

2019



Sesión Informativa 2019
ESEF, el formato estándar europeo
Estrategias y soluciones

25 de Noviembre 2019

Ideas para valorar el impacto de XBRL en el
Análisis Fundamental de Equity Cotizado

Alfredo Echevarría Otegui
IEAF – Director de Análisis

Esencia del trabajo de Análisis Fundamental (equity cotizado)

- 1) Primer objetivo: Proyecciones financieras + Aplicación de técnicas de valoración (absoluta y relativa)
- 2) Objetivo final: determinar el precio teórico del valor analizado. Lo que implica asumir que las proyecciones financieras explican el precio/cotización de cualquier compañía
- 3) Las proyecciones financieras se construyen siempre sobre incrementos de los estados financieros históricos (P/L). Nunca son proyecciones “base cero”.
- 4) Para realizar proyecciones financieras el analista debe: 1) reorganizar la información contable; 2) simplificar la información contable; 3) tratar la información contable de forma homogénea entre compañías.
- 5) A día de hoy la captura de datos es totalmente artesanal (no hay automatización)
- 6) A día de hoy la reorganización y simplificación de la información contable no está estandarizada: cada analista ejecuta esta parte del trabajo (decisiva) en base a su propio criterio

Conclusión: Un proceso decisivo para la formación de precios de los activos depende de un tratamiento heterogéneo de los datos históricos por parte de los analistas.

Las herramientas de la valoración

- 1) La información contable no es directamente “consumible” ni por el mercado ni por los analistas.
- 2) Ese reprocesado es muy evidente en parámetros como el EBITDA, CF, FCF (CF Libre) o Deuda Neta. Que son determinantes en el valor de una compañía. Siendo todos ellos “construcciones” financieras a partir de la contabilidad.
- 3) Todas estas “agrupaciones” se realizan de forma artesanal por los analistas. Llegando a la paradoja que el mismo dato histórico (el EBITDA de una compañía a lo largo de los últimos 5 años) puede tener (y muy recuentemente tiene) un cálculo diferente dependiendo del analista que lo lleve a cabo.
- 4) Lo que también ocurre en los agregadores de información del mercado (Bloomberg, Factset, Thomson, etc): cuyo criterio suele diferir del de los propios analistas.

Conclusión: podría decirse que el sistema actual no es el mejor a la hora de producir una formación eficiente de los precios. En la medida en que, “de facto”, el mercado no trabaja con datos históricos homogéneos al proyectar y valorar una compañía.

Ejemplo de proyecciones financiera completas (Análisis Fundamental)

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC		Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
									14-18	18-21e											
Total Ingresos	56,5	56,2	60,5	59,2	72,1	75,0	77,3	79,6	6,3%	3,3%	Inmovilizado inmaterial	0,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Cto.Total Ingresos	1,4%	-0,5%	7,7%	-2,1%	21,8%	4,0%	3,0%	3,0%			Inmovilizado material	22,8	22,4	17,0	16,7	12,7	13,8	14,4	15,1		
Coste de ventas	(26,6)	(25,8)	(27,2)	(26,6)	(32,1)	(33,4)	(34,4)	(35,4)			Otros activos no corrientes	10,4	10,4	9,8	9,6	10,5	10,5	10,5	10,5		
Margen Bruto	29,9	30,4	33,3	32,6	40,1	41,7	42,9	44,2	7,5%	3,3%	Inmovilizado financiero	1,0	0,9	2,9	2,5	6,4	2,4	2,4	2,5		
Margen Bruto / Ingresos	53,0%	54,1%	55,0%	55,1%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%			Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Gastos de personal	(15,3)	(16,4)	(16,6)	(14,8)	(16,9)	(17,5)	(18,0)	(18,5)			Activo circulante	32,5	28,8	28,2	30,6	36,2	37,6	38,7	39,8		
Otros costes de explotación	(10,8)	(10,3)	(11,1)	(11,4)	(14,6)	(15,2)	(15,7)	(16,2)			Total activo	76,4	72,6	67,8	69,4	75,5	74,0	75,8	77,6		
EBITDA recurrente	3,8	3,7	5,6	6,4	8,5	9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%	Patrimonio neto	32,7	34,3	37,2	39,4	47,1	52,1	57,0	61,9		
Cto.EBITDA recurrente	181,4%	-2,6%	49,3%	15,8%	31,8%	5,9%	2,9%	3,0%			Minoritarios	3,4	3,4	0,7	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2		
EBITDA rec. / Ingresos	6,8%	6,6%	9,2%	10,9%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%			Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	2,7	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3		
Gastos de reestructuración	-	-	-	(2,1)	-	-	-	-			Deuda financiera neta	16,4	14,5	12,1	8,1	1,5	(6,0)	(10,0)	(13,9)		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-			Pasivo circulante	21,2	17,7	15,8	19,0	23,8	24,7	25,4	26,2		
EBITDA	3,8	3,7	5,6	4,3	8,5	9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%	Total pasivo	76,4	72,6	67,8	69,4	75,5	74,0	75,8	77,6		
Cto.EBITDA	181,4%	-2,6%	49,3%	-22,1%	95,7%	5,9%	2,9%	3,0%													
EBITDA/Ingresos	6,8%	6,6%	9,2%	7,3%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%													
Depreciación y provisiones	(1,6)	(1,7)	(2,2)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(1,3)													
Gastos capitalizados	0,1	0,3	0,0	-	0,1	-	-	-													
EBIT	2,4	2,3	3,4	3,0	7,3	7,8	7,9	8,2	32,1%	4,0%											
Cto.EBIT	162,2%	-4,6%	48,4%	-11,9%	143,9%	6,9%	2,4%	2,8%													
EBIT / Ingresos	4,2%	4,1%	5,6%	5,0%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%			Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-			EBITDA recurrente						9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%
Resultado financiero neto	(1,1)	(0,9)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)			Var.capital circulante						(0,5)	(0,4)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,0	(0,1)	0,0	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0			Cash Flow operativo recurrente						8,5	8,8	9,1	8,1%	5,6%
Beneficio ordinario	1,3	1,3	2,7	2,4	6,8	7,6	7,9	8,1	50,4%	6,2%	CAPEX						(2,3)	(1,9)	(2,0)		
Cto.Beneficio ordinario	591,5%	1,6%	103,9%	-13,6%	186,2%	12,5%	3,1%	3,3%			Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Extraordinarios	-	-	1,9	-	0,4	-	-	-			Impuestos						(0,7)	(0,8)	(1,0)		
Beneficio antes de impuestos	1,3	1,3	4,7	2,4	7,2	7,6	7,9	8,1	52,5%	4,3%	Free Cash Flow Recurrente						5,3	6,0	6,0	13,7%	-0,8%
Impuestos	0,0	(0,2)	0,1	(0,0)	0,9	(0,7)	(0,8)	(1,0)			Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	12,3%	n.a.	0,2%	n.a.	9,3%	9,8%	12,7%			- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Minoritarios	0,0	0,2	(0,6)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)			Extraordinarios con impacto en Cash Flow						4,0	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-			Free Cash Flow						9,3	6,0	6,0	11,4%	-7,2%
Beneficio neto	1,4	1,4	4,1	2,2	7,9	6,8	7,0	7,0	55,3%	-4,1%	Ampliaciones de capital						-	-	-		
Cto.Beneficio neto	n.a.	0,2%	203,0%	-45,6%	251,8%	-13,8%	2,5%	-0,1%			Dividendos						(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Beneficio ordinario neto	1,3	1,4	2,1	4,3	6,6	6,8	7,0	7,0	48,9%	1,6%	Variación de Deuda financiera neta						(7,5)	(4,0)	(3,9)		
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	0,7%	56,3%	104,4%	52,8%	2,5%	2,5%	-0,1%													

Ejemplo de información directamente utilizable para valorar una compañía

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	72,1	75,0	77,3	79,6
EBITDA Rec.	8,5	9,0	9,2	9,5
% Var.	31,8	5,9	2,9	3,0
% EBITDA Rec./Ing.	11,7	12,0	11,9	11,9
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	9,7	2,9	9,0	8,4
Beneficio neto	7,9	6,8	7,0	7,0
BPA (EUR)	0,64	0,55	0,56	0,56
% Var.	251,8	-14,4	2,5	-0,1
BPA ord. (EUR)	0,54	0,55	0,56	0,56
% Var.	52,8	1,8	2,5	-0,1
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	6,2	5,3	6,0	6,0
Pay-out (%)	23,4	30,0	30,0	30,0
DPA (EUR)	0,15	0,17	0,17	0,17
Deuda financiera neta	1,5	-6,0	-10,0	-13,9
DN / EBITDA Rec.(x)	0,2	-0,7	-1,1	-1,5
ROE (%)	18,2	13,7	12,8	11,7
ROCE (%) ⁽⁶⁾	15,6	15,3	15,1	14,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	6,9	8,1	7,9	7,9
PER Ordinario	8,2	8,1	7,9	7,9
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	3,4	3,7	3,8	3,8
EV/Ventas	0,76	0,73	0,70	0,68
EV/EBITDA Rec.	6,4	6,1	5,9	5,7
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	11,2	9,8	11,0	11,0

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,5	6,1	6,1	74			
Market Cap	54,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-1,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,4%	Coste de la deuda neta			2,0%	2,8%	
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,6%	2,2%	
Risk free rate (rf)	0,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%	
Beta (B)	1,3	B (Thomson Reuters)			1,2	1,4	
Coste del Equity	9,6%	Ke = Rf + (R * B)			8,3%	11,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	11,0%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

Análisis de sensibilidad (2020e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	12,9%	10,0	5,4x
Central	11,9%	9,2	5,9x
Min	10,9%	8,5	6,4x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
EBITDA 20e	1,5%	2,5%	3,5%				
10,0	7,6	6,8	6,0	Max	13,8%	12,4%	11,0%
9,2	6,8	6,0	5,3	Central	12,4%	11,0%	9,6%
8,5	6,0	5,3	4,5	Min	11,0%	9,6%	8,2%



Impacto de XBRL en el trabajo de Análisis Fundamental

- 1) La captura más ágil de los datos contables es una ventaja de XBRL. Pero una ventaja menor.
- 2) Consecuencia de esta ventaja menor será la posibilidad de homogeneizar en cada casa de análisis la descarga de datos contables y su presentación igualmente homogénea (para todas las compañías analizadas). O la elaboración de consensos y cestas de comparables directamente por el analista a partir de una estructuración predefinida de los datos
- 3) Todo ello son los “quick wins” de XBRL. Pero la gran ventaja vendrá dada, en cada compañía, por el tratamiento de la “extensión taxonomy”. Una herramienta muy potente para que las compañías sensibles con el impacto de la información contable en la elaboración de métricas clave en la valoración (EBITDA por ej.) faciliten la información contable de modo que todo el mercado se agrupe entorno a un “dato” igual para todos.
- 4) Este proceso es viable con XBRL, con el que cada cía podrá, por ejemplo, separar los gastos operativos con carácter recurrente de los que son excepcionales. O aquella parte de los gastos financieros con impacto en CF. Etc...
- 5) Esta enorme ventaja de XBRL diferenciará compañías con alta calidad de información para los analistas. Y esas compañías, “teóricamente”, se verán “beneficiadas” por una menor percepción de riesgo en el mercado. Y, por tanto, un coste de capital más bajo.

Conclusión: la clave podría estar en la capacidad de las compañías para aceptar que la información contable, y el modo en que esta es suministrada al mercado condiciona de manera “radical” la valoración de las compañías. Es decir: su cotización.

XBRL | **ES**