

Reflexiones sobre la mejor empresa española

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión presentada por Miguel de Juan Fernández es obtenida del memorandum de Argos Capital FI.

* * *

“No estás en lo cierto o equivocado porque haya mucha gente que coincida contigo. Tienes razón porque tus datos y razonamientos son correctos.”
Benjamin Graham- El Inversor Inteligente (1949)

Hace unos días, en un grupo de WhatsApp donde estamos argonautas y otros amigos que no lo son (y que podéis incorporaros sin problema los interesados en el *value investing*), me pidieron mi opinión sobre **Inditex**. Obviamente, por el título, está claro que pienso que es **de largo la mejor empresa española**, fenomenalmente gestionada y con un modelo de negocio que no sólo ha dado magníficos resultados en el pasado sino que espero los siga dando en el futuro.

Sin embargo, que una empresa sea excelente no implica- como bien sabéis los aficionados al *value investing* - que sea una gran inversión... y es esto, precisamente, lo que hemos de buscar a la hora de invertir: una buena inversión. Si además la empresa es excelente mejor que mejor, pero a veces una empresa mediocre resulta ser una buena inversión y excelentes empresas pueden resultar malas inversiones. Valga esta introducción, por tanto, para recordarnos a todos (yo incluido) que las Nifty-Fifty existieron... y que empresas consideradas a prueba de todo, con modelos de negocio sólidos, bien gestionadas, fabulosamente valoradas por los usuarios y clientes, pueden resultar en pésimas inversiones si los inversores se olvidan de que el **precio no es lo mismo que el valor** o, dicho de otra forma, que no importa el precio que paguemos por una empresa excelente.

Pues importa... y mucho.

En vez de contestarles directamente y como tenemos confianza, les propuse que calcularan ellos una serie de datos para que ellos mismos se pudieran contestar (yo estaba liado con el análisis de otra empresa). Al cabo de un rato, en vista de que no se lanzaban... se lo hice yo. Como veréis no es nada sofisticado y tampoco es necesario... como diría Charlie Munger “La sencillez ayuda a mejorar la rentabilidad al permitirnos comprender mejor lo que estamos haciendo” o algo parecido porque os lo cito de memoria.

Veamos antes una información sencilla que podéis encontrar en la propia página web de la compañía:



Bien, si calculáis el crecimiento medio anual desde 2008 a 2016 del **Cash Flow y del Beneficio Neto ha sido del 11.60% y 12.24%** respectivamente. Como todos sabemos el beneficio neto no es lo más indicado para asumir como el dinero que realmente ha generado

la empresa y sería mejor utilizar el cash flow ajustado por la inversión en capex- en concreto el de mantenimiento. Pero no os preocupe ahora afinar al detalle... asumamos (aunque es mayor) que éste coincide con la dotación para amortización del inmovilizado material año 2016: 831.834 millones de euros.

	Terrenos y edificios	Instalaciones, mobiliario y maquinaria	Otro inmov. material	Inmovilizado en curso	Totales
Coste					
Saldo a 01/02/2015	1.643.011	8.251.907	434.387	471.113	10.800.418
Adiciones	136.563	1.160.402	82.399	153.500	1.532.865
Bajas (Nota 7)	(1.837)	(399.394)	(35.193)	(760)	(437.184)
Trasposos	86.507	82.746	9.212	(123.244)	55.222
Efecto tipos de cambio	9.004	(231.452)	(11.649)	9.225	(224.872)
Saldo a 31/01/2016	1.875.248	8.864.209	479.157	509.855	11.726.449
Saldo a 01/02/2016	1.873.248	8.864.209	479.157	509.855	11.726.449
Adiciones	6.827	1.214.531	106.114	211.046	1.538.517
Bajas (Nota 7)	(3.766)	(442.802)	(53.441)	(312)	(500.321)
Trasposos	274.204	64.576	58.491	(398.533)	(1.261)
Efecto tipos de cambio	10.473	91.585	8.247	(1.319)	108.986
Saldo a 31/01/2017	2.160.986	9.792.099	598.568	320.716	12.872.370

Amortización

Saldo a 01/02/2015	258.269	4.236.605	203.126	-	4.698.000
Dotaciones del ejercicio (Nota 7)	36.370	751.565	64.084	-	852.018
Retiros (Nota 7)	(585)	(363.526)	(33.245)	-	(397.356)
Trasposos	10.319	(9.694)	766	-	1.390
Efecto tipos de cambio	338	(93.232)	(5.998)	-	(98.892)
Saldo a 31/01/2016	304.711	4.521.717	228.733	-	5.055.160
Saldo a 01/02/2016	304.711	4.521.717	228.733	-	5.055.160
Dotaciones del ejercicio (Nota 7)	38.860	719.963	73.011	-	831.834
Retiros (Nota 7)	(1.021)	(380.834)	(26.987)	-	(408.843)
Trasposos	32	(1.034)	(21)	-	(1.022)
Efecto tipos de cambio	551	19.890	3.497	-	23.938
Saldo a 31/01/2017	343.133	4.879.701	278.233	-	5.501.067

Pérdidas por deterioro de valor (Nota 6.2.2.g)

Saldo a 01/02/2015	1.413	59.118	1.313	-	61.844
Dotaciones del ejercicio (Nota 7)	258	34.089	549	-	34.896
Aplicaciones del ejercicio (Nota 7)	-	(10.212)	(547)	-	(10.559)
Bajas del ejercicio (Nota 7)	-	(11.380)	(426)	-	(11.807)
Trasposos	-	291	1	-	291
Efecto del tipo de cambio	-	(861)	16	-	(845)
Saldo a 31/01/2016	1.671	71.044	1.106	-	73.821
Saldo a 01/02/2016	1.671	71.044	1.106	-	73.821
Dotaciones del ejercicio (Nota 7)	-	47.296	1.621	-	48.917
Aplicaciones del ejercicio (Nota 7)	(139)	(15.317)	(274)	-	(15.730)
Bajas del ejercicio (Nota 7)	-	(14.503)	(258)	-	(14.761)
Trasposos	-	(5.211)	(90)	-	(5.300)
Efecto del tipo de cambio	-	930	(2)	-	927
Saldo a 31/01/2017	1.532	84.240	2.102	-	87.875

Valor neto contable

Saldo a 31/01/2016	1.566.865	4.271.448	249.319	509.835	6.597.467
Saldo a 31/01/2017	1.816.321	4.828.158	318.233	320.716	7.283.428

Por tanto, su “cash flow libre” podemos suponer que nos queda, aproximadamente: $4.406-832=3.574,17$ millones de euros en el año 2016. Suponed por tanto que éste es el flujo de partida. Vayamos ahora con las asunciones que podemos hacer respecto al futuro de Inditex. La empresa YA es una de las grandes empresas a nivel mundial con casi 100.000 millones de euros en capitalización. Pues bien... **supongamos que es capaz de doblar su tamaño en los próximos siete años**, que el crecimiento a perpetuidad se asemejará al del crecimiento del PIB mundial, esto es pongamos un 3.25% a perpetuidad- al ser tan grande es difícil crecer mucho más de forma continua y nuestro objetivo ha de ser siempre la prudencia. Y supongamos que como en estos próximos siete años quizás sea más factible que los tipos de interés suban que no que bajen, pongamos que descontamos todo este crecimiento a una tasa de descuento del 9%.

¿Cuánto vale INDITEX si estas asunciones son correctas? Por un lado vemos que estimar un crecimiento en los próximos diez años del 10% anual (eso es lo que supone doblar en siete años) es bastante consistente con lo que la empresa ha generado- sin incluir el capex- en los últimos años (recordad que fue un 11.60%), por otro aunque quizás en los próximos 15, 20 o 30 años la empresa sea capaz de crecer a ritmos superiores al 3.25% al hablar de la perpetuidad (“hasta el infinito y más allá que diría Buzz Lightyear”) tenemos que ser prudentes y dado que no estamos hablando de una empresa pequeña... prefiero pecar de prudente a pecar de optimista.

El cálculo- que podéis realizar en cualquier Excel o calculadora financiera- es bastante sencillo: cash flow inicial 3.574,17 millones, crecimiento durante siete años del 10%, crecimiento a perpetuidad de ese último flujo de caja del año 7 al 3.25% y la tasa de descuento el 9%.

INDITEX											
		Datos en mill euros (excepto por acción)									
		2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023		
Cotización	32,00 €										
Nº Acciones	3.116.652.000										
Crecimiento	10,00%	Clibre	3.574,17	3.931,58	4.324,74	4.757,21	5.232,94	5.756,23	6.331,85	6.965,04	
Tasa Descuento	9,00%	CF/por acción	1,15	1,26	1,39	1,53	1,68	1,85	2,03	2,23	
Perpetuidad	3,25%									38,87	
		CF Anual/ acción	32,00 €	1,15 €	1,26 €	1,39 €	1,53 €	1,68 €	1,85 €	2,03 €	41,10 €
		TIR	7,04%								
		VAN	-3,49 €								
		Valor	28,51 €								

Con una cotización actual- en el momento en que escribo- de 32€, nos sale que **está cotizando por encima de su valor algo más de 28€** y la rentabilidad anualizada que podríamos esperar de esta estupenda empresa en el caso de doblar su tamaño en estos siete años (iy que al cabo de esos años los inversores mantengan su PER!) viene a ser ligeramente superior al 7%. Si usamos la **tasa de descuento del 9%**, evidentemente no es un resultado satisfactorio y seguramente podamos encontrar otras alternativas donde la rentabilidad previsible sea mayor.

Es cierto que podéis decirme que descontar al 9% es una barbaridad con los tipos tan bajos, ... de acuerdo, puede ser. **Si descontamos al 6%** el valor de Inditex se dispara- manteniendo todo lo demás igual- **a casi 60€...** y una TIR del 15.70% lo que está mucho, mucho mejor. El problema no es jugar con los números... éstos aguantan cualquier cosa. Pero por mucho que aguanten debemos saber dónde nos estamos metiendo y qué implican esas asunciones. Por mi parte prefiero, como he dicho antes, ser prudente y no asumir que los tipos van a seguir en estos niveles o sustancialmente parecidos durante los siguientes siete años. ¿Puedo estar equivocado? Desde luego... ¿puede la empresa ralentizar su crecimiento o incrementarlo? También... mi intención con estas líneas no es tanto daros “mi” valoración de Inditex como si fuera dogma de fe, sino que antes de invertir en algo, por muy bueno que sea, simplemente porque ha bajado desde máximos un tanto por ciento, os paréis a pensar por vosotros mismos para razonar lo que son unas previsiones lógicas y cuáles no.

Y esto no sólo ha de servir para el caso de Inditex sino para cualquier otra empresa en la que los brillos de sus subidas continuas en bolsa os estén tentando para invertir vuestro dinero...”sin importar el precio que pagáis por ello”

Gracias a todos por haber seguido leyendo hasta el final. Un abrazo.