

<https://sabercapitalmgt.com/tag/roic/>

<https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-part-1-compounders-and-cheap-stocks/>

Importance of ROIC Part 1: Compounders and Cheap Stocks

Importancia del ROIC Parte 1: Compuestos y acciones baratas

by [John Huber](#) | May 13, 2014 | [Investment Philosophy](#)

Update: For those interested, I wrote a [5-part series about the concept of return on incremental invested capital and also a few other writings that discuss ROIC](#).

A while back, I posted a couple articles on return on invested capital (ROIC) along with some comments on Joel Greenblatt's Magic Formula. These posts attracted a lot of comments and email questions, and so I wanted to post some more thoughts on the topic of compounding generally, and maybe ROIC more specifically. Here are some links to posts that are somewhat related to this topic:

Hace un tiempo, publiqué un par de artículos sobre el retorno del capital invertido (ROIC) junto con algunos comentarios sobre la Fórmula Mágica de Joel Greenblatt. Estas publicaciones atrajeron muchos comentarios y preguntas por correo electrónico, por lo que quería publicar algunas ideas más sobre el tema de la composición en general, y tal vez roIC más específicamente. Aquí hay algunos enlaces a publicaciones que están relacionadas con este tema:

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 1](#)

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 2](#)

[Buffett Shareholder Letter High ROE](#)

[Wells Fargo vs. Small Community Banks](#)

[A Few Thoughts on Buffett and Great Banks](#)

In this post I want to address a comment that has been made by numerous people regarding Compounders vs. "Cheap Stocks" and how some people have a tendency to completely fall into one camp at the expense of the other. The next post I'll list some examples of why ROIC is crucial for long term business owners and shareholders. I'll also have a post or two discussing the simple math involved with returns on capital and how that relates to compounding.

En este post quiero abordar un comentario que han hecho numerosas personas con respecto a Compounders vs. "Cheap Stocks" y cómo algunas personas tienen una tendencia a caer completamente en un campo a expensas del otro. En la próxima publicación enumeraré algunos ejemplos de por qué el ROIC es crucial para los propietarios de negocios y accionistas a largo plazo. También tendré una o dos publicaciones discutiendo las matemáticas simples involucradas con los rendimientos del **capital** y cómo eso se relaciona con la capitalización.

Valuation vs. Return on Capital—Depends on Time Horizon

Valoración vs. Rendimiento del Capital: Depende del Horizonte Temporal

First off, one commenter pointed out that various studies have shown that ROIC is a metric that doesn't actually add much value to returns. In fact, these studies say that better results could be had by simply just buying cheap stocks (low P/E, low EV/EBIT, low P/B, etc...). Forget the quality (return on capital), just focus on valuation (low price to earnings).

En primer lugar, un comentarista señaló que varios estudios han demostrado que el ROIC es una métrica que en realidad no agrega mucho valor a los rendimientos. De hecho, estos estudios dicen que se podrían obtener mejores resultados simplemente comprando acciones baratas (low P/E, low EV/EBIT, low P/B, etc...). _Olvídese de la calidad (retorno del capital), solo concéntrese en la valoración (bajo precio a las ganancias).

I believe this to be true—BUT, with a very important caveat. One very crucial point is often left out of these studies.... Holding period. Most of these studies pick a group of stocks based on some value measure (low P/E, etc...) and then after 1 year (or sometimes 2 years), sell those stocks and replace them with a new set of stocks that match that valuation criteria. Most of the studies turn their portfolios over once a year.

Creo que esto es cierto, PERO, con una advertencia muy importante. Un punto muy crucial a menudo se deja fuera de estos estudios. Período de tenencia. La mayoría de estos estudios eligen un grupo de acciones basadas en alguna medida de valor (P / E bajo, etc.) y luego, después de 1 año (o a veces 2 años), venden esas acciones y las reemplazan con un nuevo conjunto de acciones que coinciden con ese criterio de valoración. La mayoría de los estudios entregan sus portafolios una vez al año.

And I think many value investors see these studies and get excited about valuation, leaving quality far behind. Who needs quality when valuation is all that matters?

Y creo que muchos inversores de valor ven estos estudios y se entusiasman con la valoración, dejando la calidad muy atrás. ¿Quién necesita calidad cuando la valoración es lo que importa?

Here's my take: I completely agree with these studies and with the practitioners who favor valuation over quality if their holding period is only 1-2 years. On balance, paying a high price for even a great business will not always work out well if you have to sell that business in 1-2 years, or even 3-5 years. But if you plan to hold your stocks for longer periods of time... 5 years, 10 years, or longer, then quality becomes much, much more important than valuation.

Aquí está mi opinión: Estoy completamente de acuerdo con estos estudios y con los profesionales que favorecen la valoración sobre la calidad si su período de tenencia es de solo 1-2 años. En general, pagar un precio alto incluso por un gran negocio no siempre funcionará bien si tiene que vender ese negocio en 1-2 años, o incluso 3-5 años. Pero si planea mantener sus acciones por períodos de tiempo más largos ... 5 años, 10 años o más, entonces la calidad se vuelve mucho, mucho más importante que la valoración.

Why Does Wells Fargo Beat Everyone Else?

¿Por qué Wells Fargo supera a todos los demás?

I did a post on [Wells Fargo a few months ago](#) where I discussed how WFC's long term business results trounced all of the small community banks' long term results, and the WFC stock price had the same outperformance. WFC's high return on equity (15%+ over long periods of time) was the most important factor in creating wealth for shareholders over time. A bank that produces 15% ROE will always result in better shareholder returns over a bank that produces 7% ROE, given enough time.

Hice una publicación en Wells Fargo hace unos meses donde discutí cómo los resultados comerciales a largo plazo de WFC superaron todos los resultados a largo plazo de los pequeños bancos comunitarios, y el precio de las acciones de WFC tuvo el mismo rendimiento superior. El alto rendimiento del capital de WFC (más del 15% durante largos períodos de tiempo) fue el factor más importante en la creación de riqueza para los accionistas a lo largo del tiempo. Un banco que produce un 15% de ROE siempre resultará en mejores rendimientos para los accionistas sobre un banco que produce un 7% de ROE, dado el tiempo suficiente.

Of course, buying a low earning community bank at 50% of book value can work out very well if/when the market corrects itself and the stock gets revalued at 100% of book value. But over 10-15 year periods or longer, paying 2 times book for a business like WFC will nearly always work out better than paying 0.5 times book for a low earning community bank.

Por supuesto, comprar un banco comunitario de bajos ingresos al 50% del valor contable puede funcionar muy bien si / cuando el mercado se corrige a sí mismo y la acción se revaloriza al 100% del valor contable. Pero durante períodos de 10-15 años o más, pagar 2 veces el libro para un negocio como WFC casi siempre funcionará mejor que pagar 0.5 veces el libro para un banco comunitario de bajos ingresos.

The same goes for these studies that look at P/E ratios (valuation) and ROIC (quality). Over short periods of time, paying low P/E ratios or low EV/EBIT ratios will work very well, as the market typically corrects itself over 1-3 years or so. But over time, if you intend to participate in the long term results of your business and own the stock for 5-10 years or longer, you should be much more concerned with the quality of that business.

Lo mismo ocurre con estos estudios que analizan las relaciones P / E (valoración) y ROIC (calidad). En períodos cortos de tiempo, pagar bajos ratios P/E o bajos ratios EV/EBIT funcionará muy bien, ya que el mercado normalmente se corrige a sí mismo durante 1-3 años más o menos. Pero con el tiempo, si tiene la intención de participar en los resultados a largo plazo de su negocio y poseer las acciones durante 5-10 años o más, debería preocuparse mucho más por la calidad de ese negocio.

This doesn't mean that one category should be focused on with complete abandon for the other. It just means that both play a role, especially in long term results.

Esto no significa que una categoría deba centrarse en ella con completo abandono por la otra. Solo significa que ambos juegan un papel, especialmente en los resultados a largo plazo.

I think of the entire debate as follows: my ideal investment is the Fastenal type business that can produce high returns on capital and reinvest large amounts of retained earnings at similar high rates of return (when I discuss ROIC, what I'm really looking for is what return a business can generate on its incremental investments in the future—more on this in the next few posts). The result for shareholders of FAST has been north of 20% annually for the past 25 years or so.

Pienso en todo el debate de la siguiente manera: mi inversión ideal es el negocio tipo Fastenal que puede producir altos rendimientos sobre el capital y reinvertir grandes cantidades de ganancias retenidas a tasas de rendimiento altas similares (cuando discuto el ROIC, lo que realmente estoy buscando es qué rendimiento puede generar una empresa en sus inversiones incrementales en el futuro, más sobre esto en las próximas publicaciones). El resultado para los accionistas de FAST ha sido de más del 20% anual durante los últimos 25 años más o menos.



If one could only know in advance the next FAST, life would be simple, right?

Si uno solo pudiera saber de antemano el próximo FAST, la vida sería simple, ¿verdad?

We can look for clues for the next FAST, and that includes looking for businesses with simple products and simple models that can invest large amounts of capital at high rates of return.

Podemos buscar pistas para el próximo FAST, y eso incluye buscar negocios con productos simples y modelos simples que puedan invertir grandes cantidades de capital a altas tasas de rendimiento.

The problem is that capitalism is tough, and unpredictable things can occur that can harm a business' economics. So I rely on valuation as my safety net. I prefer to find really cheap stocks, but I want

them to be businesses that I think can grow intrinsic value. This provides me with a margin of safety not just in the valuation, but also because the gap between price and intrinsic value will widen over time as the business continues to grow its value.

El problema es que el capitalismo es duro, y pueden ocurrir cosas impredecibles que pueden dañar la economía de una empresa. Así que confío en la valoración como mi red de seguridad. Prefiero encontrar acciones realmente baratas, pero quiero que sean negocios que creo que pueden aumentar el valor intrínseco. Esto me proporciona un margen de seguridad no solo en la valoración, sino también porque la brecha entre el precio y el valor intrínseco se ampliará con el tiempo a medida que el negocio continúe aumentando su valor.

So as I mentioned in the previous related posts, I want to have my cake and eat it too. I like quality businesses, I like great capital allocation, I like high returns on capital, but I demand value (as Buffett once said).

Entonces, como mencioné en las publicaciones relacionadas anteriores, quiero tener mi pastel y comerlo también. Me gustan los negocios de calidad, me gusta la gran asignación de capital, me gustan los altos rendimientos del capital, pero exijo valor (como dijo Buffett una vez).

Compounders Come in All Shapes and Sizes

Los COMPOUNDERS vienen en todas las formas y tamaños

One of my current holdings is a small bank that I purchased at around 60% of tangible book value and a P/E of around 7. There are many opportunities to own small banks at these metrics. The difference with this particular bank is that it has grown its intrinsic value by somewhere between 8-10% per year by my estimation. Book value has averaged over 9.3% annual growth since 2000 without a single down year, and the bank pays out a steadily rising dividend as well (it hasn't cut, lowered, or missed a dividend payment since the 1920's when it was founded, even through the Great Depression!). The bank is also extremely risk averse, and capitalized at around 17% equity to total assets.

Una de mis tenencias actuales es un pequeño banco que compré a alrededor del 60% del valor contable tangible y un P / E de alrededor del 7. Hay muchas oportunidades para poseer bancos pequeños en estas métricas. La diferencia con este banco en particular es que ha aumentado su valor intrínseco en algún lugar entre 8-10% por año según mi estimación. El valor contable ha promediado un crecimiento anual de más del 9,3% desde el año 2000 sin un solo año de caída, y el banco también paga un dividendo en constante aumento (¡no ha recortado, reducido o perdido un pago de dividendos desde la década de 1920 cuando se fundó, incluso a través de la Gran Depresión!). El banco también es extremadamente reacio al riesgo, y se capitalizó en alrededor del 17% de capital sobre los activos totales.

These types of situations are rare (both cheap and high quality), but they exist, and they are the type of ideas I'm looking to find for our portfolios. These types of businesses are compounders.

Este tipo de situaciones son raras (tanto baratas como de alta calidad), pero existen, y son el tipo de ideas que estoy buscando encontrar para nuestras carteras. Este tipo de negocios son compuestos.

By the way, many seem to associate "compounders" with these mega cap quality businesses that Buffett buys (Coke, Walmart, Exxon, JNJ, P&G, etc...). Numerous people have commented lately that you can't find compounders cheap except during market crashes. But there are many small, relatively unknown, quality businesses that are quietly growing their intrinsic values per share at 10%-12% per year that you can occasionally buy quite cheaply.

Por cierto, muchos parecen asociar a los "compounders" con estos negocios de calidad de mega capitalización que Buffett compra (Coca-Cola, Walmart, Exxon, JNJ, P&G, etc.). Numerosas personas han comentado últimamente que no se pueden encontrar compuestos baratos, excepto durante las caídas del mercado. Pero hay muchas empresas pequeñas, relativamente desconocidas, de calidad que están aumentando silenciosamente sus valores intrínsecos por acción en un 10% -12% por año que ocasionalmente puede comprar bastante barato.

I know of one such business that has a market cap of under \$250 million that has grown its intrinsic value per share (by my estimate) at a rate of around 15-20% per year for the past 25 years. In fact, the stock is up more than 50 fold in that time, a compounded annual rate of return of about 17% per year before factoring dividends.

Conozco uno de esos negocios que tiene una capitalización de mercado de menos de \$ 250 millones que ha aumentado su valor intrínseco por acción (según mi estimación) a una tasa de alrededor del 15-20% por año durante los últimos 25 años. De hecho, las acciones han subido más de 50 veces en ese tiempo, una tasa de rendimiento anual compuesta de alrededor del 17% por año antes de factorizar los dividendos.

You might ask: how could it have compounded at that rate and still be so small? Well the short answer is it was very small 25 years ago, but in their annual report they discuss the incredible amount of capital that they've returned to shareholders via buybacks and dividends over the years. Basically, the company sold shares initially for a grand total of \$1.7 million in proceeds, and that is the only the time the company has ever issued stock in its history. Since that time, the company has returned around \$130 million to those happy original shareholders via buybacks and dividends, and the stock itself is 50 times more valuable than it was then as well. The company is small and doesn't necessarily have huge reinvestment opportunities (thus the large buybacks and dividends), but it's a great business with a strong niche and great management, and it has created enormous wealth over time for its long term owners.

Podrías preguntarte: ¿cómo podría haberse agravado a ese ritmo y seguir siendo tan pequeño? Bueno, la respuesta corta es que era muy pequeño hace 25 años, pero en su informe anual discuten la increíble cantidad de capital que han devuelto a los accionistas a través de recompras y dividendos a lo largo de los años. Básicamente, la compañía vendió acciones inicialmente por un total de \$ 1.7 millones en ingresos, y esa es la única vez que la compañía ha emitido acciones en su historia. Desde entonces, la compañía ha devuelto alrededor de \$ 130 millones a esos felices accionistas originales a través de recompras y dividendos, y la acción en sí es 50 veces más valiosa de lo que era entonces también. La compañía es pequeña y no necesariamente tiene grandes oportunidades de reinversión (por lo tanto, las grandes recompras y dividendos), pero es un gran negocio con un nicho fuerte y una gran gestión, y ha creado una enorme riqueza a lo largo del tiempo para sus propietarios a largo plazo.

Businesses like this are out there, and occasionally they can be purchased well below the conservatively estimated present value of their future cash flows. Occasionally it's a no-brainer. Those are the situations we're looking for. Like the bank I mentioned with long term management, very stable business model, steadily growing book value, all for a price that represented 60% of tangible book and a fraction of estimated intrinsic value.

Negocios como este están ahí fuera, y ocasionalmente se pueden comprar muy por debajo del valor presente estimado conservadoramente de sus flujos de efectivo futuros. De vez en cuando es una obviedad. Esas son las situaciones que estamos buscando. Al igual que el banco que mencioné con gestión a largo plazo, modelo de negocio muy estable, valor contable en constante crecimiento, todo por un precio que representaba el 60% del libro tangible y una fracción del valor intrínseco estimado.

It doesn't mean these ideas work out each time, but given enough of a sample space and enough time, they are the situations that collectively aggregate to create a low risk portfolio with a high probability of achieving an above average rate of return.

No significa que estas ideas funcionen cada vez, pero dado el espacio de muestra suficiente y el tiempo suficiente, son las situaciones que se agregan colectivamente para crear una cartera de bajo riesgo con una alta probabilidad de lograr una tasa de rendimiento superior a la media.

So there you have it. Ideally, I want high quality... but since I'm unsure of the accuracy of my crystal ball (I don't like predicting the future), I don't want to pay much for what has heretofore been a quality business.

Así que ahí lo tienes. Idealmente, quiero alta calidad ... pero como no estoy seguro de la precisión de mi bola de cristal (no me gusta predecir el futuro), no quiero pagar mucho por lo que hasta ahora ha sido un negocio de calidad.

This sets up what academics call "asymmetric upside". I prefer a more simple explanation—one that I stole from Mohnish Pabrai: "Heads, I win... Tails, I don't lose much".

Esto establece lo que los académicos llaman "upside asimétrico". Prefiero una explicación más simple, una que le robé a Mohnish Pabrai: "Cara, gano... Cruz, no pierdo mucho".

I'll have a few more posts discussing this topic along with the math behind it so we can better understand its importance, and more practically, be able to identify these types of qualities in our own prospective investments going forward.

Tendré algunas publicaciones más discutiendo este tema junto con las matemáticas detrás de él para que podamos comprender mejor su importancia y, de manera más práctica, poder identificar este tipo de cualidades en nuestras propias inversiones prospectivas en el futuro.

John Huber is the portfolio manager of [Saber Capital Management](#), an investment firm that manages separate accounts for clients. Saber employs a value investing strategy with a primary goal of patiently compounding capital for the long-term.

John also writes about investing at the blog [Base Hit Investing](#), and can be reached at john@sabercapitalmgt.com.

<https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-part-2-compounders-and-cheap-stocks/>

Importance of ROIC Part 2: Compounders and Cheap Stocks

Importancia del ROIC Parte 2: Compuestos y acciones baratas

by [John Huber](#) | Jun 4, 2014 | [Case Studies](#), [Investment Philosophy](#)

Update: For those interested, I wrote a [5-part series about the concept of return on incremental invested capital and also a few other writings that discuss ROIC](#).

This is part 2 of my follow up thoughts on compounders, cheap stocks, and the importance of returns on capital. [Part 1 is here](#). Also, some previous posts before that are relevant to this post as well:

Esta es la parte 2 de mis pensamientos de seguimiento sobre los compuestos, las acciones baratas y la importancia de los rendimientos del capital. La parte 1 está aquí. Además, algunas publicaciones anteriores que también son relevantes para esta publicación:

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 1](#)

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 2](#)

[Buffett Shareholder Letter High ROE](#)

[Wells Fargo vs. Small Community Banks](#)

[A Few Thoughts on Buffett and Great Banks](#)

To recap last post, I basically wanted to convey that valuation and quality are not mutually exclusive. There seems to be two factions within the large value investing community. It sometimes feels like a presidential primary race. We're all on the same team at the end of the day, but these two factions seem to always disagree on numerous points. The factions I'm referring to are the Graham deep value followers and the Buffett quality company followers, for lack of a better way to put it.

Para recapitular la última publicación, básicamente quería transmitir que la valoración y la calidad no son mutuamente excluyentes. Parece haber dos facciones dentro de la gran comunidad de inversión de valor. A veces se siente como una carrera primaria presidencial. Todos estamos en el mismo equipo al final del día, pero estas dos facciones parecen estar siempre en desacuerdo en numerosos puntos. Las facciones a las que me refiero son los seguidores de valor profundo de Graham y los seguidores de la compañía de calidad Buffett, a falta de una mejor manera de decirlo.

I espouse that there really isn't as much of a difference between the two that everyone seems to think. The end game is that we are all trying to locate low risk 50 cent dollars.

Dudo que realmente no hay tanta diferencia entre los dos que todos parecen pensar. El juego final es que todos estamos tratando de localizar bajo riesgo 50 centavos de dólar.

In the last post, I made a comment about Fastenal, and that the stock has been one of the best performers in the US Stock market in the last 25 years, averaging better than 20% annual returns since the late 1980's. Of course, many will say: "sure, it's easy to use FAST as an example". That's true, it is...

En la última publicación, hice un comentario sobre Fastenal, y que la acción ha sido una de las de mejor desempeño en el mercado de valores de los Estados Unidos en los últimos 25 años, con un promedio de rendimientos anuales superiores al 20% desde finales de la década de 1980. Por supuesto, muchos dirán: "claro, es fácil usar FAST como ejemplo". Eso es cierto, es...

And I agree that even though paying 50 times earnings would have worked very well for FAST shareholders in 1989, I'm not interested in going anywhere near that type of valuation, because I don't want to rely on my dubious ability to predict the future that far in advance. However, this does not mean that I want to abandon my effort to study some of the most successful businesses of years past. Improving pattern recognition skills increases the probability of successfully identifying these types of quality firms going forward.

Y estoy de acuerdo en que a pesar de que pagar 50 veces las ganancias habría funcionado muy bien para los accionistas de FAST en 1989, no estoy interesado en acercarme a ese tipo de valoración, porque no quiero confiar en mi dudosa capacidad para predecir el futuro con tanta anticipación. Sin embargo, esto no significa que quiera abandonar mi esfuerzo por estudiar algunos de los negocios más exitosos de años pasados. Mejorar las habilidades de reconocimiento de patrones aumenta la probabilidad de identificar con éxito este tipo de empresas de calidad en el futuro.

I want to find good businesses and I want to own them. I just am not willing to pay the prices they typically trade at. So I wait for opportunities for good operating businesses at cheap prices, occasionally investing in some special situations, hidden asset situations, or other undervalued safe ideas. Often enough, I'll locate an idea where I can buy into a quality company at a very cheap price. In the last post, I referenced a very low risk, low cost bank that I own that has grown book value at 9.3% annually over the past 15 years without a single down year, has paid a sizable dividend every year since 1926, and yet could be purchased at 7 times earnings and 60% of book value. Those are the types of compounders that I like to own. If I'm wrong about the quality, I didn't pay much for it.

Quiero encontrar buenos negocios y quiero poseerlos. Simplemente no estoy dispuesto a pagar los precios a los que normalmente comercian. Así que espero oportunidades para buenos negocios operativos a precios baratos, ocasionalmente invirtiendo en algunas situaciones especiales, situaciones de activos ocultos u otras ideas seguras infravaloradas. A menudo, localizaré una idea en la que pueda comprar una empresa de calidad a un precio muy barato. En la última publicación, hice referencia a un banco de muy bajo riesgo y bajo costo que poseo que ha crecido el valor contable en un 9.3% anual en los últimos 15 años sin un solo año de inscripción, ha pagado un dividendo considerable cada año desde 1926 y, sin embargo, podría comprarse a 7 veces las ganancias y el 60% del valor contable. Esos son los tipos de compuestos que me gusta poseer. Si me equivoco con la calidad, no he pagado mucho por ello.

If I'm right about quality, my returns will be significantly better than a similarly valued lower quality stock.

Si tengo razón sobre la calidad, mis rendimientos serán significativamente mejores que un stock de menor calidad valorado de manera similar.

As Pabrai says, "Heads I win, tails I don't lose much".

Como dice Pabrai, "Cara gano, Cruz no pierdo mucho".

Return on Invested Capital is Most Important Over Time

El retorno del capital invertido es lo más importante con el tiempo

The following is a collection of some comments that I made following one of the previous posts. I thought it would be interesting to demonstrate the importance of quality (return on capital) when it comes to long term ownership of equities. Again, this doesn't mean that buying at 70% of book value and selling at 100% is a bad idea (on the contrary, it's one that I will participate in under certain circumstances) it just means that over time, companies that can consistently produce returns of 15% on their capital are going to create far more wealth for their owners than companies that only produce 5% on their capital.

La siguiente es una colección de algunos comentarios que hice después de una de las publicaciones anteriores. Pensé que sería interesante demostrar la importancia de la calidad (retorno sobre el capital) cuando se trata de la propiedad a largo plazo de la renta variable. Una vez más, esto no significa que comprar al 70% del valor contable y vender al 100% sea una mala idea (por el contrario, es una en la que participaré bajo ciertas circunstancias), solo significa que con el tiempo, las empresas que pueden producir consistentemente rendimientos del 15% sobre su capital van a crear mucha más riqueza para sus propietarios que las empresas que solo producen el 5% de su capital.

As I mentioned, I've done some rudimentary studies of this ROIC vs Value topic previously. A good way to demonstrate the importance of high returns on capital is to look at long term shareholder returns (over 15-20 years or more). For example, I just picked up my Value Line and flipped to the steel section, and industry that is known for their low returns on capital over time. Note: the steel industry is cyclical, which leads to very volatile results. The companies will produce periods of very high returns followed by periods of very low/negative returns. But over the full cycle, the economics of the steel business inevitably lead to very mediocre returns on capital of 4-6% in most cases.

Como mencioné, he hecho algunos estudios rudimentarios de este tema ROIC vs Valor anteriormente. Una buena manera de demostrar la importancia de los altos rendimientos del capital es observar los rendimientos de los accionistas a largo plazo (más de 15-20 años o más). Por ejemplo, acabo de recoger mi línea de valor y voltee a la sección de acero, y la industria que es conocida por sus bajos rendimientos de capital a lo largo del tiempo. Nota: la industria siderúrgica es cíclica, lo que conduce a resultados muy volátiles. Las empresas producirán períodos de rendimientos muy altos seguidos de períodos de rendimientos muy bajos / negativos. Pero durante todo el ciclo, la economía del negocio del acero conduce inevitablemente a rendimientos muy mediocres del capital del 4-6% en la mayoría de los casos.

We could do this exercise on a number of stocks, but take US Steel for example. This company has reorganized a couple times in the past few decades and so a glance at the chart doesn't reflect the entire story, but it still provides a Keynes style "roughly right" look at the results a long term owner

would have achieved. Pulling up a long term chart we see that the stock (X) traded around \$30 per share in the early 1990's.

Podríamos hacer este ejercicio en una serie de acciones, pero tomemos US Steel, por ejemplo. Esta compañía se ha reorganizado un par de veces en las últimas décadas y, por lo tanto, un vistazo al gráfico no refleja toda la historia, pero aún así proporciona una mirada "más o menos correcta" al estilo Keynes de los resultados que un propietario a largo plazo habría logrado. Sacando un gráfico a largo plazo, vemos que la acción (X) se negoció alrededor de \$ 30 por acción a principios de la década de 1990.



USX earned around \$3 per share in the early 1990's, followed by a few years of losses, and then a period of excellent profits in the early 2000's, and then back to losses.

USX ganó alrededor de \$ 3 por acción a principios de la década de 1990, seguido de algunos años de pérdidas, y luego un período de excelentes ganancias a principios de la década de 2000, y luego de vuelta a las pérdidas.

But just taking a snapshot in time in the early 1990's, one could have bought the stock at \$30 or so at around 10 times earnings. Today, the stock trades at \$25, leaving long term shareholders with a loss of principal after 20 years or so. Interestingly, even if we paid 3 times earnings for X in the early 1990's—which would have been around \$9 per share—our returns over the next couple decades would have only amounted to around 5% per year, which equates roughly to the company's average return on capital.

Pero con solo tomar una instantánea en el tiempo a principios de la década de 1990, uno podría haber comprado las acciones a \$ 30 más o menos a alrededor de 10 veces las ganancias. Hoy en día, las acciones se negocian a \$ 25, dejando a los accionistas a largo plazo con una pérdida de capital después de 20 años más o menos. Curiosamente, incluso si pagamos 3 veces las ganancias por X a principios de la década de 1990, que habrían sido de alrededor de \$ 9 por acción, nuestros rendimientos en las próximas dos décadas solo habrían ascendido a alrededor del 5% por año, lo que equivale aproximadamente al rendimiento promedio del capital de la compañía.

Now, you might notice that we could have paid 3 times earnings and then sold out at a profit a few years later, reaping a nice IRR. But this relies on buying low and selling high in a shorter period of time—a feat that is much easier said than done. In retrospect, it seems like a cinch: just buy in 2003 and sell in 2007, right? Some can practice this type of investing, but I find that timing is the most difficult aspect of executing an investment approach, so I try to minimize the importance of getting the timing right.

Ahora, puede notar que podríamos haber pagado 3 veces las ganancias y luego vender con una ganancia unos años más tarde, cosechando una buena TIR. Pero esto se basa en comprar bajo y vender alto en un período de tiempo más corto, una hazaña que es mucho más fácil de decir que de hacer. En retrospectiva, parece una cincha: basta con comprar en 2003 y vender en 2007, ¿verdad? Algunos pueden practicar este tipo de inversión, pero encuentro que el tiempo es el aspecto más difícil de ejecutar un enfoque de inversión, por lo que trato de minimizar la importancia de obtener el momento correcto.

But the point here is that paying low prices to earnings is more important if your holding period is a shorter period of time and you have confidence in your ability to know when to unload your shares at a higher price at some point in the future—a necessary skill when trying to buy and sell mediocre businesses that produce unexciting returns on capital.

Pero el punto aquí es que pagar precios bajos a las ganancias es más importante si su período de tenencia es un período de tiempo más corto y tiene confianza en su capacidad para saber cuándo descargar sus acciones a un precio más alto en algún momento en el futuro, una habilidad necesaria cuando se trata de comprar y vender negocios mediocres que producen rendimientos de capital poco emocionantes.

Some Other Examples in Steel

Algunos otros ejemplos en acero

Flipping through the steel section of Value Line, this example holds true with many other steel stocks—subpar ROICs over time leading to subpar investment returns over time. Gilbraltar (ROCK) traded at \$7 in 1994 (20 years ago), and it trades at \$15 now, an annualized return of just 3.5%.

Al hojear la sección de acero de Value Line, este ejemplo es válido con muchas otras acciones de acero: ROIC inferiores a lo largo del tiempo, lo que lleva a rendimientos de inversión inferiores a lo largo del tiempo. Gilbraltar (ROCK) cotizaba a \$ 7 en 1994 (hace 20 años), y ahora cotiza a \$ 15, un rendimiento anualizado de solo 3.5%.



ROCK paid dividends in some years, but they weren't large dividends, and even if we add 2-3% to those returns, they are still mediocre.

ROCK pagó dividendos en algunos años, pero no fueron grandes dividendos, e incluso si agregamos 2-3% a esos rendimientos, siguen siendo mediocres.

One more example: Ampco-Pittsburgh Corp (AP) traded at \$8 in 1994, and it trades at \$21 today, a 4.9% annualized return before dividends, which again might add 2% or so to those returns.

Un ejemplo más: Ampco-Pittsburgh Corp (AP) cotizó a 8 dólares en 1994, y cotiza hoy a 21 dólares, un rendimiento anualizado del 4,9% antes de dividendos, lo que nuevamente podría agregar un 2% más o menos a esos rendimientos.



An interesting note with AP, if we go back even further to 1984 (30 years ago), the stock traded at \$22 per share. So 30 years later, our poor long term shareholder has roughly the same principal that he started with 3 decades ago, albeit at a much lower real value! It is likely that a buyer of AP stock in the mid 1980's could have paid far less than 1 times earnings for AP, and still be left with very mediocre long term returns.

Una nota interesante con AP, si nos remontamos aún más a 1984 (hace 30 años), la acción cotizaba a 22 dólares por acción. Así que 30 años después, nuestro pobre accionista a largo plazo tiene aproximadamente el mismo principio con el que comenzó hace 3 décadas, ¡aunque a un valor real mucho más bajo! Es probable que un comprador de acciones de AP a mediados de la década de 1980 podría haber pagado mucho menos de 1 veces las ganancias por AP, y aún así quedarse con rendimientos a largo plazo muy mediocres.

I'm not trying to pick on steel stocks. They are just an example of an industry that is burdened by miserable economic headwinds that has left most companies struggling to earn adequate returns over time. Of course, not every steel company produces low returns. The low cost producer might be able to sustainably create above average returns on capital over time. But in a business like steel or any other commodity business, it's tough.

No estoy tratando de elegir las acciones de acero. Son solo un ejemplo de una industria que está agobiada por miserables vientos en contra económicos que han dejado a la mayoría de las empresas luchando por obtener rendimientos adecuados con el tiempo. Por supuesto, no todas las empresas siderúrgicas producen bajos rendimientos. El productor de bajo costo podría ser capaz de crear de manera sostenible rendimientos de capital superiores a la media a lo largo del tiempo. Pero en un negocio como el acero o cualquier otro negocio de productos básicos, es difícil.

The exercise is really about any company that produces low ROIC vs any company that produces high ROIC over long periods of time.

El ejercicio se trata realmente de cualquier empresa que produce un ROIC bajo frente a cualquier empresa que produzca un ROIC alto durante largos períodos de tiempo.

High ROIC always wins in the end, given a long enough time horizon.

El ROIC alto siempre gana al final, dado un horizonte de tiempo lo suficientemente largo.

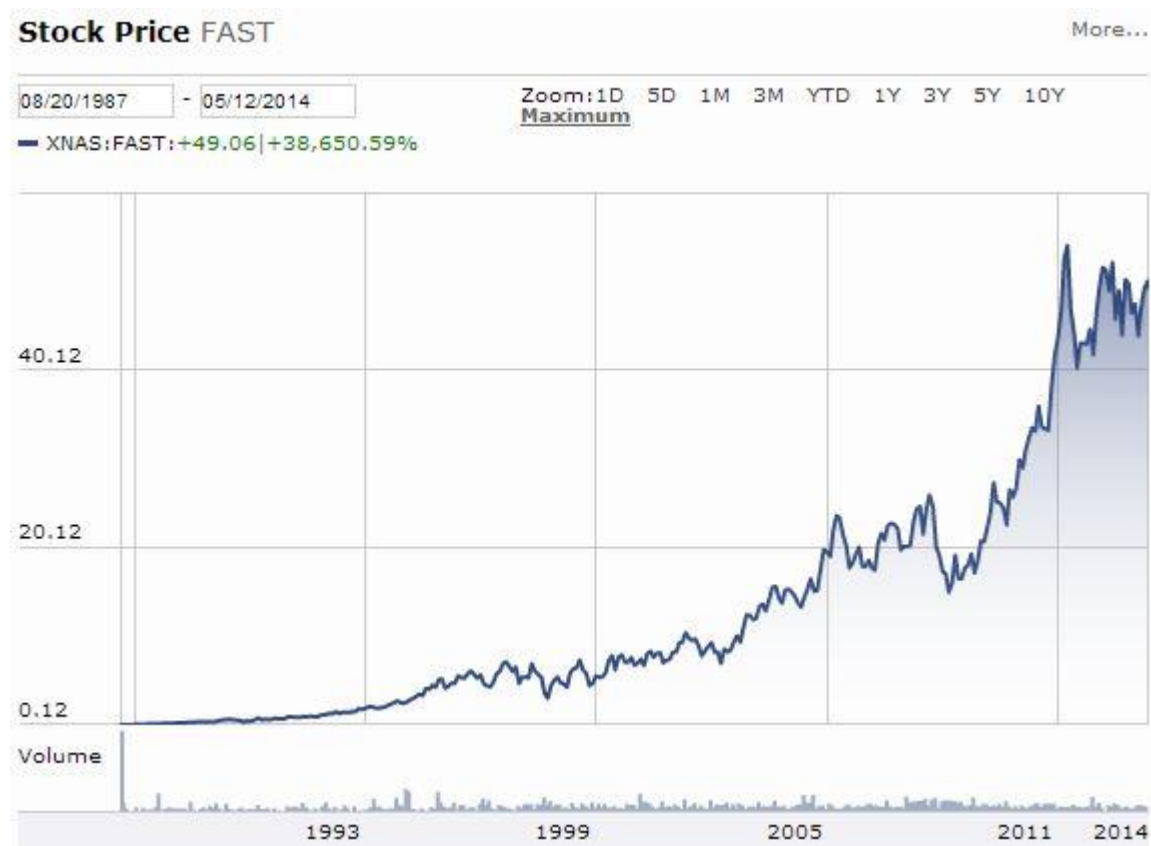
Compare Long Term Results from High ROIC Companies

Compare los resultados a largo plazo de las empresas con alto ROIC

One of the best performing stocks of the past quarter century is Fastenal (FAST). FAST sells nuts and bolts, sounds basic enough... but the returns are far from basic. The company averages around 20% returns on capital and produces very consistent results. 25 years ago, the stock traded for a split adjusted \$0.32. Today it trades at \$44, or 138 times the price in 1989. A \$10,000 investment in FAST in 1989 would be worth just shy of \$1.4 million today and it would be throwing of \$30,000 per year in dividend income to boot—the annual income from the dividend alone is three times the total initial investment! The stock has averaged 21.8% annualized returns not including dividends. This outstanding long term investment result nearly matches the company's average return on capital over that time.

Una de las acciones de mejor desempeño del último cuarto de siglo es Fastenal (FAST). FAST vende tuercas y tornillos, suena lo suficientemente básico ... pero los rendimientos están lejos de ser básicos. La compañía promedia alrededor del 20% de rendimiento del capital y produce resultados muy consistentes. Hace 25 años, las acciones cotizaban por una división ajustada de \$ 0.32. Hoy

cotiza a \$ 44, o 138 veces el precio en 1989. Una inversión de \$ 10,000 en FAST en 1989 valdría poco menos de \$ 1.4 millones hoy en día y sería arrojar \$ 30,000 por año en ingresos por dividendos para arrancar: ¡el ingreso anual solo del dividendo es tres veces la inversión inicial total! La acción ha promediado un 21,8% de rendimiento anualizado sin incluir dividendos. Este excelente resultado de inversión a largo plazo casi coincide con el rendimiento promedio del capital de la compañía durante ese tiempo.



Fastenal earned roughly \$3 million in 1988, and a buyer of FAST paid somewhere around 25 times earnings for FAST in 1989. But a buyer could have paid 50 times earnings for FAST in 1989 (or roughly \$0.65 per share) and the compounded annual return would have only decreased from 21.8% to 18.4%.... a big difference over time, but certainly still a splendid result.

Fastenal ganó aproximadamente \$ 3 millones en 1988, y un comprador de FAST pagó alrededor de 25 veces las ganancias de FAST en 1989. Pero un comprador podría haber pagado 50 veces las ganancias por FAST en 1989 (o aproximadamente \$ 0.65 por acción) y el rendimiento anual compuesto solo habría disminuido del 21.8% al 18.4%. una gran diferencia en el tiempo, pero sin duda sigue siendo un resultado espléndido.

This is just one simple example, but a similar long term result could be observed with Walmart, McDonalds, Starbucks, The Gap, Wells Fargo, M&T Bank, Eaton Vance, and many other well-known examples of high ROIC companies that have correspondingly high stock CAGR's over time.

Este es solo un ejemplo simple, pero se podría observar un resultado similar a largo plazo con Walmart, McDonalds, Starbucks, The Gap, Wells Fargo, M&T Bank, Eaton Vance y muchos otros

ejemplos bien conocidos de compañías de alto ROIC que tienen CAGR de acciones correspondientemente altas a lo largo del tiempo.

Valuation and Quality: "Joined at the Hip"

Valoración y Calidad: "Unidos a la cadera"

The idea here is not to attempt to push long term compounders. And these comments above will agitate deep value guys. But, I certainly am NOT recommending paying 50x earnings—even for great businesses. Capitalism is too competitive and the future is too uncertain (at least for me) to be able to consistently pick out the next Fastenal.

La idea aquí no es intentar impulsar compuestos a largo plazo. Y estos comentarios anteriores agitarán a los chicos de valor profundo. Pero, ciertamente NO estoy recomendando pagar 50 veces las ganancias, incluso para grandes empresas. El capitalismo es demasiado competitivo y el futuro es demasiado incierto (al menos para mí) para poder elegir consistentemente el próximo Fastenal.

But it does demonstrate that a business that can sustainably produce high returns on incremental investments over long periods of time (a good business) is far more important for long term shareholders than the price they initially pay for that business.

Pero sí demuestra que un negocio que puede producir de manera sostenible altos rendimientos de las inversiones incrementales durante largos períodos de tiempo (un buen negocio) es mucho más importante para los accionistas a largo plazo que el precio que pagan inicialmente por ese negocio.

Again, I cannot emphasize enough that valuation is more important over shorter time periods, quality is more important over long time periods (10-15 years or longer). The longer you hold a stock, the more important the quality of that company is, as your long term returns will approximate the company's business results—and their internal returns on capital over time.

Una vez más, no puedo enfatizar lo suficiente que la valoración es más importante en períodos de tiempo más cortos, la calidad es más importante en períodos de tiempo largos (10-15 años o más). Cuanto más tiempo mantenga una acción, más importante será la calidad de esa empresa, ya que sus rendimientos a largo plazo se aproximarán a los resultados comerciales de la empresa y sus rendimientos internos sobre el capital a lo largo del tiempo.

In the shorter term (1-3 years), valuation is key. You can buy a steel company at 5 times earnings and will likely have the chance to sell it at 10 times earnings at some point. Same goes for low P/B stocks, net-nets, etc...

A corto plazo (1-3 años), la valoración es clave. Puede comprar una compañía de acero a 5 veces las ganancias y es probable que tenga la oportunidad de venderla a 10 veces las ganancias en algún momento. Lo mismo ocurre con las acciones de bajo P / B, net-nets, etc.

It seems that the two factions I referenced above always want to put their style into a box. I try to think about it more simply, more logically. If my goal is to locate and own a group of businesses, I want those businesses to be of high quality, conservatively financed, predictably stable, well managed, and cheap.

Parece que las dos facciones a las que hice referencia anteriormente siempre quieren poner su estilo en una caja. Trato de pensarlo de manera más simple, más lógica. Si mi objetivo es localizar y poseer un grupo de negocios, quiero que esos negocios sean de alta calidad, financiados de manera conservadora, predeciblemente estables, bien administrados y baratos.

Forget about the metrics, the style boxes, the value leader you follow, etc... just try to think about what kind of business you want to own, and what kind of long term rate of return you demand, and then search out ideas that match those things. Look for the simple, the understandable, and the obvious—large gaps between price and value.

Olvídate de las métricas, los cuadros de estilo, el líder de valor que sigues, etc... solo trate de pensar en qué tipo de negocio desea poseer y qué tipo de tasa de rendimiento a largo plazo exige, y luego busque ideas que coincidan con esas cosas. Busque lo simple, lo comprensible y lo obvio: grandes brechas entre el precio y el valor.

The objective is the same: figuring out what something is worth and paying a lot less for it.

El objetivo es el mismo: averiguar cuánto vale algo y pagar mucho menos por ello.

John Huber is the portfolio manager of [Saber Capital Management](#), an investment firm that manages separate accounts for clients. Saber employs a value investing strategy with a primary goal of patiently compounding capital for the long-term.

John also writes about investing at the blog [Base Hit Investing](#), and can be reached at john@sabercapitalmgt.com.

<https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-part-3-compounding-and-reinvestment/>

Importance of ROIC Part 3: Compounding and Reinvestment

Importancia del ROIC Parte 3: Composición y reinversión

by [John Huber](#) | Jul 21, 2014 | [Education](#), [Investment Philosophy](#), [Investment Quotes](#)

"We prefer businesses that drown in cash. An example of a different business is construction equipment. You work hard all year and there is your profit sitting in the yard. We avoid businesses like that. We prefer those that can write us a check at the end of the year."

"Preferimos negocios que se ahogan en efectivo. Un ejemplo de un negocio diferente es el equipo de construcción. Trabajas duro todo el año y ahí está tu ganancia sentada en el patio. Evitamos negocios como ese. Preferimos aquellos que pueden escribirnos un cheque a fin de año".

-Charlie Munger, [2008 Berkshire Hathaway Annual Meeting](#)

I'm patiently looking for bargains everywhere. That's the name of this game: "figuring out what something is worth and paying a lot less for it," as Joel Greenblatt says. But everyone wants to be more specific... Ideally, what I like to invest in are compounders. What are compounders? Very simply, they are high quality businesses that can grow their intrinsic value at high rates of return over long periods of time. A business that can grow intrinsic value at say 12-15% over an extended

period of time will create enormous wealth for its owners over time, regardless of what the economy does, or what the stock market does, or what earnings multiples do , etc...

Estoy buscando pacientemente gangas en todas partes. Ese es el nombre de este juego: "descubrir lo que vale algo y pagar mucho menos por ello", como dice Joel Greenblatt. Pero todo el mundo quiere ser más específico... **Idealmente, en lo que me gusta invertir son en compounders. ¿Qué son los compounders? En pocas palabras, son negocios de alta calidad que pueden aumentar su valor intrínseco a altas tasas de rendimiento durante largos períodos de tiempo. Un negocio que puede aumentar el valor intrínseco a digamos 12-15% durante un período prolongado de tiempo creará una enorme riqueza para sus propietarios con el tiempo, independientemente de lo que haga la economía, o lo que haga el mercado de valores, o lo que hagan los múltiplos de ganancias, etc.**

I like a business that produces high returns on capital and consistent free cash flow. Like Charlie Munger says, we want to find businesses that can write us a check at the end of the year. I love this simple explanation, and it's one that I always keep in mind, and it's a good starting point—a conservatively financed business that can write you a check every year (i.e. produce more cash from operations than it needs to maintain its current competitive position) is unlikely to get you into trouble. That's why I like keeping a list of businesses that have produced 10 consecutive years of free cash flow.

Me gusta un negocio que produce altos rendimientos de capital y flujo de caja libre constante. Como dice Charlie Munger, queremos encontrar empresas que puedan escribirnos un cheque a fin de año. Me encanta esta explicación simple, y es una que siempre tengo en cuenta, y es un buen punto de partida: es poco probable que un negocio financiado de manera conservadora que pueda escribirle un cheque cada año (es decir, producir más efectivo de las operaciones de lo que necesita para mantener su posición competitiva actual) lo ponga en problemas. **Es por eso que me gusta mantener una lista de empresas que han producido 10 años consecutivos de flujo de caja libre.**

Cash Flow is Nice, Reinvestment Opportunities Are Better

El flujo de caja es bueno, las oportunidades de reinversión son mejores

I love the business Munger talks about that cuts me a check every year from its consistent and stable cash flow. But ideally, I'm looking for businesses that will forego sending me a check because of the attractive reinvestment opportunities that it has within the business itself. In other words, I would prefer a business that not only produces high returns on invested capital, but can also reinvest a large portion of its earnings at similar high returns. This is where a business achieves the true compounding power. Typically, these compounders enjoy a niche or some kind of competitive advantage that allows them to achieve consistent high returns on capital.

Me encanta el negocio del que habla Munger que me recorta un cheque cada año de su flujo de caja consistente y estable. Pero idealmente, estoy buscando empresas que renuncien a enviarme un cheque debido a las atractivas oportunidades de reinversión que tiene dentro del propio negocio. En otras palabras, preferiría un negocio que no solo produzca altos rendimientos sobre el capital invertido, sino que también pueda reinvertir una gran parte de sus ganancias con rendimientos altos similares. Aquí es donde una empresa logra el verdadero poder de composición. Por lo general,

estos compuestos disfrutan de un nicho o algún tipo de ventaja competitiva que les permite lograr altos rendimientos consistentes del capital.

So it's really nothing different from what most other investors and business owners want: quality businesses that will produce high returns on invested capital with attractive opportunities to reinvest earnings, which leads to value creation (higher earnings over time).

Por lo tanto, en realidad no es nada diferente de lo que la mayoría de los otros inversores y propietarios de negocios quieren: negocios de calidad que producirán altos rendimientos del capital invertido con oportunidades atractivas para reinvertir las ganancias, lo que conduce a la creación de valor (mayores ganancias con el tiempo).

This gets discussed often, and the variables involved with businesses achieving this type of compounding power are sometimes difficult to ascertain and even harder to predict going forward. But the math is quite simple: A business' compounding power can be calculated by three simple factors:

Esto se discute a menudo, y las variables involucradas con las empresas que logran este tipo de poder compuesto a veces son difíciles de determinar e incluso más difíciles de predecir en el futuro. Pero la matemática es bastante simple: el poder de componer de una empresa se puede calcular por tres factores simples:

- **The percentage of earnings that a business can reinvest back into the business. El porcentaje de ganancias que una empresa puede reinvertir en el negocio**
- **The return that the business can achieve on this investment. El retorno que el negocio puede lograr con esta inversión**
- **What the business does with excess cash flow (if the reinvestment rate is less than 100%). Lo que la empresa hace con el exceso de flujo de efectivo (si la tasa de reinversión es inferior al 100%)**

So ideally, we want a business that produces high returns on capital and can retain large portions of its earnings to reinvest at similar high rates of return. If there is excess cash flow that can't be reinvested, I'm looking for logical capital allocation that might result in dividends, buybacks, or value accretive acquisitions (which are rare).

Por lo tanto, idealmente, queremos un negocio que produzca altos rendimientos sobre el capital y pueda retener grandes porciones de sus ganancias para reinvertir a tasas de rendimiento altas similares. Si hay un exceso de flujo de efectivo que no se puede reinvertir, estoy buscando una asignación de capital lógica que pueda resultar en dividendos, recompras o adquisiciones de valor acumulativo (que son raras).

The Math of Intrinsic Value Compounding

Las matemáticas de la composición en valores intrínsecos

I recently read something that used some examples to illustrate this compounding formula. Basically, the compounding effect is the product of the first two factors: return on capital and the reinvestment rate. If a business can achieve 20% incremental returns on capital and it can reinvest

50% of its earnings each year, the intrinsic value of the business will compound by 10% annually (20% x 50%).

Hace poco leí algo que usaba algunos ejemplos para ilustrar esta fórmula compuesta. Básicamente, el efecto compuesto es el producto de los dos primeros factores: el rendimiento del capital y la tasa de reinversión. Si una empresa puede lograr un rendimiento incremental del capital del 20% y puede reinvertir el 50% de sus ganancias cada año, el valor intrínseco del negocio tiene una capitalización compuesta de un 10% anual (20% x 50%).

Similarly, a business that can reinvest 100% of its earnings at 10% returns will see the value of its enterprise also compound at 10% annually (100% x 10%). Note: the first business is better because the higher ROIC and lower reinvestment rate means that 50% of the earnings can be used for either buybacks or dividends (or value creating investments).

Del mismo modo, una empresa que puede reinvertir el 100% de sus ganancias con rendimientos del 10% verá que el valor de su empresa también tiene una capitalización compuesta de 10% anual (100% x 10%). Nota: el primer negocio es mejor porque el ROIC más alto y la tasa de reinversión más baja significan que el 50% de las ganancias se pueden usar para recompras o dividendos (o inversiones que crean valor).

ROIC is the Most Important Factor

El ROIC es el factor más importante

But it's crucial to understand the math... the math suggests that return on capital is the most important factor. A business that produces 6% returns on capital is simply not going to compound its owners' value at attractive rates, regardless of how much or how little it can reinvest. But a business that produces 30% returns on capital will likely see the intrinsic value of its enterprise increase at high rates of return (even if it can only reinvest half of its earnings, the enterprise itself will grow at 15% annually, and the company will be able to create additional value by buying back shares or issuing dividends with the other half of the earnings).

Pero es crucial entender las matemáticas... las matemáticas sugieren que el rendimiento del capital es el factor más importante. Una empresa que produce un rendimiento del 6% sobre el capital simplemente no va a componer el valor de sus propietarios a tasas atractivas, independientemente de cuánto o cuán poco pueda reinvertir. Pero una empresa que produce un rendimiento del 30% sobre el capital probablemente verá aumentar el valor intrínseco de su empresa a altas tasas de rendimiento (incluso si solo puede reinvertir la mitad de sus ganancias, la empresa en sí crecerá al 15% anual y la empresa podrá crear valor adicional recomprando acciones o emitiendo dividendos con la otra mitad de las ganancias).

So this hopefully illustrates why return on capital is such an important concept and why Buffett, Greenblatt, and even Graham often discussed it.

Así que, con suerte, esto ilustra por qué el retorno del capital es un concepto tan importante y por qué Buffett, Greenblatt e incluso Graham a menudo lo discutieron.

The key question is what to pay for a business like this. We haven't discussed valuation. Ideally, I'm looking to be opportunistic with my investments, meaning that even with what I consider to be great

businesses, I want to buy them cheaply because it dramatically increases the margin of safety in the event that you made an error in your analysis.

La pregunta clave es qué pagar por un negocio como este. No hemos discutido la valoración. Idealmente, estoy buscando ser oportunista con mis inversiones, lo que significa que incluso con lo que considero grandes negocios, quiero comprarlos a bajo precio porque aumenta drásticamente el margen de seguridad en caso de que haya cometido un error en su análisis.

In other words, we want to locate quality businesses with high returns on capital, but we want to pay low price relative to the earning power of these businesses, as this gives us two things:

En otras palabras, queremos encontrar negocios de calidad con altos rendimientos sobre el capital, pero queremos pagar un precio bajo en relación con el poder adquisitivo de estos negocios, ya que esto nos da dos cosas:

- **A margin of safety if we were wrong about the quality or sustainability of the business' return on capital** **Un margen de seguridad si nos equivocamos sobre la calidad o sostenibilidad del retorno del capital del negocio**
- **The benefit of much higher returns if we were in fact right about the business** **El beneficio de rendimientos son mucho más altos si de hecho tuviéramos razón sobre el negocio**

Heads, we win. Tails, we don't lose much...

Cara, ganamos. Cruz, no perdemos mucho...

Some investors say that they don't care about quality, only valuation. This has been shown to be true in various backtests, although most of the tests are short term in nature (usually 1-2 years). I think there are serious flaws in the logic of abandoning quality—and serious risks as a result. After all, quality, like growth, is a part of valuation. Too many investors get caught up in the simple metrics and assume that quality is mutually exclusive from valuation. It's very much inclusive...

Algunos inversores dicen que no les importa la calidad, solo la valoración. Se ha demostrado que esto es cierto en varias pruebas de fondo, aunque la mayoría de las pruebas son de naturaleza a corto plazo (generalmente 1-2 años). Creo que hay serias fallas en la lógica de abandonar la calidad y, como resultado, graves riesgos. Después de todo, la calidad, como el crecimiento, es parte de la valoración. Demasiados inversores quedan atrapados en las métricas simples y asumen que la calidad se excluye mutuamente de la valoración. Es muy inclusivo...

But that aside, it's fairly logical that we would prefer—as business owners—to own quality businesses over mediocre businesses—valuations being equal.

Pero aparte de eso, es bastante lógico que preferiríamos, como dueños de negocios, poseer negocios de calidad en lugar de negocios mediocres, siendo las valoraciones iguales.

How Much To Pay?

¿Cuánto pagar?

The question is what price to pay, and my general answer is that it depends on the business and the specific investment. I try to imagine what the business and its normal earning power would be worth to a private owner. I really look at each investment on its own—not as part of a larger portfolio. Each investment has to stand on its own.

La pregunta es qué precio pagar, y mi respuesta general es que depende del negocio y de la inversión específica. Trato de imaginar lo que valdría el negocio y su poder adquisitivo normal para un propietario privado. Realmente veo cada inversión por sí sola, no como parte de una cartera más grande. Cada inversión tiene que valerse por sí misma.

When it comes to valuation, I've heard some people say that for quality businesses, they don't want to pay more than an average valuation of around say a 6-7% normal cash earnings yield (the so called "good business at a fair price"). I don't really use this type of thinking, but I think a 10% pretax earnings yield (something Buffett uses as a rule of thumb) is a fair guidepost for a quality business that is growing. This isn't cheap, I know. It's why I think of each investment differently. Graham had earnings multiple rules of thumb, Buffett has his rules of thumb, and I think they might be helpful in ensuring that you don't overpay for what looks like a great business. But keep in mind those are rules of thumb. Some businesses are worth more. Most are worth less.

Cuando se trata de valoración, he escuchado a algunas personas decir que para las empresas de calidad, no quieren pagar más que una valoración promedio de alrededor de un rendimiento normal de ganancias en efectivo del 6-7% (el llamado "buen negocio a un precio justo"). Realmente no uso este tipo de pensamiento, pero creo que un rendimiento de ganancias antes de impuestos del 10% (algo que Buffett usa como regla general) es una guía justa para un negocio de calidad que está creciendo. Esto no es barato, lo sé. Es por eso que pienso en cada inversión de manera diferente. Graham tenía ganancias múltiples reglas generales, Buffett tiene sus reglas generales, y creo que podrían ser útiles para garantizar que no pague de más por lo que parece un gran negocio. Pero tenga en cuenta que esas son reglas generales. Algunos negocios valen más. La mayoría valen menos.

Think About Durability of Earning Power

Piense en la durabilidad del poder adquisitivo

As I'll show in another post, the math behind choosing the "right business" is very compelling—it's far more important to invest in the right business than it is to worry about whether to pay 10x or 12x or 14x earnings. It's just that paying a low price protects us from our errors. The problem most investors have is that they are good at paying low prices, but bad at determining whether this low price corresponds to a large gap between price and value. There are lots of mediocre businesses available at 10x earnings, which will lead to mediocre results over time for long term owners.

Como mostraré en otra publicación, las matemáticas detrás de elegir el "negocio correcto" son muy convincentes: **es mucho más importante invertir en el negocio correcto que preocuparse por pagar 10x o 12x o 14x ganancias. Es solo que pagar un precio bajo nos protege de nuestros errores. El**

problema que tienen la mayoría de los inversores es que son buenos para pagar precios bajos, pero malos para determinar si este bajo precio corresponde a una gran brecha entre el precio y el valor. Hay muchos negocios mediocres disponibles con ganancias 10x, lo que conducirá a resultados mediocres con el tiempo para los propietarios a largo plazo.

The quality, the durability, and the earning power of a business are very important factors in assessing the margin of safety of the investment. Every bit as important as determining the normal earnings yield.

La calidad, la durabilidad y el poder adquisitivo de un negocio son factores muy importantes para evaluar el margen de seguridad de la inversión. Tan importante como determinar el rendimiento normal de las ganancias.

Compounders vs. "Special Situations"

Compuestos vs. "Situaciones Especiales"

Quality businesses will create more value for owners than mediocre businesses (groundbreaking news, I know...). So as a long term owner, I'd much prefer the former over the latter, almost regardless of how cheap the latter gets. A business that is shrinking its intrinsic value means that time is your enemy—you must sell as soon as you can because the longer you hold it, the lower the intrinsic value becomes.

Las empresas de calidad crearán más valor para los propietarios que las empresas mediocres (noticias innovadoras, lo sé...). Entonces, como propietario a largo plazo, preferiría lo primero sobre lo segundo, casi independientemente de lo barato que sea el segundo. **Un negocio que está reduciendo su valor intrínseco significa que el tiempo es su enemigo: debe vender tan pronto como pueda porque cuanto más tiempo lo mantenga, menor será el valor intrínseco.**

But, flipping stocks might be a different story... it's possible to buy a bad business at 8x earnings and sell it at 12x, yielding a nice 50% return. However, I find it much more comfortable and suitable to my personality to be able to garner investment results that correspond to the internal results of the business, as this eliminates the need to be right about timing, and it eliminates the need to constantly be producing good investment ideas—which is a difficult task to begin with.

Pero, voltear acciones podría ser una historia diferente ... es posible comprar un mal negocio a 8 veces las ganancias y venderlo a 12 veces, lo que produce un buen rendimiento del 50%. Sin embargo, me parece mucho más cómodo y adecuado a mi personalidad poder obtener resultados de inversión que correspondan a los resultados internos del negocio, ya que esto elimina la necesidad de tener razón sobre el tiempo, y elimina la necesidad de producir constantemente buenas ideas de inversión, lo cual es una tarea difícil para empezar.

In short, I like having my stocks do the work for me.

En resumen, me gusta que mis acciones hagan el trabajo por mí.

Of course, this is ideal, and not everything is ideal, and it leads me to a secondary category of investments, which I'll group together as "Special Situations" ... a category that includes these cheap stocks that can be sold at a profit to a private owner. This subset of investments also includes sum

of the parts ideas, cheap/hidden assets, corporate situations such as spinoffs, rights offerings, recapitalizations, tender offers, etc...

Por supuesto, esto es ideal, y no todo es ideal, y me lleva a una categoría secundaria de inversiones, que agruparé como "Situaciones Especiales" ... una categoría que incluye estas acciones baratas que se pueden vender con ganancias a un propietario privado. Este subconjunto de inversiones también incluye la suma de las ideas de las partes, activos baratos / ocultos, situaciones corporativas como escisiones, ofertas de derechos, recapitalizaciones, ofertas de licitación, etc.

The difference between these two categories can be summarized using an analogy of the dairy farmer (who raises dairy cattle to produce consistent milk over time) vs. a cattle rancher (who raises beef cattle which are used for meat production). The dairy cow provides consistent milk over and over for long periods of time. The beef cow doesn't produce cash flow, but provides a payoff when the beef gets sold.

La diferencia entre estas dos categorías se puede resumir utilizando una analogía del productor lechero (que cría ganado lechero para producir leche consistente a lo largo del tiempo) frente a un ganadero (que cría ganado de carne que se utiliza para la producción de carne). La vaca lechera proporciona leche constante una y otra vez durante largos períodos de tiempo. La vaca de carne no produce flujo de efectivo, pero proporciona una recompensa cuando se vende la carne.

The compounders are the investments that continually grow intrinsic value over long periods of time with corresponding shareholder results over time. The investor buys compounding machines to partner in a business as a part owner, reaping his or her rewards over time as the business compounds in value. There is not an exit strategy in mind at the time of purchase with these types of businesses. It doesn't mean they get held forever, but the idea is to compound your investment over long periods of time through the business's results. The special situations are investments which are bought to be sold to someone else at a higher price.

Las empresas compounders son las inversiones que crecen continuamente el valor intrínseco durante largos períodos de tiempo con los correspondientes resultados de los accionistas a lo largo del tiempo. El inversor compra máquinas de componer para asociarse en un negocio como copropietario, cosechando sus recompensas con el tiempo a medida que el negocio aumenta su valor. No hay una estrategia de salida en mente en el momento de la compra con este tipo de negocios. No significa que se mantengan para siempre, pero la idea es aumentar su inversión durante largos períodos de tiempo a través de los resultados del negocio. Las situaciones especiales son inversiones que se compran para ser vendidas a otra persona a un precio más alto.

But even in these "special situation" investments, I tend to keep in mind the same general business principles discussed above. Each investment is unique, but the principles are generally the same.

Pero incluso en estas inversiones de "situación especial", tiendo a tener en cuenta los mismos principios comerciales generales discutidos anteriormente. Cada inversión es única, pero los principios son generalmente los mismos.

To Sum It Up

Para resumirlo

I look at a lot of undervalued situations and various opportunities, but I prefer investing for the long term—partnering with good management who are owner operators of high quality businesses with high returns on capital and attractive reinvestment opportunities.

Veo muchas situaciones infravaloradas y varias oportunidades, pero prefiero invertir a largo plazo, asociándose con una buena administración que son operadores propietarios de negocios de alta calidad con altos rendimientos de capital y atractivas oportunidades de reinversión.

The math is simple, and it exemplifies the importance of owning a business that can reinvest earnings at high rates of return—a situation that will create a compounding intrinsic value over time.

Las matemáticas son simples y ejemplifican la importancia de poseer un negocio que pueda reinvertir las ganancias a altas tasas de rendimiento, una situación que creará un valor intrínseco compuesto con el tiempo.

Some Other Posts in This ROIC Series:

Algunas otras publicaciones en esta serie roic:

[Importance of ROIC Part 1](#)

[Importance of ROIC Part 2](#)

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 1](#)

[Thoughts on Return on Capital and Greenblatt's Magic Formula Part 2](#)

[Buffett Shareholder Letter High ROE](#)

[Wells Fargo vs. Small Community Banks](#)

[A Few Thoughts on Buffett and Great Banks](#)

John Huber is the portfolio manager of [Saber Capital Management](#), an investment firm that manages separate accounts for clients. Saber employs a value investing strategy with a primary goal of patiently compounding capital for the long-term.

John also writes about investing at the blog [Base Hit Investing](#), and can be reached at john@sabercapitalmgt.com.

<https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-part-4-the-math-of-compounding/>

Importance of ROIC Part 4: The Math of Compounding

Importancia del ROIC Parte 4: Las matemáticas de la composición

by [John Huber](#) | Sep 30, 2014 | [Investment Philosophy](#)

I thought I'd circle back to discuss the topic of compounders and return on capital. I [wrote a few posts about earlier this year](#), and there have been numerous comments and questions.

Pensé que volvería a discutir el tema de empresa que componen y el retorno del capital. Escribí algunas publicaciones a principios de este año, y ha habido numerosos comentarios y preguntas.

In this post, I want to discuss the actual math behind the compounders, to try and show why return on capital is so important to long term business owners (which is what we are as stockholders).

En esta publicación, quiero discutir las matemáticas reales detrás de las empresas compunders, para tratar de mostrar por qué el rendimiento del capital es tan importante para los propietarios de negocios a largo plazo (que es lo que somos como accionistas).

To recap what I mentioned earlier, I usually put investments in two broad categories, but ideally, I'm looking for:

Para recapitular lo que mencioné anteriormente, generalmente pongo inversiones en dos categorías amplias, pero idealmente, estoy buscando:

- **A business that can produce high returns on capital** **Un negocio que puede producir altos rendimientos sobre el capital**
- **A business that can reinvest a large portion of earnings at similar high rates** **Una empresa que puede reinvertir una gran parte de las ganancias a tasas altas similares**
- **A business run by good management, who will allocate the excess cash in a value creating way** (preferably management owns a large stake in the business themselves, aligning interests) **Un negocio dirigido por una buena administración, que asignará el exceso de efectivo de una manera que genere valor** (preferiblemente la administración posee una gran participación en el negocio, alineando intereses)

These three factors combine to create the rate that the business compounds intrinsic value over time.

Estos tres factores se combinan para crear la tasa a la que el negocio compone el valor intrínseco a lo largo del tiempo.

The Math Behind Compounding Intrinsic Value

Las matemáticas detrás de la composición del valor intrínseco

The math is simple.

Las matemáticas son simples.

To briefly review, I find it helpful to use a back of the envelope formula as a way to think about the rate at which a business is compounding its intrinsic value. Basically, a business will grow its intrinsic value at a rate that equals the product of two factors: the incremental return on invested capital (ROIC) and the reinvestment rate.

Para revisar brevemente, me parece útil usar una fórmula de la parte posterior del sobre como una forma de pensar en la tasa a la que una empresa está componiendo su valor intrínseco. Básicamente, una empresa aumentará su valor intrínseco a una tasa que iguala el producto de dos factores: el rendimiento incremental del capital invertido (ROIC) y la tasa de reinversión.

A simple example: a business that can reinvest 50% of its earnings back into the business at a 12% return on investment will compound the intrinsic value of the enterprise at 6% annually (50% x 12%). See [this post for more discussion](#) on this.

Un ejemplo simple: una empresa que puede reinvertir el 50% de sus ganancias en el negocio con un retorno de la inversión del 12% compuesto el valor intrínseco de la empresa al 6% anual (50% x 12%). Vea esta publicación para obtener más información sobre esto.

Let's look at a hypothetical example of 2 businesses (Company A and Company B):

Veamos un ejemplo hipotético de 2 negocios (Compañía A y Compañía B):

Company A produces 20% ROIC and can reinvest 100% of its earnings

La empresa A produce el 20% de ROIC y puede reinvertir el 100% de sus ganancias

Company B produces 20% ROIC and can reinvest 50% of its earnings

La empresa B produce el 20% de ROIC y puede reinvertir el 50% de sus ganancias

In both examples, we'll assume the investment is a long term investment over 15 years. Many investments don't last this long, but in this exercise we are imagining ourselves as a long term partner in the business, and this is how I happen to think about stocks anyhow. And business owners don't trade in and out of businesses every year or two. We'll look at various starting and ending valuations, and we'll see how both the valuation (the P/E ratios) as well as the quality (ROIC) impact our investment returns over the 15 years.

En ambos ejemplos, asumiremos que la inversión es una inversión a largo plazo durante 15 años. Muchas inversiones no duran tanto, pero en este ejercicio nos imaginamos a nosotros mismos como un socio a largo plazo en el negocio, y así es como pienso en las acciones de todos modos. Y los dueños de negocios no comercian dentro y fuera de las empresas cada año o dos. Veremos varias valoraciones iniciales y finales, y veremos cómo tanto la valoración (los ratios P/E) como la calidad (ROIC) impactan en nuestros rendimientos de inversión a lo largo de los 15 años.

Example 1—Company A

Ejemplo 1: Empresa A

In this example, we'll assume earnings are cash earnings to make things simple. Let's assume the business produces \$1.00 of earnings per share, and let's say Company A has a stock price of \$25.00 (a P/E of 25). Let's assume the business is a growing enterprise and it can reinvest 100% of its earnings back into the business at a rate of 20% after tax (20% Return on Capital). The business sells a niche product to a growing market of customers that rely on Company A exclusively, thus the business has a nice competitive advantage over potential competitors. This "moat" allows them to achieve 20% returns on capital for the next 15 years.

En este ejemplo, asumiremos que las ganancias son ganancias en efectivo para hacer las cosas simples. Supongamos que el negocio produce **\$ 1.00 de ganancias por acción**, y digamos que la Compañía A tiene **un precio de acción de \$ 25.00 (un P / E (25/1) de 25)**. Supongamos que el negocio es una empresa en crecimiento **y puede reinvertir el 100% de sus ganancias en el negocio** a una tasa del 20% después de impuestos (**20% de retorno sobre el capital**). El negocio vende un producto de nicho a un mercado creciente de clientes que confían exclusivamente en la Compañía A, por lo tanto, el negocio tiene una buena ventaja competitiva sobre los competidores potenciales. **Este "foso" les permite alcanzar un 20% de rendimiento del capital durante los próximos 15 años.**

Let's take a look at the value of the business in 15 years:

Echemos un vistazo al valor del negocio en 15 años:

- Year 1 EPS = \$1.00 **EPS del año 1 = \$1.00**
- Year 15 EPS = \$15.40 **Año 15 EPS = \$15.40 , la formula aplicada para interés compuesto es $CF = CI(1+i)^n$; $CI = \text{EPS del año 1} = \1 , $i = (20/100 = 0.2)$ $n = 15$**

Pretty simple... if the business has an ROIC of 20% and can reinvest 100% of their earnings, then earnings will grow at 20% over time, and the growth of the intrinsic value of the business will also approximate this 20% annual growth rate.

Bastante simple... si la empresa tiene un ROIC del 20% y puede reinvertir el 100% de sus ganancias, entonces las ganancias crecerán al 20% con el tiempo, y el crecimiento del valor intrínseco del negocio también se aproximará a esta tasa de crecimiento anual del 20%.

Now, let's say we paid 25 times earnings for this business 15 years ago (\$25 per share). Let's take a look at what the value of our stock (and the 15 year CAGR) will be at various P/E multiples (remember we paid \$25 per share 15 years ago for Company A):

Ahora, digamos que pagamos 25 veces las ganancias de este negocio hace 15 años (\$ 25 por acción). Echemos un vistazo a cuál será el valor de nuestras acciones (y la CAGR de 15 años) en varios múltiplos de P / E (recuerde que pagamos \$ 25 por acción hace 15 años por la Compañía A):

- 10 P/E: \$154.00 per share (12.9% CAGR) **10 P/E: $\$154.00 = (\text{EPS} \times 10) = (15.40 \times 10)$ por acción (12.9% CAGR) ; $\text{CAGR} = ((\text{PFINAL} / \text{PINI})^{1/n} - 1) \times 100$ Donde $\text{PINI} = 25$ $\text{PFINAL} = 154$ Y $n = 15$ años Entonces $((154/25)^{1/15} - 1) \times 100 = 12.9\%$**

- 15 P/E: \$231.00 per share (16.0% CAGR) **15 P/E: \$231.00=(EPS*15)=(15.40*15) por acción (16.0% CAGR) ; CAGR = ((PFINAL/ PINI ^1/n)-1)*100 Donde PINI = 25 PFINAL = 231 Y n = 15 años Entonces (((231/25) ^1/15)-1)*100= 16.0%**
- 20 P/E: \$308.00 per share (18.2% CAGR) **20 P/E: \$308.00=(EPS*20)=(15.40*20) por acción (18.2% CAGR) ; CAGR = ((PFINAL/ PINI ^1/n)-1)*100 Donde PINI = 25 PFINAL = 308 Y n = 15 años Entonces (((308/25) ^1/15)-1)*100= 18.2%**

So for this wonderful business, even paying 25 times earnings worked out to a stellar return for shareholders of around 13% annually for 15 years even as the P/E multiple contracted from 25 all the way down to 10, which would be a very low multiple for a great business like this.

Entonces, para este maravilloso negocio, incluso pagar 25 veces las ganancias resultó en un rendimiento estelar para los accionistas de alrededor del 13% anual durante 15 años, incluso cuando el múltiplo de P / E se contrajo de 25 hasta 10, lo que sería un múltiplo muy bajo para un gran negocio como este.

Example 2—Company B

Ejemplo 2: Empresa B

Let's assume that this business—Company B—reinvests half of its earnings at a rate of return (ROIC) of 20% and pays out the other 50% as a dividend. In this case, the intrinsic value of the enterprise will compound at 10% annually (20% ROIC times the 50% reinvestment rate equals a 10% growth rate). Let's assume we paid the same price as the first business (25 times earnings). Let's assume the same \$1 starting EPS.

Supongamos que este negocio, la Compañía B, reinvierte la mitad de sus ganancias a una tasa de rendimiento (ROIC) del 20% y paga el otro 50% como dividendo. **En este caso, el valor intrínseco de la empresa compone al 10% anual (20% ROIC multiplicado por la tasa de reinversión del 50% equivale a una tasa de crecimiento del 10%).** Supongamos que pagamos el mismo precio que el primer negocio (25 veces las ganancias). Supongamos el mismo EPS inicial de \$ 1.

In 15 years, EPS will equal \$4.17 per share (assuming a constant 20% return on incremental capital and a 50% reinvestment rate). Let's also assume a constant 2% dividend yield, since Company B can pay out a portion of earnings as dividends, unlike Company A which reinvested all of its earnings.

En 15 años, el EPS será igual a \$ 4.17 por acción (suponiendo un rendimiento constante del 20% sobre el capital incremental y una tasa de reinversión del 50%). Supongamos también un rendimiento de dividendos constante del 2%, ya que la Compañía B puede pagar una parte de las ganancias como dividendos, a diferencia de la Compañía A que reinvirtió todas sus ganancias.

- 10 P/E: \$41.77 (5.5% CAGR) : **10 P/E: \$41.77=(EPS*10)=(4.17*10) por acción (5.5% CAGR) ; CAGR = ((PFINAL/ PINI ^1/n)-1)*100 Donde PINI = 25 PFINAL = 41.77 Y n = 15 años Entonces (((41.77/25) ^1/15)-1)*100= 3.5%; a esto le agregamos 2% de dividendo, entonces nos da (5.5% CAGR)**
- 15 P/E: \$62.66 (8.3% CAGR) : **15 P/E: \$62.66=(EPS*15)=(4.17*15) por acción (8.3% CAGR) ; CAGR = ((PFINAL/ PINI ^1/n)-1)*100 Donde PINI = 25 PFINAL = 62.66 Y n**

= 15 años Entonces $((62.66/25)^{1/15} - 1) * 100 = 6.3\%$; a esto le agregamos 2% de dividendo, entonces nos da (8.3% CAGR)

- 20 P/E: \$83.54 (10.4% CAGR) : 20 P/E: $\$83.54 = (EPS * 20) = (4.17 * 20)$ por acción (10.4% CAGR) ; CAGR = $((P_{FINAL} / P_{INI})^{1/n} - 1) * 100$ Donde $P_{INI} = 25$ $P_{FINAL} = 83.54$ Y $n = 15$ años Entonces $((83.54/25)^{1/15} - 1) * 100 = 8.4\%$; a esto le agregamos 2% de dividendo, entonces nos da (10.4% CAGR)

So both of the above businesses produce 20% returns on invested capital, but Company A is clearly the superior investment if both are priced around the same level. This is simply because company A has twice the level of investment opportunity, as it can reinvest all of its earnings at 20%, whereas company B can only invest half of its earnings at 20%.

Por lo tanto, las dos empresas anteriores producen rendimientos del 20% sobre el capital invertido, pero la Compañía A es claramente la inversión superior si ambas tienen un precio alrededor del mismo nivel. Esto se debe simplemente a que la empresa A tiene el doble de oportunidad de inversión, ya que puede reinvertir todas sus ganancias al 20%, mientras que la empresa B solo puede invertir la mitad de sus ganancias al 20%.

Logically, this makes perfect sense. If two businesses (Company A and Company B) have opportunities to make 20% returns on incremental investments, but Company A can invest twice as much as Company B at that 20% rate of return, then company A will create much more value over time for its owners than Company B.

Lógicamente, esto tiene mucho sentido. Si dos empresas (la Compañía A y la Compañía B) tienen oportunidades de obtener un rendimiento del 20% de las inversiones incrementales, pero la Compañía A puede invertir el doble que la Compañía B a esa tasa de rendimiento del 20%, entonces la Compañía A creará mucho más valor con el tiempo para sus propietarios que la Compañía B.

Both companies above will show up in screeners as businesses that produce 20% ROIC, but one is clearly superior to the other because it can retain and reinvest a higher portion of its earnings, and thus will compound intrinsic value much faster.

Ambas compañías anteriores aparecerán en los screeners como empresas que producen un 20% de ROIC, pero una es claramente superior a la otra porque puede retener y reinvertir una mayor parte de sus ganancias y, por lo tanto, agravará el valor intrínseco mucho más rápido.

Picking the "Right Business" is More Important than Picking the "Right Multiple"

Elegir el "negocio correcto" es más importante que elegir el "múltiplo correcto"

In [Part 3 of this series](#), I mentioned that ROIC is far and away the most important factor to consider, as the math (the back of the envelope formula) shows. A business that produces 6% ROIC will not compound intrinsic value regardless of how much they can invest back into the business (in fact, a business that produces low returns would be better off not reinvesting, as owners could likely reallocate those earnings at higher rates elsewhere).

En la Parte 3 de esta serie, mencioné que el ROIC es, de lejos, el factor más importante a considerar, como muestran las matemáticas (la fórmula de la parte posterior del sobre). Una empresa que

produce un ROIC del 6% no compondrá el valor intrínseco independientemente de cuánto puedan invertir en el negocio (de hecho, una empresa que produce bajos rendimientos sería mejor no reinvertir, ya que los propietarios probablemente podrían reasignar esas ganancias a tasas más altas en otros lugares).

So a business that can produce above average returns on capital is crucial when it comes to compounding value.

Por lo tanto, un negocio que pueda producir rendimientos de capital superiores al promedio es crucial cuando se trata de valor compuesto.

But I also wanted to demonstrate that picking the right business (i.e. the one that can invest large amounts of capital at attractive rates of return) is far more important than paying the lowest multiple to current earnings.

Pero también quería demostrar que elegir el negocio correcto (es decir, el que puede invertir grandes cantidades de capital a tasas de rendimiento atractivas) es mucho más importante que pagar el múltiplo más bajo a las ganancias actuales.

Notice in the simple example above, I assumed that we paid a P/E multiple of 25 for both businesses. Obviously, at the same price to earnings ratio, the business that can compound intrinsic value faster will create better returns for shareholders. But let's compare investment results if we pay a lot less for Company B (the inferior compounder).

Observe en el ejemplo simple anterior, asumí que pagamos un múltiplo de P / E de 25 para ambos negocios. Obviamente, al mismo precio que la relación ganancias, el negocio que puede componer el valor intrínseco más rápido creará mejores rendimientos para los accionistas. Pero comparemos los resultados de inversión si pagamos mucho menos por la Compañía B (el compuestor inferior).

Company A vs. Company B at Various Valuations

Empresa A vs. Empresa B en varias valoraciones

The tables compare purchase price P/E's for Co A and B (the top row) and compares that to various sale P/E's 15 years later (the left hand column). As you can see, at a certain valuation, Company B is a better investment, but I noticed that you could roughly pay twice the valuation for Company A and still come out ahead over time. And I used 15 years, but the longer you own Company A, the wider the gap gets between Company A's and Company B's investment result.

Las tablas comparan los precios de compra P / E para Co A y B (la fila superior) y lo comparan con varios P / E de venta 15 años después (la columna de la izquierda). Como puede ver, a una cierta valoración, la Compañía B es una mejor inversión, pero noté que podría pagar aproximadamente el doble de la valoración de la Compañía A y aún así salir adelante con el tiempo. Y utilicé 15 años, pero cuanto más tiempo sea propietario de la Compañía A, más amplia será la brecha entre el resultado de inversión de la Compañía A y la Compañía B.

	Buy P/E = 25	Buy P/E =10
Ending P/E After 15 Yrs	Co. A CAGR	Co. B CAGR
10	12.9%	15.0%
12	14.3%	15.8%
15	16.0%	17.2%
20	18.2%	19.0%
	Buy P/E = 25	Buy P/E =15
Ending P/E After 15 Yrs	Co. A CAGR	Co. B CAGR
10	12.9%	11.3%
12	14.3%	12.1%
15	16.0%	13.3%
20	18.2%	15.1%

So at a certain gap between the valuation levels, Company B becomes a better investment. But you'd have to pay 2.5 times the valuation of Company B in order to get an inferior result from Company A.

Entonces, en una cierta brecha entre los niveles de valoración, la Compañía B se convierte en una mejor inversión. Pero tendría que pagar 2,5 veces la valoración de la Empresa B para obtener un resultado inferior de la Compañía A.

Below, you can see that at twice the valuation (P/E of 20 vs. P/E of 10), it is roughly even. But if you have to pay 15 times earnings for Company B, Company A is a vastly superior investment.

A continuación, puede ver que al doble de la valoración (P / E de 20 vs. P / E de 10), es aproximadamente uniforme. Pero si tiene que pagar 15 veces las ganancias de la Compañía B, la Compañía A es una inversión muy superior.

	Buy P/E = 20	Buy P/E =10
Ending P/E After 15 Yrs	Co. A CAGR	Co. B CAGR
10	14.6%	15.0%
12	16.0%	15.8%
15	17.7%	17.2%
20	20.0%	19.0%
	Buy P/E = 20	Buy P/E =15
Ending P/E After 15 Yrs	Co. A CAGR	Co. B CAGR
10	14.6%	11.3%
12	16.0%	12.1%
15	17.7%	13.3%
20	20.0%	15.1%

If the ending P/E is the same for both companies (unlikely given the better quality of Company A), Company A still outperforms Company B as an investment, even if Company A's multiple

contracts and Company B's multiple expands and even though we paid 20 P/E for Company A and just 10 P/E for Company B.

Si el P / E final es el mismo para ambas compañías (poco probable dada la mejor calidad de la Compañía A), la Compañía A aún supera a la Compañía B como inversión, incluso si los múltiplos de la Compañía A y el múltiplo de la Compañía B se expanden y a pesar de que pagamos 20 P / E por la Compañía A y solo 10 P / E por la Compañía B.

Keep in mind, Company B is still a good company (it's compounding value at 10%), it's just not nearly as good as Company A, which will be the superior investment all the way up to twice the price relative to earnings.

Tenga en cuenta que la Compañía B sigue siendo una buena compañía (tiene un valor compuesto del 10%), simplemente no es tan buena como la Compañía A, que será la inversión superior hasta el doble del precio en relación con las ganancias.

"If you're right about the business, you'll make a lot of money." – Warren Buffett, University of Georgia, 2001

"Si tienes razón sobre el negocio, ganarás mucho dinero". – Warren Buffett, Universidad de Georgia, 2001

Some of you might be rolling your eyes at the simplicity (obviously, high ROIC and the corresponding growth will lead to good investment returns). Other readers are thinking—yeah, owning a great business is great, but the problem is predicting which businesses will be able to sustainably produce these high returns on capital.

Algunos de ustedes pueden estar poniendo los ojos en blanco ante la simplicidad (obviamente, el alto ROIC y el crecimiento correspondiente conducirán a buenos rendimientos de inversión). Otros lectores están pensando: sí, poseer un gran negocio es genial, pero el problema es predecir qué empresas podrán producir de manera sostenible estos altos rendimientos del capital.

It is difficult. But the purpose here is to show the actual math behind the ROIC and the ability of a business to reinvest large portions of earnings and why those two factors are so important to long term owner returns.

Es difícil. Pero el propósito aquí es mostrar las matemáticas reales detrás del ROIC y la capacidad de una empresa para reinvertir grandes porciones de ganancias y por qué esos dos factores son tan importantes para los rendimientos de los propietarios a largo plazo.

This is why Buffett is always talking about great businesses. It's not just because he wants to sound like a simple, wise, grandfatherly figure—it's because of the math. If you pick the right business, the multiple you pay for the business is far less significant on your returns than the quality and sustainability of the returns on capital.

Es por eso que Buffett siempre está hablando de grandes negocios. No es solo porque quiera sonar como una figura simple, sabia y de abuelo, es por las matemáticas. Si elige el negocio correcto, el múltiplo que paga por el negocio es mucho menos significativo en sus rendimientos que la calidad y la sostenibilidad de los rendimientos del capital.

Now, I am not recommending paying 25 times earnings for quality businesses. As the skeptics pointed out earlier, it's far too difficult to predict what the next 15 years will look like.

Ahora, no estoy recomendando pagar 25 veces las ganancias para negocios de calidad. Como los escépticos señalaron anteriormente, es demasiado difícil predecir cómo serán los próximos 15 años.

But that doesn't mean I want to abandon the effort to locate great businesses. It's just that ideally, we want to find them cheap enough to secure a large margin of safety in case we are wrong in our assessment of the quality of the business, as this gives us two things:

Pero eso no significa que quiera abandonar el esfuerzo por localizar grandes negocios. Es solo que idealmente, queremos encontrarlos lo suficientemente baratos como para asegurar un gran margen de seguridad en caso de que nos equivoquemos en nuestra evaluación de la calidad del negocio, ya que esto nos da dos cosas:

- A margin of safety if we were wrong about the quality or sustainability of the business' return on capital **Un margen de seguridad si nos equivocamos sobre la calidad o sostenibilidad del retorno del capital del negocio**
- The benefit of much higher returns if we were in fact right about the business **El beneficio de rendimientos mucho más altos si de hecho tuviéramos razón sobre el negocio**

This is part art, part science, but over time, sticking to businesses that create high returns on the capital it invests will significantly improve the probability of achieving above average investment returns.

Esto es en parte arte, en parte ciencia, pero con el tiempo, apegarse a las empresas que crean altos rendimientos sobre el capital que invierte mejorará significativamente la probabilidad de lograr rendimientos de inversión superiores al promedio.

In other words, as some investors like to say—and a phrase I often repeat—Heads, we win. Tails, we don't lose much...

En otras palabras, como a algunos inversores les gusta decir, y una frase que repito a menudo, Cara, ganamos. Cruz, no perdemos mucho...

In the next post, we'll take a look at a real life example (one among many examples), to show that a business that produces consistent returns on capital over time does in fact create real value for its owners.

En la próxima publicación, echaremos un vistazo a un ejemplo de la vida real (uno entre muchos ejemplos), para mostrar que una empresa que produce rendimientos consistentes sobre el capital a lo largo del tiempo de hecho crea valor real para sus propietarios.

John Huber is the portfolio manager of [Saber Capital Management](#), an investment firm that manages separate accounts for clients. Saber employs a value investing strategy with a primary goal of patiently compounding capital for the long-term.

John also writes about investing at the blog [Base Hit Investing](#), and can be reached at john@sabercapitalmgt.com.

<https://sabercapitalmgt.com/importance-of-roic-part-5-a-glance-at-the-last-42-years-of-wells-fargo/>

Importance of ROIC Part 5: A Glance at the Last 42 Years of Wells Fargo

Importancia del ROIC Parte 5: Una mirada a los últimos 42 años de Wells Fargo

by [John Huber](#) | Oct 10, 2014 | [Case Studies](#), [Investment Ideas & Company Research](#), [Investment Philosophy](#), [Investment Quotes](#)

"Experience, however, indicates that the best business returns are usually achieved by companies that are doing something quite similar today to what they were doing five or ten years ago... a business that constantly encounters major change also encounters many chances for major error. Furthermore, economic terrain that is forever shifting violently is ground on which it is difficult to build a fortress-like business franchise. Such a franchise is usually the key to sustained high returns."

—Warren Buffett, [1992 Shareholder Letter](#)

"Por experiencia, sin embargo, indica que los mejores rendimientos comerciales generalmente los logran las empresas que están haciendo algo bastante similar hoy en día a lo que estaban haciendo hace cinco o diez años ... un negocio que constantemente se encuentra con un cambio importante también encuentra muchas posibilidades de errores importantes. Además, el terreno económico que está cambiando violentamente para siempre es un terreno sobre el que es difícil construir una franquicia comercial similar a una fortaleza. Tal franquicia suele ser la clave para obtener altos rendimientos sostenidos".

—Warren Buffett, [1992 Shareholder Letter](#)

[In the last post](#), I compared two hypothetical companies using some basic math regarding returns on capital.

En la última publicación, comparé dos compañías hipotéticas utilizando algunas matemáticas básicas con respecto a los rendimientos del capital.

It helps to keep this general formula in mind, which is a rough estimate for how fast a business will compound intrinsic value over time... A business will compound value at a rate that approximates the following product: ROIC x Reinvestment Rate.

Ayuda a tener en cuenta esta fórmula general, que es una estimación aproximada de qué tan rápido un negocio compone el valor intrínseco con el tiempo ... **Una empresa tendrá un valor compuesto a una tasa que se aproxima. al siguiente producto: ROIC x Tasa de reinversión.**

To look at a real life simple example, let's look at a company I've discussed before: [Wells Fargo](#). Just for fun, I decided to check out the price in 1972, since I like looking at [historical annual reports](#) and I wanted to use a year where the stock market was in a bubble (and about to crash 50%). 42 years ago, the stock market was at the end of what is now known as the "Nifty-Fifty" bubble. It was a stock

market where many large cap stocks were being bought at 40-50 times earnings or more by newly created mutual funds that were gathering assets at a feverish pace and were putting this inflow of cash to work at ever rising stock prices regardless of valuations. We know how this ended: by 1974 stocks had lost half their value, mutual funds went from uber-bullish at the top of the market to uber-bearish at the bottom, and valuations became much more reasonable.

Para ver un ejemplo simple de la vida real, echemos un vistazo a una compañía que he discutido antes: Wells Fargo. Solo por diversión, decidí revisar el precio en 1972, ya que me gusta mirar los informes anuales históricos y quería usar un año en el que el mercado de valores estuviera en una burbuja (y a punto de colapsar un 50%). Hace 42 años, el mercado de valores estaba al final de lo que ahora se conoce como la burbuja "Nifty-Fifty". Era un mercado de valores donde muchas acciones de gran capitalización estaban siendo compradas a 40-50 veces las ganancias o más por fondos mutuos recién creados que estaban reuniendo activos a un ritmo febril y estaban poniendo esta entrada de efectivo a trabajar a precios de acciones cada vez más altos, independientemente de las valoraciones. Sabemos cómo terminó esto: en 1974 las acciones habían perdido la mitad de su valor, los fondos mutuos pasaron de ser súper alcistas en la parte superior del mercado a súper bajistas en la parte inferior, y las valoraciones se volvieron mucho más razonables.

I wanted to use a year where stock prices were generally expensive to ensure that I wasn't using data from a market bottom, and to also show that even in a bubble year, a business that subsequently continues to produce high returns on capital will create shareholder value.

Quería usar un año en el que los precios de las acciones fueran generalmente caros para asegurarme de que no estaba utilizando datos de un fondo de mercado, y también para mostrar que incluso en un año de burbuja, un negocio que posteriormente continúa produciendo altos rendimientos sobre el capital creará valor para los accionistas.

High Returns on Incremental Investments Leads to Compounding Value

Los altos rendimientos de las inversiones incrementales conducen a un valor compuesto

In 1972, Wells Fargo was trading at \$0.59 per share (obviously, adjusted for splits). Today the stock trades around \$52 per share, roughly 88 times the price it was in the 1972 market top. In other words, WFC has compounded its stock price at 11.4% annually, not including dividends. If we include dividends, shareholders have seen around 14% total annual returns over the past four+ decades.

En 1972, **Wells Fargo** cotizaba a 0,59 dólares por acción (obviamente, ajustado por escisiones). Hoy en día, las acciones cotizan alrededor de \$ 52 por acción, aproximadamente 88 veces el precio que tenía en la cima del mercado de 1972. En otras palabras, WFC ha compuesto el precio de sus acciones en un 11,4% anual, sin incluir los dividendos. Si incluimos los dividendos, **los accionistas han visto alrededor del 14% de rendimientos anuales totales en las últimas cuatro décadas.**

How did this happen? There are many reasons, but let's just look at the math (i.e. the results of management's execution, we'll leave the "why" for another time).

¿Cómo sucedió esto? Hay muchas razones, pero veamos las matemáticas (es decir, los resultados de la ejecución de la administración, dejaremos el "por qué" para otro momento).

So to review this math, I pulled up an old annual report showing financial data from the early 70's. The 1974 WFC annual report is the first one to provide market prices for the stock, as well as book value data. So I got 1972's numbers from the '74 report.

Entonces, para revisar estas matemáticas, saqué un viejo informe anual que mostraba datos financieros de principios de los años 70. El informe anual de la WFC de 1974 es el primero en proporcionar los precios de mercado de las acciones, así como los datos de valor contable. Así que obtuve los números de 1972 del informe del 74.

Here are some key numbers to look at from 1972 (again, I adjusted these for splits):

Aquí hay algunos números clave para mirar desde 1972 (nuevamente, los ajusté para las divisiones):

- 1972 WFC Book Value: \$0.40
- 1972 WFC Stock Price: \$0.59
- 1972 WFC ROE: 10.9%
- 1972 WFC P/B Ratio: 1.5

Let's compare that to the numbers from halfway through 2014:

Comparemos eso con los números de la mitad de 2014:

- 2014 WFC Book Value: \$31.18
- 2014 WFC Stock Price: ~\$52
- 2014 WFC ROE: 13.5%
- 2014 WFC P/B Ratio: 1.6

So in the past 41 and a half years, Wells Fargo has:

Así que en los últimos 41 años y medio, Wells Fargo ha:

- **Compounded Book Value at 11.1%** Valor contable compuesto en 11,1%
- **Compounded Stock Price (not including dividends) at 11.4%** Precio de las acciones compuestas (sin incluir dividendos) en 11.4%
- **Earning power has compounded at 11.7% (earnings have grown from around \$0.04 to over \$4.00 per share)** El poder adquisitivo se ha compuesto en un 11.7% (las ganancias han crecido de alrededor de \$ 0.04 a más de \$ 4.00 por acción)
- **P/B Ratio is roughly the same as it was 42 years ago** La relación P /B es aproximadamente la misma que hace 42 años.

As you can see, the intrinsic value of the enterprise (as evidenced by the compounding net worth and earning power) has compounded very nicely over a long period of time, which has led to similar returns for shareholders. If we include dividends, shareholders have seen around 14% annual returns, even if they invested toward the top of the 1972 bubble.

Como puede ver, el valor intrínseco de la empresa (como lo demuestra el patrimonio neto compuesto y el poder adquisitivo) se ha compuesto muy bien durante un largo período de tiempo, lo que ha llevado a rendimientos similares para los accionistas. Si incluimos los dividendos, los

accionistas han visto alrededor del 14% de rendimiento anual, incluso si invirtieron hacia la cima de la burbuja de 1972.

This year I spent a lot of time paging through many old Wells Fargo annual reports. If you look back over time, you'll find that Wells Fargo produced mid-teen returns on its equity capital over the past four decades:

Este año pasé mucho tiempo hojeando muchos informes anuales antiguos de Wells Fargo. Si mira hacia atrás en el tiempo, encontrará que Wells Fargo produjo rendimientos a mediados de la adolescencia sobre su capital social en las últimas cuatro décadas:

Wells Fargo Historical Return on Equity									
	ROE	Earnings (millions)	Dividends (millions)	% of Earnings Retained		ROE	Earnings (millions)	Dividends (millions)	% of Earnings Retained
1972	11%	\$39	\$16	60%	1993	17%	\$612	\$136	78%
1973	11%	\$44	\$18	59%	1994	22%	\$798	\$216	73%
1974	11%	\$49	\$19	61%	1995	30%	\$990	\$224	77%
1975	12%	\$55	\$19	65%	1996	9%	\$1,004	\$427	57%
1976	12%	\$62	\$20	68%	1997	13%	\$2,456	\$1,019	59%
1977	14%	\$86	\$24	72%	1998	10%	\$1,915	\$1,149	40%
1978	16%	\$116	\$31	73%	1999	18%	\$3,712	\$1,307	65%
1979	16%	\$123	\$39	68%	2000	16%	\$4,009	\$1,546	61%
1980	14%	\$122	\$44	64%	2001	15%	\$3,994	\$1,727	57%
1981	13%	\$124	\$45	64%	2002	20%	\$5,710	\$1,890	67%
1982	13%	\$139	\$46	67%	2003	19%	\$6,202	\$2,546	59%
1983	13%	\$155	\$51	67%	2004	20%	\$7,014	\$3,186	55%
1984	13%	\$169	\$53	68%	2005	20%	\$7,671	\$3,411	56%
1985	14%	\$190	\$57	70%	2006	20%	\$8,482	\$3,683	57%
1986	15%	\$274	\$72	74%	2007	17%	\$8,057	\$3,951	51%
1987	2%	\$51	\$90	0%	2008	5%	\$2,369	\$4,391	0%
1988	24%	\$513	\$130	75%	2009	10%	\$7,990	\$2,227	72%
1989	25%	\$601	\$172	71%	2010	10%	\$11,632	\$1,045	91%
1990	25%	\$712	\$199	72%	2011	12%	\$15,025	\$2,533	83%
1991	0%	\$21	\$182	0%	2012	13%	\$17,999	\$4,653	74%
1992	7%	\$283	\$96	66%	2013	14%	\$20,889	\$6,080	71%
Average Return on Equity Since 1972						15%			
% of Retained Earnings Since 1972						66%			

Some interesting things to note about the last 42 years:

Algunas cosas interesantes a tener en cuenta sobre los últimos 42 años:

- Wells Fargo was profitable every single year (42 for 42) Wells Fargo fue rentable cada año (42 por 42)
- Earnings increased from the previous year 35 out of 42 years Las ganancias aumentaron con respecto al año anterior 35 de 42 años
- ROE averaged about 15% El ROE promedió alrededor del 15%

And this isn't in the table above, but worth repeating:

Y esto no está en la tabla anterior, pero vale la pena repetirlo:

- **WFC book value compounded at 11.1% since 1972** El valor contable del WFC tuvo un crecimiento compuesto en un 11,1% desde 1972
- **WFC stock price compounded at 11.4% since 1972 (not including dividends)** El precio de las acciones de WFC tuvo un crecimiento compuesto en un 11,4% desde 1972 (sin incluir los dividendos)
- **WFC earnings power compounded at 11.7% since 1972** El poder de ganancias de WFC tuvo un crecimiento compuesto en 11.7% desde 1972

You'll also notice that in most years, it retained 2/3rd of its earnings and paid out the other 1/3rd in dividends. So I'm using some back of the envelope thinking here and simply saying that the reinvestment rate is the level of earnings Wells Fargo has to allocate after paying dividends (note: some of these earnings could be used for buybacks, acquisitions, etc...).

También notará que en la mayoría de los años, retuvo 2/3 de sus ganancias y pagó el otro 1/3 en dividendos. Así que estoy usando un poco de reverso del sobre pensando aquí y simplemente diciendo que la tasa de reinversión es el nivel de ganancias que Wells Fargo tiene que asignar después de pagar dividendos (nota: algunas de estas ganancias podrían usarse para recompras, adquisiciones, etc.).

Remember the back of the envelope math: Recuerde la parte posterior de las matemáticas desarrolladas:

A business will compound at the product of two factors: Un negocio tiene un crecimiento compuesto en dos factores:

- The percentage of earnings it can retain and reinvest **El porcentaje de ganancias que puede retener y reinvertir**
- The rate of return it can achieve on that incremental investment **La tasa de rendimiento que puede lograr con esa inversión incremental**

So it's just the ROIC times the percentage of earnings it can reinvest (aka the reinvestment rate). In the example of Wells Fargo, I used equity capital (and thus, ROE), and the growth of book value as a proxy for the growth of intrinsic value.

Por lo tanto, es solo el ROIC multiplicado por el porcentaje de ganancias que puede reinvertir (también conocido como la tasa de reinversión). En el ejemplo de Wells Fargo, utilicé el capital social (y, por lo tanto, el ROE) y el crecimiento del valor contable como un indicador del crecimiento del valor intrínseco.

By the way, you could also look at ROA, which might be a better way to compare core earning power of the bank. However, I wanted to look at ROE in this case since we are buying the equity when we buy the stock and we accept the given amount of leverage ($ROE = ROA \times \text{Leverage}$).

Por cierto, también podría mirar el ROA, que podría ser una mejor manera de comparar el poder adquisitivo central del banco. Sin embargo, quería ver el ROE en este caso, ya que estamos comprando el capital cuando compramos la acción y aceptamos la cantidad dada de apalancamiento ($ROE = ROA \times \text{Apalancamiento}$).

Also, ROE averages over a long period of time (less dividends) is a good back of the envelope way to eyeball the growth in book value. And for a company like Wells Fargo, this long term compounding of net worth will approximately move in lock step with intrinsic value growth—and also stock price compounding... again, over a long period of time.

Además, los promedios de ROE durante un largo período de tiempo (menos dividendos) es una buena forma de ver el crecimiento del valor contable. Y para una compañía como Wells Fargo, esta capitalización a largo plazo del patrimonio neto se moverá aproximadamente en sintonía con el crecimiento del valor intrínseco, y también con la capitalización del precio de las acciones. de nuevo, durante un largo período de tiempo.

As an interesting side note, Wells Fargo carries less than half the leverage in 2014 than it did in 1972. In any event, we'll compare the returns on equity capital to see how shareholder capital compounded over time.

Como nota al margen interesante, Wells Fargo tiene menos de la mitad del apalancamiento en 2014 que en 1972. En cualquier caso, compararemos los rendimientos del capital social para ver cómo se comociente el capital de los accionistas con el tiempo.

So as you can see: 15% ROE and 66% Reinvestment Rate = 10% Intrinsic Value (Book Value) CAGR.

Entonces, como puede ver: 15% ROE y 66% tasa de reinversión = 10% de valor intrínseco (valor contable) CAGR.

You'll notice it's not exact, as book value compounded at 11%, and this back of the envelope math suggests book value will compound at 10%. The difference has to do with the aggregate effects of things like share buybacks/issuances, dividends, acquisitions, etc... but the basic idea should demonstrate that a business like Wells Fargo that can produce 15% returns on equity capital will grow the value of its net worth and earning power by 10% or so if it can reinvest 2/3rds of its earnings at that rate of return.

Notarás que no es exacto, ya que el valor contable se comó en un 11%, y esta matemática de la parte posterior del sobre sugiere que el valor contable se compondré en un 10%. La diferencia tiene que ver con los efectos agregados de cosas como recompras / emisiones de acciones, dividendos, adquisiciones, etc. pero la idea básica debería demostrar que una empresa como Wells Fargo que puede producir rendimientos del 15% sobre el capital social aumentará el valor de su patrimonio neto y su poder adquisitivo en un 10% más o menos si puede reinvertir 2/3 de sus ganancias a esa tasa de rendimiento.

Note: I went back to 1972 just for fun. You don't need to wait 42 years. I also looked at the 1974, the 1984, and the 1994 numbers, which would have provided very similar results, thanks to the incredibly consistent returns on equity.

Nota: Volví a 1972 solo por diversión. No necesitas esperar 42 años. También miré los números de 1974, 1984 y 1994, que habrían proporcionado resultados muy similares, gracias a los rendimientos increíblemente consistentes del capital.

Now, every time I post about a company with a long history of success, I get emails or comments about cherry picking, or the more sophisticated academic term: “confirmation bias” or “survivorship bias” (or something like that).

Ahora, cada vez que publico sobre una empresa con una larga historia de éxito, recibo correos electrónicos o comentarios sobre la selección de cerezas, o el término académico más sofisticado: "sesgo de confirmación" o "sesgo de supervivencia" (o algo así).

The point here is not to say that WFC is a good investment now or a good company now just because it has done well in the past.

El punto aquí no es decir que WFC es una buena inversión ahora o una buena compañía ahora solo porque le ha ido bien en el pasado.

The point is to simply look at the math...

El punto es simplemente mirar las matemáticas ...

High Returns on Incremental Investments Leads to Compounding Value

Los altos rendimientos de las inversiones incrementales conducen a un valor compuesto

And the math tells you that if you can locate a company that is producing attractive returns on its incremental capital, and your analysis of the business tells you that it has enough reinvestment opportunities that it will continue to be able to produce those returns going forward, then you will likely have a company that will compound at an above average rate.

Y las matemáticas le dicen que si puede localizar una empresa que está produciendo rendimientos atractivos sobre su capital incremental, y su análisis del negocio le dice que tiene suficientes oportunidades de reinversión para que continúe siendo capaz de producir esos rendimientos en el futuro, entonces es probable que tenga una empresa que se componer a una tasa superior a la media.

Wells Fargo was able to compound value for shareholders over decades because they were able to consistently reinvest sizable portions of retained earnings at attractive returns on equity.

Wells Fargo pudo tener un crecimiento compuesto que dio valor para los accionistas durante décadas porque pudieron reinvertir consistentemente porciones considerables de las ganancias retenidas con rendimientos atractivos sobre el capital.

Of course, this is just the math. The real work is handicapping each situation and being able to analyze and evaluate businesses. But the concept is important, and despite all that has been written about it, I think many people miss the concept, which puts them immediately behind in the count.

Por supuesto, esto es solo las matemáticas. El verdadero trabajo es comprender cada situación y ser capaz de analizar y evaluar los negocios. Pero el concepto es importante, y a pesar de todo lo que se ha escrito al respecto, creo que muchas personas extrañan el concepto, lo que los pone inmediatamente por detrás en el conteo.

A Clue in Determining if a Business Can Continue Producing High Returns

Una pista para determinar si una empresa puede seguir produciendo altos rendimientos

You might ask: How does one determine if attractive returns in the past will lead to attractive returns in the future? One reason I inserted the Buffett quote from the 1987 shareholder report is that he provides a very valuable clue: It helps to locate a business that will likely be doing the same thing in 5-10 years that it's doing now.

Podría preguntarse: ¿Cómo se determina si los rendimientos atractivos en el pasado conducirán a rendimientos atractivos en el futuro? Una razón por la que inserté la cita de Buffett del informe de accionistas de 1987 es que proporciona una pista muy valiosa: localiza un negocio que probablemente hará lo mismo en 5-10 años a lo que está haciendo ahora.

In 2009, Blackberry was producing incredibly high returns on invested capital—around 40%. But the problem is that in 2014, Blackberry is a completely different business with different products than it was in 2009. And in 2009, it would have been very hard to predict what 2014 would look like for Blackberry. Similarly, Apple is producing incredible returns in 2014, and they have a great business. But I don't know what products Apple will be selling 10 years from now. My guess is that they will still have cool products and they will still be a great company, but it's hard to value a business when you don't know what they will be selling in 10 years.

En 2009, Blackberry estaba produciendo rendimientos increíblemente altos sobre el capital invertido, alrededor del 40%. Pero el problema es que en 2014, Blackberry es un negocio completamente diferente con productos diferentes a los que era en 2009. Y en 2009, habría sido muy difícil predecir cómo sería 2014 para Blackberry. Del mismo modo, Apple está produciendo retornos increíbles en 2014, y tienen un gran negocio. Pero no sé qué productos venderá Apple dentro de 10 años. Mi suposición es que todavía tendrán productos geniales y seguirán siendo una gran compañía, pero es difícil valorar un negocio cuando no sabes lo que venderán en 10 años.

But it would have been fairly easy to predict in 2004 that Wells Fargo would likely be taking in low cost deposits and lending them out in 2014. They were doing this 5, 10, 20, 50, and 100 years ago. You wouldn't have needed to know about the crash, the credit bubble, or the massive economic recession... just that the business you're evaluating is durable and has survived various "real life stress tests" before, and that in 10 years, you'll be able to close your eyes and picture what kind of business the company will be doing. Once you can reasonably predict what the company will be doing, then you can determine price, valuation, how much to pay, etc...

Pero habría sido bastante fácil predecir en 2004 que Wells Fargo probablemente aceptaría depósitos de bajo costo y los prestaría en 2014. Estaban haciendo esto hace 5, 10, 20, 50 y 100 años. No habría necesitado saber sobre el colapso, la burbuja crediticia o la recesión económica masiva ... solo que el negocio que está evaluando es duradero y ha sobrevivido a varias "pruebas de estrés de la vida real" antes, y que en 10 años, podrá cerrar los ojos e imaginar qué tipo de negocio hará la empresa. Una vez que pueda predecir razonablemente lo que hará la empresa, puede determinar el precio, la valoración, cuánto pagar, etc.

We can discuss more on this in future posts... the point here is that it's important to understand that a business that produces attractive returns on the capital it employs will produce value over time.

Podemos discutir más sobre esto en futuras publicaciones ... el punto aquí es que es importante entender que un negocio que produce rendimientos atractivos sobre el capital que emplea producirá valor con el tiempo.

Disclosure: John Huber owns warrants to buy Wells Fargo common stock for his own account and accounts he manages for clients. This is not a recommendation. Please conduct your own research.

Divulgación: John Huber posee garantías para comprar acciones ordinarias de Wells Fargo por su propia cuenta y cuentas que administra para clientes. Esto no es una recomendación. Por favor, realice su propia investigación.
