

Cómo capitalizar gastos como inversión

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta trimestral de Draco Global SICAV.

* * *

Habréis escuchado infinidad de veces lo “caras” que están empresas como las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google), u otras empresas donde su gasto de investigación y desarrollo (R+D), marketing o publicidad (A&M) representan un porcentaje relevante de su cifra de facturación. Si nos alejamos por un momento de la rigidez contable, entenderemos que no todos los gastos son realmente gastos, por tanto, algunos de ellos deberían de tratarse como una inversión.

¿Qué es gasto y que es inversión?

Los gastos operativos son gastos que, en teoría, proporcionan beneficios solo para el período actual y no crean activos en balance. Un buen ejemplo sería el gasto en mano de obra utilizado durante el período actual o la compra de materia prima para fabricación de producto terminado.

Los gastos de capital (capex) son gastos que se espera que generen beneficios durante varios períodos; por ejemplo, el coste de comprar terrenos y edificios sería un gasto de capital. Según esta definición, las inversiones en terrenos, plantas y equipos a largo plazo son inversiones de capital, pero también lo son a veces la investigación y el desarrollo, el marketing o la publicidad. Los gastos de capital se amortizan durante la vida útil de la inversión y crean activos en el balance de situación.

Uno de los inversores que ha insistido más en este debate, es Aswath Damodaran, el cual propone tratar alguno de estos gastos como inversión, sobre todo cuando queremos realizar una valoración fundamental.

¿Existen diferencias entre normativa contable en Europa y en Estados Unidos?

En Estados Unidos y antes de 1975, se permitía a las empresas capitalizar los gastos de I+D. Posteriormente, y consecuencia de que muchos productos creados no terminaban de ser rentables y generaban beneficios inciertos; se optó por imputar como gasto todo aquello relacionado con el I+D, marketing y publicidad. IFRS también obliga a tratar como gasto el I+D, pero a diferencia de Estados Unidos, permite capitalizar los gastos de desarrollo (aquellos con mayor certeza de rentabilidad futura). Además, existe un incentivo fiscal (*R&D tax incentive*) para que las empresas inviertan en I+D, es decir, una deducción sobre la tasa efectiva del 43,5% para empresas con ventas anuales inferiores a 20M EUR y del 38,5% para el resto.

En resumen, si queremos activar un gasto en balance, deberemos crear un activo intangible, amortizarlo según su vida útil, ajustar la tasa efectiva al alza para neutralizar la deducción fiscal existente y cuando calculemos ratios tipo ROIC o ROCE deberemos incrementar el denominador con el valor económico o “research asset” del activo que en definitiva es mayor capital invertido.

¿Y cómo afecta este tratamiento contable a las valoraciones fundamentales?

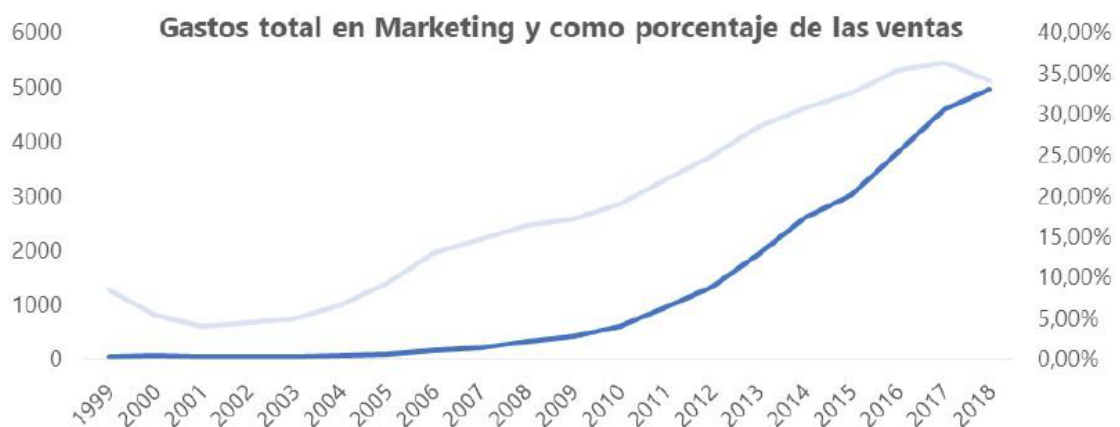
Muchos inversores únicamente se fijan en las grandes métricas fundamentales tipo PER o Valor Empresa sobre EBITDA, sin tener en cuenta los matices de cada compañía o sector. Es indispensable conocer bien el modelo de negocio de una compañía y la posible existencia de ventajas competitivas antes de entrar en su valoración fundamental.

Vamos ahora con algunos ejemplos de compañías que tenemos en cartera donde hemos considerado oportuno capitalizar parte de algún gasto como inversión.

Booking Holdings Inc.

Booking [BKNG] es el proveedor líder mundial en viajes *online*, con presencia en más de 230 países a través de sus seis marcas principales, siendo Booking.com la más relevante. Nos gusta porque opera en una industria en crecimiento, según World Travel & Tourism Council se espera que crezca a una CAGR del 7% durante los próximos años. Los *drivers* de crecimiento de BKNG a futuro son: 1) Incremento del negocio *online* vs. *offline* (actualmente en el 44%); 2) Preferencia de las generaciones jóvenes a viajar y vivir experiencias; 3) Demográficas por incremento de la clase media con acceso a turismo y; 4) Reducción del coste del transporte aéreo. BKNG presenta una fuerte y sostenible ventaja competitiva en forma de efecto red (*Network Effect*), consecuencia de que los proveedores de servicios quieren estar presentes en su plataforma, mientras que los usuarios desean la mayor selección de hoteles servicios disponibles. BKNG dispone de una cuota de mercado del 35% en Europa y está creciendo en Asia a través de Ágora. Esta escala le permite generar economía de escala y disuadir a posibles competidores de entrar en el mercado.

En el gráfico 1 podemos observar la evolución histórica del gasto en marketing y también como porcentaje de la cifra de negocio. La clave aquí es saber si existe algún coste que tenga sentido capitalizar en vez de imputar como gasto.



US GAPP obliga a BKNG a imputar como gasto todo el marketing, pero si analizamos su modelo de negocio nos daremos cuenta de que existen algunos gastos capitalizables. La partida de "Performance marketing" hace referencia al uso de buscadores online como Google para generar tráfico a la plataforma de BKNG. El apartado de "Brand marketing" hace

referencia a los costes asociados a la publicidad en TV, Youtube o Facebook. Por su modelo de negocio, entendemos que una pequeña parte del performance marketing es inversión y que toda la partida de Brand marketing es inversión porque BKNQ se beneficia a largo plazo y no durante el periodo.

	Year Ended December 31, (in millions)		Change
	2018	2017	
<i>Performance marketing</i>	\$ 4,447	\$ 4,161	6.9%
<i>% of Total revenues in 2018 / % of Gross profit in 2017</i>	30.6%	33.5%	
<i>Brand marketing</i>	\$ 509	\$ 435	17.2%
<i>% of Total revenues in 2018 / % of Gross profit in 2017</i>	3.5%	3.5%	

Tabla 1: Segmentación del gasto en marketing para Bookings Holding Inc.

Para nuestra valoración consideramos que el 20% del performance marketing debe capitalizarse, así como la totalidad del Brand marketing. Esto supone crear un activo de unos 1.400M y amortizarlo según su vida útil que estimamos en 5 años (lo deducimos de la información proporcionada en su memoria anual).

Website and Internal-use Software Capitalization — Certain direct development costs associated with website and internal-use software are capitalized and include external direct costs of services and payroll costs for employees devoting time

to the software projects principally related to platform development, including support systems, software coding, designing system interfaces and installation and testing of the software. These costs are recorded as property and equipment and are generally amortized over a period of two to five years beginning when the asset is substantially ready for use. Costs incurred for enhancements that are expected to result in additional features or functionalities are capitalized and amortized over the estimated useful life of the enhancements. Costs incurred during the preliminary project stage, as well as maintenance and training costs, are expensed as incurred. Additions to capitalized costs during the years ended December 31, 2018, 2017 and 2016 were \$97 million, \$80 million and \$54 million, respectively.

Texto 1: Detalle para la amortización de los activos intangibles en el informe anual de 2018.

Si capitalizamos parte del A&M en balance y le aplicamos un múltiplo sobre beneficios o flujos de caja de 21 veces, obtenemos un valor objetivo de \$2.700 a 2021, es decir, un 44% superior a la cotización actual. Si no capitalizáramos el gasto en A&M, nuestra valoración fundamental no superaría los \$2.150, aproximadamente un 15% desde los niveles actuales. Como podéis ver, este ajuste genera grandes diferencias a nivel de valoración fundamental y ratios, iy bajo nuestras hipótesis de valoración estaríamos pagando 14,5 veces beneficios del año 2021!

1 Base scenario

- 2019e+4% and +5% beyond.
 - Ebit Margin 35% -0,1% Unusual items + 22% tax rate higher to neutralize R+D tax benefit.
 - Capitalization of 20% performance marketing and all brand marketing: Ebit Margin at 39,5% for 2019e and beyond.
- 3 Reinvestment: 3% Capex for 2019e and 2,5% beyond + Acutal Buyback 4% + 10% New autorization buyback plan for the next 2yrs-
Prospectus price : 2865EUR and TIR 12,65%
Valuation at 21x earnings y 18x Ebit.

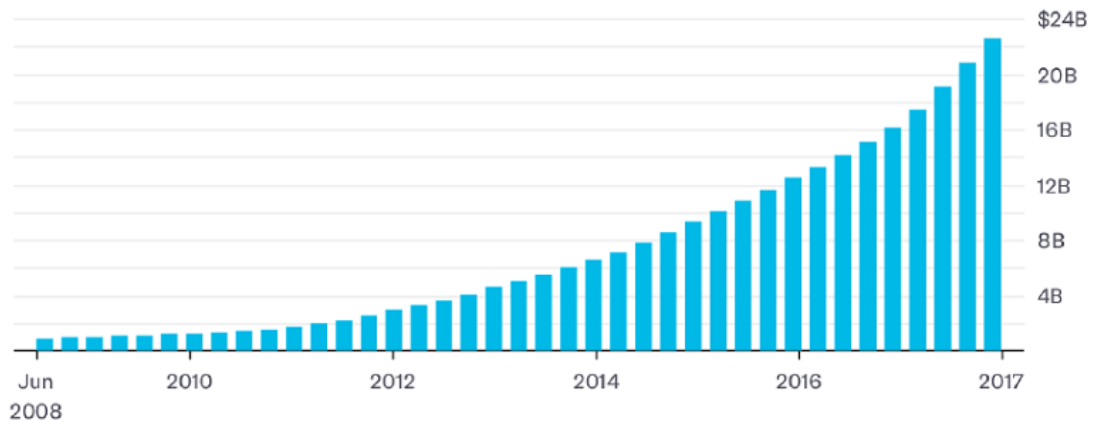
Texto 2: Hipó tesis utilizadas para valorar Booking Holding Inc.

Amazon

Poco se puede decir de una de las empresas más disruptivas de la última década, con múltiples ventajas competitivas en forma de efecto red, marca, servicio al cliente, distribución, etc. Para valorar **Amazon [AMZN]** no se pueden aplicar las métricas tradicionales, ya que se trata de una empresa muy intensiva en I+D, Marketing y Publicidad.

Amazon's Tech-Spending Explosion

Expenditures on "technology and content," trailing 12 months



Source: Bloomberg

BloombergView

Gráfico 2: Evolución histórica del gasto en I+D de Amazon

En el gráfico 2 observamos la evolución histórica del gasto en I+D, que a septiembre de 2019 representa \$34bn o el 12,75% de la cifra de facturación. Si analizamos AMZN en base a criterios contables, es decir, imputando como gasto todo el I+D observaremos las siguientes ratios financieras.

Amazon.com, Inc. (AMZN)

NasdaqGS - NasdaqGS Real Time Price. Currency in USD

★ Add to watchlist

1,745.72 +11.01 (+0.63%) **1,752.00** +6.28 (0.36%)

At close: November 22 4:00PM EST

Pre-Market: 5:53AM EST

Buy

Sell

Summary Company Outlook Chart Conversations **Statistics** Historical Data Profile Financials new Analysis Options

Valuation Measures

Currency in USD

	Current
Market Cap (intraday) ⁵	865.52B
Enterprise Value ³	898.71B
Trailing P/E	77.35
Forward P/E ¹	64.04
PEG Ratio (5 yr expected) ¹	1.67
Price/Sales (ttm)	3.26
Price/Book (mrq)	15.29
Enterprise Value/Revenue ³	3.38
Enterprise Value/EBITDA ⁶	26.23

Subscribe to Yahoo Finance Premium to view more historical data and trends

Learn more

Gráfico 3: Ratios financieros de Amazon en Yahoo Finance.

A ojos del inversor medio, AMZN aparece claramente sobrevalorada, consecuencia de sus altos múltiplos y bajos márgenes operativos. La razón es que AMZN sigue aún en una alta fase inversora y hasta que esta no finalice difícilmente uno se dará cuenta de la verdadera valoración fundamental. Vamos a ver ahora como capitalizar parte de los gastos de I+D, marketing y publicidad.

We expect spending in technology and content will increase over time as we add computer scientists, designers, software and hardware engineers, and merchandising employees. Our technology and content investment and capital spending projects often support a variety of product and service offerings due to geographic expansion and the cross-functionality of our systems and operations. We seek to invest efficiently in several areas of technology and content, including AWS, and expansion of new and existing product categories and service offerings, as well as in technology infrastructure to enhance the customer experience and improve our process efficiencies. We believe that advances in technology, specifically the speed and reduced cost of processing power and the advances of wireless connectivity, will continue to improve the consumer experience on the Internet and increase its ubiquity in people's lives. To best take advantage of these continued advances in technology, we are investing in initiatives to build and deploy innovative and efficient software and electronic devices. We are also investing in AWS, which offers a broad set of global compute, storage, database, and other service offerings to developers and enterprises of all sizes.

Shipping costs to receive products from our suppliers are included in our inventory and recognized as cost of sales upon sale of products to our customers. Shipping costs, which include sortation and delivery centers and transportation costs, were \$16.2 billion, \$21.7 billion, and \$27.7 billion in 2016, 2017, and 2018. We expect our cost of shipping to continue to increase to the extent our customers accept and use our shipping offers at an increasing rate, we reduce shipping rates, we use more expensive shipping methods, and we offer additional services. We seek to mitigate costs of shipping over time in part through achieving higher sales volumes, optimizing our fulfillment network, negotiating better terms with our suppliers, and achieving better operating efficiencies. We believe that offering low prices to our customers is fundamental to our future success, and one way we offer lower prices is through shipping offers.

Texto 3 y 4: Detalle de los gastos de shipping y technology and content a cierre 2018.

	Year Ended December 31,		
	2016	2017	2018
Operating expenses:			
Cost of sales	\$ 88,265	\$ 111,934	\$ 139,156
Fulfillment	17,619	25,249	34,027
Marketing	7,233	10,069	13,814
Technology and content	16,085	22,620	28,837
General and administrative	2,432	3,674	4,336
Other operating expense, net	167	214	296
Total operating expenses	\$ 131,801	\$ 173,760	\$ 220,466
Year-over-year Percentage Growth:			
Cost of sales	23 %	27%	24%
Fulfillment	31	43	35
Marketing	38	39	37
Technology and content	28	41	27
General and administrative	39	51	18
Other operating expense, net	(2)	28	38
Percent of Net Sales:			
Cost of sales	64.9 %	62.9%	59.8%
Fulfillment	13.0	14.2	14.6
Marketing	5.3	5.7	5.9
Technology and content	11.8	12.7	12.4
General and administrative	1.8	2.1	1.9
Other operating expense, net	0.1	0.1	0.1

Tabla 2: Desglose de costes por tipología a cierre diciembre 2018.

En la tabla 2 observamos como los costes de “shipping (Fulfillment) y “Technology and content” son los más importantes, representando el 27% de las ventas a 2018. Los gastos en “Technology and content” son principalmente el crecimiento futuro de la división de AWS y Media y los gastos en “Fulfillment” sería lo que AMZN se gasta en hacer crecer Amazon Prime. No es tarea sencilla conocer con exactitud qué porcentaje de estos gastos capitalizar en balance, por tanto, nosotros para ser conservadores no capitalizaremos más del 50%, entendiendo que podrían existir costes operativos “reales” ocultos.

Intangible Assets

Acquired intangible assets, included within “Other assets” on our consolidated balance sheets, consist of the following (in millions):

	December 31,						Weighted Average Life Remaining
	2017			2018			
	Acquired Intangibles, Gross (1)	Accumulated Amortization (1)	Acquired Intangibles, Gross Net	Acquired Intangibles, Gross (1)	Accumulated Amortization (1)	Acquired Intangibles, Gross Net	
Marketing- related	\$ 2,486	\$ (418)	\$ 2,068	\$ 2,542	\$ (431)	\$ 2,111	21.2
Contract- based	1,013	(213)	800	1,430	(224)	1,206	12.3
Technology- and content- based	640	(252)	388	941	(377)	564	4.6
Customer- related	283	(168)	115	437	(208)	229	4.4
Acquired intangibles (2)	\$ 4,422	\$ (1,051)	\$ 3,371	\$ 5,350	\$ (1,240)	\$ 4,110	15.4

(1) Excludes the original cost and accumulated amortization of fully- amortized intangibles.

(2) Intangible assets have estimated useful lives of between one and twenty- five years.

Tabla 3: Vida útil promedio de los activos intangibles de Amazon a diciembre 2018.

En la tabla 3 observamos como la vida útil de los activos intangibles relativos a marketing presentan vidas útiles superiores a los de tecnología, por tanto, lo tendremos en cuenta a la hora de calcular una vida útil promedio. Aun así, no es recomendable utilizar periodos muy largos en un sector con muchos cambios tecnológicos en el corto/medio plazo.

Nuestras hipótesis de valoración fundamental (Texto 4) recogen todo lo comentado hasta el momento.

1 Base scenario

1 2019e +19% , 2020e +18%, 2021e +17%, 2022e +16% and 2023e +15%.

2 Operating margin (EBIT) 2019e +6% , 2020e +7%, 2021e +8%, 2022e +9% and 2023e +10%.

2 Capitalizing 50% of Technology and content and Shipping costs and Marketing: 2019e +12,5% , 2020e +12,75%, 2021e +13%, 2022e +13,5% and 2023e +13,75%.

3 Reinvestment: 5,8% 2019e Capex and +5% 2020e and beyond with no better improvement of WC.ç

Ratios : 25x Earnings and FCF anf 20x Ebit.

Prospectus price : \$2350 and TIR 10,30%

Texto 5 Hipó tesis de valoración en Amazon.

En el supuesto que capitalizáramos el 100% de estos gastos, los márgenes operativos alcanzarían el 19%-20%. Si observamos ahora cuales son las ratios fundamentales de AMZN capitalizando parte de costes, obtendríamos lo siguiente:

RATIOS	LTM	2019e	2021e
P/E Últimos doce meses (LTM)	77,51	30,93	21,65
Cash P/E Últimos doce meses (LTM)	77,51	30,67	18,86
EV/Ebitda Últimos doce meses (LTM)	26,63	24,72	15,65
EV/Ebit Últimos doce meses (LTM)	63,63	24,72	15,65

Tabla 4: Ratios financieros a futuro para Amazon: Fuente: propia.

Como observamos en la tabla 4, con la cotización actual y nuestras estimaciones con capitalización estaríamos pagando 18,5 veces beneficios del año 2021, muy atractivo bajo nuestro punto de vista.

En definitiva, para empresas de sectores que invierten un alto porcentaje de sus ventas en I+D, Marketing o publicidad, es básico preguntarse si tiene sentido capitalizar parte de sus gastos en balance, porque este ajuste puede modificar dramáticamente la valoración fundamental de una empresa.