

FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS

INVIRTIENDO A LARGO PLAZO

MI EXPERIENCIA COMO INVERSOR

"Paramés es el mejor gestor de fondos español y se le compara con Warren Buffett"

FINANCIAL TIMES



DEUSTO

Bibliografía original: INVIRTIENDO A LARGO PLAZO (Francisco García Paramés, 2016)

Síntesis de contenido realizada por DCINVESTORS

- Ponderación de valores en cartera:
 - Ponderación alta (>5%): confianza extrema
 - Ponderación baja (<1-2%): muy arriesgados
- Liquidez: 10-25%
- Un alto grado de intervención estatal en un país nos permite predecir una devaluación de una moneda a largo plazo.
- Se debe invertir en empresas pequeñas, familiares.
- Factores que mejoran la rentabilidad de una cartera:
 - Ratio PER bajo
 - Ratio EV/EBITDA bajo. EBITDA es una aproximación al beneficio operativo y EV es el valor empresa, la suma de la deuda y la capitalización bursátil.
 - Ratios Precio/Ventas bajo
 - Rentabilidad por dividendo alta
 - ...
- Concepto de margen de seguridad: debemos maximizarlo invirtiendo en acciones que tengan un valor real muy superior a su cotización. Será mejor cuanto mayor sea ese descuento. La principal recomendación de Graham para maximizar ese margen de seguridad es comprar acciones de compañías en las que su precio no supere el valor de liquidación, no incluyendo en éste los activos fijos. Es decir: el valor de su activo circulante (existencias, cuentas de deudores y tesorería) menos todos los pasivos, debería ser inferior a su precio en bolsa.
- Greenblatt demuestra que las acciones de calidad compradas a buen precio batan siempre al resto de acciones. Para ello clasifica cada acción según dos criterios: la calidad, medida a través del ROCE (Rentabilidad sobre el capital invertido); y el precio, medido a través de la inversa del PER (Price Earnings Ratio, el precio que pagamos por cada unidad de beneficio), el free cash flow yield o rentabilidad de flujo de caja libre. Para los dos factores, rentabilidad y precio, utiliza una clasificación numérica: 1, 2, 3, 4...; siendo 1 la acción de mayor ROCE en el factor de rentabilidad; y la 1 de flujo de caja libre más alto en el factor precio. Después suma para cada acción los puntos obtenidos en el ranking y hace una clasificación definitiva: las compañías con un sumatorio de ambos factores más bajo obtienen la mejor rentabilidad bursátil a largo plazo.
 - "...Creo que nosotros al cabo del tiempo lo conseguimos, y siguiendo los criterios de Greenblatt, nuestra cartera tenía en septiembre de 2014 un ROCE medio (el de las compañías que la componían) superior al 40%, con un flujo de caja libre superior al 10% de rentabilidad."
- Las ventajas competitivas: Greenwald continua el clásico trabajo de Porter sobre el estudio de la intensidad de la competencia a partir de una serie de factores:
 - La rivalidad entre competidores
 - La existencia de productos sustitutivos
 - La existencia de barreras de entrada

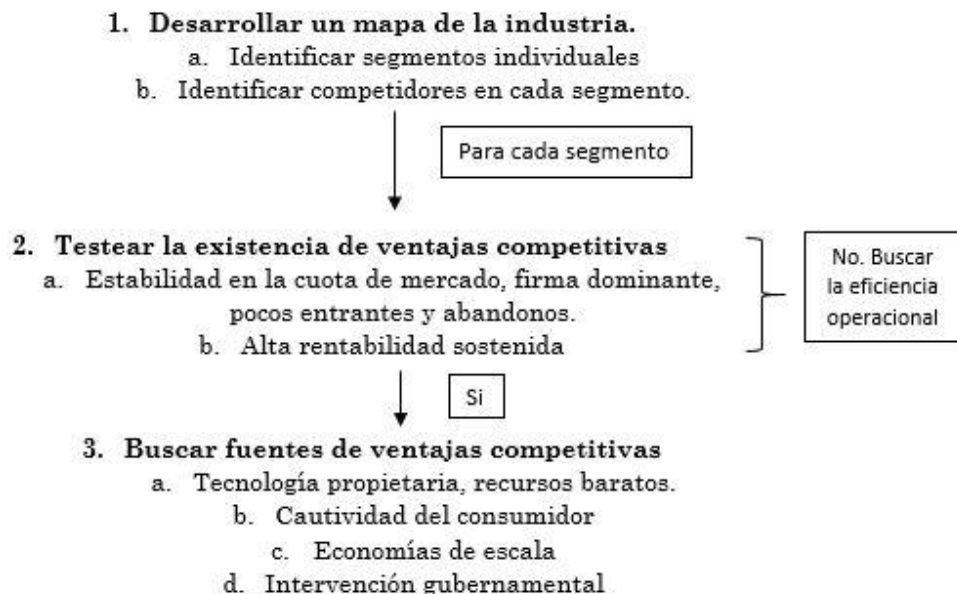
- El poder de negociación de proveedores y clientes.

Greenwald simplifica el análisis mostrando uno de estos factores como el esencial; las barreras de entrada. Una consecuencia o señal necesaria de la existencia de barreras es que la Rentabilidad sobre el Capital (ROCE) sea alta y que las cuotas de mercado sean estables. Si ese ROCE es bajo, digamos por ejemplo 6-8%, estaremos hablando de mercados sin barreras, en los que cualquier competidor puede entrar y obtener una posición, alterando repetidas veces las cuotas de mercado de los diferentes actores. Una vez detectada una compañía con una alta rentabilidad en un mercado estable, hay que encontrar cuáles son las causas esenciales que hacen que en ese mercado existan esas barreras de entrada.

Las barreras de entrada pueden presentar diversas formas:

1. Disponer de una ventaja de costes:
 - a. Por las características de la producción (ej: Arabia Saudita tiene facilidad de acceso al petróleo)
 - b. Ventajas de proceso: compañías que con mejoras progresivas en los procesos consiguen mantener en el tiempo esa ventaja. (barreras poco potentes)
 - c. Si el tamaño o escala es esencial para diluir costes fijos, y somos el competidor más grande, será posible mantener durante mucho tiempo esa ventaja en costes. Tipos: fabricación, publicidad, distribución...
2. Existencia de costes de cambio (switching costs): cuando para los clientes es muy incómodo y gravoso cambiar.
3. Activos intangibles: que exista una marca, pero que lo sea de verdad, permitiendo poner un precio superior al de la competencia. También son activos intangibles las patentes que conceden temporalmente monopolios legales.
4. Que haya "efecto red". Cuantas más personas usan el producto, más valioso resulta para el cliente.

Pasos para analizar las ventajas competitivas:



- Factores que han permitido encontrar valor en compañías cotizadas:
 1. **Estructura accionarial:** Compañías familiares o que tienen un accionista de referencia que controla la gestión. Estas compañías tienen poco desarrollados sus departamentos de relaciones públicas o de relación con inversores, y en general prestan menos atención al mercado, que las penaliza por ello. Las compañías familiares tienen intereses alineados con el resto de accionistas. A pesar de ello, conviene evitar las compañías con miembros de la familia no capacitados involucrados en la gestión (de hecho, se ha demostrado que conforme se va avanzando en la generación se consiguen menores rentabilidades).
Otra ventaja de las compañías familiares es que tienden a mantener una contabilidad que refleja fielmente la situación real, con tendencia a balances muy conservadores, con poca deuda y mucha tesorería, lo que tampoco gusta al mercado.
 2. **Organización de los activos:** Compañías holding o conglomerados. Invierten en negocios no relacionados entre sí, en ocasiones sin una lógica clara, lo que no suele gustar a los inversores. Los conglomerados tienen, en general, la característica de ser procíclicos, comportándose mejor en los ciclos alcistas del mercado y peor en los bajistas.
 3. **Geografía:** Cuando el negocio se localiza en un país distinto a la sede social o al de cotización de la acción, puede haber distorsiones atractivas.
 4. **Pequeñas compañías:** son menos seguidas por la comunidad inversora, por lo que podemos encontrar pequeñas joyas. Su principal problema es la falta de liquidez.
 5. **Compañías cíclicas:** probablemente sea la manera más fácil y menos arriesgada de encontrar oportunidades. El error más grave con el ciclo es el de intentar predecir el momento del cambio. La clave es continuar comprando durante toda la caída, pues los mejores resultados se obtienen con las últimas inversiones. Con estas compañías hay que estar muy atentos a dos factores:
 - a. Que la compañía sea un productor eficiente que soporte perfectamente los precios bajos.
 - b. Que posea una deuda moderada.
 Si no se cumplen estas condiciones, nuestra inversión estará en peligro, pues el riesgo fundamental es que no supere la parte baja del ciclo.
 6. **Tipos de acciones:** Hemos encontrado descuento a través de acciones preferentes europeas y asiáticas. Este tipo de acciones no tienen derecho a voto, lo que se compensa con un mayor dividendo. Supuestamente su problema es su mayor iliquidez.
 7. **Proyectos a largo plazo:** los inversores no son pacientes y el mercado bursátil a veces no es el lugar adecuado para estos proyectos, creándose una incorrecta formación de precios y una posible oportunidad inversora.
 8. **Spins-off o separación de activos:** cuando una división de una empresa es separada de ella, para tener entidad propia, se produce una oportunidad aprovechable.

Varias razones; los incentivos cambian y los ejecutivos están motivados para gestionar de forma óptima la nueva empresa, la información sobre el negocio puede no ser muy detallada (no es una OPV) y los accionistas de la empresa previa puede que no quieran serlo del spin-off, por lo que venderán inmediatamente sus acciones, creando la oportunidad.

9. **Opciones gratis:** Estas opciones ocurren cuando a un negocio estable que soporta la valoración de la acción, hay añadido algún activo realizable o algún proyecto en fase inicial que podría madurar en el futuro, y que no está suficientemente valorado por el mercado.
- Compañías que hay que evitar
1. **Compañías enfocadas en el crecimiento exagerado:** El crecimiento tiene un gran atractivo para el entorno y aumenta el halo o prestigio del directivo, pero solo es bueno si es natural.
 2. **Compañías que están comprando otras de forma repetida:** Si la compra no está enfocada a incrementar la ventaja competitiva del negocio principal puede ser una compra de la que puede arrepentirse. Apareciendo la “diworsification” término de Peter Lynch que viene a decir “diversificarse para ir a peor”.
 3. **Ofertas públicas de ventas (OPV):** Según un estudio de la Universidad de Florida, las empresas que cotizan a través de OPV tienen un 3% de menor rentabilidad bursátil que compañías similares al cabo de cinco años. ¿La razón? Hay un desequilibrio claro entre la información que tiene el vendedor y la que tenemos los compradores.
 4. **Negocios con una vida todavía corta:** Correlación positiva entre antigüedad y rentabilidad en bolsa.
 5. **Negocios con contabilidad opaca:** los contratistas de largo plazo en la construcción o en proyectos de infraestructuras o ingeniería, son ejemplos de contabilidad flexible (pueden retrasar la contabilidad de los pagos o adelantar la de los ingresos). En este tipo de negocios será imprescindible confiar en la fiabilidad de los gestores.
 6. **Empresas con empleados clave.**
 7. **Empresas muy endeudadas**
 8. **Sectores estancados o con caídas de ventas:** Como ventaja está el precio bajo al que cotizan, el problema es que el estancamiento se produzca de forma permanente y no vuelvan a reflotar.
 9. **Acciones caras:** Nunca se ha empezado a comprar una acción por encima de los 15x beneficios.

Disclaimer

La inversión en los mercados financieros conlleva riesgos que en ocasiones puede derivar en la pérdida total o parcial de la inversión. Esta información es proporcionada única y exclusivamente con el propósito de informar y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender ninguna acción, futuro, o cualquier otro instrumento derivado. El objetivo de esta información es enseñar cómo se puede utilizar el análisis técnico. La información y cualquier dato estadístico contenido en esta página ha sido obtenido de fuentes que parecen fiables, pero eso no quiere decir que sean precisos o completos. Toda la información expuesta así como los datos proporcionados pueden ser sometidos a cambios sin aviso. Es importante saber que trabajamos con escenarios probables. No necesariamente se deben cumplir nuestras previsiones. El modelo puede cambiar según los nuevos datos que se incorporen. Cada persona tiene su propio estilo de inversión, según su tolerancia al riesgo y su perspectiva temporal. Es responsabilidad de cada lector decidir el uso que se da a la información que proporcionamos. Declinamos cualquier responsabilidad por actuaciones basadas en esta información.