

RENTA VARIABLE

POR QUÉ LA VALORACIÓN POR SÍ SOLA NO CONDUCE AL ÉXITO A LARGO PLAZO

Por: Franz Weis, CIO, Analista/Gestor de Cartera



Franz Weis, CIO
Analista/Gestor de Cartera



Un PER bajo no equivale a un alto potencial. En Comgest, es la visibilidad de los beneficios a largo plazo y el crecimiento de la calidad -no las valoraciones de ganga- lo que impulsa nuestra convicción y la construcción de carteras.

— ¿Es realmente más atractiva una empresa que cotiza a 12 veces su PER que otra que lo hace a 25 veces?

A todos nos gustan las gangas, pero ¿es realmente mejor más barato? Resulta tentador pensar que una empresa que cotiza a 12 veces su PER es más atractiva que otra que lo hace a 25 veces. Sin embargo, esa suposición puede ser engañosa.

En Comgest, los clientes potenciales a veces consideran que nuestras carteras de renta variable son caras, dado que cotizan con una prima de PER significativa con respecto al mercado. Sin embargo, durante casi cuatro décadas, ha sido el crecimiento de los beneficios, y no las bajas valoraciones, lo que ha impulsado nuestra rentabilidad a largo plazo.

Antes incluso de considerar la valoración, nos centramos en la visibilidad y la dinámica de los beneficios de una empresa. La valoración es importante, por supuesto, pero no es el motor principal de nuestras decisiones de inversión o de la construcción de carteras.

Los riesgos ocultos de la caza de ofertas

— Confiar demasiado en ratios PER bajos puede llevar a los inversores a una peligrosa «trampa del valor», que es especialmente arriesgada cuando se evalúan empresas de crecimiento de calidad.

Basarse demasiado en ratios PER bajos puede llevar a los inversores a una peligrosa «trampa del valor», es decir, tomar un ratio PER al pie de la letra y convertirlo en un factor importante en la selección de valores y la construcción de carteras. Esto es especialmente arriesgado cuando se evalúan empresas de crecimiento de calidad.

¿Por qué? La «E» del PER puede estar plagada de incertidumbre. En los últimos años, hemos visto revisiones a la baja persistentes en las previsiones de beneficios de consenso.

En segundo lugar, la relación PER es limitada, ya que suele reflejar únicamente una estimación de los beneficios por acción (BPA) de los próximos 12 meses, mientras que el valor de una empresa es un flujo de caja descontado de futuros flujos de beneficios que van mucho más allá de los próximos 12 meses.

Aunque el popular ratio PER es fácil de entender y utilizar, también se basa en suposiciones, como que el 100% de los beneficios de una empresa se pagan. Por lo tanto, sólo es un criterio justo para las empresas sin

— Un PER más bajo puede reflejar un mayor riesgo o unas perspectivas de crecimiento más débiles.

crecimiento.

Esto es lo contrario de lo que hacemos en Comgest. Nos fijamos en empresas como EssilorLuxottica o Microsoft, que han registrado un crecimiento anual de los beneficios superior al 10% durante varios años. Esto hace que el PER a un año carezca de sentido como herramienta aislada para la construcción de carteras.

Por supuesto, no ignoramos por completo la valoración: la vigilamos y ajustamos el tamaño de las posiciones en consecuencia. Pero no nos lanzamos a por valores con un PER bajo sólo porque aparezcan en una pantalla. Un PER más bajo puede reflejar un mayor riesgo o unas perspectivas de crecimiento más débiles. En cambio, estamos convencidos de la visibilidad y la durabilidad del crecimiento en nombres como EssilorLuxottica o Microsoft.

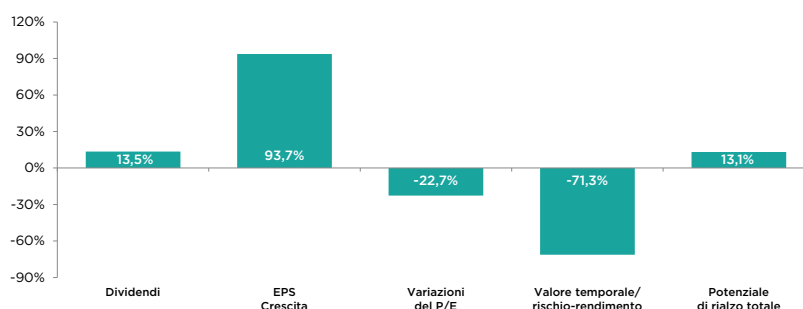
Los modelos DCF y el valor temporal del crecimiento

Incluso los modelos de flujo de caja descontado (DCF), a menudo considerados más sofisticados, tienen sus limitaciones. Nadie puede predecir con certeza los beneficios o el flujo de caja libre de una empresa dentro de cinco años. Las hipótesis de los tipos de descuento son igualmente críticas.

Tomemos, por ejemplo, una empresa de crecimiento de gran visibilidad de nuestra cartera. Según la **figura 1**, a nuestro valor razonable estimado, el 71% de su valor está «almacenado» en el valor temporal del dinero a cinco años. Esto se traduce en un potencial de revalorización anual del 11%, una compensación razonable, en nuestra opinión, por mantener una empresa de crecimiento de alta visibilidad, incluso si el DCF sugiere que ya se ha alcanzado el valor razonable.

En Comgest, aplicamos un tipo de descuento medio conservador del 10% para nuestra cartera europea, a pesar de una beta inferior a 1 y un tipo sin riesgo del 0%. Esto refleja nuestra cautela y garantiza que el valor temporal del dinero sea una parte significativa de nuestro proceso de valoración.

Figura 1. Esempio tipico delle componenti di una valutazione



Fonte: Fuente: Comgest. Este ejemplo es meramente ilustrativo y no constituye una recomendación de compra o venta de ningún valor. Los componentes de valoración y los datos sobre valores son hipotéticos o se basan en información pública y pueden no reflejar las condiciones actuales del mercado.

— Nos centramos en la visibilidad y la durabilidad del crecimiento futuro de los beneficios, cualidades estrechamente vinculadas a fundamentos como la capacidad de fijación de precios, la innovación, los ingresos recurrentes, la solidez de la gestión y la eficiencia del capital.

Somos inversores de crecimiento, y estamos orgullosos de ello

No se trata de rechazar los ratios PER o los modelos de valoración, ni mucho menos. Como se indica en mi libro blanco de Comgest, “The Fair Value Folly”;¹ o que queremos decir es simplemente que la valoración no debe ser el punto central de la selección de valores o de la construcción de carteras en una estrategia de crecimiento.

¹ Para leer este documento, consulte la sección «Nuestro pensamiento» del sitio web local de Comgest.

Como inversores en crecimiento de calidad, damos tiempo a nuestras empresas para que cristalicen el valor implícito en sus trayectorias de crecimiento a largo plazo. Nos centramos en la visibilidad y la durabilidad del crecimiento futuro de los beneficios, cualidades estrechamente vinculadas a factores fundamentales como la capacidad de fijación de precios, la innovación, los ingresos recurrentes, la solidez de la gestión y la eficiencia del capital.

Mantenemos un enfoque muy selectivo, invirtiendo en un grupo limitado de empresas que hemos seguido y analizado -a menudo durante años o décadas- para crear convicción y supervisar el crecimiento. Pocas empresas cumplen nuestros criterios, y de eso se trata exactamente.

Evitare la Value Trap, a lungo termine

En Comgest, no corremos el riesgo de caer en la «trampa del valor». Nuestra cartera de valores europeos de gran capitalización cotiza con una prima respecto al mercado estadounidense² — y estamos orgullosos de ello. ¿Por qué? Porque nuestras empresas de crecimiento de calidad lo han amortizado con beneficios regulares y plurianuales de dos dígitos.

Ese crecimiento, y no la valoración, ha sido el principal motor de nuestra rentabilidad. Por eso seguimos centrándonos en la visibilidad y la durabilidad de un crecimiento superior de los beneficios, en lugar de intentar ser más astutos que el mercado basándonos únicamente en la valoración.

² Fuente: Comgest/Factset.

Sobre el autor:

Franz Weis se incorporó a Comgest en 2005 y es gestor de carteras especializado en renta variable europea. Además de ser el Director de Inversiones (CIO) del Grupo, es Director General de Comgest Global Investors, así como miembro del Consejo de Socios y del Comité Ejecutivo del Grupo. Franz dirige la labor de investigación europea de la empresa y codirige la gestión de la mayoría de las estrategias de renta variable europea de Comgest. En su papel de CIO, Franz supervisa los equipos de inversión de la empresa y preside el Comité de Inversiones, responsable de aplicar la filosofía de Comgest sobre inversiones de éxito a largo plazo. Comenzó su carrera en 1990 en Baillie Gifford & Co., donde trabajó como Gestor de Cartera antes de incorporarse a F&C Asset Management como Gestor de Cartera Senior y Director de Renta Variable Europea en 1996. Franz se licenció en la Universidad Heriot-Watt (Escocia) con un Máster en Banca Internacional y Estudios Financieros y recibió el Premio de los Banqueros Internacionales de Escocia en 1990.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento ha sido elaborado exclusivamente para inversores profesionales/cualificados y sólo puede ser utilizado por éstos.

No constituye asesoramiento en materia de inversión

El presente comentario tiene carácter meramente informativo y no constituye asesoramiento en materia de inversión. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de un valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, estrategias, situación fiscal u horizonte de inversión particulares de ningún inversor.

No constituye una recomendación de inversión

Ningún análisis de empresas concretas debe considerarse una recomendación de compra o venta de un valor o inversión en particular. Las empresas mencionadas no representan todas las inversiones anteriores. No debe asumirse que ninguna de las inversiones comentadas haya sido o vaya a ser rentable, ni que las recomendaciones o decisiones que se tomen en el futuro vayan a ser rentables.

Comgest no proporciona asesoramiento fiscal o jurídico a sus clientes y se recomienda encarecidamente a todos los inversores que consulten a sus propios asesores fiscales o jurídicos en relación con cualquier inversión potencial.

No es un estudio de inversión

La información contenida en esta comunicación no es un «estudio de inversiones» y está clasificada como una «comunicación de marketing» de conformidad con MIFID II. Esto significa que esta comunicación comercial (a) no ha sido elaborada de conformidad con los requisitos legales destinados a promover la independencia de los informes de inversiones (b) no está sujeta a ninguna prohibición de negociación previa a la difusión de los informes de inversiones.

Exención de responsabilidad sobre marcas e índices

Los datos de MSCI sólo pueden ser utilizados para su uso interno, no pueden ser reproducidos o redifundidos en ninguna forma y no pueden ser utilizados como base para un componente de cualquier instrumento financiero o productos o índices. Ninguna información de MSCI pretende constituir un asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) cualquier tipo de decisión de inversión y no puede ser considerada como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como indicación o garantía de ningún análisis, previsión o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se proporciona «tal cual» y el usuario de la misma asume todo el riesgo derivado del uso que haga de ella. MSCI, cada una de sus filiales y cualquier otra persona involucrada o relacionada con la compilación, computación o creación de cualquier información MSCI (colectivamente, las «Partes MSCI») renuncian expresamente a todas las garantías (incluyendo, sin limitación, cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, puntualidad, no infracción, comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado) con respecto a esta información. Sin perjuicio de lo anterior, ninguna de las Partes de MSCI será responsable en ningún caso de ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (incluido, entre otros, el lucro cesante) o de cualquier otro tipo. (www.msclub.com).

Información sujeta a cambios sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones constituyen nuestra opinión en la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Es posible que las carteras a las que se hace referencia en este documento no se mantengan en el momento de recibir esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso.

Restricciones al uso de la información

Este comentario y la información contenida en el mismo no podrán ser reproducidos (total o parcialmente), republicados, distribuidos, transmitidos, mostrados o explotados de cualquier otra forma por terceros sin el previo consentimiento por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Determinada información contenida en este comentario ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, pero no puede garantizarse su exactitud. Comgest no se hace responsable de la exactitud o integridad de la información.

Divulgación de la entidad jurídica.

Comgest S.A es una sociedad de gestión de carteras regulada por la Autorité des Marchés Financiers y con domicilio social en 17, square Edouard VII, 75009 Paris.

Comgest Asset Management International Limited es una sociedad de inversión regulada por el Central Bank of Ireland y registrada como Investment Adviser en la U.S. Securities and Exchange Commission. Su domicilio social se encuentra en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón (registrada en la Oficina Financiera Local de Kanto (nº Kinsho1696)).

Comgest US L.L.C está registrada como asesor de inversiones en la U.S. Securities and Exchange Commission.

Comgest Singapore Pte Ltd, es una Sociedad Gestora de Fondos Autorizada y Asesor Financiero Exento (para Inversores Institucionales y Acreditados) regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur.

Los profesionales de la inversión que figuran en este documento son empleados de Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Solo per il Regno Unito:

Este comentario no está siendo distribuido por, ni ha sido aprobado a los efectos de la sección 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (FSMA) por una persona autorizada en virtud de la FSMA. Este comentario se comunica únicamente a personas que sean profesionales de la inversión a las que se aplique el artículo 19(5) de la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (la FPO). Las Inversiones están disponibles únicamente para profesionales de la inversión, y cualquier invitación, oferta o acuerdo de compra se realizará únicamente con profesionales de la inversión. Toda persona que no sea un profesional de la inversión no deberá basarse en este comentario ni en ninguno de sus contenidos, ni actuar en consecuencia. Las personas en posesión de este documento deben informarse de cualquier restricción pertinente. Ninguna parte de este comentario debe publicarse, distribuirse o ponerse a disposición de cualquier otra persona, en su totalidad o en parte.

Solo per l'Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros bajo las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas. Comgest Far East Limited está exenta del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australianos en virtud de la Ley de Sociedades Australianas con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no está destinado a «inversores minoristas» (tal y como se definen en la Ley de Sociedades Anónimas de Australia) ni debe ser utilizado por éstos.

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur en virtud de las leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Comgest Singapore Pte. Ltd. está exenta de la obligación de poseer una licencia australianos de servicios financieros en virtud de la Australian Corporations Act con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no está destinado a «inversores minoristas» (tal y como se definen en la Australian Corporations Act) ni debe ser utilizado por éstos.

comgest.com

AMSTERDAM
BOSTON
BRUXELLES
DUBLINO
DÜSSELDORF

HONG KONG
LONDRA
MILANO
PARIS
SINGAPORE

SYDNEY
TOKYO
VIENNA