

Expansión

Una revisión del concepto 'value'



Carlos Cerezo

El reconocido inversor norteamericano Warren Buffett sorprendió a los medios en declaraciones antes de la junta de accionistas del holding que lidera, Berkshire Hathaway, asegurando que había comprado acciones del gigante Amazon, al encajar dentro de los criterios de inversión *value*, ya que los múltiplos de la compañía pueden resultar igual de interesantes que los de un banco que cotiza con un descuento respecto a su valor en libros. En una entrevista en el *Financial Times*, el oráculo de Omaha llegó incluso a asegurar que es admirador de Amazon y un "idiota" por no haber comprado acciones de esta compañía mucho antes.

Al calor de esta declaración de intenciones de Warren Buffett, cabe preguntarnos: ¿Estamos ante un cambio de criterio de lo que es una inversión *value*? ¿Es errónea la interpretación popular de que una compañía *value* cotizaba a múltiplos bajos? ¿Las clasificaciones que se hacían de estas compañías frente a las *growth* eran correctas?

Para tratar de contestar a estas preguntas, tenemos que empezar por analizar en qué consiste el análisis fundamental de compañías, que está basado en el principio de valor presente (*present value*, PV), también conocido como descuento de flujos de caja (*discounted cash flow*, DCF) en su versión de aplicación a activos, o modelo de descuento de dividendos (*dividend discount model*, DDM) en su versión de aplicación a la renta variable, y cómo utilizarlo en la selección de inversiones y la clasificación de compañías.

Probablemente, los inversores *value* encontraron su denominación en la férrea adherencia al principio del valor presente y su aplicación mediante el análisis fundamental basada en la contabilidad de las compañías y su sector, así como la del área geográfica en la que opera y su entorno macroeconómico y financiero. El análisis fundamental es instrumental para modelizar el flujo de caja a descontar, estimar su incertidumbre o prima de riesgo específica, así como su crecimiento, y requiere un enfoque multidisciplinar que incluye contabilidad, teoría de empresas, microeconomía, macroeconomía, estadística, legal, etc.

Sin embargo, el predominio de la aplicación de múltiplos como técnica de valoración, debido a su simplicidad de elabora-

ción y contrastación, ha dado lugar a una interpretación discutible de lo que representa la inversión *value*. De ahí que frecuentemente se mencione la comparación de *value versus growth*, al hablar de estilos de inversión diferenciados, como si los *growth stocks* como inversión fueran antagónicos al estilo *value*, sólo por el hecho de cotizar a múltiplos mayores.

'Value' vs 'quality'

Para alcanzar a entender en qué consiste verdaderamente una inversión *value*, podemos definirla como aquella cuyo valor intrínseco, calculado con PV basado en análisis fundamental, es superior al precio de mercado, sea o no un activo financiero de crecimiento, de alta calidad o de baja calidad. De este modo, la tan extendida clasificación de inversiones entre *value* y crecimiento (*growth*) resulta cuestionable, por la utilización de métodos de valoración inspirados en el PV, pero muy simplificados, como el *per*, *ebitda*, *valor contable*... En términos generales, el mercado tiende a clasificar como inversiones *value* aquellas que gozan de múltiplos de valoración bajos

Una inversión 'value' es aquella cuyo valor intrínseco es superior al precio de mercado

sobre aproximaciones imperfectas de flujos de caja que aisladamente ignoran su crecimiento a futuro y diferenciales en primas de riesgo específicas de compañías. En consecuencia, la tan extendida pero dudosa interpretación de este concepto tiende a subestimar inversiones de crecimiento superior y a sobreestimar inversiones de crecimiento inferior, nulo o incluso negativo. Igualmente, la comparación aislada de múltiplos tiende a subestimar inversiones con primas de riesgo específicas meritoriamente bajas y a sobreestimar aquellas con primas de riesgo específicas mercedadamente altas, que deriva en la menos extendida, pero igual de cuestionable clasificación de *value vs quality*.

En definitiva, la afirmación de Warren Buffett de que los múltiplos altos con los que cotiza Amazon cumplen los criterios de inversión *value* refuerzan la opinión de que una compañía de alta calidad y crecimiento, cotizando a múltiplos altos, es una inversión *value* similar al de una compañía con bajo crecimiento y calidad, cotizando a múltiplos bajos, como pueda ser el caso de la entidad financiera.

Director de inversiones en Belgravia Capital