplir sus obligaciones y no vence ningún pago importante hasta 2011. Incluso en las peores condiciones económicas, creemos que sus activos son vendibles y que las plusvalías derivadas de dichas ventas cubrirían sobradamente el nivel de deuda pendiente.

¿Es Smurfit Kappa representativa de las inusuales infravaloraciones que están encontrando hoy en día?

FGP: Hacemos un seguimiento del potencial de revalorización de los fondos, desde los precios actuales hasta nuestros precios objetivos. Nuestra cartera de Bestinfond [incluyendo tanto valores españoles como extranjeros] el 30 de junio del 2007 tenía un potencial alcista sobre nuestros objetivos del 64%. El 30 de septiembre de este año, ese potencial había aumentado a un 189%. Es, con diferencia, el más alto que se ha obtenido desde que empezamos a valorarlo de este modo hace seis o siete años.

A día de hoy estamos invirtiendo en muy pocas empresas nuevas, ya que estamos redistribuyendo activamente nuestra actual cartera. Esto es en general una parte importante de lo que hacemos. Si el valor de una acción no cambia y el precio oscila arriba y abajo, actuamos basándonos en esto. Cuando una acción con un potencial alcista del 50% sube un 20%, retiramos dinero de ahí y lo colocamos en valores con mayor potencial alcista que conozcamos igualmente bien. Esto es una ventaja competitiva para nosotros en Europa porque nuestros fondos sólo pagan un 1% de impuesto sobre las plusvalías. Lo que es interesante es que los precios objetivos de nuestras empresas en cartera han subido alrededor de un 10% desde junio del año pasado, así que en su mayor parte, los negocios van razonablemente bien. No obstante, los precios de las acciones han bajado tanto que el diferencial entre precio y valor se ha incrementado de forma considerable.

¿Cómo llega a los múltiplos de flujo de caja libre normalizado que utiliza para calcular los precios objetivos?

FGP: Probablemente en un 90% de los casos utilizamos 15x. Ése ha sido el promedio para las acciones norteamericanas durante los últimos 200 años y conlleva un rendimiento de flujo de caja libre de aproximadamente el 6,5%, que es bastante razonable si las tasas de interés libres de riesgo son del 4-5%.

No solemos utilizar el método de descuento de flujos de caja para calcular los precios objetivos. Pensamos que el esfuerzo no merece la pena excepto en el caso de negocios muy estables como autopistas o las “utilities”.

¿Tiene alguna predisposición hacia una capitalización bursátil determinada?

FGP: A la gente le gusta decir que nos centramos más en empresas de pequeña capitalización, pero siempre hemos sido totalmente agnósticos respecto al tamaño de las empresas en las que invertimos. A igualdad de condiciones preferiríamos tener más liquidez que menos, pero cualquier predisposición que pudiéramos tener hacia las empresas de pequeña o gran capitalización estará en función del tipo de compañía en las observemos unos precios más atractivos en un momento determinado.

¿Cómo llegó hasta ustedes una empresa tan pequeña como Ibersol [IBRS:PL], una cadena de restaurantes portuguesa?

FGP: Conocemos muy bien Portugal y de hecho tuvimos acciones en esta empresa hace diez años, así que no es tan extraño que nos fijáramos en ella. Tienen una serie de cadenas de restaurantes en el país, la mayoría de los cuales son de comida rápida como Pizza Hut, KFC y Burger King. Lo que nos gusta es que el negocio es muy fácil de entender y además creemos que serán no cíclicas ya que habrá más gente que coma hamburguesas y pizza que gente que vaya a cenas de etiqueta. En la primera mitad de este año, las ventas comparables eran de hasta un 9%. Empezamos a comprar cuando las acciones estaban en torno a 10 €, frente a nuestro precio objetivo de 20 €. Las acciones han caído a 5,40 € pero nuestro precio objetivo no ha cambiado, así que ahora es incluso más interesante.

¿Cómo llega a un número de posiciones absoluto y relativo?

FGP: Las leyes europeas para nuestro tipo de fondos no nos permiten estar demasiado concentrados. En nuestra cartera más amplia, generalmente tenemos 60-70 valores al mismo tiempo.

El tamaño relativo de cada posición depende fundamentalmente de lo grande que sea el diferencial entre el precio de mercado y nuestro precio objetivo, tomando además en consideración nuestro grado de confianza en la valoración y el nivel de apalancamiento de la compañía en cuestión. Creemos que Smurfit Kappa acabará multiplicando su valor por diez, pero nosotros tendremos menos de ella que de otra que creemos que puede incrementar su valor por cinco si ésta tiene mucha menos deuda.

Hablando de ideas más concretas, ¿qué hay detrás de su importante inversión en BMW [BMW:GR]

FGP: Al igual que Toyota en el mercado de consumo masivo, en el sector del lujo, BMW está ampliamente reconocido como una de las empresas de coches mejor dirigidas del mundo. Pensamos que es algo relacionado con el hecho de que en ambas empresas predomina la propiedad familiar y que siempre han invertido considerablemente en tecnología, ingeniería y diseño. De hecho, muchas de las empresas que poseemos tienen amplia participación familiar, lo cual tiende a hacer más probable que se adopte una perspectiva a largo plazo. Durante años, BMW ha formado parte del sector del lujo del mercado y, al mismo tiempo, los coches de lujo están aumentando su cuota de mercado en el mercado global de la automoción. Esto por supuesto no significa nada hoy para los inversores, que tratan a BMW como a cualquier otro miembro de una industria afectada por la crisis.

¿Eso no está justificado?

FGP: BMW fue demasiado agresivo en su negocio de leasing estadounidense y, como consecuencia, se enfrentó a una amortización de casi 1.000 millones de euros. Probablemente ese problema no ha terminado pero la posición del capital de la empresa continúa muy fuerte, por lo que no debería tener problemas para sobrellevar más emisiones de crédito. En cuanto a las ventas, las unidades de BMW vendidas en los EE.UU. descendieron únicamente un 5% en octubre, mientras que las de la mayor parte de compañías habían descendido bastante más. Eso ha sido solo en un mes y esperamos que las cosas empeoren, pero muestra la fortaleza de la línea del producto y la marca de la empresa.

La cuestión aquí no es cómo serán los resultados este año y el próximo. No lo llamaríamos un cambio total, pero la empresa está haciendo un esfuerzo considerable por mejorar su eficiencia operativa, la cual debería verse reforzada cuando la economía mejore. Está haciendo su fabricación más eficiente, mejorando los procesos y ajustando personal. Siempre considerada como una de las preferidas de los proveedores, está empezando a ejercer presión sobre ellos para que bajen los precios y mejoren la entrega. Y es probable que el presupuesto de investigación y desarrollo se racionalice.

¿Qué impacto espera que tenga todo eso en los márgenes de explotación, que han disminuido en los últimos años?

FGP: La reducción de los márgenes hasta 2007 se ha debido en su totalidad a la debilidad del dólar -el 25% de la facturación viene de los EE.UU., pero en ese porcentaje van incluidos muy pocos costes de fabricación - y un gasto mucho mayor de lo habitual en I+D y capital. Estas dos últimas cosas no suelen ser motivo de queja y pensamos que esas inversiones se compensarán más tarde, sobre todo con la mejora de la eficiencia en la fabricación y con el lanzamiento de coches más eficientes con emisiones más bajas.

A medida que lancen nuevos modelos en 2010 y en adelante, la compañía espera ir alcanzando progresivamente un 8-10% en los márgenes de explotación, que es aproximadamente lo que hubiesen obtenido en los últimos años sin el impacto del dólar y el aumento en los gastos de inversión. Basamos nuestra valoración en unos márgenes de EBIT normales del 7% - si subiera algo más ya sería la guinda del pastel.

¿Cómo está valorando las acciones que últimamente se cotizan a 19,15 €?

FGP: Siendo conservadores, calculamos que dentro de dos o tres años, BMW generará en torno a 56.000 millones de euros de ingresos, desde los 52.000-53.000 millones de este año. Con un margen de EBIT del 7%, sin gastos financieros netos e impuestos de alrededor de 1.000 millones de euros, eso conllevaría un flujo de caja libre de 3.000 millones de euros. Añada a eso un múltiplo de 15x - que es a lo que ha cotizado muchas veces en el pasado - y el negocio industrial valdrá 45.000 millones de euros.

Si añadimos aproximadamente 5.000 millones de euros en efectivo y 5.500 millones de euros de valor en libros por la operación de financiación, llegamos a un valor global para la empresa de en torno a 56.000 millones de euros. Eso es más de 90 € por acción.

Eso es una prima bastante considerable respecto al precio actual. ¿Cuáles son los riesgos más grandes que observa?

FGP: El mayor riesgo a largo plazo es que la marca BMW se deteriore lo bastante para que los márgenes normalizados sean sólo del 4%. Pero incluso con unos márgenes del 4%, calculamos que la empresa gana lo suficiente como para que las acciones valgan 40 €. Así que, en vez de ganar 4 veces nuestro dinero, ganamos 2. Podemos vivir con eso. Ese es el motivo por el que es nuestra mayor posición.

<p>Bayerische Motoren Werke (Frankfurt: BMW:GR) Negocio: Profesional del marketing y fabricante de automóviles y motocicletas de lujo a nivel mundial, que opera en más de 150 países. Incluye marcas como BMW, Mini y Rolls-Royce.</p> <p>Información sobre las acciones (25/11/08) \$1 = €0.77):</p> <p>Precio 19,15 EUR Rango 52 semanas 16,00 EUR - 43,62 EUR Rentabilidad por dividendo 5,5% Capitalización 12.280 millones EUR</p>	<p>Datos financieros de los últimos doce meses Ingresos 55.260 millones Margen de explotación 5,3% Margen neto 4,1%</p> <p>Métricas de valoración (Precio actual vs Últimos doce meses)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>BMW</th> <th>S&P 500</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PER</td> <td>5,5</td> <td>16,3</td> </tr> </tbody> </table>		BMW	S&P 500	PER	5,5	16,3
	BMW	S&P 500					
PER	5,5	16,3					
<p>EVOLUCIÓN DE BMW</p>							
<p>RESULTADOS FINALES Al haber invertido masivamente en el desarrollo de un nuevo producto y en la mejora de la eficacia operativa, la empresa está bien posicionada para prosperar en tanto que el crecimiento del mercado automovilístico global se reactive, comenta Francisco García Paramés. Con un múltiplo de 15x del flujo de caja libre normal de 3.000 millones de euros, más activos de caja y financieros, las acciones podrían cotizar por encima de los 90 €.</p> <p>Fuente: Informes de la compañía, de Bestinver sobre la compañía y otra información a disposición del público.</p>							

¿Qué se pierde el mercado con la compañía energética española Repsol [REP:SM]

AGL: Creemos que Repsol tiene activos únicos, con mucho más valor en sus diversas áreas que lo que le reconoce el mercado.

El negocio más grande es un sistema altamente integrado de refinerías - que están cerca de los centros de consumo - y una red de 3.500 estaciones de servicio. La compañía tiene aproximadamente una cuota de mercado en España del 50%, con economías de escala considerables. Es un sistema casi imposible de reproducir hoy en día. Hemos seguido durante años este negocio de refino y marketing y su proyección normalizada de flujo de caja libre - sin exagerar las cifras- es de alrededor de 1.500 millones de euros al año. Con un múltiplo de 15x, que es moderado teniendo en cuenta la solidez del negocio, vale 22.500 millones de euros, o en torno a 18 € la acción.

Con las acciones cotizando a 14,85 €, es un buen comienzo.

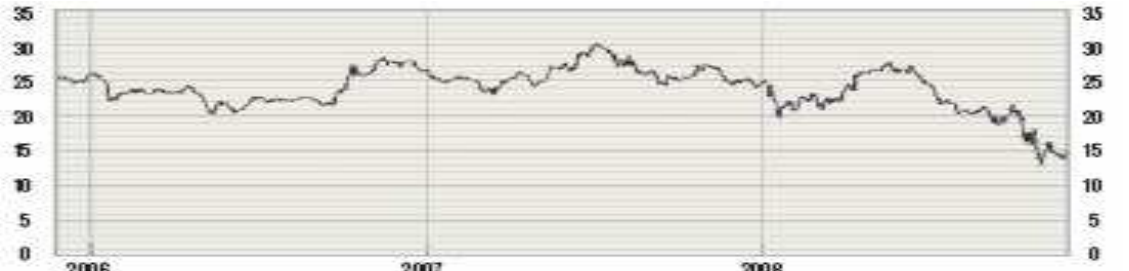
AGL: Sí, así es. Entonces, ¿qué conseguimos gratis? Repsol también posee el 30% del cuasimonopolio de distribución de gas natural en España, Gas Natural, que es una empresa que cotiza en bolsa. Este es un negocio extremadamente rentable, ya que el gobierno ha permitido lo que nosotros creemos que es un exceso de rentabilidad para promover la construcción de una infraestructura completa por toda España. Incluso asumiendo que la rentabilidad cayese a un nivel más sostenible, una vez más con un múltiplo de flujo de caja libre de 15x, valoramos la participación del 30% de Repsol en Gas Natural en unos 6.000 millones de euros, o 5 € la acción.

La compañía tiene un negocio de productos químicos más bien pequeño que está muy integrado con el de la refinería. Su gama de productos consiste aproximadamente en un 70% de productos químicos básicos y un 30% de químicos especializados. Valoramos este negocio a 10x el EBIT anual normal de 400 millones de euros, que es lo mismo que 15x de flujo de caja libre con un tipo impositivo del 30%. Eso son otros 4.000 millones de euros en valor, o algo menos de 3,50 € por acción. Los negocios de exploración y producción de la compañía están fundamentalmente en Argentina, Trinidad y Tobago y en el norte de África. Dejando a Argentina a un lado por el momento, el resto de los negocios de exploración y producción tienen reservas de aproximadamente 1.000 millones de barriles equivalentes de petróleo. Basándonos en los contratos en vigor con los diversos gobiernos, la reserva de mezcla de gas y petróleo y otros factores, valoramos estas reservas a 18 \$ el barril. Esto no presupone nada respecto a los precios del petróleo y del gas - cualquier potencial de los aumentos de precio iría de todos modos a los gobiernos locales. Utilizando 18 \$ por cada barril equivalente, el valor de activo de Repsol llega a 13.000 millones de euros, o a 10 € por acción.

En Argentina, Repsol posee petróleo y gas extraíbles, un sistema de refinería integrado con su propia producción y un negocio al por menor de gasolina. Aquí hay un claro riesgo en el país, ya que los controles en los precios energéticos dificultan que se gane dinero y fomentan unos malos hábitos de uso en el consumidor. O lo que es peor, debido al plan del gobierno de nacionalizar las pensiones privadas, hay riesgo de expropiación.

Si asumimos lo peor, el negocio no vale nada. Si asumimos que nada cambia y usamos la valoración con la que Repsol vendió recientemente el 20% de su negocio argentino a un empresario local, este negocio vale al menos 10.000 millones de dólares, lo cual traducido en euros llega a otros 5-6 € en valor por acción de Repsol.

Después de descontar aproximadamente 4 € por acción en gastos indirectos corporativos e impuestos, nuestro valor de la suma de las partes para todo lo que engloba Repsol es de unos 38 € por acción.

<p>Repsol (Madrid: REP:SM) Negocio: Exploración, desarrollo, refino y marketing de petróleo y gas natural, con operaciones primarias en España, Argentina, Trinidad y Tobago y el norte de África. Información sobre las acciones (25/11/08) \$1 = €0.77): Precio 14,85 EUR Rango 52 semanas 12,56 EUR - 27,91 EUR Rentabilidad por dividendo 6,7% Capitalización 18.130 millones EUR</p>	<p>Datos financieros (Anualizado el 30/09) Ingresos 65.710 millones EUR Margen de explotación 10,2% Margen neto 5,2%</p> <p>Métricas de valoración (Precio actual vs Últimos doce meses)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>REP</th> <th>S&P 500</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PER</td> <td>5,1</td> <td>16,3</td> </tr> </tbody> </table>		REP	S&P 500	PER	5,1	16,3
	REP	S&P 500					
PER	5,1	16,3					
<p>EVOLUCIÓN DE REPSOL</p> 							
<p>RESULTADOS FINALES El Mercado está infravalorando considerablemente los variados y relativamente únicos activos de la empresa - sobre todo su operativa integrada española de refino y marketing - dice Álvaro Guzmán de Lázaro. Basándose en un análisis detallado de la suma de las partes, cree que el valor justo de las acciones, después de descontar impuestos y gastos indirectos, se sitúa en torno a los 38 € por acción. Fuentes: Informes de la compañía, de Bestinver sobre la compañía, y otra información a disposición del público.</p>							

Podemos asumir entonces que al mercado le preocupa la situación en Argentina.

AGL: Sin duda. Pero incluso si Argentina nacionalizase el negocio de Repsol allí y no pagase nada por ello, valoraríamos el total de la compañía a más del doble del precio actual de las acciones de Repsol.

La ventaja que creemos tener es que entendemos el valor del negocio de la refino y el marketing en España. Este es un activo verdaderamente único que no creemos que el mercado esté reconociendo en su justa medida.

FGP: Aquí añadiría que podría haber un catalizador a corto plazo. El accionista más grande de Repsol, con un 20% de participación, es la sociedad holding española Sacyr Vallehermoso, que se está viendo muy afectada por las deudas en sus negocios de construcción. Hay bastantes posibilidades de que el gobierno permita una operación en la que dicha participación o todas las de Repsol se vendiesen. Cualquiera de las dos opciones permitiría sacar a relucir el gran valor de los activos que tiene Repsol

Háblenos de uno de los holdings más infravalorados que ven actualmente: Corporación Financiera Alba [ALB:SM].

FGP: Corporación Alba tiene, fundamentalmente, dos activos en cartera: una participación de casi el 25% en el Grupo ACS, una empresa industrial y de construcción diversificada, y una participación del 23% en Acerinox, uno de los principales fabricantes de acero inoxidable del mundo. Estas dos empresas están cotizando en bolsa, y sólo basándonos en los precios de cotización actuales, las acciones de Alba deberían estar cotizando en torno a los 50 € por acción, justo el doble del precio actual de 25 € por acción.

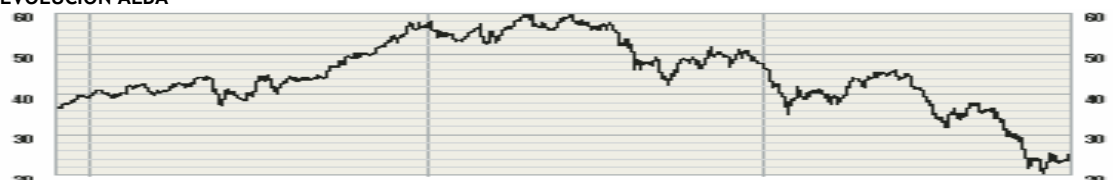
Tan sencillo como parece.

FGP: Pero eso no es todo. Hemos valorado a ACS y Acerinox por separado y creemos que ambas están considerablemente infravaloradas. Si utilizamos nuestros precios objetivos para cada una de ellas, el precio objetivo de las acciones de Alba está próximo a 77 €.

ACS [ACS:SM] era originalmente una empresa de construcción que utilizó el dinero que hizo durante el boom de la construcción en España y lo diversificó inteligentemente a lo largo de los años en una amplia variedad de servicios industriales, concesiones, logística y negocios medioambientales. Sus operaciones se han extendido más allá de España y sus ingresos anuales totales superan los 20.000 millones de euros.

La valoración de ACS es bastante complicada. Nosotros revisamos cada negocio y lo valoramos de acuerdo con nuestros cálculos de flujo de caja libre y múltiplos apropiados, contrastándolo siempre con valor en libros o con el método de transacciones comparables. Para ser prudentes en nuestros números, hemos utilizado un flujo de caja que pueden estar por debajo de los niveles actuales. Por ejemplo, hemos reducido el EBITDA en un 20% en el negocio de la construcción, porque tenemos previsto que desciendan los beneficios en obras públicas en España. Realizando esta operación en todos los negocios, ajustando la deuda y los impuestos, creemos que ACS vale en torno a 16.200 millones de euros en total, lo que hace que la participación de Alba en ella valga aproximadamente 55 € por acción. Acerinox [ACX:SM] es el productor de acero inoxidable más eficiente del mundo, con fábricas en los EE.UU, España, Sudáfrica y en proceso de construcción en Malasia. Fue el primero en integrar a partir de la fusión de acero, el laminado en caliente y luego la laminación en frío. Más plantas de la competencia están intentando ponerse al mismo nivel, pero lleva tiempo.

Debido a su eficiente fabricación, Acerinox tiene los mejores márgenes de la industria. En nuestra valoración utilizamos un margen EBITDA promedio sostenible por tonelada de 200 €, que está por debajo del promedio que la empresa ha calculado durante muchos años, pero tiene en cuenta que competidores como Mittal y ThyssenKrupp se están acercando y que los márgenes se irán reduciendo lentamente con el tiempo. Con un margen de 200 € por tonelada, eso se traduce en 700 millones de euros de EBITDA anual para toda la empresa. Tras el gasto del capital de mantenimiento, los costes de interés e impuestos, se quedan con un flujo de caja libre de 400 millones de euros. A un múltiplo de 15x, todo Acerinox vale 6.000 millones de euros, lo cual se traduce en 22 € por acción en valor para Corporación Alba.

<p>Corporación Financiera Alba (Madrid: ALB:SM) Negocio: Sociedad holding española con dos activos fundamentales que cotizan en bolsa: el conglomerado industrial y de construcción Grupo ACS y el fabricante de acero inoxidable Acerinox. Información sobre las acciones (25/11/08) \$1 = €0.77): Precio 24,94 EUR Rango 52 semanas 20,06EUR - 51,60 EUR Rentabilidad por dividendo 0,5% Capitalización 1.560 millones EUR</p>	<p>Datos financieros (2007) Beneficios de los Holding 599,5 millones EUR Margen neto 95,6% Ganancias por acción 9,25 €</p> <p>Métricas de valoración (Precio actual vs Últimos doce meses)</p> <table border="1"> <tr> <td></td> <td>ALB</td> <td>S&P 500</td> </tr> <tr> <td>PER</td> <td>2,9</td> <td>16,3</td> </tr> </table>		ALB	S&P 500	PER	2,9	16,3
	ALB	S&P 500					
PER	2,9	16,3					
<p>EVOLUCIÓN ALBA</p> 							
<p>RESULTADOS FINALES Las participaciones que esta sociedad holding posee en sus dos activos principales - con los valores de mercado actuales de esas empresas - valen dos veces el precio actual de las acciones, comenta Francisco García Paramés. Basándose en los precios de acciones estimados a los que esas sociedades de cartera deberían cotizarse según una base normalizada, Paramés establece el valor objetivo de Alba cercano a los 77 €.</p> <p>Fuentes: Informes de la compañía, informes de Bestinvest sobre la compañía y otra información a disposición del público.</p>							

¿Por qué cree que el mercado no se queda con esto?

FGP: Suena relativamente fácil hacer este tipo de análisis, pero hay que documentarse mucho para entender los diferentes negocios de los distintos países. Supongo que muchos inversores no se molestan en hacer el trabajo. Estas empresas están muy bien gestionadas, sin deuda estructural en el holding ni en sus empresas subsidiarias. Todos están reinvertiendo en acciones. No entendemos para nada los valores actuales del mercado, motivo por el cual Corporación Alba representa nuestra mejor idea de inversión en España actualmente, y además, representa un 9% de nuestro fondo nacional.

¿Ven un potencial similar en la sociedad holding italiana Cofide [COF:IM]?

FB: Creemos que Cofide está incluso más infravalorada que Alba. Los negocios difieren bastante pero el análisis es parecido. El único activo de Cofide es una participación del 50% en CIR, una empresa de explotación diversificada controlada por los De Benedetti, una de las familias más representativas de Italia. CIR lo componen cuatro negocios diferentes: dos que cotizan en bolsa y dos privados, que valoramos por separado para obtener un valor global de Cofide.

El negocio más grande opera en plantas de gas de Italia, así como unos pequeños activos de generación de energía eólica y solar. Dada la relativa naturaleza estable del negocio, no es tan difícil de valorar, sobre todo porque la empresa acaba de incrementar capital adicional proveniente de su antiguo socio Verbund, el productor principal de electricidad en Austria, a una valoración tácita para toda la empresa de 3.700 millones de euros. Somos más prudentes en nuestra valoración y consideramos un valor de 2.700 millones de euros, 700 millones de euros de los cuales son atribuibles a Cofide.

Otra compañía de la holding dirige hospitales, residencias de ancianos y centros de rehabilitación en Italia. Su rendimiento es bastante bueno y está bien posicionada en tanto que la fragmentada industria sanitaria en Italia continúa consolidándose. Sin entrar en detalles, valoramos la parte de Cofide en este negocio en 125 millones de euros. Los dos negocios que cotizan en bolsa son L'Espresso [ES:IM], una de las principales empresas de medios de comunicación en Italia, y Sogefi [SO:IM], un importante proveedor europeo de filtros y suspensiones para automóviles. Creemos que L'Espresso está infravalorado por el mercado por causa del débil entorno económico actual y, conforme a una base normalizada, quizá valga 2x su capitalización de mercado actual, o 1.000 millones de euros. Eso se traduce en 250 millones de euros en valor para Cofide. Conocemos Sogefi desde hace muchos años y consideramos que está incluso mucho más infravalorada (poseemos también la participación por separado en nuestro fondo global). El negocio de la automoción está obviamente atravesando un periodo difícil -motivo por el cual la acción de Sogefi ha bajado tanto - no obstante, la empresa tiene una próspera mezcla de equipamiento original y negocios de repuestos, y como resultado, las cifras registradas son relativamente sólidas. Nuestro valor objetivo para las acciones es de 780 millones de euros, con la participación de Cofide vale casi 220 millones de euros.

Sumándolo todo, son casi 1.300 millones de euros en valor de activo estimado para una empresa cuyo valor de mercado es de 220 millones de euros.

¿Hay algún riesgo de que los Benedettis intenten recomprar la compañía entera pagando poco?

FB: Nunca se puede decir nunca, pero Rodolfo De Benedetti [hijo del patriarca Carlo De Benedetti y director general de Cofide] es un empresario serio y responsable con un historial de rendimiento excelente y con tradición de actuar en beneficio de todos los accionistas. La empresa paga dividendos especiales cuando tiene exceso de caja. Escindiré los negocios para tratar de descubrir su valor. Estamos seguros de que nuestros intereses van a la par de los suyos.

<p>Cofide (Milan: COF:IM) Negocio: La sociedad holding controlada por la familia italiana De Benedetti, con posiciones de titularidad fundamentalmente en negocios de energía, medios de comunicación, salud y componentes de automóvil. Información sobre las acciones (25/11/08) \$1 = €0.77): Precio 0,31 EUR Rango 52 semanas 0,29 EUR - 1,11 EUR Rentabilidad por dividendo 4,9% Capitalización 221.200 millones EUR</p>	<p>Datos financieros (2007) Beneficios de los Holding 42,1 millones EUR Margen neto 76,7% Beneficio por acción(BPA) 0,045 €</p> <p>Métricas de valoración (Precio actual vs Últimos doce meses)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>COF</th> <th>S&P 500</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PER</td> <td>5,0</td> <td>16,3</td> </tr> </tbody> </table>		COF	S&P 500	PER	5,0	16,3
	COF	S&P 500					
PER	5,0	16,3					
<p>EVOLUCIÓN COF</p>							
<p>RESULTADOS FINALES En un mal mercado esta sociedad holding opera ilógicamente con un descuento mayor respecto de sus activos netos; al mismo tiempo, los propios activos de cartera están más infravalorados, comenta Fernando Bernad. Su análisis de la suma de las partes de los resultados de los holdings de Cofide es un valor de activo estimado de casi seis veces el precio de mercado actual de sus acciones. Fuentes: Informes de la empresa, de Bestinver sobre la compañía, otra información a disposición del público.</p>							

¿Es el distribuidor italiano de productos tecnológicos Esprinet [PRT:IM] otra apuesta por la reestructuración de las cíclicas?

AGL: En muchos sentidos sí, pero la historia también tiene un lado de reestructuración operativa. Esprinet distribuye en Italia y España una amplia gama de productos de tecnología de la información - hasta 25.000 SKUs [tipos de productos] - incluyendo ordenadores, servidores, sistemas de conexión de redes y software. Las dos empresas grandes con base en los EE. UU en el mismo negocio son Ingram Micro y Tech Data.

En Italia, la empresa es el operador dominante, con más del 30% del mercado, dos veces el nivel de cualquier competidor. Mientras el resto del mercado en el mejor de los casos está al borde de la quiebra, el margen de EBIT normal de Esprinet es de 3-3,5%. Parte de ello es atribuible al hecho de tener el mejor sistema de pedidos de Internet - que les permite procesar hasta el 90% de pedidos online - pero también es cuestión de hacer las mil cosas pequeñas que las empresas bien gestionadas hacen en negocios de márgenes bajos. En la parte operacional probablemente sean imbatibles en Italia.

Incluso en un mal momento para el gasto en TI, el negocio italiano ha resistido bastante bien. Los beneficios de Esprinet están por debajo del 8% en lo que va de año en Italia, mientras que los competidores están muy por debajo de eso. Después de impuestos, calculamos que el flujo de caja libre normal en Italia será de alrededor de 35 millones de euros al año. Con un múltiplo de 15x, valoramos ese negocio en 525 millones de euros, o 10 € por acción.

<p>Esprinet (Milan: PRT:IM) Negocio: Distribuidor de una amplia gama de ordenadores, software, equipos de conexión de redes y otros productos de tecnología de la información, que opera fundamentalmente en Italia y España.</p> <p>Información sobre las acciones (25/11/08) \$1 = €0.77): Precio 3,98 EUR Rango 52 semanas 2,10 EUR - 9,09 EUR Rentabilidad por dividendo 3,9% Capitalización 208,6 millones EUR</p>	<p>Datos financieros (Añualizado el 30/09) Ingresos 2.190 millones EUR Margen de explotación 1,8% Margen neto 0,8%</p> <p>Métricas de valoración (Precio actual vs Últimos doce meses)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>PRT</th> <th>Nasdaq</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PER</td> <td>9,0</td> <td>17,6</td> </tr> </tbody> </table>		PRT	Nasdaq	PER	9,0	17,6
	PRT	Nasdaq					
PER	9,0	17,6					
<p>EVOLUCIÓN DE PRT</p>							
<p>RESULTADOS FINALES Con unos márgenes y participación en el mercado líderes en la industria, la empresa debería ganar un flujo de caja libre normalizado en Italia de 35 millones de euros al año, dice Álvaro Guzman de Lázaro. Un múltiplo de 15x en ese negocio supondría un precio de las acciones de en torno a 10 €, dice, dejando disponible como opción libre cualquier potencial de revalorización del negocio español de Esprinet, el cual se encuentra en fase de crecimiento.</p> <p>Fuentes: Informes de la compañía, de Bestinver sobre la compañía, y otra información a disposición del público.</p>							

Eso ya son dos veces y media el precio actual de las acciones de poco menos de 4 €. ¿Es el negocio español tan poco impresionante como impresionante lo es el italiano?

AGL: La compañía entró en España en 2006, y la cotización aumentó a quince euros por acción cuando todo el mundo parecía dar por supuesto que repetirían rápidamente su éxito en Italia. No obstante, el primer año fue bastante caótico, ya que se equivocaron al integrar las adquisiciones que habían hecho, el sistema de pedidos de Internet no empezó a funcionar de inmediato y el servicio a los clientes se vio afectado.

Creemos que desde el primer trimestre de este año, los problemas operativos de España se han solventado en su mayoría. Sin embargo, no importa lo prestos y ambiciosos que sean aquí, el problema ahora es el entorno tan duro que hay en el país para el gasto tecnológico. Esprinet, Ingram y Tech Data tienen cada uno alrededor de un 20% del mercado y ninguno está ganando dinero. Es probable que esto sea así también a lo largo del 2009. No obstante, si ponemos la vista en un futuro próximo, digamos, dentro de tres años, la economía española se recuperará y el mercado global de TI seguramente crecerá a un ritmo más rápido en España que en el resto de Europa. Una vez solucionados los problemas operativos, esperamos que Esprinet sea el primero en hacer dinero en España. La empresa cree que lo harán mucho mejor, pero con unos 700 millones de euros en ingresos, suponemos que para 2011 pueden ganar al menos 10 millones de euros de flujo de caja libre después de los impuestos en España.

Lo bonito de la historia es que basándonos en un probado negocio de gran magnitud en Italia, creemos que podemos multiplicar casi por tres su precio de capital actual. Eso significa que tenemos una opción gratis en lo que bien podría llegar a ser la mejor empresa de distribución de TI en España. Mientras tanto, estamos obteniendo una rentabilidad por dividendo del 4% y podríamos beneficiarnos adicionalmente del plan de recompra de acciones que se autorizó el pasado mes de mayo.

En general, ¿cómo describiría su filosofía a la hora de deshacer posiciones en la cartera?

FGP: Se basa en lo que he descrito anteriormente, que es comparación constante con otras alternativas. A medida que el descuento respecto a nuestros precios objetivos cambia- ya sea porque el precio de mercado cambia o porque el precio objetivo cambia - reaccionamos. Queremos poseer menos de una acción a medida que esté más cerca de nuestro precio objetivo y más de otra acción que se aleja de nuestro precio objetivo. Esto es más fácil de hacer cuando encontramos muchas oportunidades entre las empresas de la cartera actual, que ya conocemos muy bien. Hemos vendido recientemente Heidelberger Druckmaschinen [HDD:GR], un importante fabricante de impresoras. A medida que aprendemos más sobre los retos estructurales a los que se enfrenta su negocio, nuestro valor objetivo de la empresa ha disminuido. Está bastante infravalorada, pero no lo suficiente en relación a otras alternativas mejores de la que disponemos.

¿Puede comentarnos sobre las situaciones en las que ha cometido errores?

FGP: Es muy sencillo: cuando no hemos hecho los deberes. A veces ha sido porque nos habíamos confiado demasiado con algo que ya conocíamos, ó por haber querido acaparar demasiado. Un motivo por el cual nos centramos ahora en 60-70 acciones, es porque creemos que es un número que podemos abarcar bien con los recursos que tenemos.

Francisco, puede que sea una pregunta recurrente pero, ¿ha cambiado en algo su vida después de haber sobrevivido al accidente aéreo del 2006?

[Nota del Editor: En marzo de 2006, Paramés y varios compañeros suyos iban a bordo de un avión que se estrelló en las montañas de Tajonar, donde murieron el piloto y uno de los principales ejecutivos de Bestinver. Paramés sufrió quemaduras y se rompió un tobillo].

FGP: No, no puedo decir que mi vida haya cambiado en absoluto. Siempre me he considerado como un privilegiado por la vida que llevo, puedo vivir de algo con lo que disfruto mucho. Eso es tan cierto hoy como lo ha sido siempre.