

Manual de análisis de empresas cotizadas

Editores: O. Amat y V. Nombela

**A. Alonso, F. E. Artesani, M. Casanovas,
J. C. Costa, O. Elvira, M. J. García,
P. Lloret, A. Muñoz, C. Puig de Travy
y P. Santandreu**

ACCID

Contabilidad y
Dirección



economistas
Consejo General

Todos los derechos reservados. Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra sólo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

© ACCID, 2015

Diseño cubierta: Desdecero, estudio gráfico

Maquetación: Gráficas Rey, SL

ISBN: 978-84-16115-71-6

Dipòsit legal: B-4.700-2015

Impreso por: Gráficas Rey, SL

Índice

PRÓLOGO	5
1. PRESENTACIÓN	7
2. COYUNTURA ECONÓMICA	11
3. ANÁLISIS SECTORIAL	27
4. ANÁLISIS DEL POSICIONAMIENTO ESTRATÉGICO DE LA EMPRESA	39
5. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS	73
6. ANÁLISIS DEL INFORME DE AUDITORÍA	131
7. ANÁLISIS DEL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO	161
8. ANÁLISIS DE HECHOS RELEVANTES	179
9. TÉCNICAS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	195
10. ANÁLISIS TÉCNICO CON GRÁFICOS	239
11. ANÁLISIS TÉCNICO CON INDICADORES	265
GLOSARIO	291

Prólogo

La publicación del *Manual de análisis de empresas cotizadas* supone una gran satisfacción para el Consejo General de Economistas, en cuanto que estamos convencidos de que esta obra constituirá un instrumento de gran utilidad para aumentar el conocimiento y facilitar la actuación eficaz de los profesionales en esta materia.

El análisis del estado de las empresas, sus cuentas, ratios, auditorías y el entorno en el que se desenvuelven es una actividad desarrollada de forma mayoritaria por los economistas, ya sea para valorar una sociedad mercantil en una compraventa, para la obtención de financiación ajena, para administrar una entidad en concurso de acreedores o para la toma de decisiones en la realización de inversiones. Por ello, la iniciativa de nuestro compañero Oriol Amat de elaborar un manual sobre técnicas de valoración de una entidad cotizada – aunque muchas de ellas pueden emplearse igualmente en una no cotizada – tuvo una magnífica acogida por parte de los órganos especializados de este Consejo General que tengo el honor de presidir, en especial del Registro de Economistas Auditores (REA+REGA), de Economistas Contables (EC) y de la Comisión Financiera del Consejo, esta última a través de Economistas Asesores Financieros (EAF).

Por otra parte, convendría resaltar que en este manual se emplean diferentes herramientas de análisis en función de la coyuntura económica, el sector de actividad, las cuentas anuales..., lo que permite tener una visión global para poder llevar a cabo la valoración de una empresa o de cualquier proyecto de inversión. Esto hace que esta obra tenga un marcado carácter didáctico, pudiendo ser utilizado tanto por profesionales en ejercicio como por estudiantes del ámbito financiero. Además, los casos prácticos que se incluyen resultan de gran ayuda a la hora de encarar un análisis completo de la entidad objeto de estudio, y, por otro lado, la bibliografía reseñada permite ampliar los conocimientos en las diferentes áreas.

Se trata, por tanto, de un manual de fácil lectura y de carácter eminentemente práctico, que nace fruto de la preocupación primordial de este Consejo de favorecer el intercambio de conocimientos y experiencias entre sus colegiados y la sociedad.

Por último, quiero agradecer a los autores de los diferentes capítulos su dedicación a este proyecto, en el que han participado de forma altruista, aportando cada uno de ellos sus conocimientos y experiencias adquiridos a lo largo de sus respectivas trayectorias profesionales. Así mismo, quiero dar las gracias a Frederick Artesani y a Bodegas Riojanas

por habernos autorizado incluir los informes de análisis de esta última sociedad –gracias a lo cual podemos tener una visión de la aplicación de los conocimientos teóricos a una empresa cotizada real–, y, por supuesto a ACCID, sin cuya colaboración no habría sido posible la edición de este manual.

Valentín Pich
Presidente del Consejo General de Economistas

1

Presentación

*“No intentes entender el mercado.
Busca una empresa que entiendas y concéntrate”*
John Maynard Keynes

Cuando un inversor o un analista está interesado en formarse una opinión sobre una empresa cotizada tiene que proceder a analizar la información disponible y utilizar las técnicas más apropiadas. El que compra acciones lo hace porque espera rentabilizar su inversión a través de los dividendos o porque espera que el precio de mercado de la acción suba en el futuro, y así poder venderla registrando una plusvalía.

Este manual está dedicado a exponer el funcionamiento de las principales herramientas de análisis de empresas cotizadas. Las herramientas de análisis que se exponen se pueden dividir en dos grandes grupos: análisis fundamental y análisis técnico.

ANÁLISIS FUNDAMENTAL

Consiste en evaluar las cuentas anuales de una empresa y toda la información disponible con el fin de poder determinar la situación financiera y la capacidad de generación de riqueza futura. Este análisis se completa utilizando técnicas de valoración de empresas que permiten calcular lo que se denomina valor objetivo, que es el precio que deberían tener las acciones de la empresa. Si el valor objetivo es superior a la última cotización de las acciones de la empresa es un indicador de que en el futuro dicha cotización podría subir. En este caso, puede tratarse de una inversión conveniente y se puede recomendar comprar. En caso contrario, la recomendación sería vender.

El análisis fundamental comprende diversas herramientas de análisis:

- **Análisis de la coyuntura económica (capítulo 2):** El conocimiento de la situación actual de la economía y de las perspectivas de evolución futura permite identificar el momento adecuado para invertir. En principio, hay que entrar cuando existen elementos para pensar que la economía va a mejorar. Son indicios de ello, cuando se espera que crezca el PIB (Producto Interior Bruto) y que mejoren aspectos tales como el consumo, la inversión, las exportaciones... Cuando esto ocurre, la bolsa suele subir. A menudo se dice que la bolsa es un barómetro de la economía, ya que cuando empieza a subir es frecuente que poco después la economía empiece a mejorar.

- Otro indicador de que la bolsa puede subir es cuando bajan los tipos de interés, ya que en ese momento muchos inversores preferirán invertir en acciones (renta variable) en detrimento de la renta fija (Deuda Pública, obligaciones de empresas...).
- **Análisis sectorial (capítulo 3):** Cuando se invierte en bolsa, es conveniente diversificar o como se dice a menudo “*no poner todas las manzanas en la misma cesta*”. Para ello, la cartera de valores ha de crearse con sectores sólidos y con buenas perspectivas de futuro y tener un número suficiente de empresas. La mayoría de investigaciones sobre diversificación de riesgos suelen recomendar unos 4 o 5 sectores como mínimo, y unas 12 o 15 empresas en total.
 - **Análisis del posicionamiento estratégico, estados financieros, informes de auditoría, informe anual de gobierno corporativo y hechos relevantes (capítulos 4 a 8):** A continuación, hemos de analizar las empresas en base a la información disponible (cuentas anuales, informe de gestión, informe de auditoría, informe anual de gobierno corporativo, previsiones de futuro, planes estratégicos, etc). En principio, serán más interesantes las empresas que cuenten con buenos equipos directivos, que tengan una buena solvencia financiera, buenos productos y que actúen en mercados con gran proyección. En definitiva se trata de empresas que a la larga han de ir mejorando sus beneficios.
 - **Valoración de la empresa (capítulo 9):** Una vez hemos analizado la empresa de forma completa ya podemos calcular el valor objetivo que deberían tener las acciones. De esta forma se pueden identificar oportunidades de compra o de venta.

Cuando se detecta una empresa que tiene potencial para revalorizar el precio de sus acciones significa que se piensa que en algún momento del futuro el precio debería aproximarse al valor objetivo que se ha calculado.

ANÁLISIS TÉCNICO

Se basa en la observación de las cotizaciones y volúmenes de contratación que ha tenido la empresa hasta el día de hoy con el fin de identificar patrones de comportamiento que pueden utilizarse para prever la evolución futura de la cotización de las acciones. Por tanto, en lugar de analizar el potencial que tiene la empresa por su situación financiera o su capacidad de generar riqueza, lo que se hace es formular predicciones sobre la evolución futura de la cotización en base a cómo ha evolucionado hasta hoy la cotización y el volumen.

Las principales herramientas del análisis técnico son:

- **Gráficos (capítulo 10):** Los gráficos, también denominados *charts* se utilizan para identificar patrones de evolución que permiten identificar tendencias y, por tanto, posibles variaciones en las cotizaciones de las acciones.
- **Indicadores y osciladores (capítulo 11):** Se utilizan para detectar divergencias y tendencias en la evolución de las cotizaciones que pueden ayudar a anticipar variaciones en las cotizaciones.

El análisis técnico tiene muchos detractores, entre ellos buena parte de los autores de este Manual, pero la realidad es que es muy utilizado. La prensa económica, por ejemplo, suele incluir los gráficos de las principales empresas cotizadas. Los defensores del análisis técnico, argumentan que es el único tipo de análisis que se puede utilizar para hacer previsiones de evolución de las cotizaciones a muy corto plazo. Por todo ello, se ha considerado que el presente Manual debía incluir una descripción de este tipo de análisis.

ESTRUCTURA DE LOS CAPÍTULOS

Los capítulos exponen los temas tratados empezando por los conceptos más básicos. La mayor parte de las técnicas utilizadas van acompañadas de ejemplos y casos resueltos con el fin de facilitar la comprensión de la materia.

Cada capítulo incluye una relación de los términos clave que se han utilizado y también una bibliografía de ampliación.

En varios capítulos (3, 4, 5 y 9) se utiliza un ejemplo real de valoración de una empresa cotizada, que complementa el resto de casos resueltos. En concreto se trata de Bodegas Riojanas.

Al final del manual se acompaña un glosario con la definición de los términos que se han utilizado en los diferentes capítulos.

Los autores del Manual desean dejar constancia del agradecimiento a diversos expertos que han realizado sugerencias de mejora: Martí García Pons y Xavier Subirats de la Junta Directiva de ACCID; y Josep Lluís Boned y Xavier Puig, profesores de la Universitat Pompeu Fabra.