



## SOSTENIBILIDAD PARA FINANCIEROS

Las compañías reconocidas como líderes en RSE demuestran un comportamiento financiero superior y por tanto gozan de una capacidad extra para la creación de valor que en última instancia se refleja en su valor bursátil.

# Sostenibilidad para financieros

## LECCIONES DE LOS LÍDERES DEL DOW JONES SUSTAINABILITY WORLD

En la búsqueda de El Dorado de la RSE, tanto profesionales como académicos han tratado de encontrar el vínculo entre las prácticas empresariales en sostenibilidad y la competitividad de las organizaciones. Forética ha querido aportar al debate un análisis de las compañías reconocidas como líderes en RSE mirando a través del cristal de las finanzas con el objeto de buscar pistas que confirmen o desmientan dicha vinculación.

Este documento tiene como usuarios naturales a los profesionales de las finanzas con especial atención a los directores financieros y directores de relaciones con inversores. El contenido del análisis tiene un carácter técnico-financiero avanzado. No obstante,

aquellos lectores menos familiarizados con la *magia* financiera, podrán encontrar una explicación que permita interpretar fácilmente cada aspecto analizado.

Para realizar este trabajo, se ha extraído el perfil de las 19 compañías calificadas como líderes de sector de acuerdo con el índice Dow Jones Sustainability World (en adelante LDJSI), y se ha realizado un análisis comparativo con los datos de sus respectivos sectores. A lo largo del análisis podrán verse las principales fortalezas y debilidades de este conjunto de compañías, hasta llegar a un cuadro de mando en el que poder plasmar la competitividad de las LDJSI.

# Metodología

Se ha utilizado la muestra de las 19 compañías líderes de *supra-sector* del índice Dow Jones Sustainability World de acuerdo con el análisis de SAM. Los datos han sido tomados a fecha abril de 2011. Posteriormente se ha cruzado el análisis de 15 ratios financieros que reflejan los siguientes aspectos:

**Márgenes y eficiencia** → Margen operativo, Margen neto y Rotación de activos (ventas sobre activo total).

**Crecimiento de ventas** → Tasa de crecimiento anualizado de los últimos cinco años y Tasa de crecimiento implícito por valoración de mercado.

**Factores de riesgo y coste del capital** → Riesgo operativo (beta desapalancada), Apalancamiento financiero (deuda sobre recursos propios), Riesgo no sistemático (beta apalancada), Tasa de impuestos sobre beneficios y Coste medio ponderado del capital.

**Rentabilidad de inversiones** → Rentabilidad sobre activos (ROA), Rentabilidad sobre inversiones (ROI) y Rentabilidad sobre recursos propios (ROE).

**Ratios de valoración bursátil** → Ratio de Precio sobre beneficios (P/E), Precio sobre valor contable de recursos propios (P/BV) y Precio sobre flujo de caja (P/CF).

Para cada indicador se han analizado las desviaciones entre las compañías líderes en sostenibilidad con respecto a sus sectores de acuerdo con la clasificación sectorial de Reuters. Con el fin de eliminar el ruido estadístico de intervalos cortos de tiempo, se han utilizado las medias geométricas de cinco años para todos los ratios, salvo el coeficiente beta que se recoge en intervalos de tres años y la rotación de los activos para la que se han considerado los últimos doce meses.

Nombre	Supersector	País
Bayerische Motoren Werke AG (BMW)	Automóvil y componentes	Alemania
Australia&New Zealand Banking Group Ltd.	Banca	Australia
Xstrata Plc.	Recursos Básicos	Reino Unido
Koninklijke DSM N.V.	Químico	Holanda
Panasonic Electric Works Co. Ltd.	Construcción y materiales	Japón
Itausa-Investmentos Itau	Servicios financieros	Brasil
Unilever	Alimentación y bebidas	Holanda
Roche Holding AG	Salud	Suiza
TNT N.V	Servicios y bienes industriales	Holanda
Swiss Re	Seguros	Suiza
Pearson Plc.	Medios de comunicación	Reino Unido
Sasol	Petróleo y Gas	Sudáfrica
Panasonic Corp.	Gran Consumo	Japón
GPT Group	Inmobiliario	Australia
Lotte Shopping	Distribución	Corea del Sur
Nokia Corp	Tecnología	Finlandia
Telefónica S.A.	Telecomunicaciones	España
Air France KLM	Transporte y ocio	Francia
Gas Natural SDG S.A.	Suministros (electricidad, agua, ect.)	España

## Fuentes de Información

Las fuentes de información consultadas para este trabajo han sido las siguientes: Reuters,

Bloomberg, UBS WMR, FactSet, Dow Jones Sustainability Indexes, Forética.

# Márgenes y eficiencia

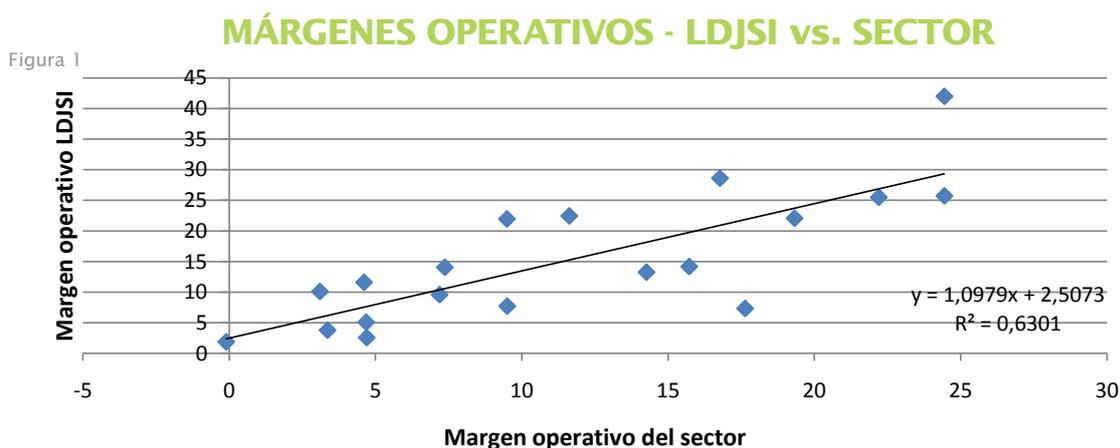
A lo largo de la cuenta de resultados las compañías van cargando gastos que reflejan sus costes de producción, costes de personal, otros gastos generales y costes financieros, entre otros. Para observar la evolución del negocio existen dos márgenes especialmente significativos.

En primer lugar, el margen operativo que consiste en detraer de los ingresos todos los costes de la actividad principal de la empresa. Un segundo indicador es el margen neto, en el que además de los costes operativos se incorporan los costes financieros, ingresos y costes extraordinarios y, cómo no, los impuestos.

## Margen operativo

A nivel de margen operativo las compañías LDJSI muestran un comportamiento superior a sus respectivas industrias. Un 74% de estas empresas superan a su industria en este ratio generando un 146% por término medio más de margen operativo. Profundizando un poco más en el análisis descubrimos (como ocurrirá un buen número de veces en este análisis) que existe una fuerte dispersión de los diferenciales entre las LDJSI y sus sectores.

En estos casos, la métrica estadística más adecuada es la mediana, por ser más fiable ya que no se ve tan afectada por los fuertes sesgos que la volatilidad introduce en la media aritmética<sup>1</sup>. La desviación mediana en el margen operativo de las LDJSI es de +14,86% con respecto a sus industrias.



<sup>1</sup> La mediana es el valor que ocupa la posición central de un conjunto de datos ordenado, es decir, que acumula el mismo número de datos antes y después que el mismo. La media aritmética, por otro lado, es el promedio de la muestra que consiste en distribuir a partes iguales el total de la variable entre cada observación. A modo de ejemplo, si diez amigos van a un restaurante a comer y ocho de ellos escogen un menú por 10€, mientras que los otros dos comen a la carta por 70€, el gasto medio por persona es de 22€. La mediana es de 10€. En este caso el 80% de la gente ha comido por 10 € y a pesar de eso la media es de 2,2 veces la mediana. Por tanto, la mediana parece un cálculo más fiable si lo que queremos valorar es el importe que una persona normal se gasta en un almuerzo, a pesar de que algunos hayan gastado siete veces más que el resto.

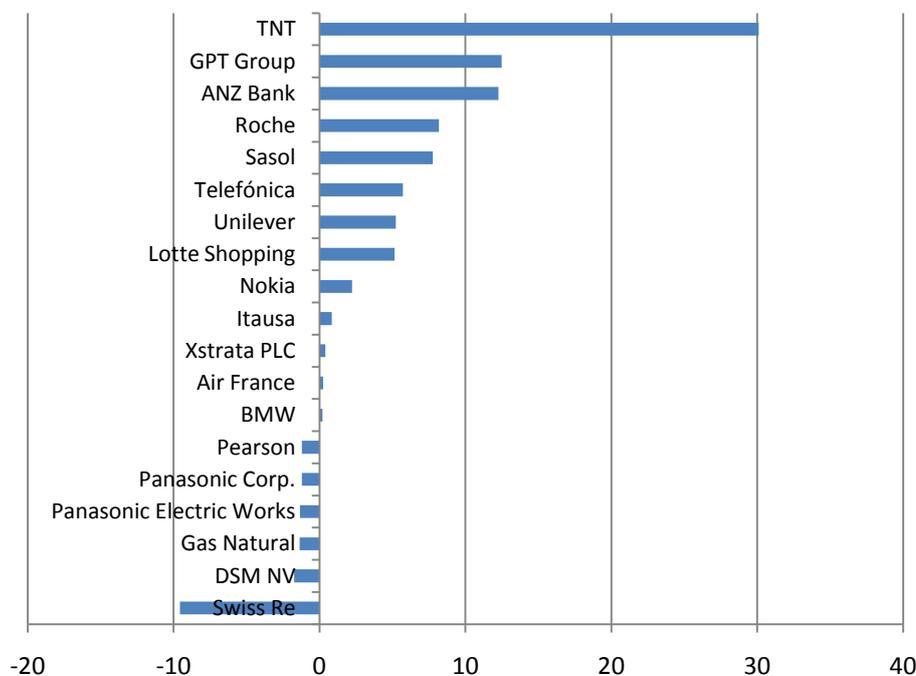
## Margen neto

A medida que bajamos por la cuenta de resultados y se van materializando aquellos cargos que no dependen directamente de la actividad principal, las compañías líderes van cediendo buena parte de ese retorno generado superior a la media de sus industrias.

La causa se debe, de manera fundamental, al mayor empleo del endeudamiento financiero a la hora de costear la actividad (ver “Aplicando DuPont a las empresas sostenibles”). Una mayor deuda supone un mayor pago de intereses y, por lo tanto, a igualdad de condiciones un beneficio neto menor.

### DIFERENCIAL DE MARGEN NETO DE LAS LDJSI

Figura 2



El 68% de las LDJSI tiene un margen neto superior a sus respectivas industrias. Esto les hace perder, al menos aparentemente, parte del lustre con el que contaban en términos de margen operativo con sus respectivos sectores. El análisis de la desviación mediana arroja un balance favorable hacia las LDJSI de +43,36%.

El análisis de la media, que incorpora una fuerte volatilidad, nos muestra una desviación de promedio de 92%. Como consecuencia, la incorporación de los costes de la deuda hace converger ligeramente a las compañías líderes en sostenibilidad, aunque mantienen un plus de generación de beneficios.

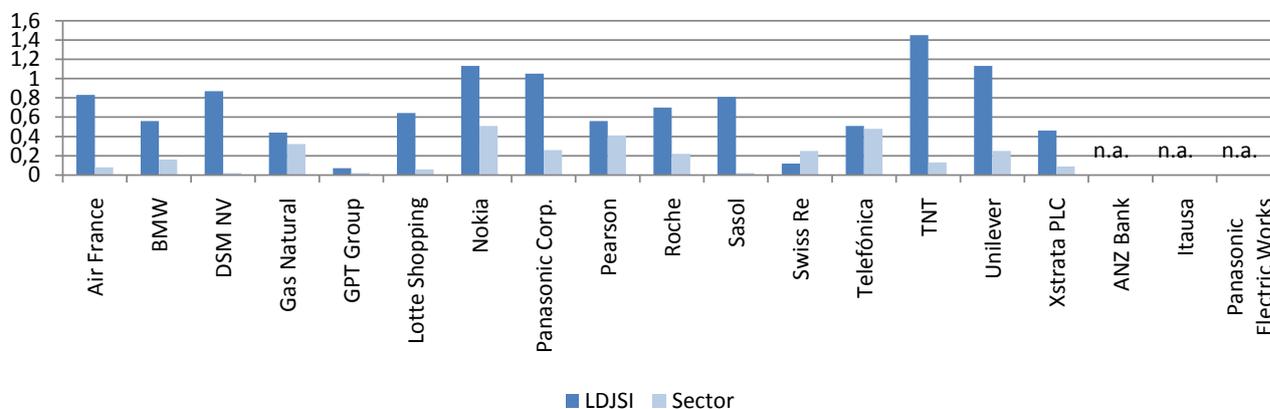
## Rotación de activos

En este apartado, no sólo medimos cuánto se gana por cada euro vendido, sino también cómo de eficiente se es para generar ese euro de ingreso. Uno de los indicadores más usados por la comunidad financiera es la rotación de activos, medida como el número de veces que las ventas de una empresa cubren el valor de sus activos. Parece lógico pensar que para vender diez millones de euros seremos más eficientes teniendo un activo de 1 millón de euros en lugar de 20 millones en activos. Cuanto mayor sea la rotación, más ágiles son las compañías, por lo que tienen que invertir menos dinero, con lo que reducen sus necesidades de financiación al tiempo que minimizan su estructura de costes.

Un 93,8% de las compañías LDJSI tiene una rotación de activos mayor que su industria. La rotación promedio de activos en las compañías LDJSI es de 0,71 veces las ventas, frente a 0,20 como valor medio de sus respectivos sectores. Esto que significa que, de acuerdo con esta métrica, la eficiencia de estas compañías es más del triple que la media de sus sectores<sup>2</sup>.

### ROTACIÓN DE ACTIVOS

Figura 3



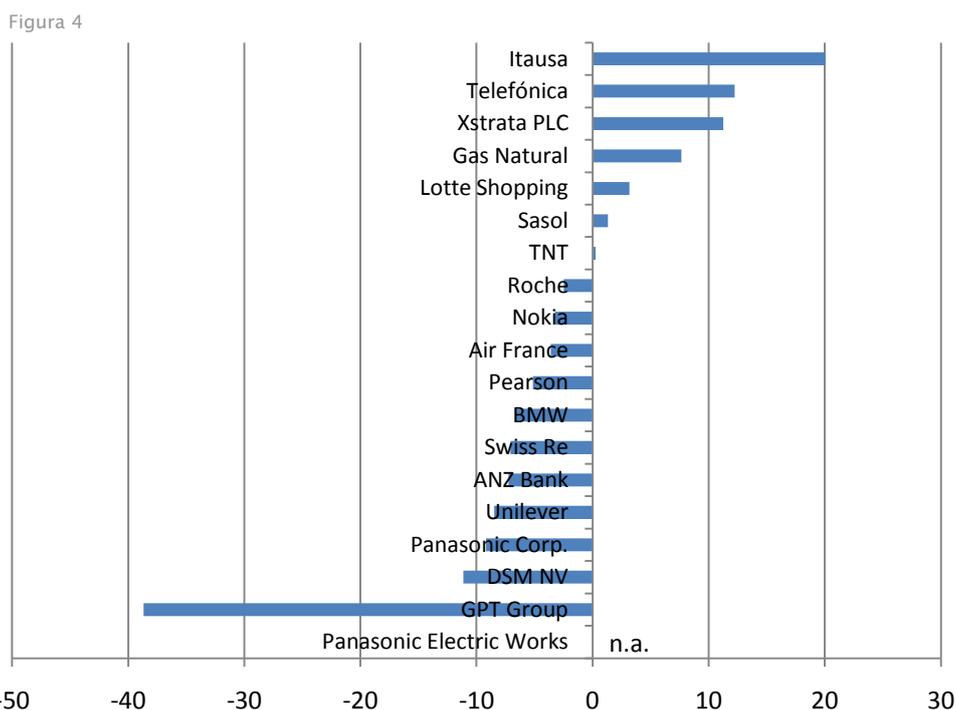
<sup>2</sup> Por falta de información necesaria para el cálculo de esta métrica se ha excluido del análisis a las compañías ANZ Bank, Itausa y Panasonic Electric Works.

# Crecimiento de ventas

Uno de los elementos más importantes a la hora de valorar un negocio es precisamente la tasa de crecimiento de los ingresos y, con estos, de sus beneficios. Si hay un punto débil dentro de la selección de las LDJSI es precisamente la evolución de las ventas de los últimos cinco años en comparación con sus respectivos sectores. Sólo un 39% de las compañías ha crecido por encima de sus sectores en este período. En cuanto a cómo se han desviado del sector, los resultados no dejan lugar a error. Pese a que la media aritmética

nos dice que las LDJSI han crecido un 11% por encima de sus sectores, la mediana no engaña y se sitúa en -40%. Esto no significa que la selección de compañías haya decrecido. De hecho han crecido a una tasa anual del 7,75%. Lo que significa es que han crecido una fracción de lo que lo ha hecho el sector en conjunto (10,35%). Crecer por debajo de la media en períodos largos de tiempo significa perder liderazgo y cuota de mercado, lo que en un entorno competitivo es una indicación de no-sostenibilidad financiera.

## DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ANUALIZADO DE 5 AÑOS



No obstante, estas tasas de crecimiento se obtienen mirando hacia el pasado y no hacia el futuro. Veremos más tarde que el crecimiento que están descontando los mercados

de cara al futuro para las LDJSI es superior al de sus industrias en 61% de los casos (ver "Creación de valor y flujos de caja").

# Riesgo y coste del capital

El riesgo de un negocio y su coste del capital están estrechamente ligados. Un inversor profesional (se presume un sujeto racional) siempre esperará una rentabilidad superior a una empresa o actividad más arriesgada que a una que no lo sea. Sólo así compensaría la probabilidad de que la inversión más arriesgada vaya mal. De esta manera, el riesgo es un

ingrediente básico para determinar los costes de financiación de un proyecto o una empresa. Hay dos tipos de riesgo críticos desde un punto de vista financiero: el riesgo operativo y el riesgo derivado del nivel de endeudamiento de las compañías. A continuación analizaremos los componentes básicos del coste de financiación de las empresas.

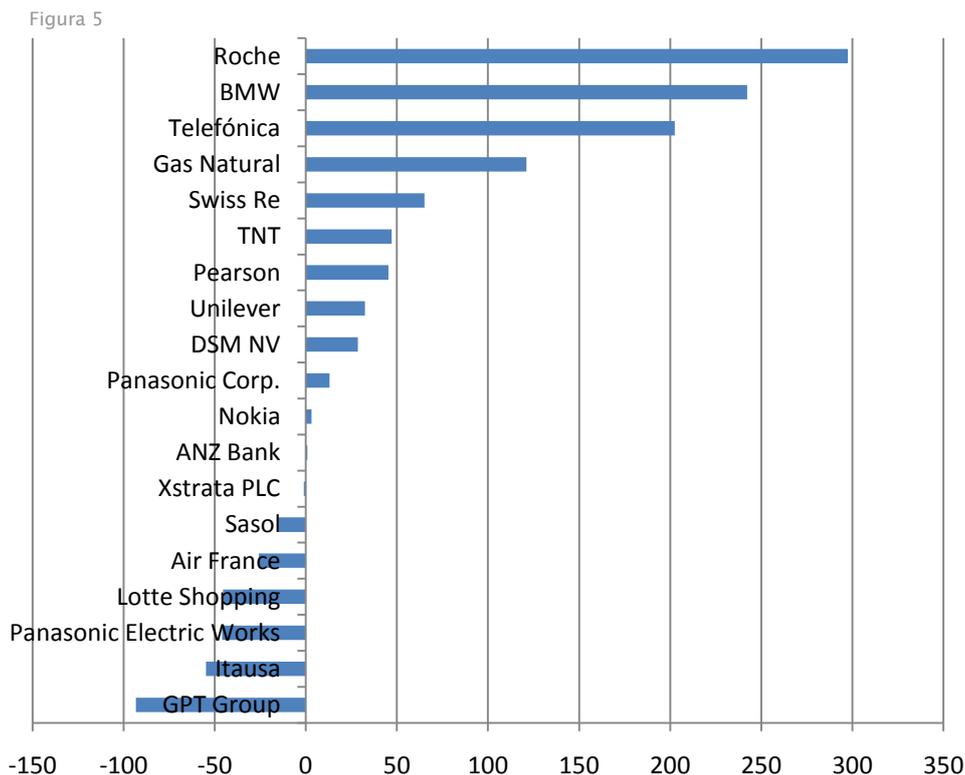


## Deuda sobre recursos propios

La deuda financiera que contrae una empresa es un arma de doble filo. Por un lado, permite financiar la actividad empresarial aliviando los bolsillos de los accionistas y mejorando la rentabilidad final de la empresa. Pero, cuando el endeudamiento es excesivo o la evolución del negocio se deteriora, la deuda puede estrangular los negocios devorando los beneficios y secando la caja. La sostenibilidad de la deuda tiene que ver con dos factores fundamentales. Por un lado, en qué medida su coste puede comprometer los beneficios y la tesorería cuando la compañía paga los intere-

ses y devuelve el importe adeudado respectivamente. Por otro lado, la estabilidad financiera de ingresos, márgenes y flujo de caja. Si una compañía tiene una gran variabilidad en la evolución de sus ingresos y márgenes de beneficio, la deuda no es una opción, como ocurre generalmente en empresas de nueva creación. Contrariamente a éstas, las compañías sólidas pueden preferir recurrir a deuda cuando sus márgenes son altos y sus ingresos son recurrentes y estables, sin que ello afecte su viabilidad.

### DEUDA SOBRE RECURSOS PROPIOS



Las compañías LDJSI tienen un volumen de deuda muy superior a sus respectivas industrias en un 63% de los casos. La desviación media y mediana es de +23% y +186% res-

pectivamente. Esto implica un mayor riesgo financiero, pero al mismo tiempo refleja una mayor confianza en la estabilidad y continuidad de sus negocios.

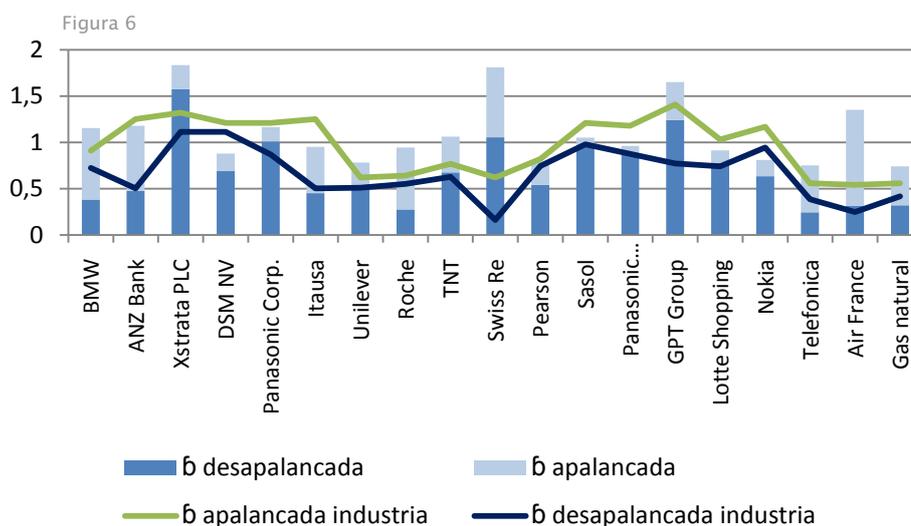
## Beta apalancada versus beta desapalancada

El coeficiente beta es uno de los parámetros más críticos a la hora de determinar el coste del capital de una empresa. Este coeficiente constituye un indicador del riesgo específico que representa una compañía concreta en comparación con el resto del mercado. De esta manera un inversor puede calcular de manera sencilla cuánto se espera que suba o baje la acción de una empresa en función de los movimientos de un índice bursátil. Cuando una empresa comporta un riesgo idéntico al de su mercado, su beta es igual a 1, ya que la acción replicará el movimiento de la bolsa una vez. Una empresa con mayor riesgo que el mercado tendrá una beta mayor que 1, amplificando el movimiento del mercado beta veces. Así, la compañía con mayor beta de la muestra es Xstrata Plc. con un factor de 1,83. Esto significa que si el mercado sube un 10%, se esperaría que la acción experimentara

una subida del 18,34%. La mala noticia es que cuando el mercado baje, esta compañía caerá casi el doble. Por eso, riesgo y rentabilidad siempre son directamente proporcionales.

Para una correcta interpretación de la beta es muy importante preparar la información. Esta recoge el riesgo total de una acción. Por eso, a efectos del análisis resulta conveniente aislar y observar de manera separada dos factores de riesgo: el riesgo operativo específico de la empresa, por una parte, y el riesgo que se deriva únicamente del hecho de tener más o menos endeudamiento financiero, por otra. Esto es debido a que la política de endeudamiento es fruto de una decisión discrecional de la empresa, e introduce un tipo de riesgo<sup>3</sup> que hace que la beta de una compañía no sea comparable con la de otra empresa competidora cuando una tiene deuda y otra no.

### FACTORES DE RIESGO: BETA APALANCADA Y DESAPALANCADA



<sup>3</sup> El endeudamiento afecta al flujo de caja por acción, ya que reduce el beneficio neto e introduce una carga fija por el pago de los intereses y el principal de la deuda. Esto hace más volátil con respecto a la variación de ventas la caja generada, que en última instancia queda disponible para retribuir a los accionistas.

Por ello, distinguiremos dos betas distintas: la beta apalancada ( $\beta$ , que recoge la deuda) y la beta desapalancada ( $\beta_u$ , que elimina el factor de riesgo de la deuda). Para este ajuste necesitamos dos factores: el nivel de endeudamiento y el tipo impositivo<sup>4</sup>.

Las compañías LDJSI presentan un riesgo ligeramente menor que el mercado en términos de beta desapalancada ( $\beta_u$ ). Un 58% de las compañías tiene una  $\beta_u$  inferior a su industria y la mediana refleja una desviación de -3,4%. En este sentido, podemos concluir que las LDJSI tienen un perfil de riesgo operativo más moderado que sus competidoras.

No obstante, como hemos visto anteriormente, al incorporar el mayor endeudamiento de las LDJSI con respecto a sus sectores, estas incrementan de manera “artificial” su perfil de riesgo como inversión. Sólo un 47% de las empresas LDJSI tiene una beta apalancada inferior a sus respectivos sectores, y la mediana de las desviaciones es de +17%.

Esto viene a desmitificar uno de los axiomas del discurso de la empresa sostenible -al menos desde un punto de vista técnico-financiero- que viene a aseverar que las compañías “sostenibles” comportan menos riesgos que sus competidoras ya que sus prácticas más responsables minimizan los riesgos operacionales. Lo cierto es que, si bien las compañías LDJSI reflejan un riesgo ligeramente inferior a sus respectivos sectores en términos de  $\beta_u$ , su mayor apetito por la deuda las convierte en una alternativa de inversión de mayor riesgo que sus industrias. Esto no necesariamente tiene que ser algo malo ya que, como veremos, la deuda puede tener un efecto positivo en el coste del capital de la empresa.

---

<sup>4</sup> Dado que los intereses de la deuda son fiscalmente deducibles, generan un escudo fiscal que, de facto, reduce el coste real de la deuda. Así, el coste real de la deuda de una compañía que paga un tipo de interés del 7% y cuyo tipo impositivo sea del 35%, será del 4,55% ( $7\% \times (1-35\%)$ ).



## Tipo impositivo

El tipo impositivo es otro de los factores que determinan el coste de financiación de las empresas. Cuanto mayor es el tipo impositivo, más atractiva será la opción de financiarse con deuda. Esto es así porque los intereses de la deuda son fiscalmente deducibles y por tanto disminuyen el coste real de la deuda.

Los impuestos juegan un papel importante a la hora de valorar a las compañías LDJSI, ya que su tasa impositiva es inferior a la de sus industrias. Un 63% de las compañías tiene menor coste fiscal. Por término medio, las LDJSI pa-

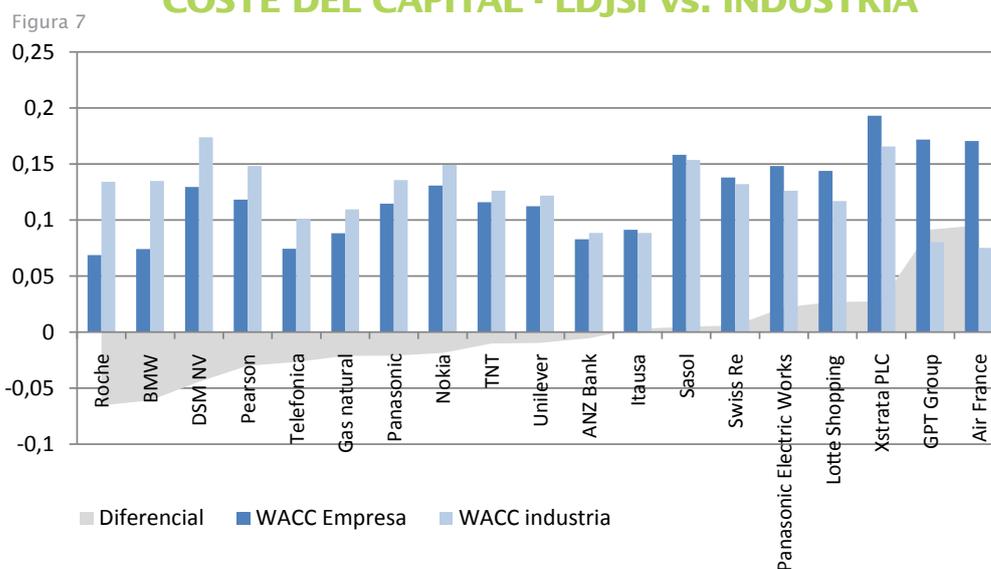
gan un 23% menos de tasa impositiva que sus rivales. Esto tiene un efecto positivo y otro negativo. En el plano positivo un nivel más bajo de impuestos incrementa el flujo de caja por acción lo que significa un mayor retorno para el accionista. La contribución negativa se deriva de que cuantos más bajos sean los impuestos, mayor es el coste real de la deuda ya que los intereses son fiscalmente deducibles. Esto hace incrementar el coste medio ponderado del capital. Con todo y con eso, el beneficio es superior al coste, lo que se traduce en un mayor valor de las compañías LDJSI.

## Coste del capital

Contando con los ingredientes<sup>5</sup> adecuados, se puede estimar el coste del capital de una compañía y una industria (WACC, por sus siglas en inglés). Muchos de ellos, los acabamos de ver y son los más importantes. El coste del capital determina el valor de una empresa en el mercado. Cuanto menor sea el coste del capital, mayor será el valor de la compañía y viceversa. Hemos estimado el coste del capital para cada empresa LDJSI y para cada

industria. Los resultados son persistentemente favorables a las LDJSI. El 58% de las compañías líderes en sostenibilidad tiene un coste del capital inferior a su sector. La mediana de las desviaciones –en este caso más adecuada por la gran variabilidad– es de -7,9%. La desviación media resulta de +4%. Más adelante veremos de manera más concreta la relación entre el coste del capital y el valor de una compañía en bolsa.

### COSTE DEL CAPITAL - LDJSI vs. INDUSTRIA



5 Factores del coste del capital según el modelo CAPM: 1 - Coste de los recursos propios: proporción de recursos propios sobre capital total, rentabilidad libre de riesgo, rentabilidad esperada del mercado, prima de riesgo y beta (apalancada). 2 - Coste de la deuda: proporción de la deuda sobre el capital total, coste nominal de la deuda, tipo impositivo.

# Rentabilidad

Analizaremos a continuación cómo varían los ratios de rentabilidad de las compañías. Para ello estudiaremos dos niveles de rentabilidad.

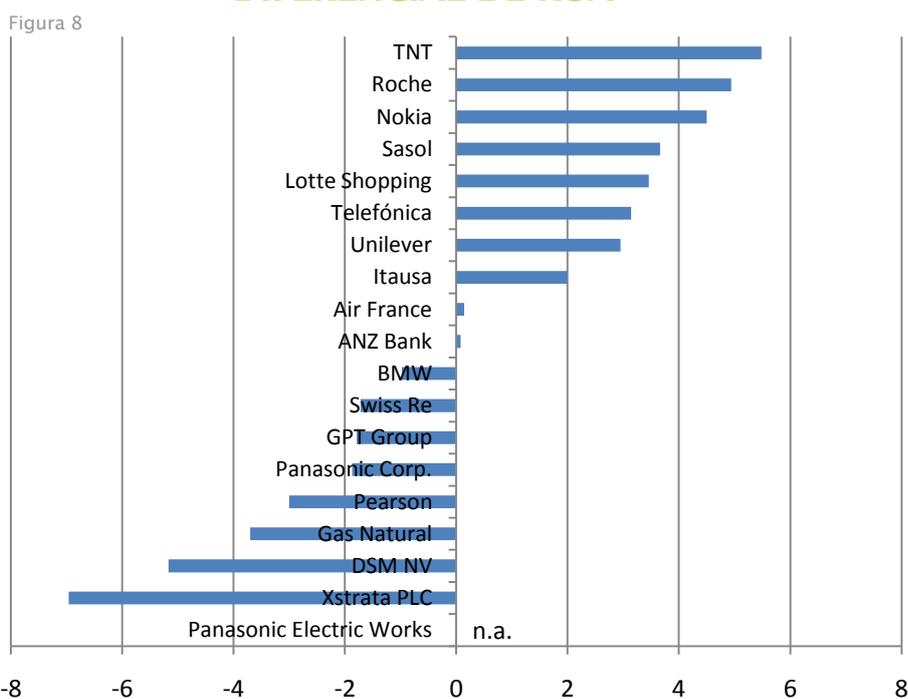
La rentabilidad sobre los activos totales y la rentabilidad sobre los recursos propios.

## Rentabilidad sobre activos: ROA

El ratio ROA pone en relación el beneficio de una compañía con el volumen de activos que se refleja en su balance. El ROA es entonces un

subproducto del margen neto y, por lo tanto, debe ser puesto en relación con el apartado anterior de márgenes y eficiencia.

### DIFERENCIAL DE ROA



Las compañías LDJSI presentan un ROA superior a sus respectivos sectores. En el caso del ROA se combinan dos factores estadísticos. Por un lado la volatilidad, que como hemos visto anteriormente puede hacer que la lectura de la media induzca a error. Por otro lado la simetría de la distribución, que hace que el rango de la muestra sea muy amplio. Como puede verse en el gráfico, ambos lados de desviación tienen el mismo aspecto.

De esta manera, un 58% de las LDJSI tiene una mayor rentabilidad sobre sus activos que su industria. Las desviaciones mediana y media son de +23,95% y +39,4% respectivamente, lo que aparentemente arroja un resultado claramente favorable hacia las LDJSI. No obstante, al analizar los datos agregados las diferencias se cancelan arrojando un ROA muy similar entre las LDJSI y sus industrias. Las compañías líderes en sostenibilidad muestran un ratio del 5,49% frente al 5,20% de sus respectivas industrias.

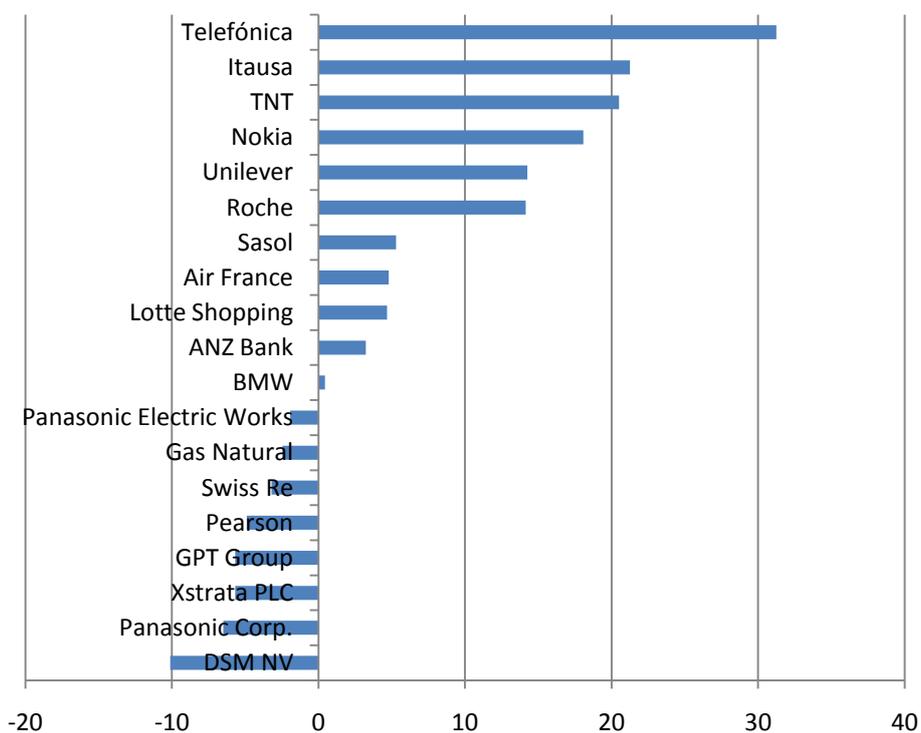
## Rentabilidad sobre recursos propios: ROE

El ratio ROE pone en relación la generación de beneficios con el volumen de recursos propios que aportan los accionistas. A igualdad

de beneficios, cuánto menos recursos propios tenga una empresa, mayor tasa de rentabilidad obtendrá el accionista.

### DIFERENCIAL DE ROE

Figura 9



Las LDJSI muestran un mayor ratio de rentabilidad sobre recursos propios que sus respectivas industrias. Mientras que sólo en un 57,9% de los casos las LDJSI presentan mayor ROE, el promedio de las desviaciones muestra un mayor retorno para la selección de compañías. La mediana de las desviaciones es de +5,20% y la media de +48%. Esto significa que, partiendo de una rentabilidad de los ac-

tivos en la línea de sus industrias, los pilares más sólidos del negocio (márgenes operativos mejores que la media, mayor eficiencia y menor coste del capital) permiten a las LDJSI acceder a una estructura de financiación más eficiente. El mayor apalancamiento incrementa la rentabilidad a través de un menor uso de recursos propios para financiar sus inversiones.

6 El apalancamiento financiero hace referencia al uso del endeudamiento, en lugar de recursos propios, para financiar proyectos empresariales. La deuda reduce las necesidades de financiación vía

## Ratios de valoración

Hasta ahora, hemos analizado una serie de factores de carácter financiero estableciendo diferencias positivas y negativas que afectan a la selección de LDJSI. A continuación vamos a pasar el examen definitivo. ¿Cómo interpretan los mercados todas estas variables? ¿Verdaderamente valoran todas estas métricas? Para ello, vamos a utilizar varios ratios que ponen en relación el precio de la acción en bolsa con factores como el beneficio generado, el valor contable de los activos y el flujo de caja gene-

rado por acción. Al poner el valor de la acción en relación con los parámetros mencionados vemos el número de veces que el mercado paga cada variable haciendo homogénea la comparación. Parece lógico pensar que un inversor pagará más por una empresa mejor gestionada que por otra con peores credenciales. También pagará más por una empresa que pueda generar un mayor crecimiento a futuro que por otra que esté estancada.



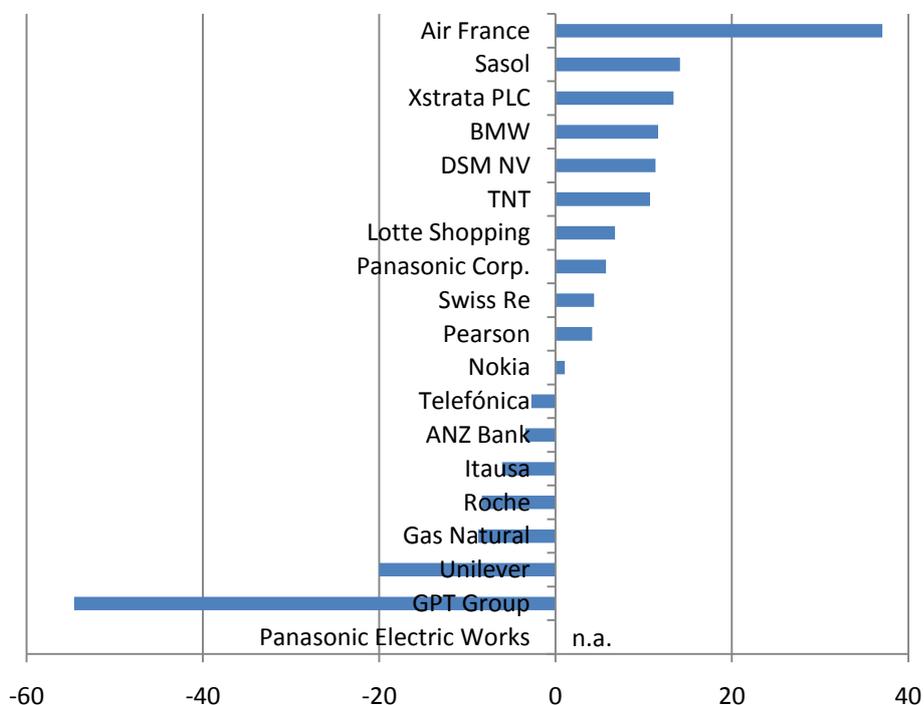
## P/E – Precio por beneficio

El P/E es uno de los ratios más utilizado por los profesionales y aficionados a la inversión. Este múltiplo pone en relación el precio de cada título con el beneficio por acción. Su frecuente utilización con respecto a otros métodos de valoración se debe a que es muy intuitivo

y fácil de analizar, especialmente cuando se agrega información sectorial o de un mercado geográfico concreto. Cuando un inversor paga más por el beneficio de una empresa con respecto a otra competidora se debe a que el mercado ve un valor adicional en la primera.

### DIFERENCIAL DE P/E

Figura 10



Este valor puede venir de una mejor gestión, de una posición competitiva más fuerte, de menores riesgos específicos o de mayores oportunidades de crecimiento a largo plazo. Si no hubiera algo que las hiciera diferentes, en un mercado competitivo -y la bolsa sin duda lo es- los precios de ambas acciones se aproximarían hasta que las dos tuvieran el mismo P/E<sup>7</sup>.

En esta variable hay una fortísima dispersión. Así, la compañía Air France tiene un P/E superior a su sector en un 1853%, mientras que la inmobiliaria GPT tiene un P/E inferior a su industria en un 92%.

No obstante, las compañías LDJSI tienen en promedio un ratio P/E superior a sus respectivas industrias. Esto es así en el 61% de los casos. La mediana de las desviaciones con respecto a sus respectivas industrias es del +28%, mientras que la media es de +228%. Esto significa que, de manera general, el mercado valora más cada euro de beneficio de las LDJSI que ese mismo euro ganado por sus respectivos sectores.

---

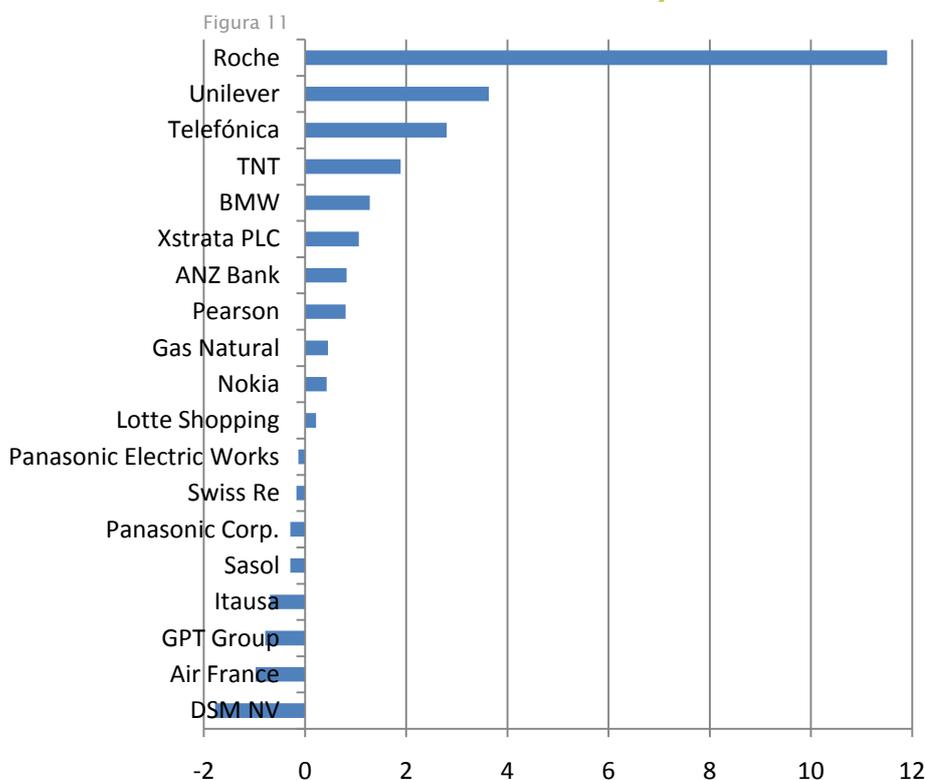
<sup>7</sup> La bolsa es un mercado competitivo. Los inversores monitorizan los precios de los activos de manera continua. Por ejemplo, consideremos el precio de cualquier bien en un mercado local. Imagine dos ciudades separadas por una distancia de escasos kilómetros. Cada una cuenta con una estación de servicio propia y ambas pagan el mismo importe en concepto de impuesto a la gasolina. En un momento dado, la gasolina en la ciudad A es vendida a 1€ por litro mientras que en la ciudad B el precio es de 0,5€ por litro. Asumiendo que el mercado es uno competitivo sin restricciones para desplazarse o comerciar, en ambos mercados debería pagarse el mismo precio de equilibrio. La demanda del mercado a más alto precio se desplazaría hasta el mercado de menor precio, incentivando al propietario de la estación de servicio de A a reducir el precio para retener a sus clientes. Al mismo tiempo, el propietario del local de B vería su demanda aumentar, pudiendo así subir el precio. En última instancia el precio de la gasolina en ambas ciudades sería el mismo. Este mismo fenómeno ocurre con el ratio P/E. En condiciones iguales, dos compañías idénticas deberían tener un mismo P/E, de lo contrario los inversores podrían obtener un rápido -sino inmediato- beneficio. Como observamos, esto no debería ser posible en un mercado competitivo y eficiente.

## P/BV - Precio por valor en libros

Una de las afirmaciones más repetidas en el mundo de la gestión empresarial en las últimas décadas es el mayor peso de los activos intangibles en el valor de las empresas. Este dato se obtiene principalmente de la relación entre el precio de las acciones de la empresa con su valor contable (o valor en libros).

El argumento es que el precio refleja cada vez menos el valor de los bienes de capital y más otros atributos que no se reflejan o no se reflejan de manera completa en la contabilidad de una empresa. Así, la marca, la capacidad de innovación o la calidad del equipo gestor son alguno de los intangibles más típicos.

### DIFERENCIAL DE P/BV



Las compañías LDJSI tienen un mayor valor intangible que sus respectivas industrias. Esto es así en el 58% de los casos. Esta selección tiene un ratio de 2,35 veces el valor contable de

los activos, frente a un 1,31 en sus respectivos sectores. La mediana de las desviaciones es de 28,6% y la media de +105%<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Nótese que la desviación media no es el resultado de calcular la variación porcentual de las medias totales. Algún lector avezado habrá percibido un error en apariencia. Si la media de LDJSI es 2,35 y la de los sectores respectivos es de 1,31, la desviación media sería del 79%, no de 105%. En este documento, las desviaciones medias son el resultado de promediar las desviaciones porcentuales de cada compañía con su respectivo sector. Las fuertes oscilaciones que se producen compañía a compañía incrementan la desviación media. Por el contrario, al calcular la media de toda la muestra (de 19 datos) se produce una suavización de las oscilaciones, al igual que ocurre en las medias móviles. De ahí que exista una diferencia importante entre utilizar un cálculo y otro.

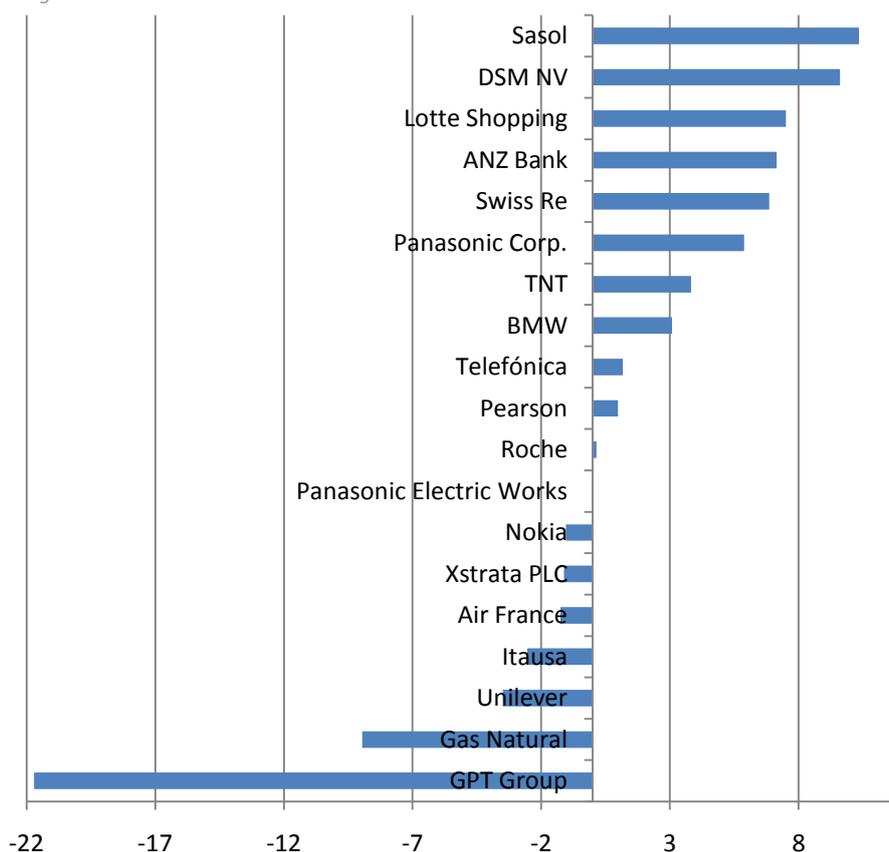
## P/CF - Precio por flujo de caja

“Cash is King”. Éste es el lema de los profesionales de las finanzas. Bajo esta frase se encierra la siguiente reflexión. Los beneficios de una empresa son el resultado de aplicar una serie de principios contables y, no en pocos casos, una cantidad extensa de disposiciones normativas de carácter fiscal, financiero y sectorial. Desde ese punto de vista, lo verdaderamente importante de una empresa no es tanto el beneficio (que puede estar sujeto a distorsiones por la aplicación de principios

contables o la normativa contable de los países), sino la caja final que queda para retribuir al accionista. Ésta es la que es, independientemente del criterio contable que una empresa aplique. El ratio precio por flujo de caja refleja lo que paga un inversor por cada euro de flujo de caja. Ésta, como veremos, es una de las variables donde mejor se aprecia la creación de valor de las LDJSI.

### DIFERENCIAL DE P/CF

Figura 12



El 61% de las LDJSI tiene un múltiplo de precio por flujo de caja superior a su industria. La mediana de las desviaciones es de +24%,

mientras que la media es de +185%. Es destacable el fuerte descuento al que cotiza GPT con respecto a su sector.

# Conclusiones: LDJSI y la creación de valor

Tal como hemos visto a lo largo de esta investigación existen fuertes vínculos entre la selección de LDJSI y un comportamiento financiero superior. Como puede comprobar nuestro lector en el cuadro de mando a continuación, se observa de manera generalizada una posición más competitiva a lo largo del mismo. Hemos marcado en verde aquellas variables en las que las LDJSI destacan sobre sus respectivas industrias, en naranja, aquéllas en las que se encuentran en línea con sus industrias y en rojo, en las que observamos una situación marcadamente desfavorable.

Como hemos explicado anteriormente, analizamos las desviaciones medianas y medias debido a que la fuerte dispersión en algunas variables genera que la media aritmética haga que se pierda información sobre valores extremos y que en última instancia, su lectura esté sesgada. Un buen ejemplo es el crecimiento de ventas en el que la media y la mediana nos dicen cosas incongruentes entre sí. En caso de duda, recomendamos al lector que use la mediana.<sup>9</sup>

Criterio	Indicador	% de Empresas mejor que su sector	Desviación mediana	Desviación media
Márgenes y Eficiencia	Margen operativo	73,7%	14,9%	146,1%
	Beneficio neto	68,4%	43,4%	91,6%
	Rotación de activos	93,8%	276,9%	816,3%
Crecimiento de Ventas	Variación de ventas	38,9%	-40,5%	11,3%
	Crecimiento implícito por valoración	61,1%	3,7%	15,2%
Riesgo y Coste del Capital	Beta desapalancada	57,9%	-3,4%	-0,7%
	Beta apalancada	47,4%	17,0%	24,5%
	Deuda / Recursos Propios	63,2%	23,0%	185,6%
	Tipo impositivo	63,2%	-7,1%	-22,8%
	Coste del capital	57,9%	-7,9%	3,8%
Rentabilidad	ROA	57,9%	23,9%	39,4%
	ROI	53,3%	2,1%	30,8%
	ROE	57,9%	27,4%	59,8%
Ratios de Valoración	P/E	61,1%	28,0%	228,0%
	P/BV	57,9%	28,6%	105,5%
	P/CF	61,1%	24,0%	185,4%

<sup>9</sup> En este caso, la muestra está compuesta únicamente por 19 observaciones que presentan fuertes oscilaciones, que en algunos casos la alejan de una distribución normal. Por ello, en la opinión de los autores -y de manera excepcional-, la mediana puede ser un mejor indicativo de la posición real de las compañías LDJSI.

A continuación emitiremos nuestra calificación sometiendo a examen las distintas variables.

- **Márgenes y eficiencia:** **Aprobado.** Las compañías LDJSI aprueban el examen ya que generan unos márgenes superiores y de mayor calidad gracias al margen operativo. También muestran una mayor eficiencia a la hora de dimensionar los activos. Es decir, generan más con menos recursos.

- **Crecimiento de ventas:** **Suspenso.** Las LDJSI suspenden el examen desde la perspectiva del crecimiento. Durante los últimos cinco años han crecido menos que sus competidoras en la industria. Ésta es un área de riesgo, ya que a medio plazo podrían perder cuota y liderazgo en sus respectivos mercados. No obstante, como veremos en el apartado “Creación de Valor y Flujos de caja”, según nuestro modelo de valoración las cotizaciones actuales descuentan un crecimiento implícito para las LDJSI superior a sus sectores.

- **Riesgo y coste del capital:** **Aprobado.** Las compañías LDJSI son capaces de reducir su coste de financiación, partiendo de un perfil de riesgo operativo ligeramente inferior al de sus industrias, a través de un mix de financiación más eficiente. En resumen, estas empresas tienen un mayor potencial de creación de valor para el accionista. Lo alcanzan gracias a un menor coste del capital, resultado de una mayor apertura a la financiación ajena.

- **Rentabilidad:** **Aprobado.** Las compañías LDJSI obtienen una rentabilidad superior de sus activos que sus respectivos sectores. A su vez, generan mayor rentabilidad para el accionista, al alcanzar un mayor ratio de rentabilidad sobre recursos propios que sus respectivas industrias. En resumen, mejores márgenes operativos permiten a las compañías sostenibles acceder a una estructura de financiación más eficiente y rentable para el inversor en su capital social.

- **Ratios de valoración:** **Aprobado.** El mercado corrobora este análisis. Las compañías LDJSI cotizan con prima de valoración con respecto a sus respectivas industrias reflejando una mayor confianza en la gestión de esta selección de empresas.

- P/E: El 61% de las compañías valen más en bolsa por cada euro de beneficio que la media de su industria con una desviación mediana de +28%.

- P/BV: Un 58% de las compañías tiene un ratio de relación entre el valor bursátil y los activos tangibles mayor que la industria con una desviación mediana del 28,6%.

- P/CF: Un 61% de las compañías cotizan con prima con una desviación de +24%.



# Reconciliación con la teoría financiera

Tal y como hemos visto a lo largo del artículo, las compañías LDJSI están mejor posicionadas para la creación de valor que sus respectivas industrias. Vamos a probar qué ocurre con esta selección de empresas cuando aplicamos la teoría financiera generalmente aceptada. Esta sección tiene dos intenciones, una divulgativa y otra de realizar un último test al modelo.

Observaremos en primer lugar qué ocurre cuando aplicamos la teoría de valoración de empresas por descuentos de flujos de caja. Posteriormente, analizaremos los resultados al utilizar la legendaria fórmula DuPont a la selección LDJSI.

## Creación de valor y flujos de caja

La teoría de valoración nos dice que el precio de un activo financiero, sea una acción, un bono, o un derivado, debe ser igual al valor descontado de los flujos de caja presentes y futuros al momento actual. Es decir, traer a hoy la caja que esperamos que nuestra inversión genere a lo largo de la vida de ese activo. Para traer el dinero a valor de hoy, necesitaremos una tasa de descuento o coste del capital,

que refleja precisamente la rentabilidad que el mercado exige a una inversión de un riesgo equivalente al que estaríamos asumiendo si apostáramos por la inversión concreta.

Podemos expresar el valor de una empresa en función del flujo de caja actual (CF) que genera la empresa que crece a una tasa constante (g)<sup>10</sup>.

$$\text{Valor de una empresa} = \frac{\text{CF}}{r - g}$$

Brealey, Myers y Allen en su obra *Principles of Corporate Finance* explican el proceso de valoración de una empresa de una manera sencilla. El valor se podría dividir en dos partes. Por una parte, tendríamos el flujo de caja que hoy por hoy es capaz de generar la compañía. Un segundo componente reflejaría el valor actual de sus oportunidades de crecimiento a futuro.

De esta manera podemos apreciar cuánto vale un euro de flujo de caja asumiendo que la compañía no creciera nunca (g=0) y, por otro lado, cuánto vale hoy el crecimiento que esperamos de esa compañía a futuro. La suma de las dos, por tanto, debe ser igual al valor de la empresa.

$$\text{Valor de una empresa} = \frac{\text{CF}}{r - g} + \text{VAOC}$$

Continuidad del negocio + Oportunidades de crecimiento

<sup>10</sup> En la vida real no existen tasas constantes, pero siempre se puede estimar una tasa media de crecimiento anual que simplifique los cálculos, sin que afecte significativamente a la valoración.

Un miembro de la ecuación, por tanto, es el valor de continuidad del negocio, y el otro recoge las oportunidades de crecimiento.

Anteriormente hemos estimado el coste del capital de las empresas LDJSI y el de sus respec-

tivas industrias. Aplicando esta última fórmula podemos calcular cuánto pagaría el mercado por cada euro de caja generado asumiendo que la compañía no creciera, eso es, el primer componente del valor de una empresa.

	WACC Empresa	WACC Industria	Valor Empresa	Valor Industria	Prima g=0
BMW	7,4%	13,5%	13,5 €	7,4 €	82,2%
ANZ Bank	8,3%	8,8%	12,1 €	11,3 €	6,6%
Xstrata PLC	19,3%	16,6%	5,2 €	6,0 €	-14,2%
DSM NV	12,9%	17,4%	7,7 €	5,8 €	34,3%
Panasonic Corp.	11,5%	13,6%	8,72 €	7,4 €	18,3%
Itausa	9,1%	8,8%	11,0 €	11,3 €	-3,2%
Unilever	11,2%	12,2%	8,9 €	8,2 €	8,6%
Roche	6,9%	13,4%	14,5 €	7,5 €	95,1%
TNT	11,6%	12,6%	8,6 €	7,9 €	8,8%
Swiss Re	13,8%	13,2%	7,2 €	7,6 €	-4,3%
Pearson	14,8%	12,6%	6,7 €	7,9 €	-14,9%
Sasol	15,8%	15,4%	6,3 €	6,5 €	-3,0%
Panasonic Electric Works	13,3%	17,6%	7,5 €	5,7 €	32,9%
GPT Group	17,2%	8,0%	5,8 €	12,4 €	-53,2%
Lotte Shopping	14,4%	11,7%	6,9 €	8,5 €	-18,7%
Nokia	13,1%	14,9%	7,7 €	6,7 €	14,2%
Telefónica	7,4%	10,1%	13,5 €	9,9 €	35,9%
Air France	17,1%	7,5%	5,9 €	13,3 €	-55,9%
Gas Natural	8,8%	10,9%	11,3 €	9,1 €	24,0%

En la tabla podemos observar los siguientes elementos. Las dos primeras columnas reflejan el coste del capital para cada empresa y su respectiva industria. Las dos siguientes reflejan cuánto vale monetariamente cada euro de flujo de caja por acción que genera una empresa. Nótese que al estimar el precio por cada euro de caja estamos estimando el ratio P/CF. Así, en el caso de BMW, cada euro de flujo de caja que genera ahora y en el futuro asumiendo crecimiento cero, valdría 13,5€. Para el conjunto de la industria automotriz, sin embargo, ese mismo euro de caja vale 7,4€.

La diferencia porcentual entre 7,4€ y 13,5€ es la prima del 82% que paga el mercado por BMW. La última columna refleja la prima de valoración, es decir, el premio o descuento al que cotizaría la empresa con respecto a su sector, asumiendo que ninguno de los dos creciera. Tal como acabamos de mencionar, en el caso de BMW esa prima de valoración es del 82%. Por el contrario, si analizamos GPT Group vemos que cada euro de caja generado cotizaría con descuento respecto a su sector. Es decir, un inversor pagaría un 53,2% menos por esta compañía que por la media de su industria.

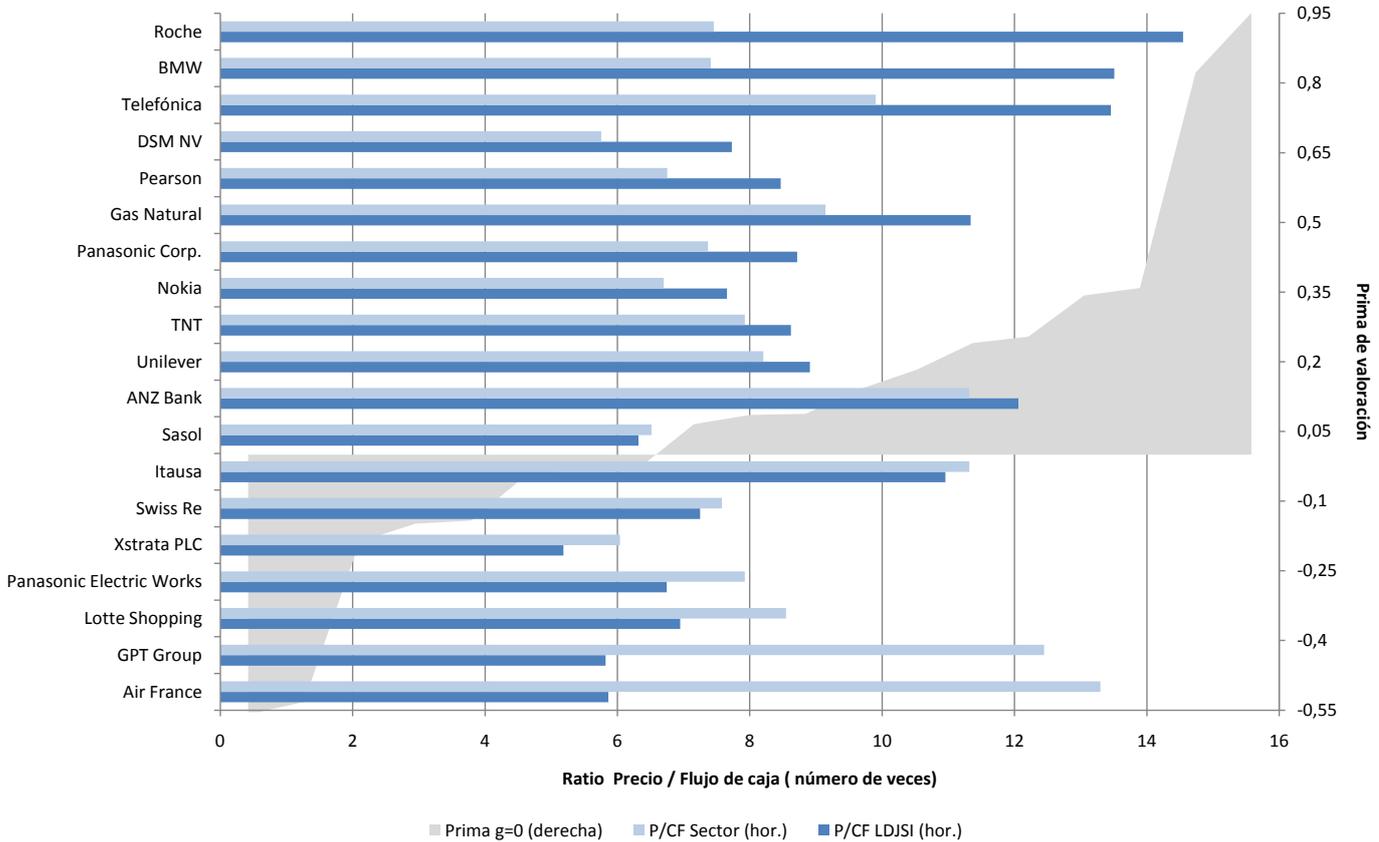
Como vemos, la única variable que marca la diferencia entre aquellas compañías que cotizan con prima o con descuento es el coste

del capital. De ahí la gran importancia de tener un menor o mayor coste del capital que la industria.



### PRIMAS DE VALORACIÓN DE LDJSI, CON $g=0$

Figura 14



Ahora vamos a por el segundo componente del valor de una empresa, es decir, el valor actual de las oportunidades de crecimiento. Para eso necesitamos obtener datos del mercado. En nuestra investigación hemos analizado un ratio de valoración que reflejaba justamente el precio de las acciones por cada euro de flujo de caja. Si ponemos en relación el P/CF de la em-

presa con el P/CF de su industria, obtenemos la prima de valoración del mercado por el flujo de caja de la empresa. Dado que ahora traemos datos reales, el P/CF de mercado recoge tanto la continuidad del negocio como el valor actual de las oportunidades de crecimiento.

LDJSI	P/CF Real de Mercado		
	Compañía	Industria	Prima de valoración
BMW	6,15	3,07	100%
ANZ Bank	12,13	4,98	144%
Xstrata PLC	13,74	14,86	-8%
DSM NV	10,85	1,24	775%
Panasonic Corp.	8,16	2,27	259%
Itausa	2,44	4,98	-51%
Unilever	11,97	15,46	-23%
Roche	8,48	8,34	2%
TNT	10,43	6,61	58%
Swiss Re	9,19	2,33	294%
Pearson	12,51	11,52	9%
Sasol	11,00	0,65	1592%
Panasonic Electric Works	n.a.	n.a.	n.a.
GPT Group	3,95	25,66	-85%
Lotte Shopping	9,66	2,15	349%
Nokia	9,92	10,96	-9%
Telefónica	4,14	2,97	39%
Air France	1,86	3,12	-40%
Gas Natural	3,87	12,82	-70%

De acuerdo con la metodología de Brealey, Myers y Allen, la diferencia entre el P/CF sin crecimiento y el P/CF de mercado sólo puede residir en la tasa de crecimiento implícita que esté descontando el mercado. Cojamos como ejemplo a Nokia. Hemos observado que al estimar el precio por cada euro de flujo de caja sin crecimiento, Nokia debería cotizar a 7,7€, o lo que es lo mismo, cotizaría a un P/CF de 7,7 veces. Sin embargo, en la vida real la compañía cotiza a un P/CF de 9,92 veces. La diferencia entre una y otra sólo se justifica porque el mercado cree que efectivamente Nokia va a seguir creciendo por debajo de su sector durante las próximas décadas.

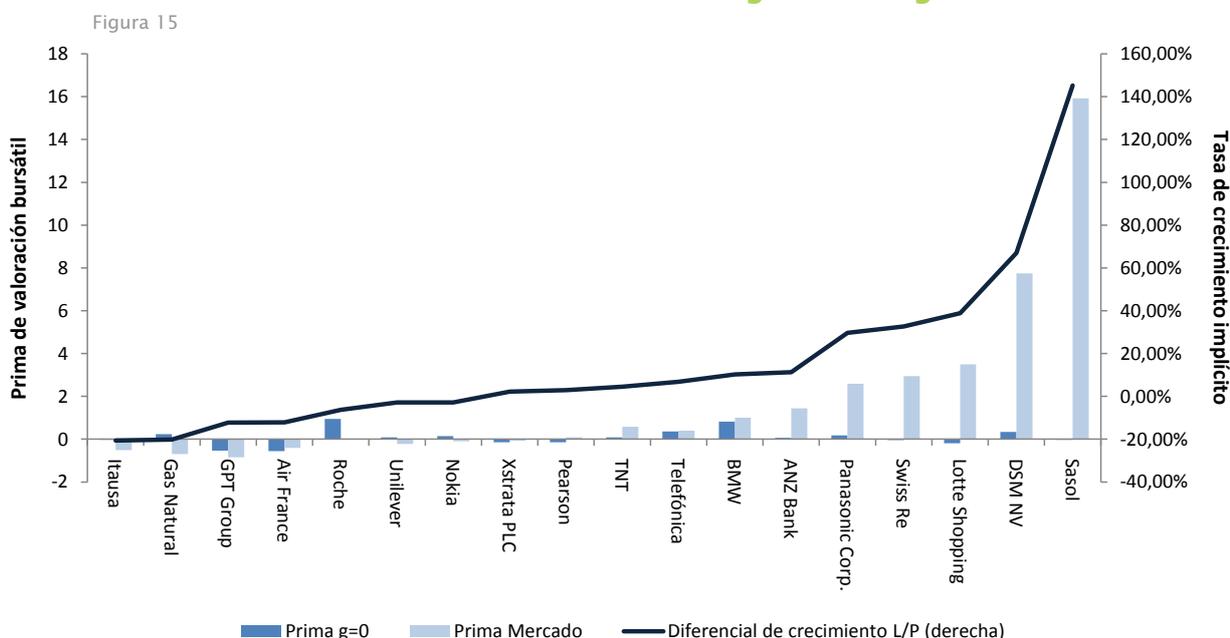
Con todos estos datos que hemos analizado, estamos en disposición de estimar qué crecimiento (g) implícito está asumiendo el mercado para Nokia. Se trata, pues, de despejar la incógnita de una simple ecuación. Sabemos cuánto vale cada euro de caja sin crecimiento (7,73). También sabemos cuál es el valor real de las oportunidades de crecimiento (9,92 - 7,73 = 2,19). Sólo nos falta despejar la g.

Así, el mercado prevé un crecimiento anual del 2,98% en el flujo de caja de Nokia, frente al 5,80% para su sector.

$$g = - \frac{(CF - P * WACC)}{P} \quad \rightarrow \quad g = - \frac{(1 - 9.92 * 13.1\%)}{9.92} = 2.98\%$$

Sustituyendo CF por 1, P/CF es igual a P

## RELACIÓN ENTRE EL VALOR DE MERCADO Y CRECIMIENTO DEL FLUJO DE CAJA



Como puede observarse en el gráfico y en contra de la evolución de los ingresos de los últimos cinco años, los mercados descuentan

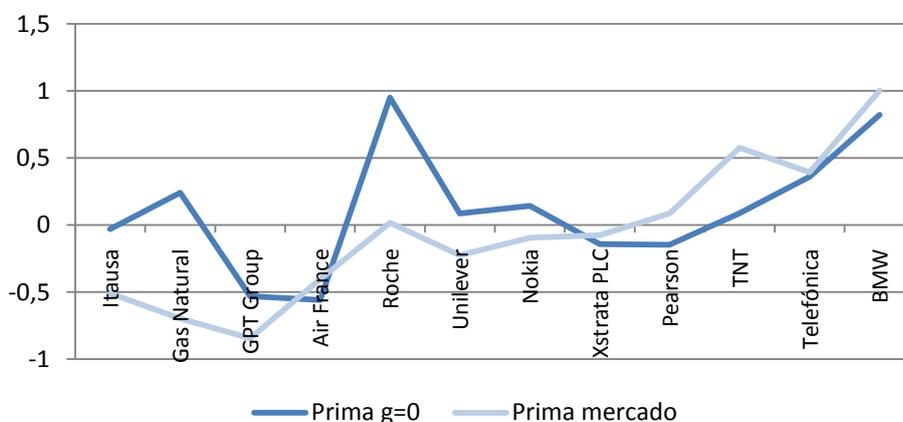
un mayor crecimiento en las LDJSI que en sus respectivos sectores.

Al comparar la prima teórica de las empresas asumiendo crecimiento cero contra la prima real que paga el mercado vemos una consistencia de los datos de manera general. Por una parte, encontramos un grupo de empresas convergentes cuya prima de valoración de mercado no se separa en exceso de la prima asumiendo crecimiento cero. Por otra parte,

existe un grupo de empresas divergentes, en las que el factor de crecimiento establece una divergencia con respecto a su prima de crecimiento cero. En este grupo encontramos compañías generalmente menos maduras, con una fuerte exposición a mercados emergentes o de carácter cíclico.

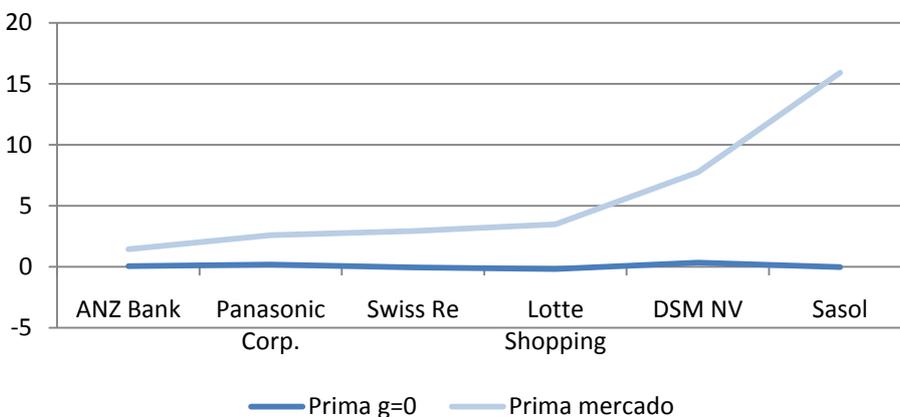
### EMPRESAS CONVERGENTES PRIMA DE MERCADO vs. PRIMA CON CRECIMIENTO 0

Figura 16



### EMPRESAS DIVERGENTES PRIMA DE MERCADO vs. PRIMA CON CRECIMIENTO 0

Figura 17



## Aplicando DuPont a las empresas sostenibles

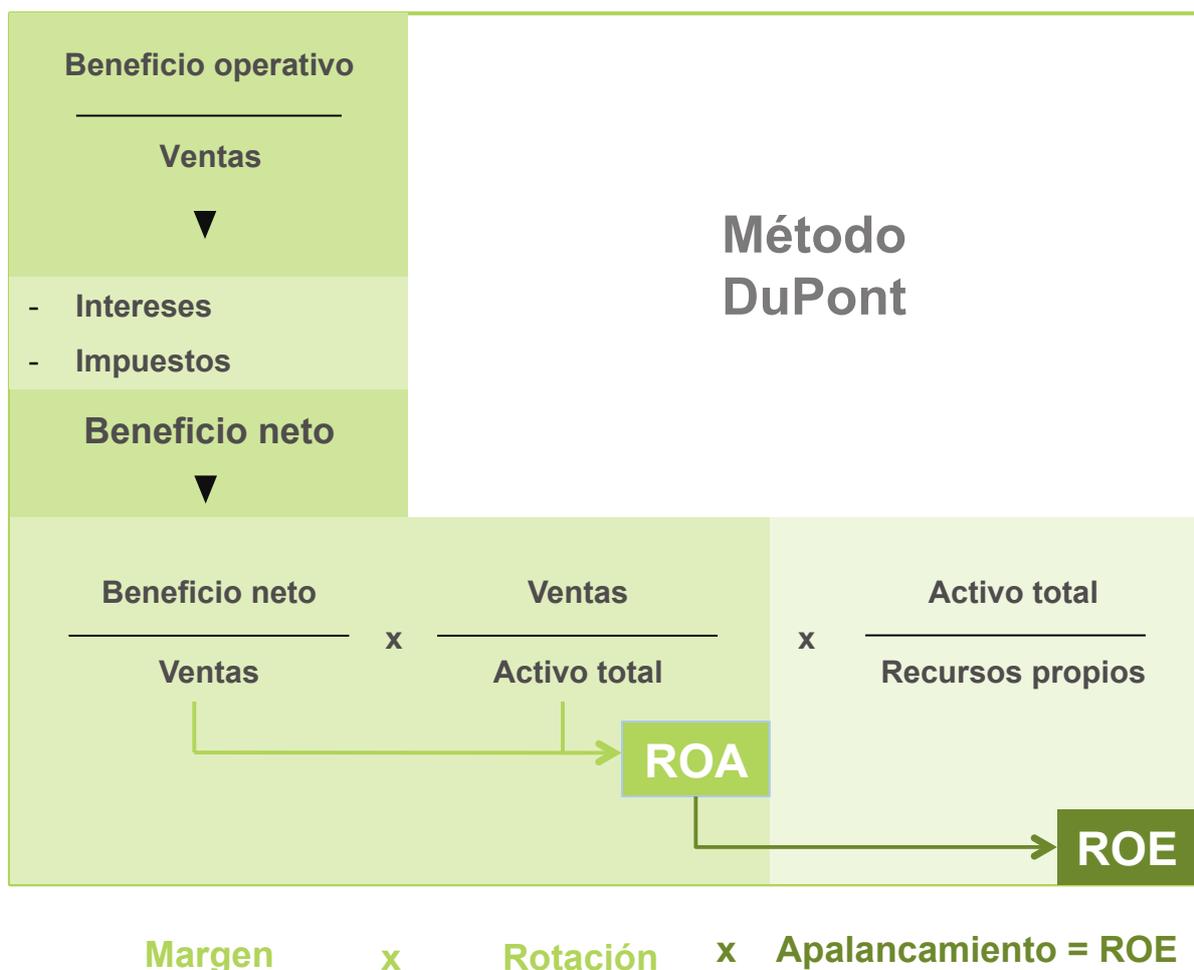
Una de las fórmulas mágicas que explican la calidad de un negocio desde una perspectiva financiera es el método DuPont, que recibe este nombre desde que la compañía DuPont empezara a aplicarlo en 1920. Este método consiste en descomponer la rentabilidad final obtenida por el accionista de una empresa en los distintos elementos que la generan: el beneficio (las ventas y los márgenes comerciales), las inversiones que debe realizar para desarrollar el negocio (los activos de la compañía), y el capital que deben aportar los accionistas para financiar la actividad.

Los factores de DuPont son tres. En primer lugar, el margen de beneficio, que consiste en relacionar el beneficio neto de una compañía con su nivel de ventas. Este ratio nos revela dos elementos subyacentes. Por un lado la eficiencia operativa de una compañía generando un margen operativo y, por otro, la capacidad de generar beneficios después de pagar sus intereses por la deuda y los impuestos correspondientes (margen neto). Nótese que, así como los impuestos no son negociables -tal como su propio nombre indica-, el tener o no tener deudas es una cuestión discrecional que depende de las decisiones que adopta la compañía de cara a su financiación.

Para realizar este análisis vamos a utilizar la mediana de los valores de cada compañía y sus respectivas industrias. Recordamos al lector que la gran dispersión de las observaciones hacía recomendable el empleo de este parámetro en lugar de la media. Por ello, es posible que los datos sean distintos a los ratios contables promedio pero serán, en esencia, más robustos.

En el caso de las compañías LDJSI partimos de un margen operativo mayor que sus industrias en un 74% de los casos. Como hemos visto anteriormente, la mayor preferencia por la financiación a través de deuda de estas empresas hace que en último término, tras deducir los intereses y los impuestos, el margen neto arroje unos datos, en todo caso superiores, pero más en línea con sus respectivas industrias. ¿Acaso es una decisión poco inteligente partir de un margen sustancialmente mayor y endeudarse para acabar ganando prácticamente lo mismo? Veremos cómo juegan el resto de los factores.

Volviendo a nuestro análisis, las compañías LDJSI tienen un margen operativo del 13,27% frente a sus industrias, de 11,59%. Tras aplicar los costes de intereses e impuestos el margen neto se sitúa en el 8,55% frente al 6,65%.



Recordemos que las compañías LDJSI tenían un componente de deuda mayor que hace que los márgenes netos se reduzcan.

El segundo factor es la rotación de los activos, es decir, cuántas veces cubren las ventas el valor de los activos. Este dato nos muestra la eficiencia en el dimensionamiento de la compañía, ya que para un nivel de ventas determinado una compañía más eficiente puede emplear menos volumen de activos que otra, lo que reduce estructura y necesidades de financiación. Dado que el numerador y denominador de uno y otro factor se cancelan, la combinación de ambas métricas nos facilita un ratio que ya hemos visto en este artículo, el ROA (rentabilidad sobre los activos).

Una vez partimos del margen neto, aplicamos a la fórmula la rotación de activos. Como vemos, las compañías LDJSI tienen una rotación muy superior a la de sus respectivas industrias alcanzando una mediana de 0,67 veces frente a 0,19. Si multiplicamos el margen por la rotación encontramos un ROA del 5,75%, frente al 1,26%.

El tercer factor consiste en determinar qué proporción de los activos -es decir, de las inversiones de una compañía- viene soportada por dinero de los accionistas (recursos propios) y qué otra proporción es financiada por otros elementos (fundamentalmente deuda financiera y otros acreedores como proveedores y anticipos de clientes, entre otros). A este concepto se le denomina "apalancamiento" y se mide a través del multiplicador de los

recursos propios (activo total sobre recursos propios). Como parece lógico, siempre y cuando el endeudamiento no resulte -nunca mejor dicho- insostenible, cuanto menos dinero tengan que desembolsar los accionistas, manteniendo el beneficio constante, mayor rentabilidad obtendrán. En este sentido, el apalancamiento le otorga una rentabilidad adicional al ROA (rentabilidad sobre activos), y de ahí su nombre. Esta palanca actúa de manera parecida al turbo de un coche deportivo. Una vez se empieza a aplicar, las prestaciones “normales” del motor se ven potenciadas. Al igual que en el automovilismo, si esa potencia no se vigila y controla, las compañías pueden salirse de la carretera en la primera curva, como hemos visto a lo largo de la crisis financiera.

Al aplicar el último factor, observamos cómo el apalancamiento amplifica el ROA y lo eleva sustancialmente. En el caso de las LDJSI el apalancamiento es 3,44 veces, lo que arroja un ROE final del 19,79%. Frente a ellas, sus respectivos sectores tienen un menor empuje de apalancamiento. De esta manera un apalancamiento del 2,63, permite arrojar un ROE de 3,32%.

Finalmente, el análisis de DuPont muestra que la selección de compañías LDJSI tiene un modelo de negocio que es capaz de generar retornos superiores. Partiendo de unos mayores márgenes operativos, una mayor eficiencia en el uso de sus activos y una mayor exposición a la deuda, generan un retorno para el accionista enormemente superior.

	LDJSI	Sector
Margen Operativo	13,27	9,50
Margen Neto	8,55	6,65
Rotación	0,67	0,19
ROA	5,75	1,26
Apalancamiento	3,44	2,63
ROE	19,79	3,32



# RSEARCH

Publicación de tendencias y actualidad RSE

Junio 2011 | Nº 4

DIRECCIÓN DE PROYECTO:  
Jaime Silos

REDACTORES:  
Cecilia Williams  
Germán Granda  
Beatriz Berruga  
Ricardo Trujillo  
Ana Herrero  
Iñigo Luis  
Catherine Lambert  
Laura Maure  
Natalia Montero

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Rafael Gimeno  
Fotografía de portada: Diego Barbieri / Shutterstock.com

TRADUCCIÓN AL INGLÉS: CELER Soluciones

## Forética®

Calle Zorrilla, 11 - 1º izquierda. 28014 Madrid  
Tel. +34 91 522 79 46 - Fax +34 91 369 27 86  
foretica@foretica.es  
[www.foretica.org](http://www.foretica.org)

PATROCINADOR

