EL PEQUEÑO LIBRO DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Cómo valorar una compañía, elegir una acción y obtener ganancias

ASWATH DAMODARAN

Prólogo de Michael J. Mauboussin

Traducción de Ignacio Moncada

DEUSTO

El pequeño libro de la valoración de empresas

Cómo valorar una compañía, elegir una acción y obtener ganancias

ASWATH DAMODARAN

Traducción de
Ignacio Moncada García

EDICIONES DEUSTO

Título original: *The Little Book of Valuation*

© Aswath Damodaran, 2011
Publicado por John Wiley & Sons, Inc.

© de la traducción: Ignacio Moncada García, 2021

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2021
Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.
Av. Diagonal, 662-664
08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3241-7
Depósito legal: B. 3.584-2021
Primera edición: abril de 2021
Preimpresión: pleka
Impreso por Egedsa

Impreso en España - *Printed in Spain*

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

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).
Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prólogo 11
Introducción 15

Arrancando a toda velocidad:
conceptos básicos de valoración 19
Capítulo 1 **Valor: ¡más que un número!** 21
Capítulo 2 **Herramientas básicas de valoración** 33
Capítulo 3 **Sí, todo activo tiene un valor intrínseco** . 57
Capítulo 4 **¡Todo es relativo!** 85

De la cuna a la tumba: ciclo de vida y valoración . . 109
Capítulo 5 Un mundo de promesas 111
Capítulo 6 El dolor del crecimiento 135
Capítulo 7 El valor de la madurez 157
Capítulo 8 Apocalipsis 179

Romper el molde: situaciones especiales en valoración 199
Capítulo 9 Apostar por la banca 201
Capítulo 10 La montaña rusa de la inversión 223
Capítulo 11 Valor invisible 241
Conclusión Reglas para el camino 263

Capítulo 1

Valor: ¡más que un número!

Reconocer el terreno

Oscar Wilde definió a un cínico como aquel que «sabe el precio de todo y el valor de nada». Lo mismo puede decirse de muchos inversores que consideran que la inversión es un juego y asumen que ganar consiste en ir por delante de los demás.

Uno de los postulados de la inversión sensata es que el inversor no debe pagar por un activo más de lo que vale. Si aceptas esta proposición, la consecuencia es que deberías al menos intentar valorar aquello que estás comprando antes de hacerlo. Sé que hay quienes argumentan que el valor depende del punto de vista del observador, y que cualquier precio puede estar justificado si creemos

que hay otros inversores que consideran que esa inversión vale dicho importe. Esto es completamente absurdo. La percepción puede que sea lo que realmente importa cuando el activo es un cuadro o una escultura, pero si compras un activo financiero lo haces por los flujos de caja que esperas recibir. El precio de una acción no debe justificarse mediante el simple argumento de que otros inversores pagarán un precio mayor en el futuro. Esto sería equivalente a jugar a un juego de las sillas que se puede volver muy caro, en el que la pregunta clave sería: ¿dónde estarás cuando la música deje de sonar?

Dos métodos de valoración

En última instancia, hay decenas de modelos para valorar, pero sólo dos métodos generales de valoración: el *intrínseco* y el *relativo*. En la valoración intrínseca, partimos de una proposición muy simple: el valor intrínseco de un activo está determinado por los flujos de caja que esperamos que dicho activo genere a lo largo de su vida y por la incertidumbre que consideremos que tienen esos flujos de caja. Los activos con flujos altos y estables tendrían que valer más que los activos con flujos más bajos y volátiles. Deberías estar dispuesto a pagar más por un inmueble que tiene inquilinos a largo plazo que pagan alquileres elevados, que por un inmueble más especulativo que

no sólo recibe un menor ingreso por alquileres, sino que además tiene una tasa de ocupación que varía más de un período a otro.

Aunque el foco de atención en principio debería estar en la valoración intrínseca, la mayoría de los activos se valoran de manera relativa. En la valoración relativa, los activos se valoran observando los precios de mercado de activos similares. Por lo tanto, para determinar cuánto pagar por una casa, se miraría por cuánto se están vendiendo casas similares en ese mismo vecindario. Con una acción, consistiría en comparar su precio con el de acciones similares, típicamente su «grupo de comparables». Así, Exxon Mobil podría considerarse una acción que comprar si cotiza a 8 veces beneficios mientras que otras empresas petroleras cotizan a 12 veces beneficios.

Aunque hay puristas en cada uno de estos campos que argumentan que el otro enfoque es inútil, existe un punto medio. La valoración intrínseca proporciona una imagen más completa sobre qué factores mueven el valor de un negocio o acción, pero a veces la valoración relativa aportará una estimación del valor más realista. En general, no hay motivos para escoger una sobre la otra, ya que nada impide usar ambos enfoques sobre la misma inversión. En realidad, podemos mejorar la probabilidad de acertar si invertimos en acciones que estén infravaloradas no sólo según el método intrínseco, sino también según el relativo.

¿Por qué debería importarte?

Los inversores acuden al mercado con un amplio abanico de filosofías de inversión. Algunos se centran en encontrar los momentos idóneos del mercado y buscan comprar antes de que el mercado suba, mientras que otros confían en seleccionar acciones según su potencial de crecimiento y obtener beneficios futuros. Algunos se sumergen en gráficas de cotizaciones y se consideran analistas técnicos, mientras que otros calculan ratios financieras y se consagran al análisis fundamental, en el que se examinan a fondo los flujos de caja concretos que una compañía puede generar y derivan el valor según dichos flujos. Algunos invierten para obtener beneficios a corto plazo y otros buscan ganancias a largo plazo. Saber cómo valorar activos es útil para todos estos inversores, aunque el lugar que la valoración ocupe en el proceso variará. Quienes se centran en seguir la tendencia del mercado pueden usar herramientas de valoración al principio del proceso para determinar si un grupo o clase de activos (acciones, bonos, activos inmobiliarios) está infravalorado o sobrevalorado, mientras que quienes se dedican a seleccionar acciones individuales pueden recurrir a valoraciones de esas compañías para decidir qué acciones están baratas y cuáles caras. Incluso los analistas técnicos pueden servirse de la valoración para detectar cambios de tendencia, en los que una ac-

ción con tendencia alcista cambie su curso y empiece a bajar o viceversa.

Sin embargo, cada vez en mayor medida, la necesidad de estimar el valor ha ido más allá del mundo de la inversión y de la gestión de carteras. La valoración tiene su función en cada una de las etapas del ciclo de vida de una empresa. Para pequeños negocios privados que están considerando si deben expandirse, la valoración desempeña un papel clave cuando negocian con inversores de capital riesgo y de capital privado para conseguir más capital. El porcentaje en el accionariado que los inversores de capital de riesgo demandarán a cambio de una inyección de capital dependerá de la valoración estimada de la empresa. A medida que las compañías crecen y deciden salir a bolsa, las valoraciones determinarán el precio al que son ofertadas en el mercado en la oferta pública de venta. Una vez que estas empresas se consolidan, las decisiones sobre dónde invertir, cuánto pedir prestado y cuánto distribuir a los accionistas se verán afectadas por la percepción del impacto que tengan sobre la valoración. Incluso la contabilidad no es inmune a esto. La tendencia global más significativa en cuanto a normas contables es un cambio en favor de la contabilidad a valor razonable, en la que los activos se valoran en el balance a su valor razonable en lugar de a su coste original. Por tanto, incluso simplemente para interpretar los estados financieros se requiere cierta comprensión de los fundamentos de la valoración.

Algunas verdades sobre la valoración

Antes de profundizar en los detalles de la valoración, merece la pena señalar algunas verdades generales sobre la valoración que no sólo te darán una mayor perspectiva cuando analices valoraciones hechas por otros, sino que además te proporcionarán algo más de confort al hacer las tuyas propias.

Todas las valoraciones están sesgadas

Casi nunca empiezas a valorar una compañía o una acción partiendo desde cero. Con demasiada frecuencia, tu opinión en este sentido se forma antes de empezar a imputar números en los modelos y los cálculos que utilices y, como es lógico, tus conclusiones tenderán a reflejar tus sesgos. Los sesgos en el proceso empiezan con la mera elección de las compañías que quieres valorar. Estas elecciones no son aleatorias. Puede que hayas leído algo en la prensa (bueno o malo) sobre la empresa, o hayas escuchado decir a algún experto que una compañía en particular está infravalorada o sobrevalorada. Estos sesgos continúan cuando recopilas la información que necesitas para valorar la empresa. El informe anual y otros estados financieros incluyen no sólo cifras contables, sino también la opinión del equipo gestor sobre el desempeño de

la empresa, a menudo mostrando el lado más positivo que los números permiten.

Respecto a los analistas profesionales, existen *factores institucionales* que se añaden a estos sesgos ya de por sí sustanciales. Los analistas, por ejemplo, publican más recomendaciones de compra que de venta porque necesitan mantener buenas relaciones con las compañías que cubren, y también por las presiones que reciben de las propias empresas en las que trabajan, que tienen otros negocios con estas compañías. A estos factores institucionales, hay que añadir la *estructura de premios y castigos* asociada con encontrar compañías infravaloradas o sobrevaloradas. Los analistas cuya retribución dependa de que encuentren una empresa que esté barata o cara estarán sesgados en esa dirección.

Las hipótesis que utilices en la valoración reflejarán tu inclinación optimista o pesimista; por lo tanto, es más probable que utilices mayores tasas de crecimiento y veas un menor riesgo en compañías hacia las que tengas una predisposición más optimista. También se da un cierto *ajuste tras la valoración*, que te lleva a aumentar tu valor estimado al añadir primas por las cuestiones positivas (sinergias, control, calidad del equipo gestor) o a reducir tu valor estimado al añadir descuentos por aquellos elementos negativos (falta de liquidez, riesgo).

Hay que ser siempre honesto respecto a los sesgos de uno mismo: ¿por qué has elegido valorar esta empresa en

concreto? ¿Te gusta o no te gusta el equipo gestor de la compañía? ¿Tenías ya acciones de ella? Si es posible, escribe estos sesgos en un papel antes de empezar. Además, restringe la investigación acerca de la compañía a fuentes de información en lugar de fuentes de opinión; en otras palabras, dedica más tiempo a revisar los estados financieros de la empresa que a leer los informes de analistas sobre la compañía. Si estás analizando la valoración de una empresa hecha por un tercero, ten siempre presente las motivaciones de dicha valoración y los sesgos potenciales que pueden afectar las conclusiones de los analistas. Como regla general, cuanto más sesgado se encuentre el proceso, menor peso deberías darle a la conclusión de la valoración.

La mayoría de las valoraciones (incluso las que están bien hechas) son incorrectas

Desde el principio de nuestras vidas se nos enseña que, si seguimos los pasos adecuados, obtendremos la respuesta correcta, y que, si la respuesta es imprecisa, es porque hemos hecho algo mal. Aunque la precisión es una buena forma de evaluar un proceso en matemáticas o física, resulta una mala medida de calidad en valoración. Tus mejores estimaciones del futuro no coincidirán con los números reales por varias razones. Primero, incluso si tus

fuentes de información son impecables, tienes que transformar información bruta en estimaciones, y cualquier error que cometas en esta fase causará *errores de estimación*. Después, el futuro que preveas para una empresa puede que se demuestre que está totalmente equivocado. La compañía puede hacerlo mucho mejor o mucho peor de lo que esperabas, y los beneficios y flujos de caja resultantes serán diferentes de tus estimaciones; considera esto una *incertidumbre específica de empresa*. Cuando valoré Cisco en 2001, por ejemplo, subestimé seriamente lo difícil que iba a ser para la compañía mantener su crecimiento mediante adquisiciones futuras y, como consecuencia, la sobrevaloré. Por último, incluso si una empresa evoluciona exactamente de la forma que esperabas, el entorno macroeconómico puede cambiar de manera impredecible. Los tipos de interés pueden subir o bajar y es posible que la economía vaya mucho mejor o peor de lo esperado. Mi valoración de Goldman Sachs en agosto de 2008 parece, en retrospectiva, irremediablemente optimista, porque no fui capaz de prever el daño que causaría la crisis bancaria de ese año.

La cantidad y el tipo de incertidumbre a los que te enfrentas pueden variar de unas empresas a otras, con importantes consecuencias para los inversores. Una primera implicación es que no puedes juzgar una valoración por su precisión, ya que te enfrentarás a una mayor incertidumbre cuando valores una empresa joven en cre-

cimiento a cuando valores una compañía madura. Otra es que evitar enfrentarte a la incertidumbre no va a hacer que desaparezca. Negarse a valorar un negocio por la excesiva incertidumbre de sus perspectivas futuras no tiene sentido, puesto que todos los que están analizando ese negocio se enfrentarán a la misma incertidumbre. Por último, obtener más información y hacer más análisis no necesariamente se traducirá en una menor incertidumbre. En algunos casos, irónicamente, pueden generar aún más.

Más simple puede ser mejor

Las valoraciones se han vuelto más y más complejas a lo largo de las dos últimas décadas como consecuencia de dos mejoras. Por un lado, los ordenadores y las calculadoras son más potentes y accesibles que antes, lo que hace más sencillo analizar datos. Por otro, la información es más abundante y más fácil de obtener y utilizar.

Una pregunta fundamental en las valoraciones es cuánto detalle incorporar al proceso, y las ventajas e inconvenientes de esto son claras. Incorporar más detalle te permitirá usar información específica para hacer mejores predicciones, pero también creará la necesidad de asumir más hipótesis, cada una de las cuales acarrea un error potencial y genera modelos más complicados y opacos. A partir del principio de parsimonia, común en las ciencias

físicas, podemos enunciar una regla simple: cuando valores un activo, usa el modelo más simple que puedas. Si es posible valorar un activo con tres hipótesis, no uses cinco. Si puedes valorar una compañía con tres años de estimaciones, estimar diez años de flujos de caja es meterse en problemas. Menos es más.

¡Encended los motores!

La mayoría de los inversores eligen no valorar compañías y ofrecen gran variedad de excusas: los modelos de valoración son muy complejos, hay insuficiente información o hay demasiada incertidumbre. Si bien todas estas razones pueden ser en parte verdad, no hay ninguna razón por la que deban impedir que lo intentes. Los modelos de valoración pueden simplificarse y es posible hacerlos con la información que tengas. Y, sí, el futuro siempre será incierto. ¿Te equivocarás algunas veces? Por supuesto, pero también lo harán los demás. El éxito en la inversión no proviene de estar en lo correcto, sino de equivocarte con menos frecuencia que los demás.