



# ITESO

UNIVERSIDAD JESUITA  
DE GUADALAJARA

## VALUE INVESTING

Benjamin Graham y Warren Buffet

En este texto, se hará un resumen de múltiples libros de Graham y Buffet, más que dar un consejo de inversión o buscar dominar el value investing, se busca que los lectores tengan una pequeña introducción al tema, con el objetivo de que aprendan conceptos nuevos y, en caso de interesarles el tema, tengan la bibliografía de distintos libros disruptivos en este ámbito.

SEAN NICOLÁS GONZÁLEZ VÁZQUEZ

*"You have to understand accounting. It's the language of business, unless you are willing to put in the effort to learn how to interpret financial statements, you really shouldn't select stocks yourself".*  
Warren Buffet

Benjamin Graham y Warren Buffet han sido dos de los financieros más célebres en la historia de Wall Street, a lo largo de su vida escribieron distintos libros que, aunque se publicaron hace muchos años, siguen vigentes en el mundo bursátil. Este pequeño documento no es una opinión mía, simplemente es una compilación de los conceptos escritos por ambos autores, que me parecieron más interesantes y que más me han apoyado en mi vida laboral.

## 1. Tipos de inversionistas y Estrategias

Antes de introducir el Value Investing, hay que entender de manera clara la diferencia entre un **inversor** y un **especulador**, el primero, es alguien que invierte según criterios cuantitativos mediante los fundamentales de la empresa y su valor subyacente, por otro lado, un especulador invierte según sus sentimientos, "cree" que una empresa es buena, "cree" que una acción va a subir o bajar de precio. La importancia de estos conceptos viene en el hecho de que lo peor que puedes hacer es especular y creer que eres un inversor.

Una vez entendidos estos conceptos, la primer gran decisión que tienes que tomar como **inversor**, antes de armar tu cartera, es elegir entre una estrategia pasiva o activa:

- **Estrategia de inversión pasiva:**

Perfecta para inversionistas con alta aversión al riesgo y/o poco tiempo para seleccionar activos.

Esta estrategia se basa en seleccionar, en base a criterios cuantitativos los activos de tu portafolio, una vez seleccionados, tu portafolio corre en "autopilot", es decir, no requiere esfuerzo posterior, lo cual también quiere decir que no puedes comprar más de un activo porque le va bien o vender porque le va mal, solo compras o vendes cuando rebalanceas\* tu portafolio o cuando depositas más dinero.

Graham recomienda dividir la posición de tu portafolio principalmente en activos que sigan el mercado, bonos de alta calificación y una pequeña parte en algún activo más riesgoso. Se recomienda que establezcas políticas al armar tu portafolio, por ejemplo: ¿Cuándo haré rebalanceos?, ¿Cada cuanto depositaré? ¿Cuándo vendo?

Es emocionalmente demandante y requiere disciplina, debido a que tu estrategia no te permitirá cambiar tus ponderaciones a pesar de que estes en un *mercado bajista* o *bearish*.

\*Rebalanceo: Estrategia que consiste en comprar o vender activos de tu portafolio cada cierto tiempo (se recomienda cada 3 o 6 meses), cuando las ponderaciones del portafolio son distintas a las establecidas previamente, debido a fluctuaciones de mercado. Notesé que si el precio de un activo de tu portafolio aumenta, tendrá una ponderación mayor (vendes), caso contrario, si el precio disminuyó en el período, compras debido a que tendrá una ponderación menor.

- **Estrategia de inversión activa:**

Recomendada para el inversionista que tiene el tiempo y el conocimiento suficiente para seguir activamente al mercado.

Estrategia que consiste en investigar, seleccionar y monitorear continuamente un portafolio dinámico de acciones, ETF's y bonos. El inversor activa y justificadamente modificará las ponderaciones y activos de su portafolio, en base a criterios objetivos y racionales (nunca ser un especulador).

Graham recomienda enfocarse en compañías grandes impopulares (subvaluadas) y buscar siempre *"bargains"* (acciones que cotizan a descuento). En la tercera parte nos enfocaremos en métricas para encontrar acciones subvaluadas o a descuento.

## **2. Psicología del Inversionista.**

Al invertir, en palabras de Benjamin Graham, las personas se enfrentan a su peor enemigo, ellos mismos, un inversionista tiene que comprender que **las fluctuaciones de mercado solo significan una cosa** para el inversor inteligente, la **oportunidad** de comprar barato o vender caro.

Esto implica una gran carga emocional para los inversionistas, debido a que tienen que realizar lo contrario al mercado (*"Don't follow the herd"*), es decir, comprar cuando todos están vendiendo y vender cuando todos están comprando. La mayoría de los inversionistas no aguanta perder así que vende en mercados bajistas (bear) y compra en mercados alcistas (bull), por lo que, como inversor inteligente, tienes que alejarte del pensamiento colectivo.

El inversionista que permite que las expectativas de los demás acerca de los activos de su portafolio (elegidos de manera cuantitativa) o las fluctuaciones injustificadas de mercado cambien su opinión, estaría mejor sin invertir.

Existen otros sesgos cognitivos en la psicología del inversionista, el primero, en palabras de Daniel Kahneman, es que, *"una pérdida de la misma magnitud que una ganancia duele el doble"*, por lo que siempre hay que controlar las emociones al perder, otro sesgo importante es que entre más grande tu cartera, más te dolerán las fluctuaciones de mercado, por lo cual se recomienda siempre medir las pérdidas en porcentaje, no en valor numérico. Por ejemplo, una pérdida de 1% en una cartera de 1,000 USD representa solamente 10 dólares, mientras que la misma pérdida en una cartera de 10,000,000 USD representa 100,000 dólares, a pesar de que, no hay diferencia en la variación de ambas, la segunda implicaría un mayor peso en tu cabeza.

### 3. Value Investing.

La técnica de **inversión en valor** busca invertir en negocios con una “*ventaja competitiva durable*” que tengan un valor de mercado menor a su valor intrínseco con la expectativa de que posteriormente el mercado las revalúe (“Buyin’ a dólar for a penny”). En términos simples, esto significa comprar barato y vender caro.

La parte de “ventaja competitiva durable” fue introducida por Warren Buffet y significa no solo comprar negocios subvaluados, si no también que tengan un negocio tipo monopolio o un producto único y además tengan consistencia en sus fundamentales. Los tres tipos de estados financieros donde se puede observar esto son, el estado de resultados, el balance general y el flujo de efectivo.

A continuación, se comentarán los fundamentales más importantes para Buffet y Graham, con un comentario acerca de cómo utilizarlos en la práctica, cabe destacar que, para asegurar que los negocios tengan la “ventaja competitiva durable” de la que tanto habla Buffet, se tienen que observar consistencia en los fundamentales en un período de 5 a 10 años.

- **Margen de Operación Bruto (Gross Profit Margin)**

$$GPM = \frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ingresos Brutos}}$$

Ratio que muestra el porcentaje de los ingresos se queda la empresa de manera bruta, es decir, quitándole a los ingresos los costos necesarios para vender los bienes y servicios que ofrece la empresa analizada. Se recomienda siempre un GPM mayor a 40%, con una consistencia de 5 a 10 años.

- **Margen de Gastos de Operación**

$$\text{Margen de Gastos de Operacion} = \frac{\text{Gastos de Operación}}{\text{Utilidad Bruta}}$$

Margen que muestra que tanto está gastando la empresa tanto en Investigación y Desarrollo como las depreciaciones y amortizaciones que tiene la misma, entre más gastos en I+D tenga la empresa, más riesgosa es, debido a que para no perder la ventaja competitiva de la misma esta tiene que estar constantemente gastando en renovarse, un ejemplo de una empresa rentable que no tiene estos gastos es Coca Cola.

Por otro lado, si bien, las depreciaciones y amortizaciones no son un egreso real (no se desembolsa dinero), si representan a futuro un desembolso cuando acaba la vida útil de la maquinaria, planta y equipo, el margen de gastos de operación ya refleja el porcentaje de gastos en estos dos rubros, dado esto, se recomienda tener MGO menor a 30%. Buffet no recomienda usar el EBITDA como un fundamental confiable.

- **Interest Expenses**

Los gastos por intereses, representan en el estado de resultados, los egresos de la empresa por algún préstamo con una institución, debido a que estos implican un riesgo económico (si las tasas de interés suben, el costo de los intereses aumentará), Warren Buffet recomienda invertir en empresas que tengan pocos gastos en este rubro (lo cual implicaría un menor apalancamiento de la empresa) dependiendo de la industria o sector en el que se encuentre la empresa, por ejemplo, los bancos tienen un alto apalancamiento.

Un ejemplo claro de esto es que, en 2007, el infame banco Bear Sterns tenía un interest expense ratio (ingresos antes de impuestos/gastos de interés) del 70%, después del inicio de la crisis financiera del 2008 y poco antes de su respectivo quebranto, pasó a 230%.

- **Net Earnings Ratio**

$$NER = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Ingresos}}$$

Representa el porcentaje de los ingresos recibidos por la venta de bienes y/o servicios realmente se está quedando en los bolsillos de la empresa, se recomienda que sea mayor al 20% y que siempre se mantenga un NER histórico estable y en constante crecimiento.

- **Earnings Per Share (EPS)**

$$EPS = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Número de Acciones}}$$

Ratio que explica la cantidad de ingresos que, en teoría, le corresponde a cada inversionista dado su número de acciones, las empresas con una ventaja competitiva a largo plazo siempre muestran EPS estables a lo largo de 5-10 años y en constante crecimiento.

- **Price Earnings Ratio (PER)**

$$PER = \frac{\text{Precio de Acción}}{EPS}$$

El fundamental más importante para Graham y Buffet, indica cuántas veces se está pagando el beneficio neto anual de una empresa determinada al comprar una acción de esta, es decir, que tan cara o barata esta una acción, en función de su utilidad real y cuánto cuesta comprar una parte de la empresa.

Graham recomienda nunca comprar una acción cara o sobrevaluada, por lo que, sin importar si la empresa es muy buena, nunca se recomienda comprar cuando su PER es mayor a 25, cabe destacar, que el PER fluctúa junto con el mercado por eso en mercados bajistas, siempre se encuentra un mayor número de empresas a buen precio y en mercados alcistas es más difícil encontrarlas, pero siempre hay.

- **Return on Assets Ratio**

$$ROA = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Activos Totales}}$$

Mide la eficiencia en el uso de activos de la empresa, en este caso, más no siempre significa mejor, un número extremadamente grande significa una mayor facilidad para entrar a la industria. Por lo que, siempre se recomienda un ROA mayor a cero.

- **Short Term Debt to Long Term Debt Ratio**

$$STD \text{ to } LTD = \frac{\text{Deuda de Corto Plazo}}{\text{Deuda de Largo Plazo}}$$

Representa que proporción de las obligaciones o pasivos de la empresa tendrá que ser liquidadas en menos de un año, siempre se busca que las empresas tengan un apalancamiento pequeño y con un plazo grande, esto con el objetivo de que una empresa no tenga un problema de liquidez. Es por esto que se recomienda un ratio menor a uno.

- **Ingresos Retenidos (Resultados de Ejercicios Anteriores)**

El número más importante del balance general, habla de cuanto dinero acumula una empresa a lo largo del tiempo por ingresos de operación, esta cantidad tiene que aumentar con el paso del tiempo y un buen indicador de la salud financiera de una empresa es la variación anual de este número, si se muestra un crecimiento histórico, probablemente encuentre una empresa con una ventaja competitiva durable.

- *Disclaimer:* Las empresas muy grandes, como Microsoft, Google y Disney, generalmente no acumulan ingresos, ya que sus operaciones son muy rentables.

- **Return on Shareholder's Equity**

$$ROE = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Este ratio, habla de que tan buena es la administración de una empresa para poner a trabajar el dinero de sus inversionistas, medido a través de los ingresos de operación de la misma, se recomienda que las empresas en las que inviertas tengan un return on shareholder's equity mayor al promedio del sector en el cual participan.

Si sucede esto, significa que una empresa está haciendo un buen uso de las ganancias generadas por la operación de la misma, lo cual aumentará paulatinamente el valor intrínseco de la empresa, aumentando el precio de su acción.

- **Capital Expenditures Ratio.**

$$CER = \frac{\text{Capital Expenditures}}{\text{Ingresos Netos}}$$

Los gastos de capital se refieren a los gastos en propiedad planta y equipo, se puede encontrar este número en el estado de flujo de efectivo, las compañías con una ventaja competitiva no gastan una gran parte de sus ingresos en estos rubros, por lo cual, si el CER es menor a 50%, se recomienda observar la compañía y si es menor a 25%, es demasiado probable que la empresa tenga una ventaja competitiva.

- **Recompra de Acciones.**

En el estado de flujos de efectivo, se puede observar los egresos por recompra de acciones, una empresa que recompra acciones muestra un gran poder adquisitivo. Esto es bueno para los inversionistas, ya que las recompras suben el precio de las acciones al repartir los ingresos entre una menor cantidad de inversionistas, según Buffet, esta es la mejor forma de darle dinero a los inversionistas, debido a que los inversionistas no pagan impuestos por aumentos en el valor de sus acciones (por pago de dividendos si).

#### **4. Recomendaciones Importantes.**

- **¿Cuándo comprar?**

Se recomienda comprar una acción solamente cuando la acción se encuentra subvaluada dados sus fundamentales y su valor de mercado, aunque Buffet también considera que si la acción tiene fundamentales “justos” o cercanos al valor de mercado y cuenta con una ventaja competitiva durable, es recomendable comprar. Aquí hay que recalcar que por más buena que sea una empresa, si entras a un precio alto es poco probable que tu inversión tenga buenos rendimientos.

- **¿Cuándo vender?**

Buffet recomienda vender solo en dos casos, cuando encuentras un mejor negocio o cuando la compañía tiene un valor ridículamente alto comparado con sus fundamentales. Por otro lado, Graham recomienda vender si después de dos años tu acción no ha subido o si pasa un umbral de rendimiento establecido por ti.

- **Siempre tener un “Margin of Safety”**

Margen de seguridad: Principio bursátil establecido por Graham, donde se establece nunca pagar por una acción más de su valor intrínseco por más buena que parezca la inversión, esto para evitar tener un riesgo muy alto, entre más subvaluada se encuentre una empresa, más potencial de crecimiento tiene su acción.

## 5. Conclusiones

En este documento, analizamos varios principios importantes establecidos por dos de los financieros más notables de Wall Street, si bien, la mayoría de estos fueron escritos hace más de 50 años, han seguido vigentes a lo largo de la historia.

Aquí, hay recomendaciones importantes que uno muchas veces como inversionista ignora, al final, al manejar un patrimonio, existe cierta carga psicológica y miedo de perder, o en casos de altos rendimientos, una codicia muy palpable porque piensas que “subirá más”. Es por esto, que es necesario que un inversor sea muy disciplinado y frío, estableciendo políticas claras para no caer en ninguno de los dos casos previamente comentados, y si lo hace, entender que esta especulando.

Aunado a esto, recuerden que sus inversiones siempre serán tan buenas como los activos que eligieron, por eso es tan importante seleccionarlos en base a criterios cuantitativos, utilizando los fundamentales de una empresa. Una acción no es solo un ticker, es la propiedad de una empresa física, que tiene un valor intrínseco, el cual no depende del precio de la acción. Si compras un activo que esta subvaluado, aumentas la probabilidad de tener una utilidad, ya que es posible que posteriormente el mercado valúe correctamente tus acciones, aumentando su precio.

Una vez seleccionados tus activos, yo personalmente recomendaría establecer los pesos de tu portafolio utilizando algún método de optimización (puedes hacerlo en base al Radio de Sharpe o el Alpha de Jensen).

Finalmente, siempre recuerda:

*“A intelligent Investor is a realist who buys to pessimists and sells to optimists”. Benjamin Graham*

## 6. Bibliografía

- Graham, B. (1934). *“Security Analysis”*. Editorial McGraw-Hill.
- Graham, B. (1937). *“The Interpretation of Financial Statements”*. Editorial Deusto.
- Graham, B. (1949). *“The Intelligent Investor”*. Editorial Harper.
- Buffet, M. (2008). *“Warren Buffet & the Interpretation of Financial Statements”*. Editorial Scribner.