Finanzas Ágiles

Una mirada independiente y estratégica de la información financiera que necesitas en tu empresa para tomar decisiones complejas

Índice de contenidos

MI PERFIL: JAVIER GARCÍA 3

DETENTE EN ESTAS 10 PREGUNTAS 6

POR QUÉ FINANZAS ÁGILES? 8

¿POR QUÉ SE NECESITAN NUEVAS LÓGICAS Y NARRATIVAS FINANCIERAS? 12

Los buenos negocios se hacen con buenas personas 14

Los buenos negocios necesitan buenos gestores, pero una buena gestión no arregla un mal negocio 15

Un mal negocio, como mucho, es una inversión colilla 15

La tarea más importante del equipo ejecutivo de una empresa: la asignación de capital 16

Un inversor de largo plazo es un analista empresarial, no un analista bursátil 18

Las locuras irracionales de algunos inversores según Buffett 18

Invierte en lo que sabes, con cierta seguridad y manejando los tiempos 19

Cúbrete de los incentivos perversos 20

El riesgo y los maquillajes contables 23

El EBITDA y los convencionalismos envenenados 24

NO DECIDAS COMO UN BORRACHO: RIESGO E INCERTIDUMBRE 29

PRIMERO. Toda decisión se puede y se debe diseccionar 32

SEGUNDO. Imagina futuros posibles pero controla lo probables que son 39

TERCERO. Cuida los costes hundidos, son la primera gran decisión que tienes que tomar 41

CUARTO. El fin no es un número, sino una lógica que actúa como un GPS 43

QUINTO. Las narrativas financieras son críticas para decidir con riesgo 45

ALGUNOS EJEMPLOS DE ANÁLISIS FINANCIEROS 48

Caso de Holaluz 49

Análisis Post-Morten de ABENGOA 65

La crisis de Grifols 85

Análisis de la decisión de Ferrovial de irse de España 98

Análisis de la situación de las empresas de telecomunicaciones 110

MásMóvil: de acuerdos estratégicos y valoraciones esotéricas 123

El posicionamiento de los inversores árabes en Naturgy 135

Telepizza y el poder de la visión empresarial 144

El mundo del fútbol: derbi financiero Real Madrid-Barça 156

Mercadona y el valor financiero de la figura del empresario 175

Mi perfil: Javier García

Soy **Javier García. Financiero**. Socio fundador de la firma de análisis y estrategia financiera **Sensum Finanzas**. Fundador y editor de **Sintetia.com**, considerado uno de los mejores portales de management y finanzas de habla hispana.

Licenciado en Economía por la Universidad de Oviedo. **Doctorado y suficiencia investigadora** en Economía Aplicada y con formación en estadística y econometría avanzada.

Con casi **20 años de experiencia en management**, evaluación de **riesgos** financieros y **finanzas** corporativas participando en más de **300 operaciones.**

Me fascina llevar al límite **la comprensión de la estrategia financiera** en todo tipo de empresas (desde startups a cotizadas), tecnologías y modelos de negocio. Me dedico a aportar luz dentro de *la caja negra del riesgo* en procesos de **ampliación de capital, compraventa, fusiones, reestructuraciones de deuda o en la definición de nuevas estrategias financieras** para empresas.

> *Con metodologías sofisticadas, y una lógica de finanzas ágiles, nuestra propuesta de valor consiste en aportar a nuestros clientes **la mejor narrativa financiera de una empresa**; con una **delicada precisión** para comprender los desafíos de cada modelo de negocio; ayudar a entenderlos y **facilitar a los líderes la información financiera** para mejorar la construcción de una **estrategia más sólida, ágil y resistente.***

Publiqué *Nunca Te Fíes de Un Economista que no Dude*, (Deusto, 2015), *La Burbuja Emprendedora* (Empresa Activa, 2017), *Un Nuevo Management* (Sintetia, 2021), *Management Humanista* junto a Xavier Marcet (Plataforma Editorial, 2023) y *Desde La Trinchera* (Orpheus Ediciones, 2023). He colaborado en los prólogos en español de autores de referencia en Management y Emprendimiento a escala internacional como Steve Blank y Bod Dorf, Eric Ries, Alexander Osterwalder, Ives Pigneur o Alan Smith. O en otros libros como *Prepara tu organización para el futuro,* de José Luis Casal y Cristina Vila (Editorial Profit, 2023).

En Sintetia.com y otros portales especializados publico habitualmente reflexiones sobre compañías que suelen enfrentarse a algún desafío mediático: ***Holaluz, Telepizza, Telefónica, MásMóvil, Orange, Grifols, Real Madrid y FC Barcelona, Inditex, Naturgy...*** *estos análisis han abierto grandes debates entre inversores, directivos y medios de comunicación.*

Atención, ¡preguntas!

Detente en estas 10 Preguntas

Tenemos 10 preguntas para ti. Y si alguna de ellas te preocupa, te podríamos ayudar.

1. ¿Quieres conocer cuál es la **imagen financiera que transmite tú empresa** desde fuera (de una forma independiente, rigurosa y con una narrativa fácil de entender y no enfrascada en tecnicismos)?
2. ¿Tienes que medir el **impacto financiero de una decisión** y no sabes cómo evaluarlo?
3. ¿Necesitas conocer el riesgo potencial o **la imagen financiera de algún potencial socio, proveedor o cliente**?
4. ¿Quieres crear **un 'banco de pruebas' sobre el que simular cómo impactan los cambios en las variables claves (precios, cualquier tipo de coste o en las reglas de juego)** de tu negocio y que te ayude a pensar y a estructurar una narrativa financiera de las decisiones críticas?
5. ¿Necesitas hacer una **planificación financiera estructurada y sólida** pero **útil como un GPS**?
6. ¿Tienes que **valorar tu empresa, enfrentarte a una negociación** (compraventa, fusión o reestructuración de deuda) y conocer en profundidad de qué depende ese valor y cómo negociar mejor?
7. ¿Tienes que **diseñar y palpar escenarios de estrategias**, y cómo financiarlas, para crecer?
8. ¿Quieres **evaluar la calidad de la inversión** en tu propia compañía o en una tercera?
9. ¿Necesitas saber **si tu empresa funciona financieramente de forma ágil, conectada entre departamentos** y se está obteniendo todo su valor potencial?
10. ¿Necesitas hacer **comparaciones financieras sólidas** con otras empresas, incluso de otros sectores, para tratar de **pensar en nuevos modelos de negocio y mejorar tu estrategia**?

Finanzas Ágiles

POR QUÉ FINANZAS ÁGILES?

Porque el valor no sólo se construye por lo que una empresa ha hecho en el pasado (y que está en sus balances), ni siquiera por el presente. El valor depende de forma crítica del futuro. Cómo las decisiones de hoy afectan a las ventas, costes, productividad, márgenes... en definitiva del ¡mañana! Y el mañana es incierto, tiene riesgo, y no es absolutamente predecible.

Las finanzas ágiles se construyen con modelos financieros flexibles, que no den por supuesto nada, que permitan aprender casi online, y con ello convertirse en una brújula para tomar decisiones.

Las finanzas ágiles son a la empresa lo que un GPS para nuestros viajes.

Si queremos ir de Madrid a Barcelona en coche podemos trazar la ruta en un mapa de papel. Pero la realidad impera. Llegando a Zaragoza surge un accidente, autopista cortada y tenemos que desviarnos. Nueva información, no prevista, que implica tomar nuevas decisiones.

Plan al carajo. ¿Y qué hacemos? El GPS, ante información nueva, al instante nos redirecciona. Busca la mejor opción para llegar al mismo destino en el menor tiempo posible.

Esto que vemos tan normal en nuestras vidas, es algo tremendamente complejo en las empresas y en las finanzas. Supone implementar una lógica estratégica y un nuevo liderazgo en management. Los planes, sobre todo los de negocio a 3 y 5 años, están hechos para incumplirse incluso al día siguiente de darles a imprimir.

La complejidad sólo se puede gestionar con agilidad, anticipación y mucho conocimiento.

La agilidad implica anticipación. Hay una herramienta muy poderosa y es hacerse preguntas. Los ¿qué pasaría sí? ¿Qué pasaría si vendemos el 1% menos? ¿Qué pasaría si la competencia se defiende invirtiendo más marketing y bajando precios? ¿Qué pasaría si vendemos 'cero'? ¿Qué pasaría si hay un cambio en la regulación? ¿Qué pasaría si la máquina se estropea?

> *La lógica de las finanzas ágiles te ayuda a entender cuáles son las claves en la creación de valor de tu empresa. Y una vez que los entiendas, una vez que sepas cómo creas valor y cómo generas negocio, puedes pensar en los qué pasaría. Ese ejercicio te dará un* ***entrenamiento antifragil para actuar con la metodología adecuada****.*

Los SEAL, el equipo de élite americano que opera en contextos de alta incertidumbre, se caracterizan por cómo se entrenan. Simulan situaciones extremas para aprender ante lo desconocido. Cuando no tienes información sobre cómo actuar, simula esa situación y aprende de ella. No será como la realidad, pero al menos te entrenarás para ella.

> *Jugar a aprender del futuro es siempre una apuesta segura, y más para tomar decisiones financieras en contextos de incertidumbre.*

Y no hay nada en una empresa, nada, que no tenga un impacto (positivo o negativo) en la cuenta de resultados.

> *La lógica de las finanzas ágiles te permite crear un mecanismo para ser un gran receptor de datos, de análisis, de aprendizaje, de conexión de piezas del puzle del modelo de negocio. Ése es el verdadero trabajo de valor de un profesional de finanzas: aprender de todo lo que lo ocurre en una empresa, y ayudar a trazar estrategias con el resto de los equipos. Y es ahí donde podemos aportarte las claves de cómo lograrlo.*

Las finanzas son un centro neurálgico de un management humanista, y no se puede esconder tras una hoja de cálculo. Tiene que poner sus capacidades psicológicas, humanistas y su empatía al servicio de la organización.

Las finanzas ágiles tienen un punto neurálgico: la caja, los flujos de entrada y salida de recursos de la empresa. Comprender cómo funcionan estos flujos de caja te aporta un gran poder para entender, pensar, re-pensar y diseñar el futuro que, aunque incierto, es dónde está el valor (y las soluciones).

No hay finanzas ágiles sin una organización ágil, humana, comprometida, con pasión, capacidad de aprendizaje continuo, tolerancia al riesgo, flexibilidad y, sobre todo, capacidad para aprender, desaprender y romper las reglas del juego siempre que haga falta.

lógicas y narrativas financieras de alto impacto

¿POR QUÉ SE NECESITAN NUEVAS LÓGICAS Y NARRATIVAS FINANCIERAS?

A Warren Buffett le gusta decir que los riesgos están "en las notas a pie de página" de informes farragosos, extensos y cada vez más difíciles de asimilar si no les dedicas una gran cantidad de energía (y conocimiento). Esas notas de página suelen estar pensadas, precisamente, para ese fin.

Me ha pasado como directivos del máximo nivel, propietarios de compañías familiares, no son capaces de entender las lógicas y los riesgos que hay en sus propias organizaciones:

- → que si lenguaje difuso y confuso,
- → que si cada vez es más complejo analizar con cierta capacidad de síntesis una auditoría,
- → que si los datos matan el bosque y te paralizan,
- → que si los asesores financieros están demasiado acostumbrados a entender poco del negocio y focalizarse mucho en hablar para otros financieros, lo que les separa, en ocasiones, tanto de los gestores como de los propios inversores.

Estas lógicas hay que romperlas porque los riesgos se gestionan, pero para ello hay que conocerlos bien.

Esta es precisamente una de nuestras propuestas de valor: tener la capacidad de ***analizar, procesar y trabajar la información financiera, el modelo de negocio, entender los riesgos,*** *y leer todas las notas a pie de página o las que no se escriben si quiera.*

Esto aporta a los directivos, dueños de las empresas o a los inversores, una lógica, una forma de entender las finanzas de esas empresas que, a la vez, les permiten aportar el máximo valor en lo que ellos son realmente diferenciales: su experiencia en los negocios, en inversiones, en el sector...

Publiqué una reflexión sobre esta lógica Buffett en un artículo que paso a sintetizar:

Invertir como Warren Buffett y Charlie Munger no es para el común de los mortales, e imitarlos sin la misma pólvora, puede generar alguna que otra ruina. Pero no quiero entrar en este debate, ni quiero hablar de lo que una y otra vez hacen los fans de Buffet y Munger. Entonces, ¿de qué quiero hablar?

Para mí, Buffett y Munger son una Wikipedia andante para comprender bien los incentivos —sobre todo los perversos— en la gestión de las empresas y el análisis de inversiones. Son **unos clásicos que representan grandes ideas para un nuevo management humanista** que se impone.

Buffett y Munger me recuerdan a mi abuelo cuando me dejaba sentado, patidifuso, por la poderosa lucidez de sus ideas y cómo sus preguntas iban directas a la esencia. Tienen una capacidad innata para **no dejarse impresionar** por los que presumen de "**seniority**", usan **palabrería** sofisticada e, incluso, aquellos considerados **gurús** de Wall Street y de las Escuelas de Negocios.

Trabajan hasta comprender, como un rayo láser, la esencia. Jamás se creen los listos de la clase. Asumen sus errores y los comentan abiertamente. El primero fue comprar una empresa textil casi arruinada, lo que era en sus inicios Berkshire Hathaway, y la tuvieron que reinventar. Buffett y Munger reconocen que por sus ojos han dejado pasar y pasan grandes oportunidades de negocios, pero... ¡no son capaces de entenderlos! **Y si no los entienden, no invierten**.

> ***Leen*** *mucho,* ***piensan*** *más, no están solos —eligen muy bien, y con criterios férreos, a sus compañeros de viaje— ,* ***escuchan*** *más que hablan, tienen su propia manera de hacer las cosas (que pueden compartir y hacerse entender sin la necesidad de que sepas qué es el Fondo de Maniobra).*

Con todos estos ingredientes, los que amamos las finanzas tenemos **un libro de cabecera para saber de primera mano cómo piensan Buffet y Munger**, qué lógica tienen y cómo la ejecutan: *Los Ensayos de Warren Buffett,* elegidos y trabajados por el profesor Lawrence A. Cunningham.

He tratado de resumir la esencia de esa lógica en **10 ideas que considero poderosas. Sirven para cualquier persona de empresa, no sólo para quien quiere invertir**. Es una lógica que se puede aplicar tanto en una empresa del IBEX como a una pyme que quiere crear valor a largo plazo.

LOS BUENOS NEGOCIOS SE HACEN CON BUENAS PERSONAS

La primera, en el mentón. Buffett lo deja claro:

«*Tras muchos errores, aprendí a meterme en un negocio sólo* ***con personas que me gustan, en las que confío y a las que admiro*** *(…) el lado humano es muy importante (…)* ***no queremos asociarnos con gestores que carezcan de cualidades admirables,*** *sin importar lo muy atractivas que sean las perspectivas de su empresa. Nunca hemos tenido éxito en los negocios con malas personas*».

Este es uno de los pilares más sólidos de la lógica de Buffett. Podemos discutir qué es o no un buen negocio. Para ellos, y para mí, **aquel que es capaz de usar un euro hoy para obtener un valor futuro muy superior, vendiendo productos y servicios diferenciales**, con clientes sólidos que confían en la marca y las personas que hay detrás de ella.

También podríamos discutir qué es una buena persona en los negocios. En mis últimos 18 años como analista empresarial y financiero, y acumular varios cientos de relaciones estables con empresas, cada día tengo más claro que **la afirmación de Buffett es una ley sagrada.**

> *Las malas personas en los negocios son: estúpidas, arrogantes, narcisistas, incapaces de tener sensibilidad para trabajar en equipos de alto rendimiento, sin humildad para aprender de forma continua.*

Aquellas personas cuyo único objetivo son ellas mismas, su dinero, los fines y no los medios. Son **hipopótamos** —porque su cargo es más importante que sus ideas y las de su alrededor—; son **parásitos** —porque de forma despiadada se aprovechan de la sangre, el sudor y las lágrimas de los demás en su beneficio—; son **posturetas** cuya máxima preocupación es su imagen, sea o no auténtica —aplicada de mil formas: desde impresionar con tonterías materiales, aparentar lo que no son o rodearse de palmeros que no les discuten nada, pero alimentan su incapacidad.

> *Las malas personas destruyen valor, machacan el ánimo, la motivación y las relaciones sanas a su alrededor. En mi experiencia, he visto familias, socios, empleados y, en general, buenas empresas destruidas cuando las malas personas toman posiciones. Son un cáncer terriblemente eficaz.*

LOS BUENOS NEGOCIOS NECESITAN BUENOS GESTORES, PERO UNA BUENA GESTIÓN NO ARREGLA UN MAL NEGOCIO

Se podría decir mejor, pero Buffett lo explica de forma concisa y certera:

«*Cuando un gestor con una reputación brillante tiene que afrontar un mal negocio, es* ***la reputación del negocio la que permanece intacta****... los buenos jinetes ganan si montan caballos buenos, pero no jacas descompuestas*»

> ***El cementerio está plagado de malos negocios bien gestionados****. Cuando las empresas entran en la UVI, sacarlas de ahí es casi un milagro. No hay gestión ni talento que lo arregle. Productos y servicios que no se diferencian de lo que ya existe y que nadie quiere pagar. Marcas destruidas por una reputación abominable. Mercados que no asumen las ineficiencias incapaces de resolver. Cambios en las reglas del partido —nuevas tecnologías, regulaciones, empresas jóvenes que adelantan por la derecha incluso a los que tuvieron buenas cuotas de mercado en el pasado. Son muchos los factores que llevan a una empresa a la UVI y la convierten en un mal negocio.*

Recuperar malos negocios suele requerir **grandes sumas de dinero, alto riesgo de perderlo todo y mucha incertidumbre** sobre cómo rentabilizarlo.

La mala gestión es una de esas causas de no retorno para matar empresas. Una buena gestión está siempre en la frontera de lo que es una empresa moderna, en términos de Eric Ries:

«*una empresa moderna tiene la capacidad de fabricar productos de* ***alta fiabilidad y calidad****, pero también de* ***descubrir*** *nuevos productos para su fabricación. Una empresa moderna es aquella donde todos los empleados tienen la* ***oportunidad de ser emprendedores****. Una empresa que* ***respeta*** *a sus empleados y sus* ***ideas*** *a un nivel fundamental. Una empresa moderna es disciplinada y rigurosa en la ejecución de su actividad principal —sin disciplina la innovación no es posible—, pero también se vale de un conjunto complementario de* ***herramientas de gestión emprendedora a fin de abordar las situaciones de incertidumbre extrema***».

UN MAL NEGOCIO, COMO MUCHO, ES UNA INVERSIÓN COLILLA

En términos de inversión, un mal negocio, que ya entró en el punto de *no retorno*, como mucho, se comporta como una colilla, en términos de Warren Buffett:

«*Si compras una acción a un precio suficientemente bajo, habrá generalmente algún traspiés en la forma de los que le darán la oportunidad de obtener un beneficio decente, aun cuando el rendimiento a largo plazo de la sociedad pueda ser terrible. Yo a esto le llamo el enfoque de la inversión colilla. Una colilla encontrada en la calle, a la que sólo le han dado una calada,* ***no tiene un gran futuro****, pero "la compra de la ganga" resultará ser puro beneficio [...] salvo que te dediques a liquidar negocios, comprar estas empresas es una locura*»

Hay mucho inversor en colillas suelto. No estudian con solidez las tripas de la empresa, ni su futuro, ni por supuesto cómo crea valor. Su obsesión es darle la última calada a esa inversión y obtener una alta rentabilidad (recuerde la primera ley de las finanzas: alta rentabilidad inmediata, alto riesgo).

> *Sofistican sus discursos, manejan grandes sumas de dinero (de terceros, en la mayoría de los casos), tienen equipos de analistas —normalmente conectados con bancos que están endeudados hasta el cuello en estas empresas— muy preocupados por* ***adecentar en la Excel y el PowerPoint a la colilla****. El punto de sofisticación de los informes puede impresionar a cualquiera. Pero no dejan de ser colillas.*

Como dice Buffett, la lógica de las inversiones sólidas (en las que se encuentras las reinversiones en las propias empresas familiares) es «*encontrar una empresa excelente a un buen precio y no una empresa mediocre a un precio de saldo. Charlie y yo hemos descubierto que* ***hacer bolsos de seda con seda es lo mejor que podemos hacer****; con piel de cerdo, fracasamos*».

Buffett aprendió esta lección perdiendo mucho dinero cuando buscaba colillas: «*hubo un tiempo en el que buscaba saldos, y tuve la mala fortuna de encontrarlos...*»

LA TAREA MÁS IMPORTANTE DEL EQUIPO EJECUTIVO DE UNA EMPRESA: LA ASIGNACIÓN DE CAPITAL

En cada decisión que se toma en una empresa, como en la vida, por pequeña que sea, se hace una **asignación de capital:** tiempo, dinero, esfuerzo… Cuando decides hacer una cosa, de forma automática, dejas de hacer otras. Y es aquí donde hay que ser realmente buenos, donde los ejecutivos deben **entrenarse como para hacer un Ironman empresarial**.

> ***¿Qué hace el equipo ejecutivo con cada euro que tiene en la caja?*** *¿Lo reparte a sus accionistas o lo re-invierte? Si lo reinvierte, ¿En qué, cómo y por qué? Esta tarea de* ***decidir bajo escenarios de creación de valor****, que requieren asignar capital es crítica, pero también es una de las grandes olvidadas (en procesos, en formación, en análisis).*

Buffett lo explica así:

«*Muchos directivos llegan a lo más alto porque han destacado en áreas como el marketing, la producción, la ingeniería o la administración (o, a veces, por política institucional)… Pero en ese momento deben tomar decisiones sobre la asignación del capital.* ***Un trabajo crucial al que nunca se han dedicado y que no se enseña fácilmente…*** *Después de 10 años en el puesto, retener beneficios que equivalente al 10% del capital supone ser el responsable de la asignación (ubicación) de más del 60% de todo de todo el capital de la empresa*»

El argumento de muchos directivos —y fundadores de startups— es invertir para crecer. **Pero el crecimiento ni es gratis ni siempre crea valor**. Depende qué hagas para crecer, en palabras de Buffett:

«*El crecimiento beneficia a los inversores sólo cuando la empresa puede invertir en* ***un rendimiento marginal interesante****, lo que significa, en otras palabras, que un dólar invertido en crecimiento debe crear a largo plazo más de un dólar en valor. En las actividades con poca rentabilidad, el crecimiento es perjudicial para un inversor*».

«*La mejor empresa que se puede tener es aquella que durante un largo periodo de tiempo puede utilizar grandes cantidades de capital en actividades con tasas de rendimiento muy elevadas. Y el peor negocio es lo contrario: emplear cantidades cada vez mayores de capital en actividades con tasas de rendimiento muy bajas. Las primeras son difíciles de encontrar, porque* ***la mayoría de las empresas con altos retornos de capital necesitan poco capital***».

UN INVERSOR DE LARGO PLAZO ES UN ANALISTA EMPRESARIAL, NO UN ANALISTA BURSÁTIL

*La afirmación de Buffett es crítica: «invertir de forma inteligente no es complicado, pero está muy lejos de ser fácil. Lo que un inversor necesita es tener la habilidad de **evaluar correctamente a las empresas**».*

*Lo crítico es que Buffett y Mungen **analizan las empresas como si no cotizaran en bolsa**. Analizan las tripas con la precisión de un láser: modelo de negocio, productos, equipos, hablar sin parar con sus ejecutivos, escuchan y hacen preguntas para comprender cómo crean valor, cómo usan su efectivo…*

Buffett dice: «*cuando invertimos en una empresa la analizamos como si estuviéramos comprando una empresa privada que no cotiza… cuando invertimos nos sentimos como analistas empresariales —no como analistas de mercado, ni como analistas macroeconómicos y ni siquiera como analistas de valores (…) **prestamos más atención a las empresas que a sus acciones**. Si podemos elegir entre una empresa dudosa a buen precio o una buena empresa a un precio discutible, preferimos lo segundo. Con todo… lo que nos atrae es una buena empresa a un buen precio*»

LAS LOCURAS IRRACIONALES DE ALGUNOS INVERSORES SEGÚN BUFFETT

Y les dedica algunos comentarios tremendamente duros, en los que coincido:

«*Tenemos muchos inversores 'profesionales', de esos que manejan muchos miles de millones, a los que agradecer los numerosos torbellinos que generan. En vez de preocuparse por lo que harán las empresas en los próximos años, muchos de estos prestigiosos gestores del dinero **se centran en lo que harán otros gestores durante los próximos años**… para ellos las acciones no son más que fichas de un juego, como si fuera el Monopoly*».

Esta forma de operar en los mercados de capitales, al margen de que tenga o no algún tipo de fundamentos, puede llevarnos a **comportamientos irracionales**. No soy capaz de superar las palabras de Buffett:

«*Tras comprar una granja, ¿acaso un inversor racional empezaría a ordenar a su agente inmobiliario que empezara a venderla a trozos si la finca colindante se vendería a un precio inferior? ¿O vendería su casa a cualquier oferta que tuviera a las 9:31 horas de cualquier mañana simplemente porque una casa similar a las 9:30 horas se acabara de vender a un precio inferior? … Si consideramos que hay enormes sumas de dinero que están bajo control de gestores que siguen estas prácticas de Alicia en el País de las Maravillas, no es sorprendente que los mercados, a veces, se comporten de forma irracional*».

Esto explica muy bien por qué no te debes fiar de los consejos de un economista para invertir en bolsa —y ya no te digo de aquellos que te venden libros, cursos de formación y herramientas para operar para hacerte rico. La fijación de precios y el valor de las empresas no siempre están alineados. ***Pensar que tener grandes volúmenes de datos analizados hacia atrás implica predecir mejor el futuro es como pensar que eres inmortal porque hasta el día hoy no te has muerto****.*

INVIERTE EN LO QUE SABES, CON CIERTA SEGURIDAD Y MANEJANDO LOS TIEMPOS

«Lo que cuenta realmente para la mayoría de la gente que invierte no es lo mucho que se sabe, sino ***hasta qué punto defines de forma realista lo que no sabes****. Un inversor necesita hacer muy pocas cosas bien, siempre que evite cometer grandes errores… para ello, nosotros insistimos mucho en el* ***'margen de seguridad en nuestro precio de compra'…*** *si calculamos que el valor de una acción ordinaria es sólo ligeramente superior a su precio, no estamos interesados en comprar. El margen de seguridad es la piedra angular del éxito de la inversión».*

Si hay algo complejo, endógeno (todo depende de todo) y sumido en una incertidumbre máxima, es una empresa. Esta complejidad convierte a los que somos analistas de empresas en unos meros legos, que nunca dejamos de aprender.

> *No **hay nada más peligroso que invertir (incluso en tu propio negocio) sin comprender los fundamentos de una empresa**. Los riesgos, que siempre se estiman mal —y por debajo—, afloran siempre, y explotan cuando estás fuera de tus competencias (allí donde acumulas mucha experiencia).*

Por esa razón **el margen de seguridad se convierte en tu aliado**, una manera de saber *qué podría pasar si*... no creerte que los números crecen y crecerán de por vida, y poner a la empresa antes el estrés de situaciones (con modelos matemáticos y financieros hechos para ella misma).

Esto es lo que me llevó a pensar y dedicar mi vida profesional a diseñar modelos financieros que actúen como los GPS, y que el destino sea la creación de valor, que ayuden a decidir. A esto es lo que hace años que llamo **finanzas ágiles.**

Buffett cree firmemente en el concepto de **analista empresarial** porque, como dice, «*si no estás realmente seguro de comprender el negocio mejor que el mercado, no juegues*». Por eso es fácil comprender esta frase de Buffett: «*el tiempo es el aliado de los buenos negocios y el enemigo de los mediocres*».

> *Y la forma de medir si, de verdad, estás haciendo bien tu trabajo es: «dejar que sean **los resultados de explotación de las empresas, y no el precio de sus acciones**, los que indiquen si nuestras inversiones son exitosas».*

CÚBRETE DE LOS INCENTIVOS PERVERSOS

Cuando las empresas crecen, tener a los mejores profesionales, crear equipos de alto rendimiento y hacer que los buenos jinetes estén liderando los buenos negocios es una prioridad absoluta. Pero no está exenta de problemas. **Los buenos jinetes con incentivos perversos pueden ser un problema realmente serio**. En el mundo de estos ejecutivos hay riesgos que pueden explotar y es importante entender algunos y protegerse.

Uno de ellos, a juicio de Buffett y que vivo casi a diario, es **la obsesión por las fusiones y adquisiciones**:

Muchas de estas fusiones y adquisiciones, sobre todo con negocios peores —a precios de ganga—, se hacen para crecer en ventas (que no en valor) y en indicadores 'absolutos'. ***Pero no todo suma en valor, ni mucho menos. Fusionarse con colillas puede ser peligroso.*** *Requiere grandes sumas de capital, tiempo y problemas para rentabilidades discutibles. Cuidado con no retribuir a los ejecutivos para fomentar este tipo de crecimientos.*

Otro incentivo perverso es creerse teorías como que el mercado siempre es eficiente y que la clave está en la diversificación, **hasta el punto de involucrarte en negocios que no comprendes bien**.

Buffett lo explica de esta manera:

«*Sugerir a un inversor que venda parte de sus más exitosas inversiones simplemente porque tienen mucho peso en su cartera es como sugerir que los Bulls vendan a Michael Jordan porque se ha convertido en un elemento muy importante*».

Esto conecta con los análisis de Aswath Damodaran. En una investigación reciente explicaba que las grandes empresas tecnológicas (Microsoft con su Office, Apple con el iPhone, Amazon con sus venta masiva y logística precisa, Google con su buscador, Facebook con la publicidad...) **tienen estables y sólidas máquinas de hacer efectivo**.

Y su clave ha sido usar ese efectivo para probar, con colchón de seguridad, nuevas ideas de negocio, experimentar constantemente y seguir fortaleciendo sus máquinas de hacer dinero. Algunas salen mal, otras salen extraordinariamente bien.

Y cuando encuentran una beta (como dicen los mineros) de hacer dinero, no dejan de invertir en ella y sacar rendimientos crecientes.

Otro gran incentivo perverso, que se ha convertido en la idea empresarial más estúpida del mundo, es fijar los bonus de los directivos en función del precio de las acciones, asumiendo que precio y valor son iguales. Esto ha llevado a decisiones perniciosas, como usar el efectivo de las empresas para re-comprar acciones —generar escasez en el

mercado— y subir su precio de forma artificial. **En una empresa cotizada, esos bonus pueden venir por crecer en ventas, en beneficios brutos o cosas similares** (lo que da lugar a fusiones con colillas, por ejemplo).

> *Ese dinero se deja de utilizar para descubrir nuevas máquinas de hacer efectivo, seguir innovando y sacando rendimientos crecientes del negocio.*

«*Somos suspicaces con esos ejecutivos que afirman regularmente conocer el futuro —y somos incrédulos incluso aunque cumplan sus objetivos.* ***Porque los gestores que siempre prometen 'hacer los números' pueden llegar a estar tentados en algún momento a 'maquillar los números'***».

> *Continua: «recele de empresas que pregonen proyecciones de ganancias y expectativas de crecimiento.* ***Los negocios pocas veces operan en contextos tranquilos y sin sorpresas y las ganancias simplemente no avanzan sin dificultades****, excepto, por supuesto, en los cuadernos de venta de los banqueros de inversión»*

Y otro incentivo perverso que ya empieza a ser una moda —he visto varios en primera persona—, **son directivos y 'grandes fichajes', que se han demostrado mediocres, pero sacarlos de las compañías implica desembolsos desproporcionados**.

Un incentivo perverso más: sofisticar el **vocabulario y la palabrería hueca para explicar qué hacen los ejecutivos**. Esto es mortal, Buffett lo explica así:

> *«**Las notas a pie de página ininteligibles indican generalmente una gestión poco fiable**. Si no pueden entender una nota a pie de página u otra explicación de la gestión, normalmente es porque sus ejecutivos no quieren que lo entienda. Las descripciones de Enron en ciertas transacciones aún me tienen hoy desconcertado...»*

> *Cuando un equipo **no puede explicar qué hace**, por qué lo hace y cómo con sencillez, y necesita informes sofisticados, muchas veces hechos ad hoc y para la ocasión, pagados con efectivo de la empresa... problemas potenciales a la vista.*

Cuando Buffett y Mungen invierten y ganan control sobre una compañía se aseguran que sus directivos «*no pierdan el tiempo en reuniones de consejos de administración, entrevistas de prensa o reuniones con banqueros de inversión. No necesita pensar ni un minuto en financiación, solvencia o en las expectativas 'de la calle'... nosotros le otorgaremos eso con nuestra estructura empresarial... **Si satisfacemos a los clientes eliminando costes innecesarios y mejorando nuestros productos y servicios ganamos solidez...** cuando nuestro nivel competitivo a largo plazo mejora como resultado de esas acciones casi imperceptibles, nosotros definimos este fenómeno como 'ampliar el foso defensivo', y esto debe ser lo primero*».

> ***La idea más poderosa del mundo: centrarse en el negocio, en atender de forma extraordinaria a los clientes, sorprenderles y aportarles un poderoso valor.***

EL RIESGO Y LOS MAQUILLAJES CONTABLES

Otro aspecto crítico es cómo definimos y medimos el riesgo. Esto daría para reflexiones mucho más profundas, pero me gusta especialmente la forma en la que Buffett y Mungen trabajan con el riesgo. Es una forma realmente útil —yo no sé hacerlo de otra manera—, y claramente diferente a lo que se hace desde los grandes despachos en edificios altos y acristalados en el centro de las ciudades. **Implica pisar empresas, analizar cada caso de inversión y no fijarse tanto en teorías 'esotéricas' construidas desde una torre de marfil**.

El siguiente capítulo permite detenerse en el riesgo, y diferenciarlo de la incertidumbre, para pensar en estrategias de cómo gestionarlo.

EL EBITDA Y LOS CONVENCIONALISMOS ENVENENADOS

Quédate con eta frase: el EBITDA (Beneficios antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos) no paga las nóminas. Pero, como los mosquitos en el Caribe, que no te los quitas de encima, resulta que, para muchos financieros esotéricos, el EBITDA es la medida de todas las cosas.

Con el EBITDA: fijas los precios de las empresas, los límites del endeudamiento, la retribución de los directivos, la comparación con la competencia... El EBITDA plaga las Excel de los financieros. Pero **es una de las medidas más envenenadas que existen**. El EBITDA es una construcción contable. Es un indicador que mide:

—Los resultados de **explotación**, es decir, los de la actividad ordinaria de la empresa.

—Le resta las amortizaciones, un apunte contable que asigna un coste atribuible a una inversión que ya se hecho, durante unos años, es decir, una forma de imputar como gasto deducible (menor beneficio) dinero que ya ha salido de la empresa.

—Se hacen **otros ajustes contables** (cada día más finos...) y que no supongan salidas de efectivo.

—**Obvia la carga de la deuda**, es decir, los intereses y también los impuestos.

—Y, por supuesto, en el EBITDA **no está la devolución del capital** de la deuda.

> *El EBITDA trata de medir algo así como "la caja bruta" que genera un negocio en un año en concreto. En base a él se toman tantas decisiones que asusta. Porque, a la vez,* ***es un indicador muy fácil de distorsionar contablemente.*** *Usarlo para comparar negocios es igual que si yo me comparo con Usain Bolt porque uso también sus zapatillas Puma para correr.*

Un despropósito que debe ser la segunda idea más estúpida de los negocios. Y a la que Buffett destroza sin piedad, pero con mucha justificación. Le cito.

«*Pregonar el EBITDA es una práctica perniciosa. Hacerlo supone que la amortización no es verdaderamente un gasto, porque no es una salida de caja en el año en curso. Pero es absurdo.*

Lo cierto es que la amortización es un gasto poco atractivo *porque supone el uso de liquidez por adelantado, antes de que el activo adquirido haya dado si quiera ningún beneficio a la empresa. Imagine, si quiere, que a principios de este año una empresa*

pagó a todos sus empleados por su trabajo durante los próximos 10 años (similar a desembolsar dinero en efectivo por un activo fijo que usará esos 10 años).

En los siguientes 9 años, el apunte contable no supone 'una salida de caja' de ese año. ¿Alguien diría que esto es sólo una formalidad contable y que se debe quitar del EBITDA?»

«Le damos un consejo, cuando un banquero de inversión empiece a hablarle del EBITDA, o cuando alguien cree una estructura financiera que no permite cubrir los intereses de la deuda, tanto la que se debe pagar como la acumulada, y los flujos de caja se vean sobrepasados por las inversiones, ***cierre su billetera****».*

Cuando se fijan ciertos indicadores con alta posibilidad de maquillaje, se busca atraer dinero (normalmente para quien los hace). Y esto es peligroso. Buffett lo explica así:

«Un negocio corriente no se puede transformar en un negocio brillante con manipulaciones contables o montajes financieros. ***El principal objetivo de un alquimista financiero es hacerse rico.*** *Pero la fuente de su riqueza será generalmente el dinero de los inversores... y no sus hazañas empresariales»*

Y esto con los años ha ido peor. **Ahora el EBITDA está en todos los lados, es omnipresente**, sólo hay que saber por cuántas veces hay que multiplicarlo para saber en **cuánto puedes vender/comprar una empresa, cuánta deuda te darán, cuánto hay que pagar a los directivos o cuánto mejor haces las cosas respecto a la competencia...**

Buffett nos recuerda que esto es perverso:

«cuando aumentó la adrenalina en los mercados, las empresas empezaron a ser adquiridas a precios tan altos que todo el flujo de caja se disponía a pagar los intereses de estas operaciones... La deuda se convirtió en algo para ser refinanciado, no reembolsado... Para incitar a los prestatarios a financiar operaciones aún más absurdas, introdujeron un nuevo criterio, verdaderamente abominable, el EBITDA, para verificar la capacidad de la empresa de reembolsar la deuda. Al usar esta estratagema, quien consigue el préstamo ignora las dotaciones para las amortizaciones, bajo el pretexto de que no requieren un desembolso de efectivo en el momento...

*(...) esto (usar el EBITDA para medir la capacidad para reembolsar la deuda) ignora también los intereses cuando se estima la viabilidad financiera de una transacción... **muchos** gestores **de inversión, de forma vergonzosa, aceptaron este sinsentido**, aunque para ello prestaban mucha atención de hacerlo con el dinero de sus clientes, no el suyo propio».*

*Mi única ley (como Javi García) para analizar los negocios, y reconozco que es dura y bastante sofisticada (porque requiere abrir la cocina, la caja negra, y detectar las vergüenzas) es la caja: **cuánto dinero entra, cuánto sale (y a dónde) y cómo un euro de efectivo se convierte en más de un euro de valor**. Ahí la contabilidad es un instrumento más, pero no es determinante.*

Las empresas no mueren o se hacen fuertes por su EBITDA, sino por su caja, que actúa como el oxígeno para nuestro cuerpo humano, como expliqué en alguna otra ocasión...

Por esta razón el centro neurálgico de las Finanzas Ágiles es la caja, y los indicadores o ratios construidos y estandarizados (que también, pero siempre con cautela),

Un día, mi abuelo, a pocos meses de fallecer, sentado en una terraza, mirando a un paisaje espectacular de Asturias, me dijo: «**siempre hay un tonto en el mercado**, el que paga todo lo que le piden y se cree todo lo que le dicen.

Procura nunca ser tú. **Averigua siempre dónde está el negocio de quien te ofrece esas soluciones y oportunidades tan buenas**».

Si no sabes dónde está el negocio, el negocio eres tú (o tu empresa).

Por eso me quedo con la lógica, con las ideas sencillas pero poderosas, con las respuestas básicas pero difíciles de contestar (porque sin luz no se podría). Aceptemos nuestra ignorancia, porque como diría Einstein: «todos somos igual de ignorantes, pero no todos ignoramos las mismas cosas».

Pero acepta también que ***las mentes más inteligentes, con más experiencia y mejor estructuradas son capaces de explicar de forma sencilla lo complejo****.*

Por eso no acepto el 'ego escénico', ni el postureo, ni el dinero en la cuenta bancaria, como sustitutos de inteligencia ni de verdades absolutas, y mucho menos en los negocios.

---

algunas claves de la metodología

mayo 2024

NO DECIDAS COMO UN BORRACHO: RIESGO E INCERTIDUMBRE

Me gustaría centrarme en explicar la metodología con la que trabajamos. Y para ello rescato una reflexión al respecto...

...

Estaba muy borracho. Le costaba mantenerse en pie. Aun así, decidió conducir. Eran las 3 de la madrugada, de un día de semana cualquiera, y creía que no había tráfico y que no sería multado. Tan sólo tenía que entrar 5 minutos en un tramo de autopista, desviarse y llegar a casa. Pero como iba tan perjudicado, tomó la autopista por el carril contrario. Se convirtió en un conductor suicida. No logró enterarse hasta varios cientos de metros después. Y cuando reaccionó, se paró. Y allí mismo hizo una maniobra para dar la vuelta y colocarse en la dirección correcta. Y tras varias decisiones... llegó a casa. Y lo hizo tranquilo. No había pasado nada, nadie le había multado, no hubo accidentes. Tomó las decisiones correctas porque el resultado fue correcto, o eso creía.

Quizás esta situación te parezca terrible. Aborrezcas a este irresponsable y jamás seas capaz de asimilar que tomó buenas decisiones, aunque no haya ocurrido nada. Si esto es así, eres de quien cree que:

> *las decisiones no sólo se pueden analizar por los resultados. Independientemente del resultado, tendríamos que ser capaces de evaluar si una decisión puede o no ser la adecuada.*

En las tripas de esta historia está una de las claves del análisis del riesgo y la gestión de la incertidumbre. Porque es fácil evaluar decisiones pasadas, con resultados ya ocurridos. Porque nos plagamos de sesgos que 'conectan los puntos' hacia atrás: como si fuera una decisión fácil y predecible —el 'sabía que saldría bien'—, o una decisión horrible (el 'ya te lo dije') cuando salió mal.

Pero es muy difícil adoptar decisiones cuando:

1. **No puedes saber de** antemano cuál será el resultado.
2. **Se te presentan varias** alternativas, y no es intuitivo saber cuál es la mejor.
3. Y, como no existe información perfecta, **siempre habrá una probabilidad positiva de que ocurra algo difícil de prever**, o un resultado no esperado. Aunque creas que tomaste la mejor decisión.

Decidir en estos contextos es un reto apasionante, y un estrés a veces insoportable.

> *La **incertidumbre** es algo así como esa niebla espesa que se coloca en la noche mientras bajas un puerto de montaña. No ves más allá de unos metros. Tienes que bajar la velocidad, y centrar mucho la atención a las pequeñas cosas que puedan surgir, porque da igual que pongas o no luces largas.*

En cambio, **el riego es una situación distinta**. Eres capaz de, al menos, identificar distintos caminos posibles. No sabes de forma precisa a qué resultados te conducen, pero hay ciertas probabilidades que podrías manejar y que te ayudan a decidir.

Uno de los teóricos más destacados en el campo del riesgo, Peter Bernstein, explica así la definición de riesgo:

> *«El riesgo y el tiempo son las caras opuestas de una moneda, ya que sin un mañana no habría riesgo. El tiempo transforma el riesgo, y la naturaleza del riesgo está determinada por el horizonte temporal: **el futuro es el campo de juego.***
>
> *El tiempo es más importante cuando las decisiones son **irreversibles**. Y, sin embargo, muchas de estas decisiones irreversibles deben tomarse en base a datos incompletos.*
>
> *La **irreversibilidad** domina las decisiones que van desde tomar el metro en lugar de un taxi, hasta construir una fábrica de automóviles en Brasil, cambiar de trabajo y declarar la guerra».*

Si la palabra «riesgo» procede del italiano *risicare*, que significa «atreverse», entonces el riesgo es más bien una elección que un destino. **Decisión implica futuro**. Y el futuro, por definición, no es predecible al 100%.

Incluso, como decía Einstein, hay una cierta probabilidad positiva (aunque muy pequeña) de que tires un bolígrafo al suelo y éste salga disparado hacia arriba.

Da igual el contexto en el que nos manejemos, **ante el futuro siempre hay una combinación de riesgo e incertidumbre que nos pone las cosas difíciles**: ¿operamos o esperamos? ¿Me caso o no con esta persona? ¿Tengo o no hijos? ¿Me voy a vivir a esta ciudad? ¿Estudio esta carrera?

La complejidad de las decisiones va mucho más allá de responder a preguntas binarias (voy o no voy). Porque:

1. Una decisión puede tener **más de una** alternativa.
2. Una vez tomas una decisión, puede que no haya vuelta atrás (hay muchas decisiones con costes irreversibles, como dice Bernstein) o, simplemente es difícil volver a la situación de partida: te has hecho un viaje de 500 kilómetros y el tiempo, los peajes y la gasolina no los puedes recuperar. Te has gastado un millón de euros en una campaña de publicidad, y si no funciona, dinero por el desagüe. De hecho, **es difícil que después de tomar decisiones críticas en nuestras vidas** volvamos a ser la misma persona **(las empresas tampoco)**. De ahí que el miedo a la decisión, a equivocarse, nos asuste.
3. Pero **no decidir, también es decidir**. Y, normalmente, en contextos de problemas serios, suele ser la peor opción dentro del abanico de todas las posibilidades. Si hay un agujero en el barco, no hacer nada suele llevarnos al hundimiento.
4. Otro ámbito de complejidad, como decía, es que no se trata de tomar una decisión binaria (esta o la otra), sino que una decisión lleva concatenadas otras decisiones, con nuevos resultados posibles. **El árbol de nuestra vida se va haciendo cada vez más frondoso, con más ramas que requieren nuestra atención.** No se trata de tener un hijo o no, casarse o no, tratar de llegar a Francia con nuestro producto o no... sino que cada una de esas decisiones llevan asociadas muchísimas más: qué educación, qué tiempo le dedicamos, qué distribuidor, a quién contratamos...

Y cada micro decisión tiene alternativas, resultados distintos.
Y todos ellos probabilidades predecibles en su totalidad.

---

5. Incluso, muchas decisiones ni siquiera las podemos anticipar. Cuando sueltan a un equipo de élite para entrar en la casa de Bin Laden saben que todo puede salir mal, y que hay muchas decisiones que se tienen que asumirse en microsegundos. O cuando un equipo especial contra incendios se adentra el monte para tratar de salvar la situación: hay muchas decisiones sobre el terreno difíciles de saber de antemano.

Creo que no te cuento nada que no sepas ya, que no vivas en tu día a día. **Nuestra vida son** opciones, caminos, posibilidades **que llegan y se van. Y nos ponemos siempre ante la dura necesidad de decidir qué hacer.** Lo sabemos, lo asumimos, y son tantos los ámbitos donde no controlamos los resultados (tanto laborales como personales) que vivimos con cierto grado de tensión y estrés, miedos y, a veces, si la saturación es máxima, como la pérdida de control —al menos como sensación—, el estrés inunda nuestras vidas. Y de ahí, incluso, que exploten enfermedades mentales de todo tipo.

Pues bien, esto que sabemos que nos inunda en nuestra vida real, aún no está tan enraizado en la gestión empresarial, y mucho menos en la estrategia financiera de las organizaciones.

> *Y esta es mi **obsesión vital profesional**: poner un poquito de luz, aunque sea muy poca, a la caja negra del riesgo, la incertidumbre y los mecanismos de decisión financiera en estos contextos (que son demasiados y abrumadores).*

Aunque en el libro que escribí con Xavier Marcet, Management Humanista, he conectado la agilidad de las finanzas con los árboles de decisión, las probabilidades y el riesgo..., así como con los activos intangibles; me gustaría profundizar un poco más en **algunas** lógicas, números y estrategias. La mayoría de estas ideas son fruto de cicatrices, errores y aprendizajes. Las voy a sintetizar en 5 ideas principales.

PRIMERO. TODA DECISIÓN SE PUEDE Y SE DEBE DISECCIONAR

La gran mayoría de las decisiones se pueden diseccionar. Un viaje no es una decisión de ir de un punto a otro. Implica una planificación previa: horarios, rutas, equipaje, tramos, paradas o trasbordos, y un largo etcétera. Para llegar a un destino hay muchas micro decisiones que se tienen que tomar. Y en todas ellas pueden surgir inconvenientes (igual no hay horarios disponibles, por ejemplo).

Las decisiones son una **mezcla muy ágil y flexible de planificación, acción inmediata y, sobre todo, de asimilar información nueva que vas descubriendo**: si no hay horarios de tren, puedo buscar avión o autobús u otros horarios.

Sólo con la disección de decisiones muy concretas, pero, sobre todo, en la incorporación de nueva información sobre esas decisiones previstas, se puede meter algo de luz a la caja negra del riesgo.

Cuando diseccionamos las decisiones por bloques, es como hacer *zoom* para tratar de entender los desafíos que implican...

Por ejemplo, es demasiado habitual en las presentaciones de las startups mostrar caminos 100% predecibles, aunque también en cualquier plan de negocio o estratégico de casi cualquier compañía.

Tendemos a comunicar en una presentación, muy bien diseñada, cómo pasamos de una idea del millón de euros a una empresa del millón de euros: la idea se convierte en una propuesta tecnológica (o un servicio, o un diseño o un producto) diferencial, que pronto se prototipa, se valida en un mercado muy local, se deciden los canales de ventas y con la estrategia adecuada se indica cómo crecer de forma exponencial.

Nunca encontrarás planes de viabilidad con dudas, sin caminos predecibles, sin pasos precisos y medidos. Un lugar

donde se dice: hay que invertir X para conseguir Y en el tiempo Z, y obtener estos resultados.

Pero esa línea recta está plagada de micro decisiones encubiertas y de múltiples riesgos que apisonamos y simplificamos de forma extrema.

Por ejemplo, ¿Cuáles son los retos de una solución tecnológica?

Una tecnología, un producto o una solución tiene que ser factible. Eso significa poder abordarla en un tiempo concreto, con unos recursos financieros y humanos escasos.

Y ahí puede ocurrir de todo: que levante la mano quien no conozca ejemplos desde lo más sencillo (una web) a lo más complejo (una vacuna, por ejemplo) **donde creemos que todo es fácil, barato y predecible pero esa creencia, una vez que se ejecuta, se convierte en un presupuesto que se dispara, cosas que no funcionan y plazos que se incumplen por sistema**. Pasar de una idea a un producto, servicio o tecnología que funciona de forma fiable es cada vez más complejo de conseguir. Sobre todo, cuando se trata de algo diferencial respecto a lo que ya existe en el mercado.

Crear soluciones y propuestas novedosas es complejo, porque la complejidad nos inunda nuestras vidas. Entras en Amazon y tienes acceso a 350 millones de productos distintos. Das una vuelta por tu ciudad y hay servicios para casi de todo a la vuelta de la esquina.

La pregunta no es sólo cómo te diferencias, desde cero, sino cuál es el coste de esa diferenciación y la complejidad de esta. Y de ahí emana lo que se conoce como el riesgo técnico. Y en ciertos sectores, este riesgo es explosivo.

No es lo mismo el riesgo técnico de un restaurante (servir un menú, con unas recetas, en un tiempo, calidad y forma) que una empresa de biotecnología que aporte una solución al Alzheimer.

Y lo mismo ocurre con el mercado. Una vez resuelto técnicamente un producto o servicio, el reto es venderlo. Y no sólo una vez y en un entorno local, sino replicarlo, al menor coste, manteniendo la calidad y hacerlo explotar en ventas desde el punto inicial. Y eso es una caja negra muy difícil de anticipar.

Nada más difícil de prever que vender en un mercado. Para ello hay muchos factores que se retroalimentan y que requieren de micro-decisiones con resultados imprecisos:

→ Para vender, alguien llamado cliente debe tener **una** disposición a pagar **por lo que le ofreces**.

→ Su disposición a pagar depende del **valor percibido**, y de sus alternativas a ese valor y que puede satisfacer.

→ Vender requiere decidir cosas de todo tipo: **dónde, cómo, a qué precio, con qué distribución…**

→ Además, **el mercado no es estático**, la competencia responde: con nuevos productos, nuevos precios o nuevas estrategias.

→ Y **nadie te compra si no te conoce**, lo que supone transmitir los valores de la marca, difundir una buena estrategia de comunicación y marketing.

¿Y qué puede salir mal? Todo, probar las primeras ventas en tu entorno más cercano y extrapolarlas puede hacerte creer que tu mercado es mayor, tus clientes tienen una disposición a pagar que no tienen, o no tanto como pensabas. O, simplemente, la competencia es más ágil, tiene más músculo o canal de distribución y mejores contratos que tú y ello impide introducirte en el mercado.

Alguien con 1.000 euros de marketing puede lograr mejores ventas que otra empresa con 10.000 euros, porque son muchos factores que no se pueden anticipar.Además, algo que se nos olvida con facilidad es que **los precios no los fijan los costes de las empresas, sino el mercado**.

Mis costes pueden ser superiores a la disposición a pagar que tienen mis clientes por mis productos. Y, en ese caso, comenzar el **camino al hundimiento financiero**. O el valor que transmito al cliente puede ser extraordinariamente elevado respecto al coste, y esto me permitirá generar caja, reinvertir y crecer de forma exponencial.

A los riesgos técnicos se unen los riesgos de mercado. Y a los riesgos del mercado se asocian también los de producción: cada producto o servicio es difícil que no lleve asociado inversiones: tecnología, maquinaria, personas… y procesos (poder replicar de forma precisa lo que se hace, en una calidad y un coste predecible).

Pero, además, no es lo mismo montar una panadería en Bali, que en Madrid o en Venezuela. **El riesgo país** existe (que se lo digan a empresas como Telefónica).

Como **el riesgo de sector**: como decía, una panadería no tiene el mismo riesgo que una empresa de Inteligencia Artificial y ésta no es lo mismo que una empresa de placas solares.

Y, al riesgo de sector hay que añadir los **riesgos regulatorios**: hay sectores donde tener producto, tecnología y soluciones no es suficiente. Un cambio en la legislación

puede conducir a un cambio en el modelo de negocio e, incluso, puede llevar al cierre o tener que enfrentarse a un giro de 180 grados.

Y, si fuera poco, a todo este cóctel hay que añadir **el riesgo financiero**. Toda empresa, da igual el momento en el que se encuentre, necesita oxígeno financiero. Pero no es lo mismo estar en tus primeras etapas —donde no tienes un pasado relevante ni, por tanto, riesgos históricos validados, aunque no sirvan para mucho—, que tener una trayectoria —de gestión, de ventas, de rentabilidades—.

---

*Y todo esto aún no es suficiente, porque en la coctelera del riesgo está el management, que determina un diferencial en rentabilidad y creación de valor extraordinaria (**estimada en más del 20% entre dos empresas iguales pero distintos modelos de management**).*

El riesgo de la gestión es crítico para crecer: cómo se hacen las cosas en la empresa. No es lo mismo una empresa de látigo, cerrada e intolerante a las opiniones; que una empresa abierta, trasparente, que empodera a las personas y saca lo mejor de ellas.

En definitiva, riesgos: tecnológicos, de mercado, de producción, de gestión, financieros, de país, regulatorios, de modelo de negocio y... por si fuera poco, de contexto social e imponderables (un COVID o una guerra). ¿Quién da más?

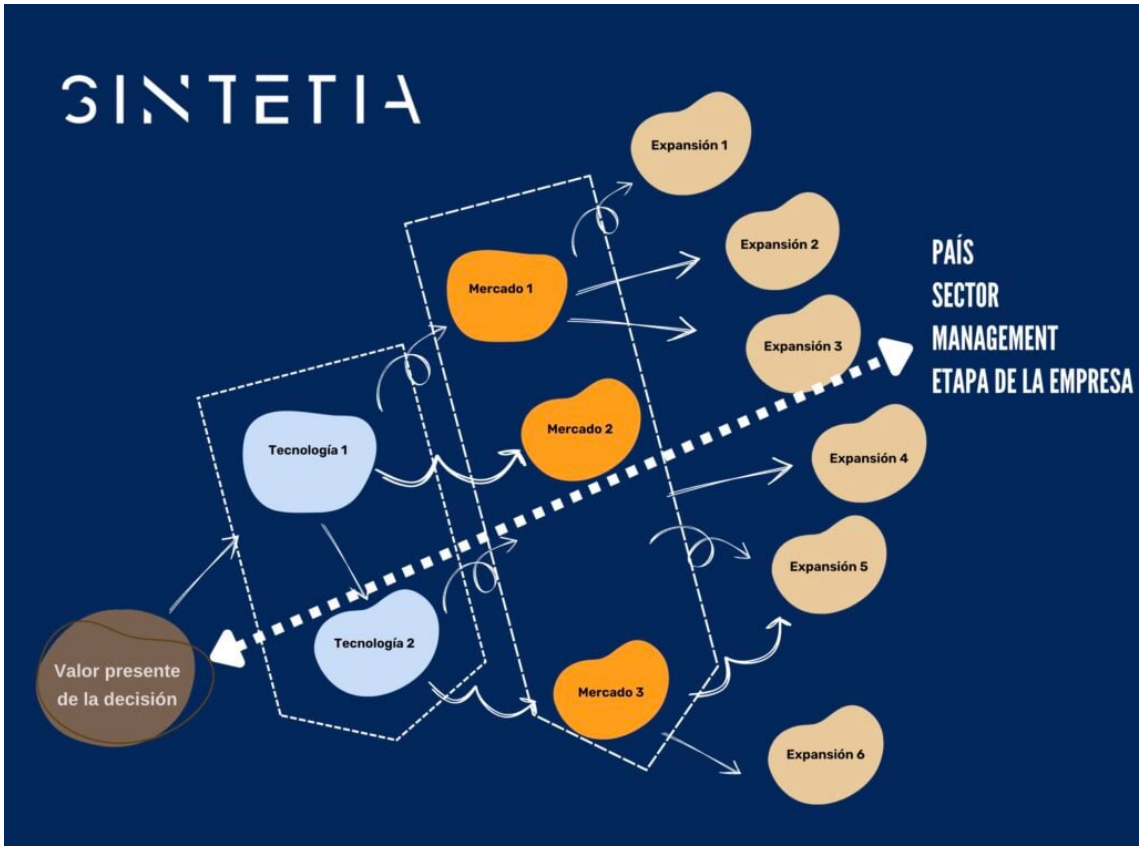
Todo esto lo resumimos en una línea de ingresos, gastos, beneficios (siempre beneficios a largo plazo), unas trasparencias que nos dicen que el camino de un punto a otro es como una receta de gazpacho: con ingredientes exactos y precisos.

Así es como se construyen las cajas negras del riesgo, y **cuando explotan sólo podemos averiguar qué pasó haciéndole la autopsia empresaria**l.

Ahora piensa que hacemos zoom *a las decisiones más críticas, y valoramos alternativas, opciones o posibilidades. Y,*

en cada una de ellas nos hacemos una pregunta fundamental: "¿qué pasaría si...?".

Ahora ya no es un camino recto, ya puede ocurrir una cosa u otra. Nos enfrentamos a árboles con ramas de decisión diferentes. Por simplificar, algo parecido a esta ilustración:



Dependiendo del punto en el que te encuentres, tendrás desafíos diferentes (no es lo mismo tener resuelta la tecnología que no tenerla, o estar ya vendiendo en un país que sólo en un pequeño mercado local).

Ponte en un punto de apoyo, y ponte a pensar dónde estás, dónde quieres ir y, sobre todo, cómo puedes fraccionar cada decisión en pequeños hitos que requieren micro decisiones. Y una vez que observes el resultado de la decisión, vuelve al ruedo del diseño y valora tus opciones.

SEGUNDO. IMAGINA FUTUROS POSIBLES PERO CONTROLA LO PROBABLES QUE SON

Esta forma de operar, haciendo zoom sobre decisiones más globales, complejas, y que te aporte perspectivas nuevas, te permite hacer alto muy diferencial: ***construir narrativas financieras, tecnológicas y de mercado singulares, adaptadas a un modelo de negocio concreto, en un momento determinado.***

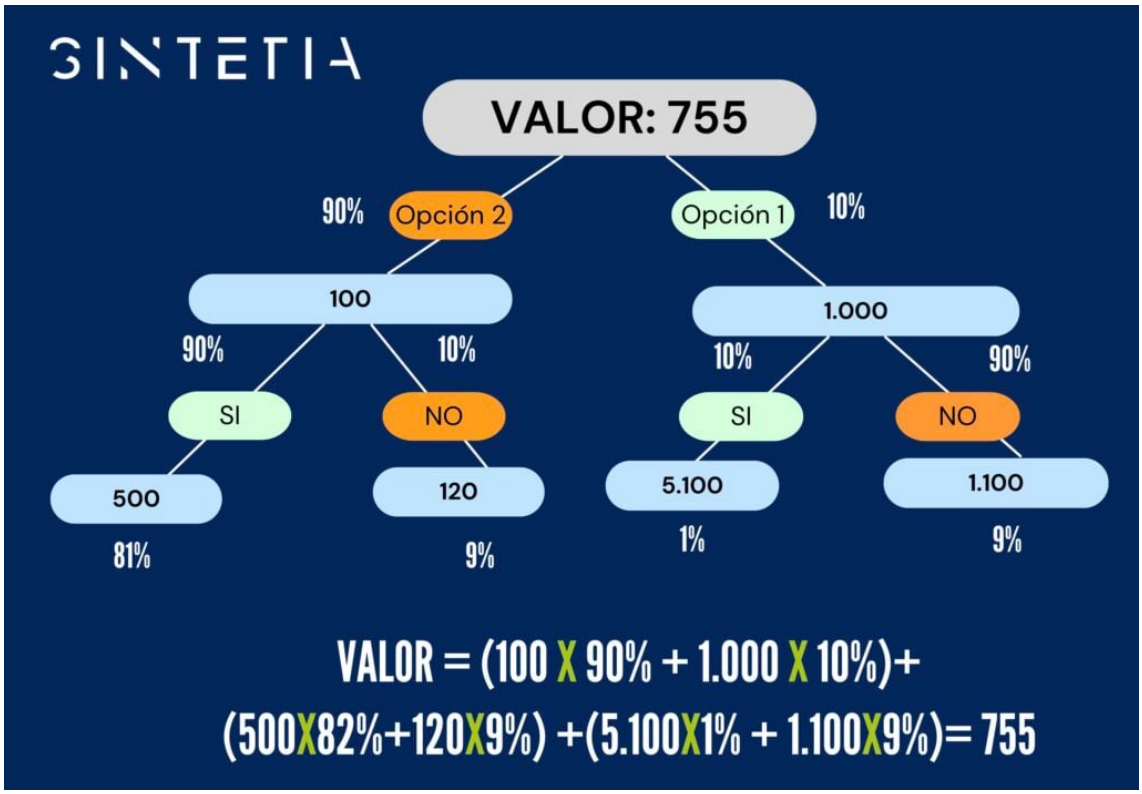
Esto es poderoso porque significa que no evadimos los riesgos, sino que los tratamos de medir y de gestionar. **No evadimos posibilidades de futuro, sino que controlamos nuestras expectativas de llegar allí**. Expectativas que van cambiando a medida que voy sorteando etapas.

Veamos un ejemplo sencillo de una empresa que opta a un contrato con un nuevo cliente, para el cual tiene que tomar una decisión de inversión (en maquinaria y personal). Esto es muy habitual: si te conviertes en proveedor de Mercadona, por ejemplo, tus necesidades de inversión y exigencias suelen explotar. Pero las ventas también. La cuestión es, ¿lo hacemos o no?

Vamos a suponer que si la empresa logra el contrato se enfrenta a dos opciones de ganancias potenciales:

- → Una de 100 euros, con un 90% de probabilidad y otra de hasta 1.000 euros (es un ejemplo), 10 veces más, pero con una probabilidad del 10%.
- → Pero, una vez que entras en el canal de venta del cliente, si empiezas vendiendo poco, este cliente suele ir mejorando las ventas de forma notable. De tal manera que si empiezas con 100 euros puedes acabar vendiendo 500, con otro 90% de probabilidad. Y si empiezas con 1.000 euros superar los 5.000, pero con una probabilidad del 10%. Porque si empiezas vendiendo mucho puede ocurrir que mejorar esas ventas sea difícil. De hecho, hay un 90% de probabilidades de pasar de 1.000 a sólo 1.100.

Todo esto lo podemos dibujar en un árbol de decisión.



Imaginemos que la empresa tiene que enfrentarse a la decisión de invertir 600 € cada año. La decisión tiene un riesgo elevado porque implica:

→ Un 81% de probabilidad (90%x90%) de generar una ganancia de 500 € y un 1% de ganar 5.100 € (10%x10%).

→ Y, a partir de ahí, hay múltiples escenarios posibles.

Ganar 5.100 € con este contrato, y por tanto tomar una decisión de inversión de 600 €, es sólo un resultado posible (con probabilidad positiva) de los 4 que existen (y podrían existir muchos más). Si no contemplamos los "qué pasaría si...", podemos tomar una decisión ruinosa —como les ocurre a muchos proveedores de Mercadona, por cierto—

Por lo tanto, **no se puede confundir el resultado de una rama, de una opción, con el todo.** Cualquier inversión que supere el valor esperado (755) es una decisión que hay que medir con extremo cuidado.

TERCERO. CUIDA LOS COSTES HUNDIDOS, SON LA PRIMERA GRAN DECISIÓN QUE TIENES QUE TOMAR

El problema es que no solemos tener todas las ramas claras, ni todas las probabilidades controladas. Ahí es cuando surge la incertidumbre, que nos complica aún más la gestión del riesgo. Y al objetivo de decidir se antepone una primera gran decisión: reducir al máximo los costes hundidos.

Los costes hundidos son aquellos que, una vez que los hemos afrontado, no tenemos marcha atrás. Si no sale bien, los perdemos. Y cuando no tienes información perfecta esto es crítico.

En el ejemplo anterior, antes de saber si tienes que invertir o no 600 euros, la pregunta es la siguiente: ¿con las instalaciones actuales: cuánto es lo mínimo que tendría que invertir para averiguar por qué rama del árbol transitaré?

Hay decisiones binarias (o todo o nada), pero siempre hay una opción de trocear al máximo la decisión y quedarte en la mínima expresión. Si en el caso anterior lo mínimo para cumplir con el contrato básico son 100 euros, por ejemplo, sabemos que esto me podría aportar un valor esperado de 755 euros con ramas que pueden llegar hasta 5.000 euros. Pero también hay una rama con un resultado de 120 euros.

Pues bien, esos primeros 100 euros son los costes hundidos. Y esos 100 euros son la opción para aspirar a un valor esperado de 755 y a una rama con ganancias de hasta 5.000.

El coste hundido es la mínima cantidad en juego para tener más información sobre mi futuro.

En cuanto tenga información nueva, tendré que operar muy rápido para decidir si invierto o no los 500 euros restantes o paro el contrato.

En el mundo del emprendimiento y, en general, de los negocios, ser conscientes de estos costes hundidos, y cómo aparecen en cada decisión, **puede ser la diferencia entre el concurso de acreedores o el crecimiento exponencial**.

Cuando hablamos de la metodología ágil, de experimentar y de probar lo antes posible en el mercado, esto no es, ni más ni menos, que **buscar fórmulas para minimizar los costes hundidos**. Es decir, buscar, con el menor dinero posible, la mayor cantidad de información a la que podrías tener acceso para seguir decidiendo: tener información sobre clientes potenciales, tamaño del mercado, disposición a pagar, costes mínimos de fabricación, características tecnológicas...

> *¿Cuánto es lo mínimo que debo arriesgar, en las condiciones adecuadas, para averiguar información que no sé? Esta forma de pensar te ayudará a cruzar mejor los puentes de la incertidumbre.*

Otro ejemplo muy habitual se produce en **los procesos de fusiones y de compras entre empresas**. Estas operaciones pueden ser una bomba de relojería de riesgos: que si el precio que pagas puede que no lo rentabilices jamás; que si crees que hay sinergias (ahorros de costes) y luego no se producen; que si crees que vas a ampliar cartera de clientes y, en cambio, hay contratos que tras la fusión se pierden...

> *En definitiva, las fusiones entre empresas pueden ir muy bien o tremendamente mal. Cuando evalúas todos los riesgos, simulas árboles y posibilidades, hay formas de averiguar si los riesgos te pueden explotar o no.*

Así, por ejemplo, se suelen articular contratos con cláusulas donde no se paga todo al principio: se abona una cantidad a la firma y después fijas el pago, y el precio, a los hitos potenciales que se puedan cumplir (y que hemos dado por hecho en las negociaciones previas): márgenes, ventas, contratos críticos... y muchas cosas más.

Se podría decir que **los primeros desembolsos son los costes hundidos a decidir**. No se trata de decidir sólo si compras la empresa en su totalidad, sino tener la opción de hacerlo controlando riesgos que ahora no puedes medir. Esa es la primera decisión crítica.

Después, sólo se trata de meter en la coctelera la nueva información para decidir mejor.

CUARTO. El fin no es un número, sino una lógica que actúa como un GPS

Esto me lleva al siguiente punto. Hay quien cree que como no se pueden medir todas las opciones o caminos posibles (porque pueden ser muchas), ni se tiene precisión sobre las probabilidades. Como no se sabe a ciencia cierta todo esto, hay quien cree que lo mejor es no hacer nada... Pero esto puede ser catastrófico.

Peter Bernstein lo explica muy bien: «*sin números, no existen posibilidades ni probabilidades; sin posibilidades ni probabilidades, la única forma de hacer frente al riesgo es encomendándose a los dioses y al destino.* ***Sin números, el riesgo pasa a ser absolutamente una cuestión de valentía***».

Encomendarte a los dioses, al destino o al chamán de la calle del al lado, es también una opción. Pero quizás la más peligrosa. Porque los costes hundidos explotarán, como el estrés.

Cuando no haces el esfuerzo de tratar de medir —y con ello conocer tu ignorancia— puedes creer que sabes más de lo que realmente sabes, o menos de lo que sabes y que no lo estás usando para evitar riesgos que podrían estar a tu alcance.

No se nos pasaría por la cabeza tener una primera cita y, a los 30 minutos, casarte —salvo en una noche de resacón en las Vegas—. Como tampoco saldríamos de viaje de cientos de kilómetros en coche, sin conocer el camino, e ir en reserva a la espera de encontrar una gasolinera en algún lugar.

Nos pasamos la vida sin tener información perfecta, y aun así decidimos y usamos procesos lógicos que, aunque no seamos conscientes, son síntesis de complejos modelos matemáticos. Como cuando juegas al billar y no sabes de física, pero estás usando complejas teorías para meter la bola.

¿Cómo se resuelve esto en las empresas? A mí me gusta creer que ***las finanzas pueden ser ágiles, estratégicas y endógenas*** *—casi todas las decisiones en una empresa acaban teniendo impacto financiero hoy o en el futuro—. Una forma de convertir esas finanzas ágiles en motores útiles de decisión es, precisamente, trabajar* ***con árboles, opciones, posibilidades y jugártela con probabilidades*** *—que es mejor medir bajo mecanismos de inteligencia colectiva y conocimiento experto—.*

Y, a partir de ahí, usar la agilidad y el poder de los datos para incorporar información nueva a decisiones nuevas.

En el ejemplo anterior tenía que decidir asumir un coste hundido de 100 € para saber si en el canal de un nuevo cliente podría empezar vendiendo "mucho o poco", y luego decidir sobre el resto de la inversión que implica (los 500 € restantes).

---

*La forma de operar en un contexto de agilidad es **trocear la inversión, los ingresos** (al máximo detalle, con precios, cantidades, referencias...); los **costes** (también al máximo detalle, cuáles son fijos, cuáles dependen de la unidad vendida...), asumir plazos de cobro del cliente y pagos a proveedores y estimar las necesidades de caja (por si hay que pedir prestado dinero al banco y estimar costes y devoluciones).*

Cuando haces zoom en cada partida de ingresos y gastos, pronto te das cuenta de que prácticamente **no hay rincón de la compañía que no esté involucrada en la decisión**. Y en cada rincón hay información mucho más precisa que la de un financiero sentado en su despacho, con la puerta cerrada haciendo supuestos con datos pasados.

Una vez identificadas las fuentes de información, se pueden trocear las decisiones en semanas o meses y, con ello, las simulaciones para optimizar los costes hundidos y averiguar lo antes posible el camino a recorrer.

¿Qué pasa cuando simulo que voy a vender 100 un mes y luego vendo 120 o vendo 80? Que tengo que poner toda la maquinaria de la inteligencia colectiva y el trabajo en equipo para averiguar el por qué esta diferencia sobre las previsiones. **Una vez que aprendes, tienes nueva información precisa y real, se pueden revisar las estrategias. Como decía:** a información nueva, decisiones nuevas.

---

*Esto es una lógica financiera y de trabajo con equipos de alto rendimiento. Exige **transparencia, divulgación financiera, conocimiento preciso de tus capacidades como organización** y enfrentarte con esa caja de herramientas hacia lo desconocido. Aprender y decidir de forma ágil.*

El GPS como tecnología es muy útil, a mí me salva de acabar perdido en el monte cada fin de semana. Pero la clave es el piloto, las personas. **La mente humana es la que**

te permite dibujar futuros posibles, destinos, sintetizar información difícil de medir, crear conocimiento con la interacción de otras personas. En definitiva, aprender y desaprender, donde la tecnología es un gran acelerador de partículas de nuestro conocimiento, pero no es el fin. Estas decisiones no se resuelven con robots que piensan por nosotros. Nosotros decidimos.

QUINTO. LAS NARRATIVAS FINANCIERAS SON CRÍTICAS PARA DECIDIR CON RIESGO

Como hemos comprobado, hay muchos riesgos, datos, personas, incertidumbres, micro decisiones que se deben adoptar. Y hay quien puede pensar que eso paraliza. Que el análisis paraliza la decisión. Pero esto se debe evitar.

Siempre que los costes hundidos no te maten en la decisión, hay que buscar la agilidad.

> *En este proceso donde hay muchos datos, personas, circunstancias, miedos e incluso un estrés compartido, una de las divisas más poderosas para mejorar los procesos de decisión son las narrativas.*

Una buena narrativa ayuda a explicar de forma sencilla el desafío en cada decisión. Ayuda a captar información; a debatir, a entrar en 'frecuencia' con terceros ajenos a esa decisión (inversores, bancos, proveedores o clientes críticos). Facilita la transparencia. También aflora lagunas lógicas en nuestros discursos, lo que significa que las opciones no están bien trazadas y requieren de más profundidad.

En 1967, el padre del management moderno, Peter Drucker, lo tenía claro, decía:

«*Una decisión es un juicio. Se trata de elegir entre diversas alternativas. Muy pocas veces se trata de elegir entre lo bueno y lo malo. En el mejor de los casos se trata de escoger entre lo 'casi perfecto' y lo 'probablemente equivocado', pero con mucha más frecuencia se trata de elegir entre dos maneras de proceder sin que ninguna de ellas sea probablemente mejor que la otra.*

Pero los ejecutivos que toman decisiones eficaces saben que no deben empezar por los hechos. Deben comentar con las opiniones. Éstas, evidentemente, no son más que hipótesis no probadas y, como tales, inútiles hasta que no se comprueben enfrentándolas con la realidad.

La comprensión que subyace a la decisión correcta crece a partir del conflicto entre opiniones divergentes y al tomar seriamente en consideración las alternativas opuestas. Es imposible obtener primero los hechos».

> *Enfrentar opiniones divergentes exige muy buenas **estrategias de comunicación, contextos de confianza, transparencia, respeto a las personas, tolerancia a esa divergencia...** en definitiva, exige enriquecer los procesos para extraer de ellos decisiones complejas.*

Es importante resaltar lo de decisiones complejas. Esto no va de decidir qué lápices compramos. Sino de **decisiones que pueden cambiar el rumbo, para bien o para mal, de una organización.**

Pero, sobre todo, y lo más importante, no va de decisiones como las del borracho. La clave es el proceso por el cual se toman las decisiones, y no tanto el resultado. Porque siempre podrá haber probabilidades positivas de que cualquier resultado extremo surja.

Fallar y tener malos resultados, también es una opción. Pero no es el único mecanismo para decidir, ni para valorar la decisión. **Mínimos cambios, o simplemente factores que son imposibles de controlar, pueden llevarnos a decisiones con resultados dispares**.

> *Olvídate del resultado, por unos instantes, y trata de buscar **el mejor proceso de decisión.** Con la mejor narrativa, control de costes hundidos, averigua dónde están las micro decisiones críticas y qué tienes que hacer para aflorar el mejor conocimiento y con él trabajar con tus mejores probabilidades.*

Decidir borracho puede salir bien, pero puede ser la peor decisión de tu vida.

Casos

3

Algunos casos seleccionados, a partir de la información financiera y general disponible (pública) de las empresas

- **Holaluz**
- Análisis Post-Morten de **Abengoa**
- La crisis de **Grifols**
- La decisión de **Ferrovial** de irse de España
- **Telefónica, Orange y Vodafone**
- **MásMóvil** y su valoración
- **Naturgy** y la compra de los árabes
- **Telepizza**: la creación de valor del fundador
- Derbi financiero **Madrid-Barça**
- **Mercadona** y su ecosistema de creación de valor

mayo 2024

ALGUNOS EJEMPLOS DE ANÁLISIS FINANCIEROS

A continuación, elegimos una selección de análisis publicados y que han tenido una repercusión entre los medios de comunicación, directivos y empresarios.

En todos ellos, la información surge de auditorías e información externa de la compañía.

El objetivo es mostrar, como profesionales independientes, la manera de analizar las finanzas de una empresa "desde fuera".

Todo este análisis lo sofisticamos al tener acceso a la empresa y trabajar en el proceso con información más precisa y acceso a las personas clave de la organización. Siempre empezando por el CEO o los accionistas principales...

Tal es la sofisticación que podemos desde ***ampliar los informes a hacer modelos de simulación financiera ESPECIFICOS y SINGULARES para nuestros clientes****.*

Y siempre con un gran objetivo: ***aportar un análisis independiente, ayudar a pensar y re-pensar las finanzas y la estrategia financiera de la compañía y, sobre todo, facilitar tomar decisiones realmente complejas.***

CASO DE HOLALUZ

Holaluz nació con una narrativa imponente: conectar el mundo a través de energía verde. Tres jóvenes altamente preparados, ingenieros, estudian juntos un curso de posgrado y les une una propuesta poderosa: poner todo su conocimiento al servicio de la humanidad y del medioambiente. Oriol Vila, Carlota Pi y Ferran Nogué fundan Holaluz en 2010 como una startup que rápidamente llegó al corazón de jurados e inversores.

Su propuesta de valor es muy clara: comercializar sólo energía de fuentes renovables. Con una estructura de precios y servicios al cliente sencilla y trasparente. Y usar nuestros tejados como una oportunidad para el autoconsumo, lo que llaman: **la revolución de los tejados.** Están certificados en todos los cánones de empresa de impacto ambiental, como ESG o B-Corp.

Su ambición: ser la comercializadora líder en España (¿Europa?) en energía verde. Comprar y vender energía verde, usar la tecnología para optimizar la factura de los usuarios y diseñar un modelo de negocio con varias claves. Por ejemplo, como dicen en su Web, ofrecer un todo incluido, con precios fijados, y que no te afecte como consumidor las alteraciones de los precios de la energía. Como dicen ellos, "esto te protege de las posibles olas de frío y de calor".

Su propuesta a los 'dueños' de los tejados es ofrecerles un conjunto de servicios: instalación de placas solares, servicio de comercialización (qué parte consumes y qué parte vendes y a qué precio), te financian las instalaciones (supongo que con acuerdos con entidades financieras) y tú, supuestamente, no tienes nada que hacer.

Imbatible, ¿no? Como narrativa es poderosa, lo que ya se conoce como storytelling. Pero como bien explica Awasth Damoradan (lo citaré una y otra vez), las narrativas financieras tienen que cumplir las 3 P, ser:

→ Posibles,

→ Verosímiles (plausible en inglés).

→ Y probables.

Está claro que Holaluz ha conseguido tener una narrativa posible, y parece que verosímil, porque empezaron de 0 y están en casi 1.000 millones de euros de ventas en 12 años. Pero, aún falta una P, la de probable, la más exigente de todas.

Como dice Damodaran:

> *«entre todas las historias verosímiles, sólo unas pocas son probables… para ser probable tu historia tiene que ser probada con los números que impulsan y determinan el valor de una empresa. Incluso las historias más cualitativas sobre la cultura corporativa, la calidad de la gestión, el nombre de la marca y los imperativos estratégicos pueden y deben relacionarse con aportaciones de valor. Son esas entradas de valor las que deben convertirse en números en los modelos y las hojas de cálculo».*

Y este es, precisamente, lo que me ha motivado escribir este artículo. Tratar de averiguar hasta qué punto esa narrativa y propuesta al mundo de Holaluz se está convirtiendo en un modelo de negocio revolucionario, probable y sostenible financieramente a largo plazo para sobrevivir.

Me he propuesto tratar de conocer las tripas básicas que están permitiendo construir el valor de la compañía.

DE LA NARRATIVA AL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

Un titular de El País en 2019, antes de su salida al Mercado Alternativo Bursátil, lo decía todo: «Holaluz: la empresa que surgió un día de cañas entre amigos y que sale a Bolsa valorada en más de 100 millones».

¿No es fascinante? Seguimos con la noticia:

«La compañía creció un 50% el año pasado, tiene un Ebitda (beneficio bruto de explotación) positivo desde 2017, está presente en todos los códigos postales de España, avanza a un ritmo de 400 nuevos clientes al día —el 39% de ellos por recomendación— y 50 instalaciones solares fotovoltaicas a la semana»

… «el plan de negocio diseñado de cara a 2023 prevé cifras redondas: un millón de clientes, 1.000 millones de euros de facturación y 50.000 instalaciones de placas solares fotovoltaicas. Y la idea es arrancar fuerte para 'estar cotizando en el mercado continuo en los próximos meses', asegura la presidenta de la empresa».

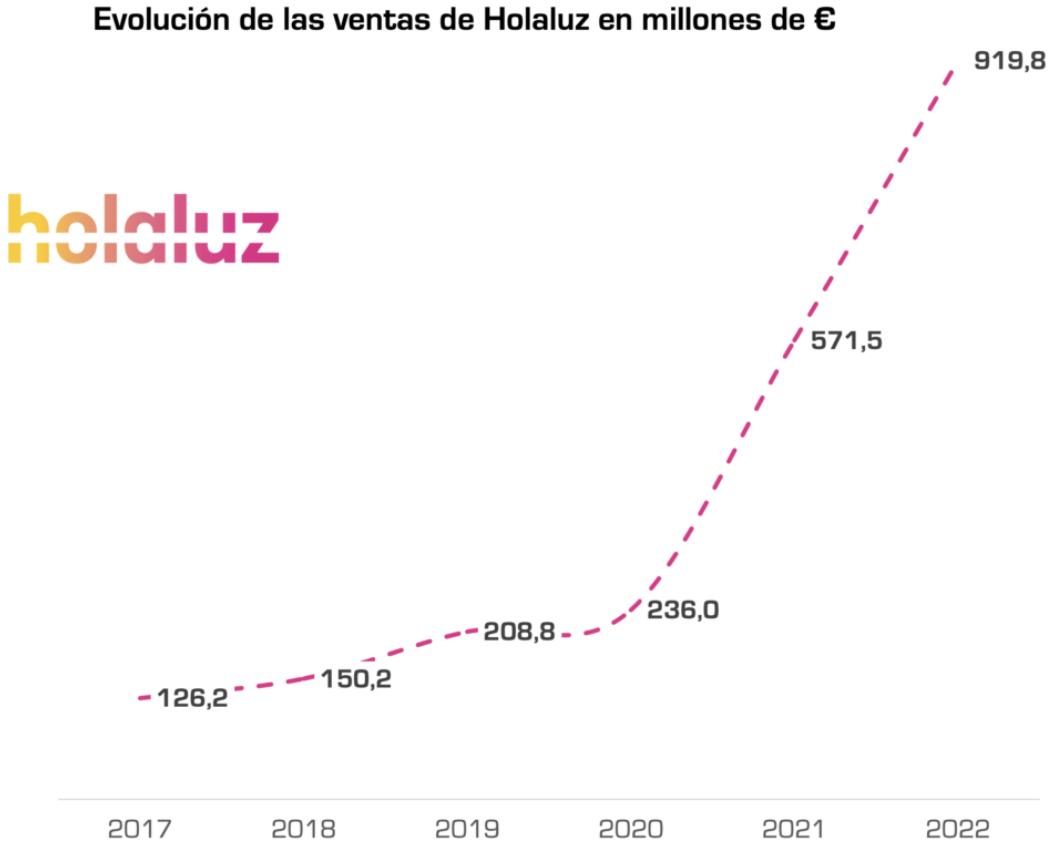
Y poco a poco las cifras de ventas se fueron cumpliendo, hasta que llegó el anuncio a lo Elon Musk, «Tesla ya comercializa sus baterías domésticas en España a través de una alianza con Holaluz», y la empresa declara la posibilidad de alcanzar las 63.000 instalaciones fotovoltaicas hacia 2025.

Por lo tanto, una idea posible tomando unas cañas, se ha convertido en verosímil, con cotización en bolsa incluida. Para ser probable tiene que dar el salto de la sostenibilidad financiera.

Por eso mi objetivo es tratar de conocer cómo Holaluz consiguió llegar hasta este momento y qué lecciones podemos obtener.

CRECIMIENTO EXPLOSIVO DE LAS VENTAS DE HOLALUZ

Holaluz, en una síntesis muy básica financiera, compra energía (verde) y vende energía (verde). Por lo tanto, la explosión de sus ventas por la captación de clientes es un primer síntoma de si el modelo de negocio tracciona como una locomotora, o no.



Pero este negocio de comprar y vender, sin prácticamente valor añadido después, las ventas dicen poco.

Podríamos decir que Holaluz es una empresa de 920 M€ o, también podríamos decir que Holaluz ha generado 82 M€ de ingresos netos por ventas en 2022. Suena menos sexy, pero es una realidad más objetiva.

holaluz

	2020	2021	2022
Margen Bruto en M€ (*ventas menos compra de energía*)	27,48	31,18	82,15
Margen sobre Ventas (%)	11,64	5,46	8,93

Y la narrativa ya empieza a tener problemas, porque comprar energía, vender energía y mantener precios estables es algo más complejo de lo que parece.

De hecho, justo cuando Holaluz multiplica por casi 4 sus ventas (el gran punto de inflexión de 2020), su margen bruto se multiplica por 3.

→ Esto significa que por cada 100 euros de energía que vendía en 2020, Holaluz generaba casi 12 € de margen,

→ la escalada de precios energéticos de 2021 lo redujo a la mitad. Y la recuperación de 2022 no ha sido tan pronunciada.

→ El impacto de esto es muy relevante: si la empresa lograra crecer y mantener el mismo margen que en 2020, podría alcanzar hasta los 107 M€ de margen bruto, 25 M€ más de los que consiguió. Es decir, 25 M€ que serían un beneficio directo (o menores pérdidas) al oxígeno financiero de la empresa.

Una de las narrativas más complejas para conseguir negocios probables y sostenibles es precisamente el crecimiento.

Crecer es caro, difícil y hace que surjan riesgos silenciosos, difíciles de prever tomando unas cañas.

GOLPE 1 AL STORYTELLING DE HOLALUZ: LOS DERIVADOS

Un tema crítico en estos mercados, para evitar que una guerra como la de Ucrania o un proceso inflacionista tumbe una compañía, es usar instrumentos financieros que son bastante sofisticados. Entre ellos están los derivados de cobertura.

Me gusta mucho el ejemplo del frutero que pone la CNMV:

«Imaginemos que vamos a comprar al supermercado un kilo de naranjas. Lo normal es que el acuerdo y la transacción se realicen en el mismo momento, es decir, a la entrega del kilo de naranjas se paga el precio establecido.

Supongamos ahora que acordamos con el frutero que para la semana que viene me venda un kilo de naranjas al precio al que están hoy.

Esto se podría entender como un derivado o contrato a plazo: hemos fijado los detalles del acuerdo, la cantidad y el precio en el momento actual, si bien el intercambio se hará en una fecha futura.

Por lo tanto, la variación del precio podrá jugar a nuestro favor si el precio del kilo de naranjas sube, o en contra si el kilo de naranjas baja de precio, beneficiándose el frutero del acuerdo realizado».

Este ejemplo tan sencillo se puede sofisticar al máximo, en el caso de los mercados energéticos, o para cubrirse ante riesgos como las subidas de tipo de interés o tipos de cambio.

Pero son un dolor de cabeza, y para Holaluz más. Y me gustaría parar un minuto a explicar cómo funcionan.

Están sujetos a normas contables internacionales, más conocidas como las IFRS. Y, aunque la norma tiene más de 100 páginas, y es de digestión profunda, hay aspectos importantes que debemos considerar para entender un negocio como el de Holaluz.

- → El auditor tiene que saber mucho de derivados para controlar estas partidas. Los financieros y su séquito legal tienen la virtud de sofisticar las cosas.
- → Existen derivados de cobertura y derivados que no lo son. Por tanto, lo primero es demostrar que se usan derivados de cobertura y no especulativos (para tratar de ganar dinero sin un objetivo de cubrirte de un riesgo concreto).
- → Los derivados de cobertura han de ser valorados a "valor razonable", otro aspecto a solucionar y negociar con el auditor. Porque no siempre hay un mercado ni un valor razonable que asigne precios de los derivados que tienes.
- → Las ganancias por derivados de cobertura se recogen en cuentas patrimoniales (van directos al músculo de los fondos propios de la empresa), nunca a resultados.
- → Por el contrario, las pérdidas en derivados se recogen en cuenta de resultados y no en cuentas patrimoniales. Pero hay empresas que bordean la interpretación e imputan las pérdidas también a los fondos propios. Sobre todo, si estas pérdidas 'no se han materializado' aún porque no se hizo efectiva la venta del derivado (aunque pierda valor).
- → Lo relevante para poder valorar la cobertura es la contrapartida del derivado: si es una cámara de compensación (instituciones cuyo fin es asegurar que todas las transacciones sean seguras entre las partes) o un banco o un tercero.

Pero, de todas las partes, siempre hay alguien que asume —por definición– el riesgo de contrapartida.

- → Por ejemplo, tenemos un problema si nuestro garante es "peor crediticiamente que nosotros".

→ Pero también si es mejor, porque si es mejor, y tenemos pérdidas, lo habitual es que nos pida garantías adicionales a lo largo del tiempo, los famosos "margin calls".

En el caso del frutero: si el frutero está quebrado, y le compramos ese kilo de naranjas a un precio cerrado, igual nos quedamos sin naranjas (imagina vender energía y no tener energía que comprar). Si el frutero es muy sólido financieramente y ve que nuestras pérdidas crecen sin parar, va a tener miedo a no cobrar y nos pedirá más garantías.

→ ¿Y si el coste de la cobertura nos pone en situación de insolvencia? ¿Cómo se resuelve? Esto puede ocurrir y no es baladí. Crecer exponencialmente puede llevarnos a situaciones complejas de resolver financieramente.

→ Pero hay más dudas razonables. Muchos derivados se negocian fuera de mercados organizados. Es decir, cuando no hay una bolsa: transacciones entre compradores y vendedores que permiten fijar precios.

Cuando esto ocurre, eso de establecer "un valor razonable" es, cuanto menos, una tarea muy compleja. ¿Cómo sé el precio del contrato que yo he firmado con mi frutero si fue un acuerdo entre él y yo, y no hay un mercado de acuerdos de precios de contratos de esa frutería?

→ Más dudas razonables: es muy habitual declarar en nuestra contabilidad estas inversiones financieras de los derivados. Pero lo que no es tan habitual es cómo se declaran las garantías que está ofreciendo la empresa para lograrlos. Esto hace difícil a veces valorar riesgos.

En definitiva, no estoy en contra de los derivados de cobertura. Al contrario, tienen mucha capacidad para evitar que una ola te tumbe el barco entero y se hunda la compañía. Pero esto es como ir a la selva, por primera vez y sin guía: te pueden comer los leones —muchos de ellos formados en Wall Street—. Y me temo que a Holaluz los leones ya le han dado un zarpazo relevante.

Basta mirar su balance de 2021 y 2022, y ver que han tenido que contabilizar una pérdida potencial por los derivados de 2021 directamente en patrimonio (no en pérdidas contables...) de más de 40 M€. Y en 2022 esas pérdidas potenciales se controlaron y se han reducido a 23 M€.

holaluz

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	Notas de la memoria	Ejercicio 31.12.2022	Ejercicio 31.12.2021
PATRIMONIO NETO			
FONDOS PROPIOS-	13	**42.819.774**	**47.946.451**
Capital-		**656.662**	**656.662**
Capital escriturado		656.662	656.662
Prima de emisión		**61.772.144**	**61.772.144**
Reservas		**(14.165.475)**	**(5.769.211)**
Legal y estatutarias.		123.477	123.477
Otras reservas.		(14.288.952)	(5.892.688)
Acciones Propias		**(300.217)**	**(300.217)**
Resultado del ejercicio		**(5.121.521)**	**(8.412.927)**
Ajustes por cambios de valor.		**(23.169.700)**	**(40.812.106)**
Operaciones de cobertura.	16	(23.169.700)	(40.812.106)
Total patrimonio neto		**19.671.894**	**7.134.345**

El zarpazo hizo que su patrimonio neto (los recursos propios, el músculo) pasara de 43 M€ a poco más de 7M€. Esto hizo que sólo un 2% de su activo se financiera con recursos propios en 2021. Comparémoslo con Telefónica (29%) o con Orange (32 %) o con Iberdrola (40%).

El zarpazo se ha comido gran parte del discurso narrativo de la P de probable. Porque con los crecimientos tan exponenciales de ventas y mercados con tanta fluctuación de precios, estos riesgos se pueden multiplicar de forma exponencial.

Holaluz está sentada en un barril de riesgo cuando el 90% de sus costes, la energía, dependen de un mercado que fluctúa, es muy sensible en precios y cualquier golpe fuerte (más que un cisne, bastaría un patito negro) te puede colocar en situaciones realmente vulnerables.

Por ejemplo, si las pérdidas de los derivados de 2021 se llegaran a materializar contablemente como pérdidas, los casi 41 M€ se comerían los 31 M€ de margen bruto de la empresa. Es decir, aunque no gastara un céntimo más (en personal, en publicidad, en alquileres o pagar intereses), la empresa ya estaría en pérdidas serias.

Esto pudo haber generado un problema serio porque en sus flujos de tesorería auditados hay pagos por importe de 73,45 M€ en activos financieros (derivados).

holaluz

	Notas	31.12.2021
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Pagos por inversiones (-)		**-100.967.571**
Inmovilizado intangible		-9.044.593
Inmovilizado material		-314.139
Otros activos financieros		-73.449.250
Unidad de negocio		1.015.665
Otros activos		-19.175.254
Cobros por desinversiones (+)		-
Otros activos financieros		-
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6+7)		**-100.967.571**

En cambio, ni rastro en la cuenta de pérdidas y ganancias... Y mientras, el EBITDA positivo manda entre los indicadores...

holaluz

Holaluz en Números:

	Dic. 2021:	Crecimiento 2020-2021:	Mar. 2022:
Clientes:	386.548	29,78%	386.540
Instalaciones fotovoltaicas	6.410	59,37%	7.023
EBITDA	1,12	-	14,98
GM	33,98	23,70%	27,06
Toneladas de CO_2 evitadas	330.038*	25%**	-

Para enfrentarse al zarpazo, Holaluz consumió casi 21 M€ de la caja que tenía a diciembre de 2020, y pidió financiación nueva en 2021 por importe de 45 M€. Todo esto una empresa que generó ese año unos 31 M€ de caja motivada de su negocio...

En definitiva, un zarpazo de un derivado de cobertura mal negociado puede tener tal dimensión que nos rompe la narrativa de la P de lo probable.

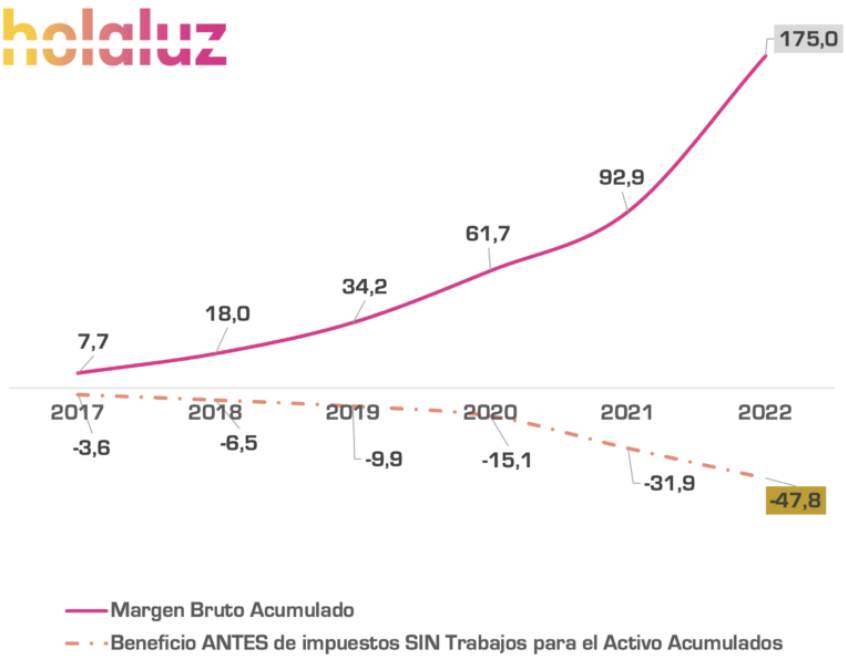
GOLPE 2 AL STORYTELLING DE HOLALUZ: LA RENTABILIDAD Y LOS ACTIVOS INTANGIBLES

Ya he comentado en otro artículo el papel que juegan los "trabajos para el activo" en una empresa. Son una tipología de ingresos (que no entrada de caja) que sirven para compensar "contablemente" los gastos (que sí suponen salida de caja); pero con el matiz de que esos gastos se destinan a crear un activo intangible en la empresa: una tecnología (en sentido amplio) que permite generar un impacto a medio y largo plazo en las ventas de la sociedad.

Pero, de momento, mientras se imputan Trabajos para el Activo, no se ingresan recursos y, en cambio, se reducen las pérdidas ciertas que tiene la empresa.

Veamos el caso de Holaluz.

Evolución del margen bruto (acumulado) y el beneficio neto SIN trabajos para el activo. M€



Si tomamos la suma desde 2017 hasta 2022, observamos que, por cada 100 euros de ventas Holaluz:

→ Genera 8 € de margen bruto (después de comprar la energía y otros aprovisionamientos para lograr sus ventas).

→ De esos 8 €, que genera comprando y vendiendo energía, destina 10 € en el resto de los gastos: personal, otros gastos de explotación y amortizaciones.

→ Si, además, sumamos los gastos financieros, generar esos 8 euros le cuesta a Holaluz pagar 0,21 € de intereses.

Conclusión: Holaluz compra energía por 92 €, la vende por 100 €, genera 8 €de margen, pero hacer su actividad le cuesta 10,21 €, es decir, que esos 8 € le hacen perder 2,21 €.

En el proceso, Holaluz imputó 22 M€ de ingresos como trabajos para el activo, desde 2017, que enmascaran las pérdidas reales. También las variaciones de existencias (que son gastos que no se han convertido en ingresos).

Además, esas pérdidas y esa I+D, genera deducciones, lo que hace que el impuesto 'después de impuestos' también sea más cómodo para enseñar en la narrativa, y evitar una mayor descapitalización de la compañía.

holaluz

Indicadores AGREGADOS entre 2017 y 2022 en M€

Cifra de Negocios	2.212,6
Margen Bruto	**175,0**
Trabajos para el Activo	22,6
Variación de Existencias	4,9
Otros Ingresos de Explotación	4,1
Gasto de Personal	**72,3**
Otros Gastos	**131,2**
Gastos Financieros	**4,6**
Suma Personal y Otros	**208,1**
Resultado ANTES de IMPUESTOS, Trabajos para el Activo y Existencias	**-52,7**
Resultado ANTES de IMPUESTOS	**-25,2**
Resultado DESPUES de impuestos DECLARADOS y ACUMULADOS	**-15,4**

La conclusión es que desde 2017 hasta 2022, Holaluz declaró que en todo el período perdió 15,4 M€. Pero si usáramos el modelo más 'anglosajón' de presentar las cuentas (quitando aspectos como los trabajos para el activo y las variaciones de existencias), las perdidas reales hasta el momento superan los 52 M€.

Estas pérdidas serían adicionales a las que tendría que soportar por los vaivenes de los derivados, que como hemos visto son terriblemente agresivos.

GOLPE 3 AL STORYTELLING DE HOLALUZ: LA INTENSIDAD DE LA DEUDA

Conviene entender la evolución de 3 indicadores claves: ventas (cifra de negocio), margen bruto (ventas, una vez descontados los aprovisionamientos) y la deuda total (de corto y largo plazo).

holaluz

Indicadores AGREGADOS entre 2017 y 2022 en M€

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cifra de Negocios	126,2	150,2	208,8	236,0	571,5	919,8
Margen Bruto	7,7	10,3	16,3	27,5	31,2	82,1
Deuda Total	8,2	11,0	16,8	28,2	152,6	113,8
Deuda Total sobre Margen	1,07	1,06	1,03	1,03	4,89	1,39

El resumen entre 2017 y 2022 es algo así como:

→ Desde 2017, Holaluz consiguió vender unos 2.213 M € y, como decíamos, generar 175 M€ de Margen.

→ Pero para ello tuvo que utilizar el equivalente a 330 M€ de deuda, es decir, un 89% más que el margen bruto.

¿Esto es mucho o es poco? Esto es un 47% superior a empresas del Ibex como Telefónica. Y si lo comparamos con los grandes players de la compra/venta de productos (Amazon en lo digital o Mercadona en supermercados), podríamos encontrar cómo por cada 100 de margen bruto Amazon sólo necesita 43 € de deuda. Y en el caso de Mercadona muchísimo menos (roza el cero: 2,1%).

Sólo saldría peor si se comparar con las grandes energéticas, como Iberdrola, que tienen 2,4 veces más deuda que margen, porque su modelo de negocio implica destinar deuda a largo plazo a proyectos de inversión (plantas fotovoltaicas, parques eólicos...), con ciclos de venta y cobros muy largos. A cambio, su negocio tiene márgenes de hasta 44% sobre ventas (y no del 9 en 2022%).

Esto me lleva a dos reflexiones:

→ Holaluz tiene lo peor de un mercado de la comercialización: comprar producto y venderlo, a margen muy bajo.

→ Y lo peor de la intensidad de la deuda que requieren modelos más intensivos de capital, pero sin tener sus márgenes.

Holaluz tiene un margen de una comercializadora (9%, frente a un 44% de Iberdrola) combinado con una intensidad de deuda superior a la de empresas como Telefónica, por ejemplo.

Poco margen, alta deuda, alta volatilidad de precios... mucha intensidad de inversiones intangibles, ciclos de venta largos, complejidad legal (cualquiera que lea esto y viva en una comunidad de vecinos sabe perfectamente la dificultad de llegar acuerdos, y más de usar sus tejados). En definitiva, la tormenta perfecta de Holaluz.

GOLPE 4 AL STORYTELLING DE HOLALUZ: EL USO DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

Holaluz salió al Mercado Alternativo Bursátil cuando tenía un capital social (más prima de emisión) de 4,35 M€. En 2022, su capital, es decir, la inversión de sus accionistas ya alcanzó los 62,4 M€.

En 2021 el mercado 'cuidó' bien a los inversores de Holaluz, porque le otorgaron un valor en bolsa de casi 260 M€.

El storytelling ayuda a trabajar la irracionalidad de los mercados, al menos durante un tiempo. El mercado le otorgó en 2021 un valor bursátil a Holaluz de 10,2 € por cada euro de caja operativo. Ese mismo año, el mercado le otorgaba 8 € a Iberdrola. Es decir, un 20% menos. Iberdrola es una máquina de generar dinero y asignarlo a largo plazo con alta rentabilidad. Holaluz, de momento, sólo ha consumido efectivo y cada día con menor rentabilidad. Pero... cosas del storytelling.

Por esa razón quiero analizar la evolución de sus flujos (entradas y salidas de efectivo de la sociedad) dependiendo de su tipología. Los resultados se muestran en la siguiente tabla.

holaluz — **Flujos de efectivo ACUMULADOS entre 2017 y 2022 en M€**

Flujos de efectivo de EXPLOTACIÓN	53,8
Flujos de efectivo de INVERSION	-168,7
Fluijos de efectivo de FINANCIACIÓN	121,2
Resultado	6,2

Como se puede observar, todos los flujos puros del negocio (entradas de efectivo por la diferencia entre ingresos cobrados y gastos pagados), generó casi 54 M€ desde 2017 a 2022.

Pero para lograrlos tuvo que invertir 169 M€, de los cuales 73 M€ recordemos se deben al impacto en los derivados de cobertura.

Esto le llevó a pedir más de 120 M€ de financiación.

La P de probable de Holaluz se enfrenta a varias realidades aún de difícil digestión:

- → acumula fuertes pérdidas (eliminando trabajos para el activo y variaciones de existencias),
- → ha tenido que multiplicar por 4 su deuda desde 2020,
- → La productividad por cada euro de coste laboral es igual entre 2020 y 2022, es decir, crecer no le ha generado economías de escala de productividad del personal.
- → En cambio, la empresa es un 23% menos eficiente en otros gastos de personal en 2022 que en 2021, en términos de euros por margen bruto.
- → Holaluz no escala (no vende más, con más margen y mayor control de gastos), y esto le está llevando a destinar una gran intensidad de recursos que se comen el margen de explotación.

EL STORYTELLING NO LO PUEDE TODO SI NO ACABA EN LA EXCEL

Holaluz tiene que demostrar que, para tener una P de probable sólida:

- → tiene un modelo de negocio que pueda mejorar de forma consistente su margen bruto, a medida que crece. Pero ha demostrado lo contrario.
- → Que tiene un personal que puede aportar un mayor valor añadido por cada euro de su coste (se más productivo), y no lo ha logrado con el crecimiento.
- → La tecnología, y esos activos intangibles, deberían ayudarle a 1) aumentar márgenes, 2) ser más eficientes y 3) que cada hora de personal aporte un mayor valor añadido. Desde 2020 no han conseguido ninguna de las tres cosas.
- → El crecimiento debería llevar asociado una mayor escalabilidad de otros gastos de explotación, ser más eficientes. Pero lo son menos, posiblemente por la intensidad de los gastos en publicidad.

Captar un cliente vía publicidad está saliendo muy caro a Holaluz. Piensa el siguiente número:

- → Cuando Telefónica vende 100 €, tiene un margen bruto de 67 € y destina un 30% a publicidad (entre otras cosas, a comprar los derechos del fútbol y dirigirse a un mercado masivo).
- → Cuando Holaluz vende 100 €, genera 9 € de margen bruto y tiene que destinar también un 30% a publicidad.
- → Ahora piensa esa misma intensidad de gasto en publicidad. Cada cliente nuevo (que en proporción supone el mismo esfuerzo a Telefónica que a Holaluz) en uno genera 67€ de margen y en otra 9 €.

Eso rompe gran parte del storytelling: crecer así puede suponerse meterse en un pozo de mayor necesidad de recursos.

La escalabilidad de captar clientes, aportar soluciones financieras en los tejados, ocuparse de la tecnología de gestión, de la instalación y de todo el proceso hasta que un tejado genere un flujo de efectivo parece más lento de lo deseable y con menor rentabilidad de la que se necesita para generar fuertes flujos de caja.

Y, mientras, a media que el volumen de ventas explota, las compras también, y las fluctuaciones de precios no sean estables (cosa difícil en el sector), la comercializadora tendrá que usar de forma intensiva derivados de cobertura, que pueden ser armas letales.

Y todo esto sin hablar de la competencia. Piensa que Holaluz se dirige a clientes que ya tienen una compañía energética en sus casas. Compañías que ya están atacando con mucha fuerza el poder gestionarte placas, servicios y, además, acumulación. Y ya tienen el cliente 'captado', y pueden ofrecerle tecnología y soluciones competitivas.

Por ejemplo, esto está en la hoja de ruta de TotalEnergies, una empresa con más de 67.000 M€ de margen bruto cada año y más de 33.000 M€ en la caja para disparar.

Pero, lo peor, esas compañías que son la competencia tienen instalaciones propias (parques y huertas solares) y por tanto controlan mucho mejor riesgo del mercado. Están mucho menos expuestas a los derivados de cobertura.

Con todos estos puntos críticos, creo que el relato con P de probable aún todavía no es sólido. El storytelling es un arma afiladamente efectiva para transmitir valor en los mercados.

Lograron que si, por ejemplo, la empresa valía 100 el día que salió a cotizar, en 2021 valiera 133. Pero a pesar de multiplicar por 4,4 veces sus ventas desde ese día, hoy vale 71 en bolsa, es decir, un 30% menos.

El storytelling tiene que ir acompañado de resultados y de una conexión exquisita entre relato y números. Porque si no, todo acaba cayéndose.

Por ello, recomendaría claramente a la empresa que, además de hablar de la revolución de los tejados —una supuesta revolución que como mucho puede aportar 1 de cada 5 megavatios de las renovables que necesita España en 2030—, contaran a sus inversores cómo se puede sostener financieramente el modelo de negocio sin convertirse en una empresa con una gran caja negra de riesgo difícil de descifrar.

Son realmente buenos comunicando. Seguro que tienen ideas muy sólidas para dar este gran salto. La sociedad les necesita.

ACTUALIZACION DEL ARTICULO A 3 DE MAYO DE 2024

Este artículo se escribió el 27 de mayo de 2023. Casi un año después, el 1 de mayo de 2024, el BME Growth, el mercado bursátil para empresas en crecimiento, anunció que suspendía la cotización de Holaluz. Y todas las alarmas saltaron por los aires, en todos los medios de comunicación Holaluz era la estrella.

De hecho, el mismo medio que decía en 2019: "Holaluz: la empresa que surgió un día de cañas entre amigos y que sale a Bolsa valorada en más de 100 millones", ahora dice... "Holaluz, el descalabro de la gran esperanza verde"...

BME Growth suspende su cotización por no poder presentar las cuentas en plazo porque sus dos principales inversores (más allá de los fundadores) no las firmaron. Y básicamente por dos motivos, que explica la empresa:

(1) "la falta de información para tener una opinión completa de las cuentas a aprobar y

(2) el desacuerdo sobre la política de capitalización de costes incurridos por nuevos proyectos, que, en su opinión, pudiera en algunos casos no ser razonable".

Esto viene a decir, más o menos, que la contabilidad es una especie de "caja negra" (como podríamos comprobar con lo que pasa con sus derivados de cobertura) y, sobre todo, que la empresa está utilizando la activación de gastos como mecanismo para crear activos intangibles y resultados "menos negativos".

Tras este artículo han sido varios los medios y personas que me pedían que opinara. Pero, la verdad, tengo poco más que añadir. Porque efectivamente sorprende lo poco que se tiene cuidada la narrativa y explicación financiera de la empresa, y más siendo cotizada.

Lo que se llama presentación de cuentas no deja de ser una presentación con datos que ni siquiera son comparables con los auditados de 2022... Y sólo se presentan datos muy parciales (no puedes llegar a comprender los flujos de caja y los riesgos reales que tiene la empresa).

Esa presentación muestra sólo algunas cosas que confirman que lo que pasaba hace un año sólo empeoró:

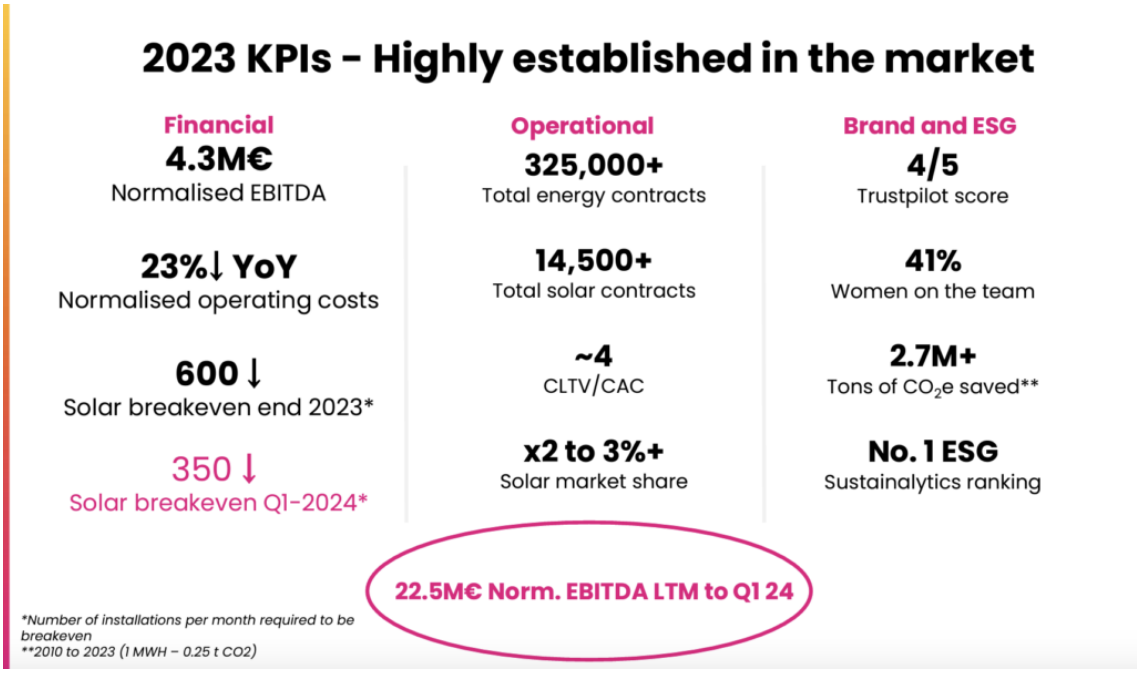
(1) El margen bruto (ventas de energía menos lo que costó comprar esa energía) cayó en casi un 25%. La empresa generó 20 M€ menos para poder afrontar el resto de los gastos y, con suerte, poder hacer frente a su deuda.

(2) De hecho, las pérdidas contables explotaron, pasaron de 5M€ a 26M€.

(3) Pero esas pérdidas no cuentan toda la verdad, porque el Patrimonio Neto sigue teniendo dentro la bomba de relojería de sus derivados (que son una caja negra imposible de entender con esta presentación).

(4) Y a todo esto le sumas que la empresa, con menos margen (25%) mantiene 86 M€ de deuda total, de la cual tiene que devolver en menos de un año casi 64M€ (con pérdidas de 26 M€, y unos derivados que pueden derrumbarte).

(5) La cuestión es que la empresa debe a corto plazo (pasivo corriente) casi 45M€ de euros más de lo que podría cobrar (activo corriente).



Tiene mala solución, pero lo que más me sorprende de todo es que en un entorno regulado la información a inversores no sea más transparente... y es cansino, demasiado cansino, que la primera trasparencia sea hablar de un EBITDA "normalizado" de 22,5 M€... La narrativa financiera, auténtica y accesible, es crítica para crear valor y aportar confianza.

ANÁLISIS POST-MORTEN DE ABENGOA

En las navidades de 2009, Abengoa celebraba una valoración por encima de los 2.000 millones de euros. Seis años después, el 15 de diciembre de 2015, se declaró en concurso. Y de ahí camino al cierre, liquidación y una venta que aún no ha acabado, ¡Chimpún!

Puede ser muy útil hacer un análisis post mortem de la empresa. ¿Cómo ha crecido? ¿Cómo se ha financiado? ¿Y cómo se ha convertido en uno de los concursos más grandes de la historia de España?

Abengoa es la misma empresa a la que en 2010 adjudicaron la realización de la mayor planta termosolar del mundo, en Arizona —y que la administración Obama le otorgó un aval de 1.450 millones de dólares para su construcción—; la misma empresa que el 72% de los analistas, según Bloomberg, recomendaban comprar sus acciones en pleno proceso de crecimiento; la misma empresa que los 'expertos en bolsa' —de esos fijan precios todos los días, palpando las expectativas y el sentir del mercado— recomendaban comprar en 2010, en 2011, en 2012... y así durante varios años más, sin poder anticipar su hundimiento..

Las noticias se sucedían en el 2010: por primera vez Abengoa se sometía a la calificación de agencias internacionales e independientes. No le dieron una nota muy buena: BB (nota media dentro de la calidad cuestionable) y Ba3 (tercera nota dentro de la calidad cuestionable). Esto es más o menos un bono basura, pero la comunicación hace estragos. En ese momento, las agencias de calificación usaron el calificativo de "estable" a la perspectiva de la empresa. Y esto fue un clavo al que se acogió la empresa para decir cosas como esta:

«*La obtención de estas calificaciones respalda nuestra estrategia de negocio y financiera, refuerza la credibilidad de nuestros socios, clientes y proveedores en todo el mundo, y consolida nuestra capacidad para continuar siendo líderes en el desarrollo y la construcción de proyectos sostenibles en todo el mundo*», llegó a declarar el director financiero de Abengoa, Amando S. Falcón.

Lo peor, en 2015, tras anunciarse una ampliación de capital (que nunca llegó), la misma agencia de calificación seguía anunciando que el negocio tenía una 'perspectiva estable'. Justo en ese momento sucedían en el cargo, tras 25 años, y más de 11 millones de compensación (adicionales a sus más de 4 millones de sueldo), a Felipe Benjumea como presidente. Por cierto, después el juez embargó las dos cantidades.

Y entre unos que califican, una ampliación de capital que se anunció y no se culminó, unas desinversiones (vender activos para hacer caja) prometidas para reducir deuda, Abengoa a 3 meses del concurso que le llevaría a la liquidación, declaró estar ante una «nueva era con este plan y los cambios anunciados». No era su intención, pero efectivamente, entraron en una nueva era... ¡la de destrucción de valor!

¿Cómo es posible caminar en este alambre tan fino, durante años, y que, de un día para otro, una comunicación a la CNMV, en julio de 2015, todo desembocara en el mayor tsunami financiero empresarial de la historia reciente de España?

No hay respuestas sencillas, y no puedo ofrecerlas. Pero al menos, me centraré en hacer algunos análisis con el objetivo de extraer algunas respuestas y, sobre todo, aprender humildemente. Cada vez que hay un accidente aéreo no hay descanso hasta que se analiza y se conoce al milímetro qué ha pasado y por qué. Esto puede evitar muchas muertes después. En el mundo empresarial vemos a las empresas morir, grandes y pequeñas, y no le damos la importancia que se merece. Aquí hago un intento.

¿A QUÉ SE DEDICA ABENGOA?

Lo primero, entender el negocio de Abengoa. Como hay una ingente cantidad de información en la red sobre la empresa y muchas presentaciones de sus servicios, no profundizaré en ello.

En la Web de la empresa se presentan y declaran métricas relevantes:

"Abengoa está especializada en el desarrollo de proyectos llave en mano, o de ingeniería, suministro y construcción (Engineering, Procurement and Construction, EPC) para terceros en cuatro áreas fundamentales: energía, agua, servicios y transmisión e infraestructuras.

Sus logros:

- → +13GW en generación eléctrica instalados y en construcción;
- → 2,3 millones de m3/día de capacidad instalada de desalación de agua;
- → 3,2 millones de m3/día de capacidad de desalación de agua (construidos + en construcción);
- → +27.000 km de líneas de transmisión y distribución y más de 330 subestaciones en todo el mundo en los últimos 15 años".

En sus auditorías explican el negocio de Abengoa en 3 grandes áreas:

1.- Ingeniería y Construcción: Abengoa es especialista en la ejecución de proyectos complejos «llave en mano»: plantas termosolares, híbridas solar-gas, de generación convencional y de biocombustibles; infraestructuras hidráulicas, incluyendo grandes desaladoras y líneas de transmisión eléctrica, entre otros.

2.- Infraestructuras de tipo concesional: actividad donde se agrupan activos propios de carácter concesional, donde los ingresos están regulados mediante contratos de venta a largo plazo, tipo compra garantizada («take or pay«) o suministro-venta de energía

(«power purchase agreement«). Incluyen en esta actividad la operación de plantas de generación eléctrica (solares, cogeneración o eólicas) y de desalación, así como de líneas de transmisión. En la propia auditoría explican que son activos con riesgo bajo de demanda, por lo que sus esfuerzos se centran en su óptima operación. Esto viene advertir, más o menos, que estas instalaciones necesitan ser muy eficientes para ser rentables,

3.- Producción industrial: actividad donde se agrupan los negocios de Abengoa con un alto componente tecnológico, como los biocombustibles. En estas actividades, la compañía ostentó, según parece, una posición de liderazgo importante en los mercados geográficos donde opera.

Como se puede observar, Abengoa se convirtió, desde que nació en Sevilla en enero de 1941, en una ingeniería especializada en grandes obras. Algunas se diseñan y se construyen (para terceros), otras se construyen y a la vez se gestionan por parte de Abengoa. Son negocios muy intensivos en capital: obras complejas, de importes muy relevantes, con una estructura de financiación muy específica para cada obra, de larga duración (no son obras fáciles ni inmediatas), que requieren contratar proveedores específicos. Son globales, operan en diversos países a la vez (además de España, en el resto de Europa, Norte América, Latinoamérica, África, Asia, Oriente Medio...). Lo hacen a través de empresas propias y en Unión Temporal de Empresas con otros socios (para realizar las obras).

> *El día que se presentó el concurso, Abengoa tenía, según su auditoría: "577 sociedades dependientes; 78 sociedades asociadas y 31 Negocios Conjuntos; así mismo, las sociedades del Grupo participan en 211 Uniones Temporales de Empresa. Adicionalmente, las sociedades del Grupo poseen participaciones accionariales en otras sociedades en grado inferior al 20%".*

Abengoa desarrolló tecnología propia, y unas 280 patentes para desarrollar esta expansión. La compañía, como se puede observar, gestionó una gran complejidad, con más de 28.000 empleados el año que entró en concurso.

Todo menos fácil, como para explicar las causas de un colapso en un artículo. Pero quizás podemos simplificar algunas claves. ¿Cómo crea valor una empresa como Abengoa? ¿Y cómo se mide ese valor? ¿Y qué ha ocurrido? Si hacemos un análisis de todo su negocio consolidado (es decir, integrado en una única contabilidad) quizás podamos encontrar algunas causas de por qué esa complejidad, en un negocio intensivo en capital, puede convertirse en un barril de pólvora que estalla ante cualquier problema.

EL DÍA QUE TODO CAMBIÓ

La auditoría del año 2015 detalla el día que Abengoa se acercó al precipicio, y nunca más pudo regresar. El 31 de julio de 2015, durante la presentación de resultados del primer semestre de 2015. Abengoa anunció una rebaja de sus previsiones de flujos de caja de explotación. Esto significa que el negocio no generaba los cobros y pagos asociados a la actividad ordinaria. En concreto, en 2015 esperaba generar 1.300 millones de euros de caja por sus actividades ordinarias del negocio, pero esas previsiones las tuvo que ajustar a la mitad porque había problemas —retrasos, aumentos de costes, en definitiva, todo puede pasar en obras tan complejas— con los proyectos de Brasil, Chile y México.

¿Puede un negocio de más de 7.000 millones venirse abajo por un desfase en los flujos de unos 700 millones? No debería, pero quizás fue la gota que colmó todas las expectativas. Y la orquesta financiera sólo toca —presta dinero— cuando hay algo fundamental, confianza.

Porque a los 3 días del anuncio, el 3 de agosto de 2015, como dice la auditoría "se produjo una incertidumbre en el mercado motivando la bajada en la cotización de los instrumentos de deuda y patrimonio de Abengoa, lo que limitó el acceso a los mercados de capitales y, al mismo tiempo, se produjo una ralentización del ritmo de aprobación por parte de algunas entidades financieras de las renovaciones de las líneas de circulante (factoring y confirming sin recurso) lo que supuso todo ello una disminución progresiva de la posición de liquidez".

De repente, quien le había prestado la ingente cantidad de dinero que necesitó Abengoa para crecer (como veremos a continuación), dejó de prestar. No había más deuda. Y la empresa entró en una tormenta perfecta: frenar las inversiones, problemas para financiar su día a día, sin dinero en reserva para afrontarlo y nadie que le preste. Las inversiones que habían acometido hasta el momento (desde 2007 hasta 2015 a niveles muy elevados) no generaban la rentabilidad necesaria para que Abengoa sobreviviera sin más capital y sin más deuda.

A partir de ahí, en septiembre —a la vuelta de las vacaciones— las entidades financieras se sentaron a negociar con la empresa un nuevo plan de viabilidad. Un plan que exigía cosas muy concretas para que la banca prestara más dinero.

(1) Una ampliación de capital. Y aquí es donde todo hacía parecer que el grupo Gonvarri Steel Industries podría ser la solución con una gran inyección en Abengoa. Más de 600 millones de euros en capital se podrían captar gracias a la entrada del socio industrial, principal inversor de esa ampliación.

(2) Reducción de deuda. Primero, pagar las deudas a corto plazo. Después, ampliar los plazos de la deuda a largo plazo.

(3) Vender activos. Se imponía la necesidad de que Abengoa vendiera activos (concesiones y plantas propias o acciones de empresas) por importe de 1.300 millones antes de finales de 2016.

(4) Controlar los dividendos, para priorizar la liquidez.

(5) Cambiar el Consejo de Administración. Los máximos accionistas de la empresa (pilotada por su presidente Felipe Benjumea, cuyo padre fundó Abengoa) tenían que pasar de 13 consejeros a 5, e incorporar a consejeros independientes.

Pero el 25 de noviembre de 2015, Abengoa comunicó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que ese plan, y todo lo que suponía, no se podía llevar a cabo. Ni se consiguió la entrada del socio —por dudas a no recuperar su dinero—, ni la banca aceptó seguir adelante sin más capital.

El 15 de diciembre de 2015, el Juzgado de lo Mercantil N.º 2 de Sevilla, emitió el Decreto que indicaba el inicio de del proceso concursal. En principio, para negociar y llegar a acuerdos. Pero los acuerdos no llegaron. Y todo se convirtió en la crónica de una muerte anunciada que aún está sin resolver del todo.

¿CÓMO CRECIÓ ABENGOA?

El salto internacional de Abengoa se produce a partir de 2004. Por esa razón, he empezado a recopilar los datos financieros de la empresa a partir de 2007, momento donde el crecimiento empezó a ser 'explosivo' o muy relevante.

En 2007, Abengoa tenía una cifra de negocios (ventas) de 2.655 millones de euros. En 2014 superaba 7.100 millones de euros. Esto equivale a crecer durante 7 años a una media del 15,2% cada año.

La pregunta es, ¿y cómo ha sido ese crecimiento en términos de rentabilidad?

Para responder a esta pregunta se pueden tomar 3 métricas muy básicas: el crecimiento de las ventas, el del resultado de explotación —es decir, la diferencia entre ingresos y gastos ordinarios del negocio — y el beneficio neto (después de impuestos).

Si analizamos las 3 métricas ya se observa algo muy relevante. Mientras que las ventas entre 2014 y 2007 se multiplicaron por 2,7 veces, los beneficios después de impuestos tan sólo lo hacían en un 44%.

Abengoa en 2014 vendió 4.900 millones de euros más que en 2007. Pero, en cambio, todo ese crecimiento sólo le generó 1% de beneficios, es decir, los beneficios tan sólo superaron en 44 millones de euros a los de 7 años antes.

Para entender mejor este argumento se puede hace una comparativa de Abengoa con otras empresas del IBEX. He elegido Iberdrola —por su similitud en negocios energéticos y por ser la empresa con más de deuda del IBEX— e Inditex, porque es quizás el ejemplo de empresa financieramente más saneada del IBEX.

Durante su período de máximo crecimiento (en ventas y en valor bursátil), Abengoa necesitaba 35 euros de ventas para obtener 1 euro de beneficios después de impuestos. En cambio, Iberdrola, necesita menos de 9 euros e Inditex 6,6 euros.

	€ Ingresos / € Beneficio Neto	Beneficio Neto sobre Ingresos (%)
Abengoa (media 2007-2014)	**35,13**	**3,3**
Iberdrola 2021	8,92	11,2
Inditex 2021	6,60	15,2

Los beneficios después de impuestos de Abengoa representaron en esos años de crecimiento el 3,3% de las ventas, casi 5 veces menos que Inditex, por ejemplo.

De hecho, Abengoa en 2007 obtenía 1 euro de beneficio por cada 26 de ventas, pero 7 años después necesitaba casi 50 euros de ventas para conseguir ese euro. Las ventas no se convertían de forma eficaz en beneficios en Abengoa. ¿Por qué?

1.- Por un lado, porque el resultado de explotación, a pesar de crecer por encima de los ingresos (respecto a 2007), no tenían un nivel de rentabilidad suficiente.

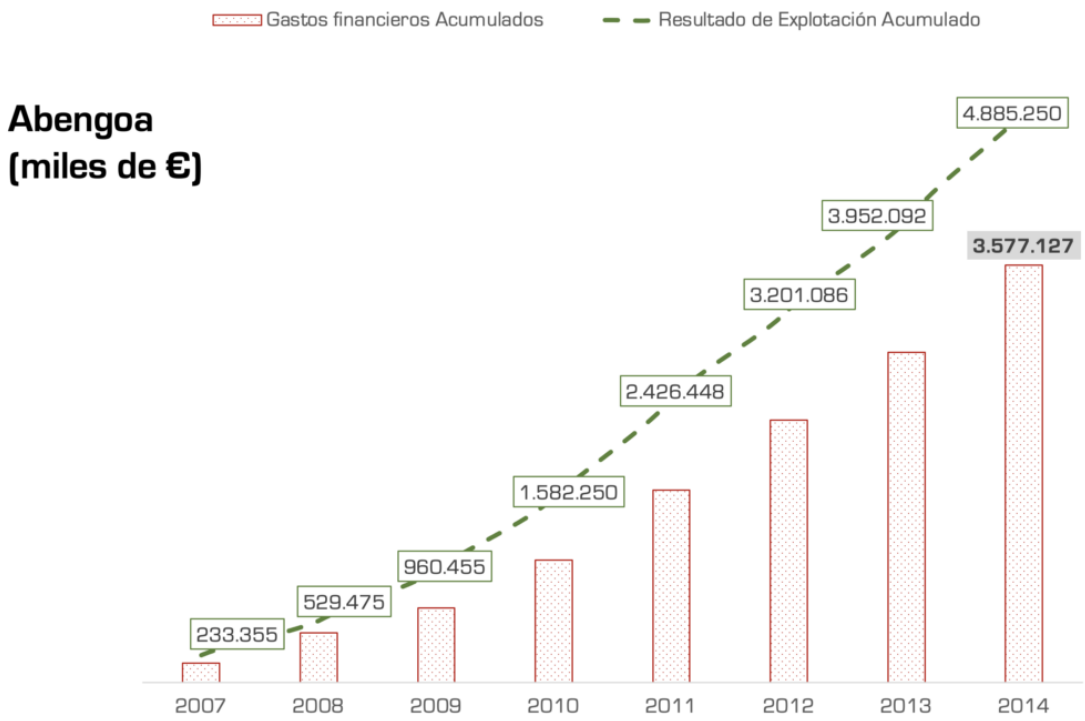
Esto se puede deber a varias cosas: que necesites más proveedores, más personal, más gastos de gestión; que las ventas se traduzcan en menos beneficios porque tienen precios 'más bajos' por cada euro de gasto necesario generar esos ingresos.

Con un ejemplo se puede entender mejor: Abengoa en el mejor año de resultado de explotación, que fue 2014, necesitó 7,66 euros de ventas para generar 1 euro de resultado de explotación. Una empresa como Iberdrola necesita menos: 5,33 euros. Eso significa que si Abengoa tuviera la misma eficiencia en costes que Iberdrola —o su capacidad para fijar precios más elevados por cada euro de coste soportado— Abengoa en el año 2014 tendría 408 millones de euros más de resultado de explotación. Sólo eso equivale al triple del beneficio neto que obtuvo ese año la empresa.

Por lo tanto, la primera gran conclusión es que Abengoa operaba en un mercado global complejo, muy competitivo, que exigía mucho volumen de obra para el coste soportado y que las ventas no se traducían en resultados ordinarios (ingresos menos gastos de la actividad del año). Abengoa tenía un problema de 1) eficiencia, 2) fijación de precios o 3) un mix de las dos cosas.

2.- Lo siguiente es averiguar qué pasó entre el resultado de explotación y el beneficio neto. ¿Por qué el beneficio después de impuestos de resintió mucho más que resultado de explotación?

La respuesta hay que buscarla en los gastos financieros. ¿Cuánto destinaba Abengoa cada año a pagar los intereses de su deuda? La respuesta es muy contundente y se muestra en el siguiente gráfico.



Entre 2007 y 2014 Abengoa acumuló 4.885 millones de euros de resultados de explotación (recordemos, diferencia entre ingresos y gastos de la actividad). Pues bien, de esos 4.885 millones dedicó más del 73% a pagar intereses por su deuda bancaria (y los intereses de los bonos que compraron sus inversores). Como se suele decir: "trabajó para pagar deudas". Pero no es cierto, trabajó para pagar los intereses de las deudas, porque en ese importe NO está la devolución del principal de la deuda.

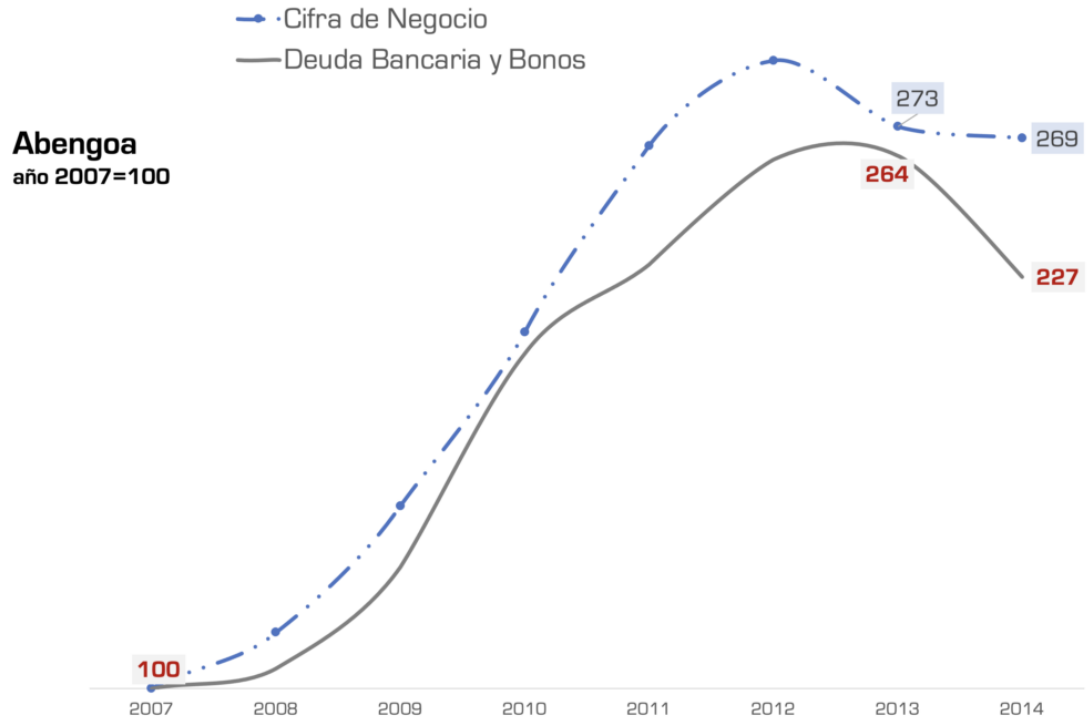
Destinar 7 de cada 10 euros de resultado de explotación a pagar intereses de la deuda, ¿es mucho o poco? Una vez más, hagamos la comparativa con Iberdrola e Inditex.

	€ Resultados de Explotación/ € Gastos Financieros	% (Gastos Financieros sobre Resultado de Explotación)
Abengoa (media 2007-2014)	**1,416**	**76,05**
Iberdrola 2021	3,2	30,9
Inditex 2021	30,2	3,3

Abengoa cada vez que generaba 1,42 euros de resultado de explotación tenía que pagar uno de intereses. Iberdrola cada 3 euros y, la empresa del IBEX que menos deuda tiene,

Inditex, cada 30 euros. Abengoa dedicaba a pagar intereses 2,5 veces más, en proporción, que Iberdrola, que puede ser un comparable más adecuado.

El crecimiento de Abengoa se soportó en un incremento muy relevante de deuda.

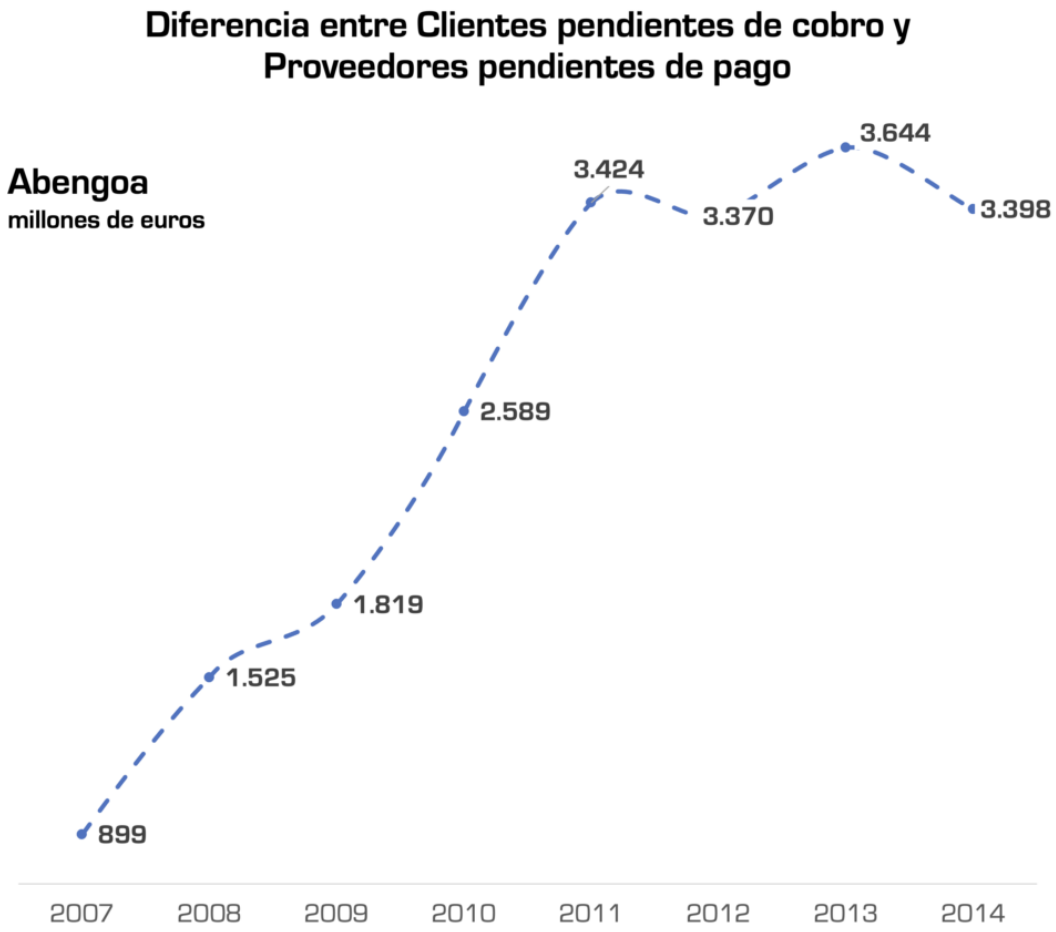


Abengoa arrancó en 2007 con 4.500 millones de deuda y 7 años después alcanzó los 10.300 millones. A cada euro de ventas le correspondía 1,56 euros de deuda, de media en esos años.

Pero la deuda no sólo era con inversores (bonistas) ni con entidades financieras. La deuda también creció con los proveedores. Abengoa se financió cada vez más gracias a sus proveedores, retrasando pagos.

Esto se puede analizar de la siguiente manera: ¿cómo evolucionó la diferencia entre los clientes (es decir, facturas emitidas por Abengoa pendientes de cobro a sus clientes) y sus proveedores (facturas emitidas por sus proveedores pendientes de pago por Abengoa)? El dato es realmente significativo.

Abengoa empezó en 2007 debiendo 2.300 millones de euros a sus proveedores, y acabó 2014 superando los 5.500 millones. Pero la diferencia entre lo que le debían los clientes a Abengoa y lo que ella pagaba a sus proveedores se llegó a multiplicar por 4. Abengoa llegó a deber 3.600 millones de euros más que los que los clientes le debían a ella. En definitiva, usó el dinero de sus proveedores para financiarse (gratis, porque normalmente no suelen llevar intereses).



La bola de deuda entre entidades financieras y proveedores pasó de los 6.850 millones de euros en 2007 a alcanzar un máximo en 2013 de casi 17.500 millones de euros, esto es equivalente a las ventas de 2,41 años (sin gastos) para poder pagar todas sus deudas.

Las deudas con los proveedores siempre han sido una forma con la que se financió Abengoa. Y esto es peligroso. La media entre 2007 y 2014 indica que a cada euro que le debían los clientes a Abengoa, ella debía 2,39 a sus proveedores. De media, esto supone deber más del 80% de los ingresos de un año a los proveedores. Eso es más del tripe que una empresa como Iberdrola.

Peso (%) Proveedores sobre Ingresos	
Abengoa (media 2007-2014)	**81,5**
Iberdrola 2021	15,2
Inditex 2021	23,1

€ de Proveedores/ € Clientes	
Abengoa (media 2007-2014)	**2,39**
Iberdrola (media 2021)	0,72

€ Ingresos / € (Deuda bancaria + proveedores)	
Abengoa (media 2007-2014)	**0,422**
Abengoa en 2014	**0,451**
Iberdrola 2021	0,830
Inditex 2021	4,306

El problema radica en que por cada euro de deuda (financiera y de proveedores) Abengoa sólo generaba 0,42 euros de ventas, casi la mitad que una empresa como Iberdrola, y años luz de Inditex, donde consigue 4,3 euros de ventas por cada euro que debe, porque cobra al contado en las tiendas, y los clientes no le deben prácticamente nada.

Claramente la deuda pesaba de forma notable en Abengoa. Pero la deuda, por sí misma, no es buena o mala. La gran pregunta respecto a la deuda es, ¿dónde se destina y cómo se rentabiliza? Esa deuda se tendría que traducir en ingresos actuales y futuros en mucha mayor proporción que su coste. Si no es así, la deuda destruye valor. Crecer así destruye valor y es una bomba que puede estallar (y estalló).

¿CÓMO ERAN LOS FLUJOS DE CAJA DE ABENGOA?

Los flujos de caja permiten medir la entrada y salida de dinero en las empresas, dependiendo de su origen. Los flujos, como el algodón, no engañan. Te permiten medir qué entra y qué sale en la cuenta bancaria (y da igual cómo sea el EBITDA o cualquier ratio contable). Los flujos son como el riego sanguíneo y el oxígeno.

Existen 4 indicadores de flujos.

(1) Los flujos de explotación: qué cobras y qué pagas por tu actividad ordinaria de ventas.

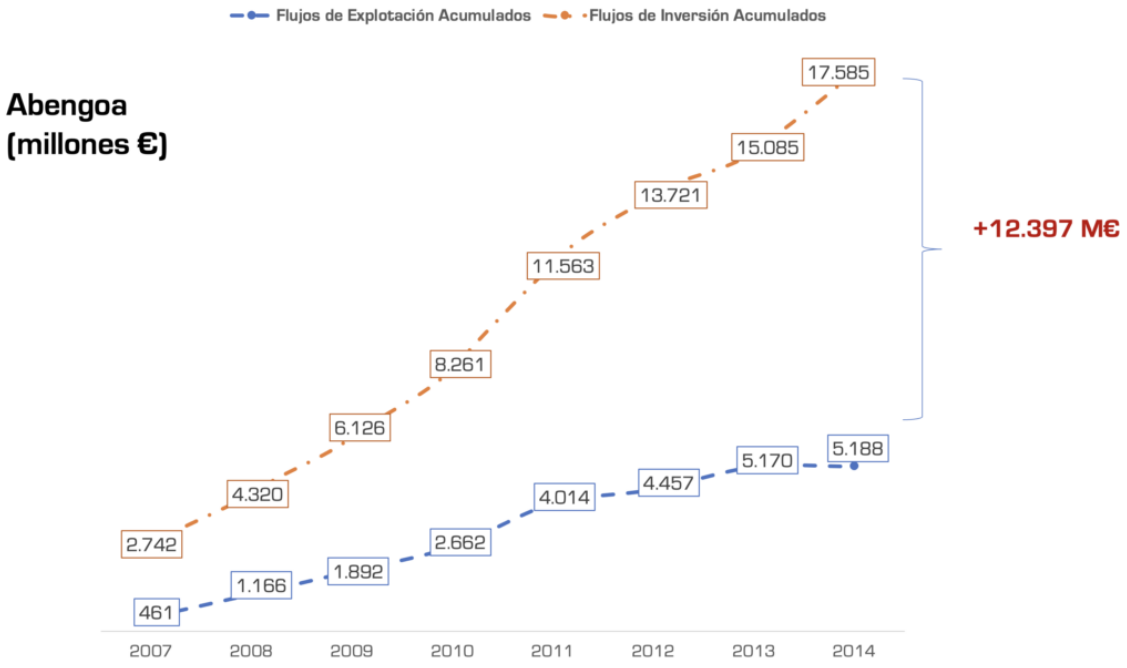
(2) Flujos de inversión: cuánto inviertes y cuánto vendes (de activos o inversiones pasadas).

(3) Después están los flujos de financiación: cuánto dinero pides prestado y cuánto devuelves. Cuánto pagas en dividendos de los accionistas, cuánto te capital inyectan (cuando emites bonos o haces ampliaciones de capital). También en esta partida se controlan los cobros de subvenciones.

(4) Y la combinación de todo ello te permite medir cuánto entra y cuánto sale de la cuenta de la empresa.

La salud de una empresa, sobre todo madura, se empieza a medir por sus flujos de explotación, porque es una forma de medir cuánto oxígeno genera su actividad. Y, después, pasar a analizar cuánto necesita invertir y cómo se financia. Pero es básico conocer la actividad de explotación, lo ordinario.

Si existe un problema central que explica la explosión de Abengoa, y su liquidación, es el desacople tan grande entre los flujos de explotación y los de inversión. Y la siguiente gráfica es absolutamente demoledora, por insostenible.

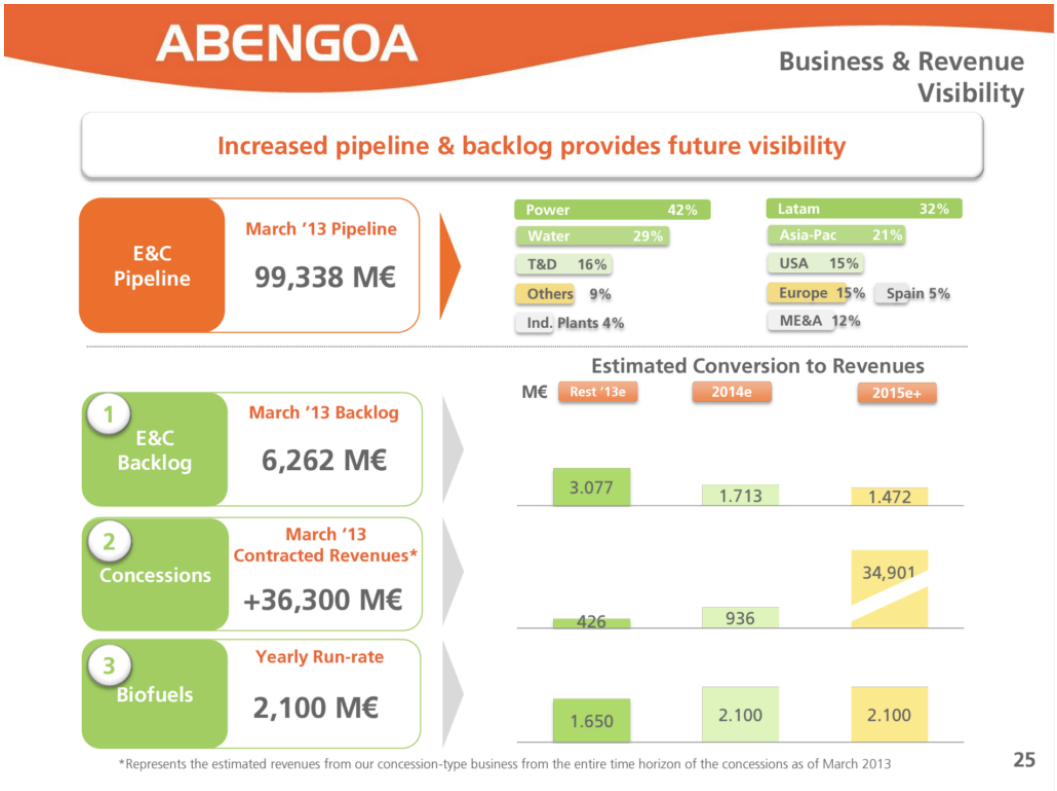


Entre 2007 y 2014, los flujos de explotación de Abengoa ascendieron a un total, acumulado, de casi 5.200 millones de euros. Vender 44.750 millones de euros (acumulados) en 7 años, le generó tan sólo un oxígeno (en caja) del 11% de sus ventas.

Pero lo determinante es que teniendo un oxígeno de 5.200 millones invirtió casi 17.600 millones. En 7 años, Abengoa invirtió 12.400 millones más de los que generó.

¿Entiendes ahora por qué creció la deuda a los bancos, a sus bonistas y a sus proveedores?

El negocio de Abengoa estaba sustentando en una única creencia: que sus inversiones, algún día, generaría ingresos más que proporcionales a sus gastos, llegaría mucha caja de explotación y con ella pagar la devolución de las deudas. Usaron este argumento en sus presentaciones a inversores en pleno crecimiento (2013) e, incluso, en el plan de viabilidad para negociar la solución al concurso presentado en 2015.



De la presentación de Abengoa a sus grandes inversores.

Pero ¿y si no? La realidad es que en 7 años las inversiones crecieron exponencialmente, pero eso no se convirtió en ventas con rentabilidad suficiente. La deuda se acumuló y las dudas se fueron gestando.

En su Plan de Viabilidad de 2016 se indica que la empresa tenía una cartera de proyectos de 8.600 millones en ese momento, de los cuales, más de 200 tenían un importe superior a los 2,5 millones de euros. No explican la distribución por importes, ni por supuesto su rentabilidad. Y se antoja, por la línea estratégica que plantearon después —centrarse en los de mayor tamaño y capacidad de generar caja—, que no todos son igual de rentables, pero todos están sometidos a alta complejidad técnica y, sobre todo, de rentabilidad.

Lógicamente en un gap de 12.400 millones una ampliación de capital de 600 millones no ayuda a prácticamente a nada, es un mero gesto. Vender activos por 1.600 millones, como se pretendía en el plan de viabilidad, tampoco resuelve la magnitud del problema (que, en el fondo, es un problema de ventas y de rentabilidad devorada por los intereses).

Abengoa llegó a un punto de no-retorno, porque sin más gasolina artificial (deuda y capital) no podía seguir haciendo lo que hacía hasta el momento. Pero hacer lo que hacía se basaba en la expectativa de que, algún día, los ingresos crearían oxígeno 'natural', del negocio, y así poder controlar su deuda.

€ Flujos de Inversión / € Flujos de Explotación	
Abengoa (media 2007-2014)	**3,532**
Iberdrola Media 2018-2021	0,958
Inditex Media 2018-2021	0,431

Si comparamos Abengoa con otras empresas se entiende bien su problema. De media, Abengoa invertía 3,5 euros por cada euro que generaba. En Iberdrola esa ratio es de casi 1 a 1 (negocio intensivo en inversión, pero no sobrepasa a lo que genera). Y las que son más rentables, como Inditex, generan más del doble de lo que invierten (por eso no tienen deuda o es muy contenida).

EL EBITDA: EL INDICADOR PELIGROSO

Visto en conjunto, se confirma un problema muy serio con las empresas cotizadas. Sabemos muchas cosas sobre su pasado. Tenemos documentación, farragosa y técnica, sobre su actualidad. Pero no existe información sobre cómo proyectan su futuro. Si invierten, ¿por qué invierten? ¿Qué esperan obtener? ¿Bajo qué supuestos? Y eso no se puede sortear con un dato, como lo que presentan en toda la documentación de "EBITDA esperado a X año". Este asunto empieza a ser un problema serio, reclamado por las mentes financieras más relevantes.

La información de las empresas cotizadas cada vez es más compleja, esconde riesgos en lenguaje farragoso y obvia el futuro. Es cada vez más difícil conocer las tripas de los distintos negocios que componen la empresa. Y, mucho menos, son transparentes con sus inversiones.

Pero ¿cómo se puede saber el valor de una empresa como Abengoa —o cualquiera—, y su viabilidad, si no se conoce el destino de esos 17.600 millones invertidos, por ejemplo? Y, peor, sin saber cómo esperan rentabilizarlos y bajo qué supuestos.

Es muy probable que esos escenarios de futuro los vieran las entidades financieras, pero me temo que eso no es suficiente. Las entidades financieras, por un lado, toman garantías (cierto que sin saber el valor real de las mismas y, ahora, se han tenido que tragar el agujero negro) pero, por otro lado, no son las únicas que se la juegan en la quiebra de una empresa cotizada.

Basta recordar que Abengoa llegó a vender bonos de su empresa a más de 10.000 pequeños inversores por importes medios de unos 50.000 euros. La transparencia real debería de permitir explicar bien las políticas del uso de los flujos de caja.

Pero, en cambio, la contabilidad, la forma de explicar cómo crea negocio la empresa, los ratios utilizados para ello, son absolutamente una caja negra y, muchos de ellos no sirven para mucho.

Por ejemplo, el indicador estrella de Abengoa para evaluar su empresa y sus líneas de negocio, e incluso la rentabilidad de sus proyectos, es el EBITDA. Aparece en todas las presentaciones de la empresa.

El EBITDA es el beneficio bruto antes de amortizaciones, intereses e impuestos. Una aproximación sencilla (se puede sofisticar) a este indicador puede ser el resultado de explotación eliminadas las amortizaciones.

Warren Buffett, como expliqué, detesta el EBITDA y lo que hacen muchos analistas con su uso. Porque es un indicador que:

(1) Asume que las amortizaciones no son un gasto, cuando se trata de inversiones ya hechas y que vas imputando año a año; y, peor, son un gasto que 'has pagado por anticipado', ¡como para olvidarte de él!

(2) Excluye los intereses, como si la deuda no costara dinero.

(3) Y más aún, excluye la devolución de la deuda, como si la deuda no se devolviera, sino que se refinancia hasta el infinito.

Abengoa es el ejemplo perfecto del lado oscuro del uso del EBITDA. En la auditoría del ejercicio 2014, 'vendieron' un EBITDA de 1.408 millones de euros y un crecimiento medio anual de casi el 23% en la última década.

Este indicador es poco menos que una biblia para muchos analistas. Y, como se puede ver, no ayuda a entender en nada cómo los pilares del negocio estaban apolillados.

	2014	% Var 2013-14	2013	2004	% TAMI (1) (2004-14)
Cuenta de resultados (M€)					
Ventas	7.151	(1,3)	7.245	1.746	15,1
Ebitda (2)	1.408	11,1	1.267	180	22,8
Beneficio neto	125	23,5	101	52	9,1

Cuentas de Abengoa en 2014.

El EBITDA enmascara la realidad: flujos de caja absolutamente insuficientes para crecer y pagar lo que se debe. Para los que aún siguen defendiendo el EBITDA como indicador de caja «bruta»: en el año 2014, Abengoa defendía un EBITDA de 1.400 millones de euros y su caja de explotación (que es, en realidad, la caja bruta de verdad) era inferior a 19 millones de euros. En 2013, con un EBITDA declarado de Abengoa de casi 1.300 millones de euros, la caja bruta en flujos (la de verdad), era mitad. Por lo tanto, el EBITDA no mide bien la caja bruta. Pero, todos, tranquilos, ese año, el valor de mercado de Abengoa aguantaba en el equivalente a 12 veces su beneficio neto (después de impuestos). ¿Alguien entiende algo?

Se puede especular viendo gráficos y midiendo las sensaciones de lo que hace la masa y apostar en bolsa (puede salir bien o mal, y cobrarle a un cliente una comisión por ello). Pero jamás se puede invertir (y resalto bien la diferencia entre invertir y especular) sin bajar a la arena.

Los bonistas e inversores minoritarios, sin este tipo de información trabajada, pueden estar comprando empresas quebradas a precios de empresas de éxito.

Quizás por eso yo no sabría si comprar o no acciones de Abengoa. Para ello necesito evaluar muy bien el destino de esa inversión y bajo qué supuestos se invierte. Porque:

(1) hay riesgos técnicos: la tecnología falla, los rendimientos no son los esperados, existen retrasos por complejidad no esperada...

(2) riesgos de mercado: precios que cambian, demanda mal estimada...

(3) y riesgos de gestión: no se sabe bien dónde se gana dinero, costes ocultos que afloran, dónde se pierde y cómo se resuelven los desajustes.

Como todo eso es opaco, la tarea de invertir en empresas intensivas en capital, con mucho conocimiento y activos intangibles, puede ser una bomba de relojería. Si además las auditorías y los análisis financieros no te permiten llegar a resolver estas dudas, el problema puede explotar en cualquier comento. Sobre todo, si esas auditorías no revelan con trasparencia la realidad financiera de la empresa.

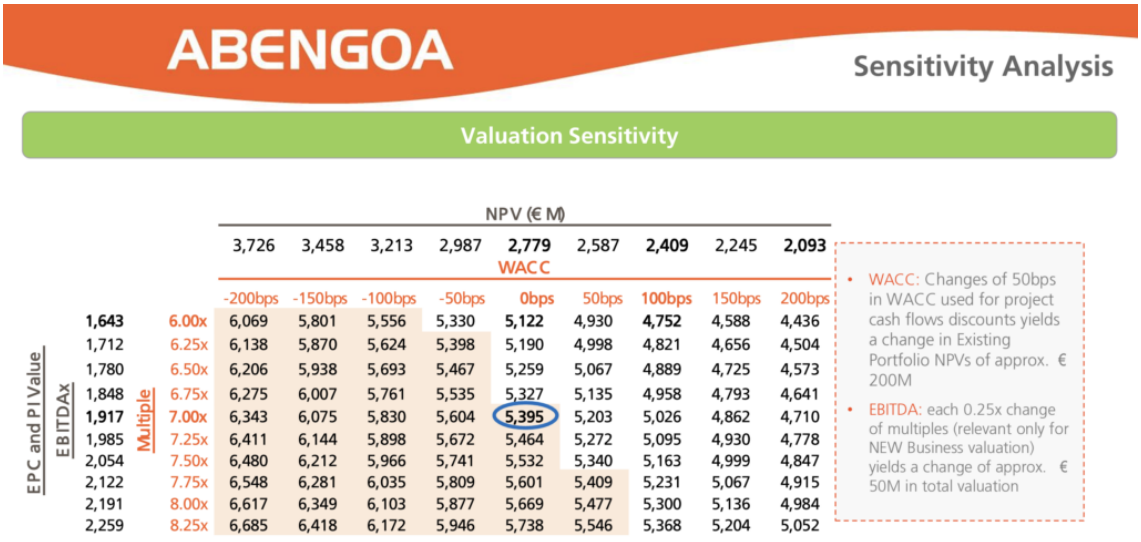
Basta recordar que el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) multó con casi 1,5 millones de euros a Deloitte por infracciones graves en los trabajos de auditoría de las cuentas de Abengoa de 2014.

Métricas clave que explicaba Abengoa a sus grandes inversores

Pero en base a este indicador del EBITDA, y sus ajustes míticos —al gusto del financiero, porque no está homogeneizado contablemente— se construyen todo tipo de decisiones. La propia Abengoa declara en sus auditorías que es el indicador crítico para evaluar la rentabilidad de sus distintos negocios. Incluso lo usa como multiplicador para estimar el potencial de valoración de la empresa en el mercado, lo cual puede ser aún más esperpéntico aún (porque obvia todos los flujos en la valoración y el riesgo de que se generen).

¿Puede ser peor indicador en una empresa que puede tener EBITDA positivos, con crecimientos fuertes, pero insostenibles para pagar intereses elevados y, mucho más, devolver el principal de la deuda y, aún más, para seguir invirtiendo hasta 3 veces más de lo que se genera? El EBITDA no dice absolutamente nada, reitero.

Pero la gran mayoría de los operadores lo tienen en una especie de altar, junto a la política de dividendos. ¿Con un gap de 12.400 millones de euros entre lo invertido y lo generado crees que Abengoa estaba para pagar dividendos cada año? No, rotundamente, pero lo hacía para mantener contentos "a sus inversores y a los analistas". Pero, en el camino, se endeudaba más, invertía más, y no generaba recursos suficientes para pagar ni siquiera los intereses, que en 2014 ya se comían el 90% de la rentabilidad ordinaria.



EPC and PI Value	EBITDAx Multiple	3,726	3,458	3,213	2,987	2,779	2,587	2,409	2,245	2,093
		-200bps	-150bps	-100bps	-50bps	0bps	50bps	100bps	150bps	200bps
1,643	6.00x	6,069	5,801	5,556	5,330	5,122	4,930	4,752	4,588	4,436
1,712	6.25x	6,138	5,870	5,624	5,398	5,190	4,998	4,821	4,656	4,504
1,780	6.50x	6,206	5,938	5,693	5,467	5,259	5,067	4,889	4,725	4,573
1,848	6.75x	6,275	6,007	5,761	5,535	5,327	5,135	4,958	4,793	4,641
1,917	7.00x	6,343	6,075	5,830	5,604	5,395	5,203	5,026	4,862	4,710
1,985	7.25x	6,411	6,144	5,898	5,672	5,464	5,272	5,095	4,930	4,778
2,054	7.50x	6,480	6,212	5,966	5,741	5,532	5,340	5,163	4,999	4,847
2,122	7.75x	6,548	6,281	6,035	5,809	5,601	5,409	5,231	5,067	4,915
2,191	8.00x	6,617	6,349	6,103	5,877	5,669	5,477	5,300	5,136	4,984
2,259	8.25x	6,685	6,418	6,172	5,946	5,738	5,546	5,368	5,204	5,052

- **Multiples**: On the basis of the current market situation and ABG's strong competitive advantage, which in normal circumstances would command a premium with respect to market peers, we have decided to use the average market comparable multiple of 6.5x notwithstanding the reference EBITDA is a future and not an historical EBITDA
- **WACC:** the discount rates have been adjusted to account for market (political) risk, whether a long term offtake agreement is in place. On average, the WACC used for project cash flows discounts is 10.9%

Uso del EBITDA por parte de Abengoa para estimar el potencial de valoración de la compañía.

LOS INTANGIBLES Y SU CONEXIÓN CON LAS VENTAS

Pensemos en cómo acabó el balance de Abengoa antes de quebrar: en 2012 llegó a acumular en su balance activos intangibles (es decir, que no puedes tocar, como el conocimiento y fondo de comercio —la diferencia que existe entre el valor de compra de una empresa y sus activos contables—) por casi 10.000 millones de euros, casi 1 de cada 2 euros del activo de largo plazo.

Si algo es complejo de valorar es el conocimiento y lo intangible. ¿Cómo acaba ese conocimiento —mucho del cual es a través de I+D y compras de empresas y la concesión de patentes— en las ventas de la empresa? Ni siquiera podemos hacer una tasación básica como se hace de una nave o una máquina o un suelo. Un activo intangible tiene valor cuando aporta ventas actuales o futuras. ¿Qué ventas podrían aportar esos 10.000 millones? No lo sabremos jamás, no se explicará jamás, Abengoa nunca aportó

datos al respecto. En cambio, es crítico por el importe y por la deuda que supuso disponer de esos activos.

Pero como esto es una autopsia, tenemos la 'suerte' de saber qué valor tenían esos activos. A 2014, los activos totales de Abengoa estaban cerca de 25.250 millones de euros. Los últimos datos publicados (2020), esos activos son casi 10 veces menos, 2.600 millones de euros.

Abengoa dio de baja y vendió activos por importe de 22.650 millones de euros, ¡Wow! Mientras, de todo lo que tenía ahora se ha quedado con activos totales estimados a valor contable por 2.600 millones, pero debe casi 7.600 millones. Y eso que consiguió quitas en Estados Unidos de deuda (según la auditoría) que les generaron un resultado contable positivo superior a los 6.000 millones de euros.

En definitiva, los activos de Abengoa, tras cocer, menguaron, pero la deuda no. Y si no se consiguen vender esos activos a los precios contables, el agujero a sus financiadores (pequeños y grandes) va a superar los 5.000 millones de euros aún.

Lo grave es que gran parte de esos activos intangibles no valían nada. Pero ¿Quién mide esto? ¿Cómo se comunica al inversor para qué se utilizan y cómo se rentabilizan? ¿Qué hacen los financieros cuando se encuentran con estos activos? Personalmente llevo muchos años, junto con mi socio Enrique González, desarrollando metodologías financieras para valorar estos activos. Y la complejidad es extrema, si se quiere evitar no caer en la tentación de tener balances hinchados de basura.

¿Te acuerdas de las hipotecas subprime? Básicamente es algo similar, en el balance de un banco está una hipoteca con un valor de 100 garantizada por una casa con valor de 100 o superior. En cambio, pero en el mercado ese valor es inferior porque el deudor no va a poder afrontar el pago del préstamo y la casa que respalda ese crédito no vale 100, sino ¿30? El balance engaña una pérdida encubierta de valor.

Y eso ocurre con muchos intangibles. Esto es algo donde cada vez más informes y estudios remarcan. Y ha llevado a la CNMV y a las regulaciones de auditoría a tratar de ponerle coto. Es muy importante que la contabilidad refleje la realidad de una empresa. Pero el presente de una empresa no se puede conocer bien sin poder saber lo que se espera a futuro de las acciones hechas hoy. Pero esa información es realmente compleja de conseguir, y peor, que no esté contaminada por indicadores —ajenos a la norma contable, como el EBITDA, y por tanto que lo puedes manipular— que no miden el oxígeno de una empresa.

UNA SÍNTESIS DE LAS 10 CLAVES DEL HUNDIMIENTO DE ABENGOA

En definitiva, en un intento de hacer una síntesis de este breve análisis post mortem, creo que hay 10 razones fundamentales que explican el big bang de Abengoa.

(1) Especialización en proyectos muy complejos, con un cóctel de riesgos mal medidos y, mucho menos, comunicados a sus financiadores.

(2) Elevada intensidad de deuda y capital para soportar el crecimiento.

(3) Pero la deuda no se convirtió en ventas de proyectos de alto valor añadido.

(4) Porque las ventas no se rentabilizaron lo suficiente como para devolver la intensidad de la deuda.

(5) La bola creció hasta que alguien, en algún banco, pensó, ¿y si no nos pueden devolver lo que ya les prestamos? ¿Cómo vamos a prestar más y aumentar nuestro riesgo?

(6) El grifo se cerró, el negocio se desplomó, los activos dejaron de tener valor, y se empezó a decir a los deudores que no cobrarían.

(7) El resultado, unos activos que no soportan, ni por asomo, la deuda que aún queda hoy por pagar.

(8) Los bancos quieren subastar esos activos o exigir al comprador que se quede con parte (o toda la deuda), cosa que va a ser inviable. Si los activos (los que aún quedan, porque siempre se empieza vendiendo lo mejor) fueran rentables con la financiación otorgada, se venderían fácilmente en el mercado (y más con la necesidad de hacerse con proyectos de energías renovables). Pero a las empresas que pujan por esos activos no le salen los números para devolver deudas.

(9) Las alarmas del riesgo explotaron, pero demasiado tarde, cuando el enfermo se quedó sin oxígeno natural, está enchufado a una máquina (de deuda) y ya está terminal.

(10) Debemos aprender que el futuro se escribe con activos intangibles, mercados más complejos e inciertos, ciclos tecnológicos más cortos... y no sirve gestionar con el retrovisor.

Esto que acabo de describir no es algo que sólo afecte a Abengoa. El *Financial Times* acaba de hacer público las claves de un informe donde se sentencia que la deuda corporativa (de las empresas) empieza a enfrentarse de forma relevante a este problema —que si los EBITDA, que si no fácil evaluar riesgos, que si activos intangibles...—
.

De hecho, se estima que el 40% de la deuda de las empresas en Estados Unidos está fuera del círculo del círculo financiero bancario y sufre de problemas de información relevante, hasta el punto de que ya tiene una etiqueta: deuda subprime corporativa —subprime corporate debt.

El futuro es más importante para evaluar una empresa que su pasado. Pero estamos ciegos de información. Por eso disfruto de las inversiones en empresas no cotizadas (con todos los problemas y riesgos que supone), porque puedo pasar el tiempo suficiente para conocer sus planes de futuro y evaluar los supuestos sobre cómo los pretenden conseguir...

Mientras, me sorprende la alegría de algunos analistas y operadores que explican las subidas y bajadas del valor de las acciones en el mercado, como las de Abengoa, sin entrar en las tripas donde una empresa crea valor, asumiendo riesgos y convirtiéndolos en oportunidades.

Basta unos indicadores, la gran mayoría contaminados y que no miden la salud de las empresas, para tomar decisiones de compra/venta de acciones. Esto traerá muchos disgustos. Una nueva forma de medir riesgos y adoptar decisiones financieras se está imponiendo.

Y la complejidad se gestiona con datos, transparencia y mecanismos para digerirla, sino se convierte en caos, y un mono acertaría con más probabilidad.

LA CRISIS DE GRIFOLS

Y de repente, en algún despacho de Estados Unidos, alguien publica un documento en el que dice que mientras que todo el mundo cree que vales 10.000 millones de dólares ellos creen que vales CERO. La información corre como la pólvora y, de un plumazo, esos 10.000 millones se quedan en menos de la mitad en poco más de un mes.

Los protagonistas de esta historia son Gotham City Research y Grifols.

Gotham City Research está liderado por un matemático que un día se sintió atracado y maltratado por los grandes inversores y montó una consultora con la que analiza empresas que cotizan en bolsa, trata de sacar todas sus miserias y, de paso, junta el dinero de unos cuantos inversores y toma posiciones "bajistas", es decir, que si lo que dice es cierto, le creen los inversores y las acciones bajan, ganan mucho dinero por ello.

Puedes consultar el informe de Gotham, pero fundamentalmente mete el dedo en la llaga en varios temas:

- → La deuda se ha comido la empresa, y los tipos de interés su rentabilidad. La empresa no puede pagar lo que debe.
- → La familia Grifols tiene conflictos de intereses, y sobre todo debido a una empresa en la que son socios y que está en el centro del huracán: *Scranton Enterprises*, con la que tienen muchas operaciones vinculadas con el grupo Grifols.
- → Esto, junto al hecho de que algunos miembros destacados de la familia, como Víctor Grifols, tuviera un préstamo de 5,6 millones de euros, que pagó nada más publicarse el informe, hizo que todo el mundo considere que la familia Grifols utiliza la empresa como "su banco".
- → Antes ello, se concatenan acontecimientos de los inversores minoristas que exigen a la CNMV que investigue si, en realidad, las gestiones de la familia han podido "vaciar" o no la compañía... y quebrarla (porque decir que la empresa vale cero es algo así como decir que está quebrada).

La historia la puedes seguir en los medios especializados. Y yo no puedo ni tengo información para juzgar estos pormenores de la familia. Pero sí que quería responder a varias preguntas,

¿Las operaciones vinculadas y los préstamos con la familia pueden ser la causa del problema de Grifols? ¿Cuáles son los datos de la empresa y, sobre todo, tiene sentido que la empresa valga CERO?

Me propuse analizar las auditorías de la compañía y hacer un análisis financiero básico de cómo es la situación de la empresa. Mi único objetivo es aportar datos y facilitar la

comprensión de un caso que va mucho más allá de una cotización en bolsa. Este análisis parte de una obsesión particular de conocer ciertos datos para tratar de empezar a entender en mayor profundidad las informaciones que se envían desde la empresa, desde los medios o los propios analistas.

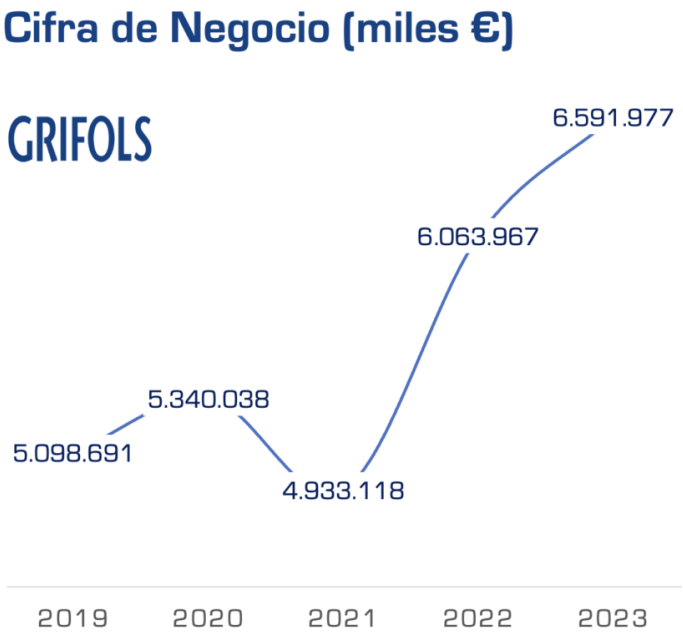
Este análisis no tiene ningún interés ni recomendación financiera.

¿CUÁNTO VENDE GRIFOLS?

Grifols es una compañía farmacéutica, española, altamente innovadora. La realidad es que 8 de cada 10 euros de las ventas tienen que ver con el plasma. Como dicen en su propia Web:

"*A partir del plasma, Grifols desarrolla medicamentos para tratar a pacientes de todo el mundo con enfermedades crónicas y raras, las cuales pueden ser muy graves. Combinamos nuestro amplio conocimiento en materia de plasma con nuevas plataformas tecnológicas para acelerar el desarrollo de innovadores tratamientos plasmáticos y no plasmáticos*".

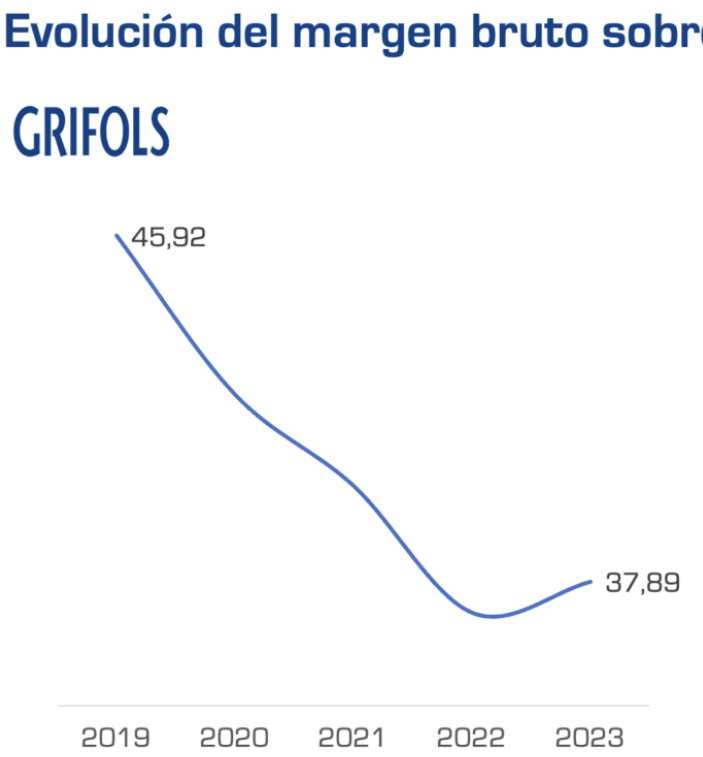
Grifols ha conseguido vender casi 6.600 M€ en 2023. Desde 2019, sus ventas crecieron en casi 1.500 M€, es decir, algo más del 29%.



Pero no todo son ventas, para vender ese plasma hay que pagar la materia prima y otro tipo de aprovisionamientos para lograrlo.

La diferencia entre las ventas y los aprovisionamientos es lo que se conoce como el margen bruto: es decir, cuánto 'oxígeno' dejan las ventas para poder financiar el resto

de las actividades (gastos de investigación, personal, inversiones, devolución de la deuda...)



Aquí surge ya el primer desafío de Grifols:

- → Ahora por cada 100 euros de ventas, obtiene un margen de 8 puntos menos que hace 5 años.
- → ¿Qué significa esto? Que, si hubiese logrado mantener márgenes a niveles de 2019, Grifols tendría en 2023 casi 290 M€ más de beneficios, es decir, los multiplicaría por 2,6 veces.
- → Así que pueden ocurrir 3 cosas: o los precios del plasma han bajado (porque hay más competencia, por ejemplo), o los precios de los aprovisionamientos y materias primas han subido; o una combinación de las dos.

Lo que es una realidad es que Grifols ha vendido un 29% más en 5 años, pero lo ha hecho con un 19% menos de margen.

¿Y EL RESTO DE LOS GASTOS?

Pues para vender casi 1.500 M€ más desde 2019, ha tenido que incrementar el resto de sus gastos corrientes (sin tener en cuenta los gastos financieros) en más de 420 M€.

Vamos resumiendo los datos desde 2019:

→ Las ventas suben un 29%

→ Los márgenes brutos caen un 19%

→ El resto de los gastos de explotación (no financieros) crecen un 45%.

Sólo con esta combinación ya sabemos qué le va a pasar al resultado de explotación (es decir, los ingresos y los gastos corrientes de la empresa, sin tener en cuenta los costes de la deuda) ... ¡que caerá!

En concreto, desde 2019, el resultado de explotación de Grifols ha caído en un 29%, el equivalente a 330 M€.

El problema es lo que pasa después de los resultados de explotación, que es cuando incorporamos el coste que tiene para la empresa financiar su deuda...

Antes de llegar ahí veamos en cuánto han aumentado las inversiones de la empresa.

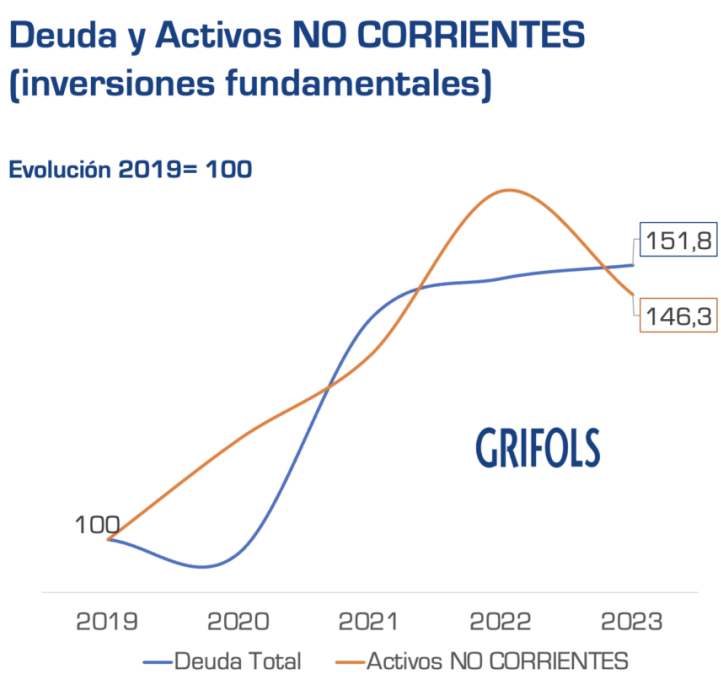
Desde 2019, Grifols ha aumentado sus activos de largo plazo en más de 4.700 M€, un 46,3%.

Esto se ha traducido, sobre todo, en la adquisición (también hay ventas) de una importante cartera de empresas por el mundo. El resumen es más o menos el siguiente:

Los activos de la empresa crecieron un 46%, pero la mayoría se ha financiado con deuda, que ha crecido en un 52%.

Al finalizar 2023, Grifols tenía un total de pasivos financieros (deudas con entidades de crédito más bonos) cercanos a los 11.000 M€.

Si vamos a la auditoría veremos que hay más de 4.600 M€ de esa deuda que dependen de cómo evolucione el Euribor o el Libor (es decir, los tipos del mercado... que se han disparado, como todos sufrimos en nuestra hipoteca)

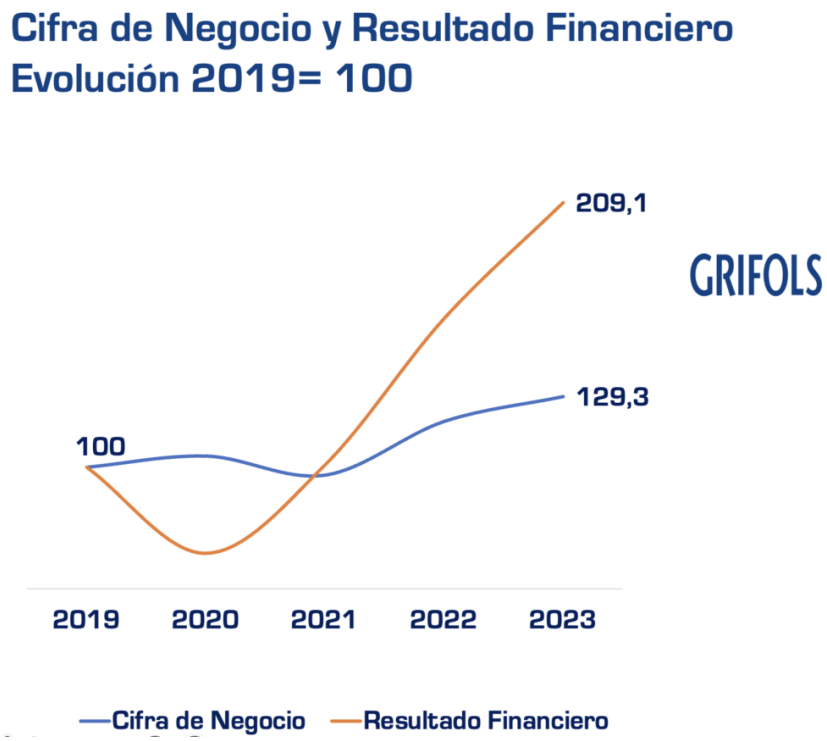


					31/12/2023	
Crédito	Moneda	Tipo de interés	Fecha concesión	Fecha vencimiento	Importe concedido	Impo
Deuda Senior Tramo B	euros	Euribor + 2,25%	15/11/2019	15/11/2027	(*)	
Deuda Senior Tramo B	dólares americanos	Libor + 2,00%	15/11/2019	15/11/2027	(*)	
Total Deuda Senior						--
BEI Loan	euros	2,40%	20/11/2015	20/11/2025	(*)	
BEI Loan	euros	2,02%	22/12/2017	22/12/2027	(*)	
BEI Loan	euros	2,15%	25/09/2018	25/09/2028	(*)	
Total BEI Loan						--
Otros créditos corrientes		0,10% - Euribor + 6,70%			691.514	
Costes de transacción de préstamos						--
Deudas con entidades de crédito corrientes					**691.514**	

(*) Ver importe concedido en deuda no corriente

Más deuda y con tipos variables, ¿qué les pasa a los intereses? Que crecen con fuerza...

Mientras las ventas crecían un 29%, los gastos financieros se duplicaron desde 2019. Hoy Grifols paga 300 M€ más de intereses que en 2019 —justo los que, además, ha perdido de margen..., es decir, que ambas cosas juntas tienen un impacto de casi 600 M€ en la empresa de beneficio al año—.



Volvamos a recopilar datos desde 2019

(1) Ventas crecen un 29%

(2) Los márgenes caen un 19%

(3) El resto de los gastos de explotación aumentan un 45%.

(4) Los gastos financieros se duplican

(5) La deuda creció un 52% (y hay que devolverla).

La consecuencia es una pérdida de rentabilidad muy notable.

El siguiente gráfico, y cómo se cruzan las curvas, es el verdadero problema estratégico de la compañía en cuanto a su modelo de negocio:

Su resultado de explotación —lo que da oxígeno de rentabilidad y dinero en la caja— sobre las ventas se reduce en 10 puntos y el peso del gasto financiero sobre el resultado de

explotación crece 12 puntos —lo que aún merma con más intensidad la pérdida de rentabilidad de explotación de negocio—.

Es la tormenta perfecta: caída de rentabilidad del negocio, en términos de márgenes, fuertes inversiones con deuda, subida de tipos de interés y las inversiones no están impactando en la rentabilidad del negocio (aún).

La tormenta perfecta hace que mientras la deuda crece en un 52% los beneficios después de impuestos cayeron un 72% desde 2019.

Quizás, la mejor forma de resumir la problemática es esta tabla. En ella se trata de estimar qué ha pasado con los flujos de caja de Grifols desde 2019: cuánto dinero generó su negocio, cuánto ha tenido que invertir y cuánto se ha financiado para ello.

Si hacemos esto desde 2019 los resultados son demoledores:

Grifols a través de sus ventas ha generado flujos de caja acumulados desde 2019 equivalentes a casi 2.500 M€, pero ha tenido que invertir más de 4.600 M€ para ello. Ha invertido un 87% más de dinero en 5 años de lo que ha generado con su negocio.

GRIFOLS

Acumulado 2019-2023 (millones de euros)

Flujos de efectivo de EXPLOTACIÓN	2.473,7
Flujos de efectivo de INVERSION	-4.637,5
Fluijos de efectivo de FINANCIACIÓN	899,3
Resultado	-1.264,5

Una parte de este desfase de flujos lo ha financiado con deuda (pero ha tenido que devolver deudas pasadas también).

Pero la realidad es que los flujos globales son de un déficit cercado a los 1.300 M€.

Esto me lleva a la siguiente reflexión:

> *El modelo de negocio de Grifols parece más complejo de lo que parece: mucha investigación, compra de activos relativamente muy caros e inciertos (porque no generan mejoras en los márgenes y tienen un alto contenido de riesgos tecnológicos y de investigación), altas necesidades de endeudamiento y muy expuesta a los mercados financieros (tipos de interés).*

PERO VAYAMOS A LO QUE SE ESTÁ HABLANDO EN LA PRENSA SOBRE GRIFOLS

1.- ¿Una deuda de un miembro de la familia de 5,6 M€ cambia algo en una empresa con 11.000 M€ de deuda? Creo que poco, y no es relevante desde una perspectiva financiera (éticamente... es otra cosa)

2.- ¿De verdad las operaciones vinculadas pueden haber cambiado las cosas?

A finales de 2023 había un total de 115M€ de créditos con partes vinculadas, lo cual no quiere decir que sean en exclusiva "de la familia Grifols" porque podría ser con cualquier actividad del grupo.

Aunque fueran en su totalidad de la familia (cosa que dudo), esto no es algo que financieramente pudiera "tumbar" una compañía con 21.300 M€ en activos: es como decir que un patrimonio de 100 euros se va abajo por 50 céntimos.

		Miles de euros	
	Referencia	**31/12/2023**	**31/12/2022**
Créditos con partes vinculadas	Nota 31	115.209	96.537
Créditos con terceros		21.537	13.208
Total créditos corrientes y no corrientes		136.746	109.745

¿Y qué pasa con la empresa *Scranton Enterprises*?

Lo que parece es que Grifols ha utilizado esa empresa para poder "vender" activos y hacerse con liquidez. Si vamos a la auditoría de 2018 se puede leer:

→ Que Grifols vendió a Scranton dos empresas por importe de 538 M€, y que esta empresa pidió un préstamo a una empresa del grupo por 82,97M€, a cambio de un interés del Euribor más 2 puntos.

→ Pero, y este pero es crítico, Grifols mantiene no sólo la gestión de las dos empresas sino que, además, tiene un opción para volver a comprarlas cuando estime oportuno.

El 28 de diciembre de 2018, Grifols ha vendido Biotest US Corporation y Haema AG a Scranton Enterprises B.V por un importe total de 538.014 miles de dólares (ver nota 1). Scranton es accionista de Grifols (ver nota 31). La venta de Biotest y Haema a Scranton se ha realizado por el mismo importe, aplicando el tipo de cambio dólares/euros actual, y en los mismos términos y condiciones en que Grifols adquirió ambas empresas.
La venta de Biotest y Haema no ha dado lugar a una pérdida de control para el Grupo. Al evaluar la existencia de control, Grifols ha considerado los derechos de voto potenciales para determinar si tiene poder y, por tanto, control. El Grupo posee derechos de voto potenciales que surgen por las opciones de recompra de las participaciones y los mismos son sustantivos, en base a:

- El contrato de venta incluye una opción de compra para Grifols que le otorga el derecho (no una obligación) irrevocable y exclusivo de poder adquirir las participaciones vendidas a Scranton (ambas a la vez) en cualquier momento a partir de la fecha efectiva de venta.

Sin entrar a valorar que la familia Grifols tiene el 20% de Scranton y que Scranton, a la vez, tiene el 8% de Grifols (grupo)... la cuestión es que esta operación tampoco puede ser el origen de los problemas financieros de la empresa, aunque se considere que no haya buenas prácticas éticas o de gestión transparente.

La CNMV debería investigar con lupa todos y cada uno de los movimientos de Scranton para saber si hay más operaciones y cómo son. Pero esta operación en concreto generó liquidez a Grifols sin perder negocio y, sobre todo, dándole la opción de volver a

comprarla en cualquier momento. Esto, en sí mismo, no podría (una vez más) tumbar a la compañía.

Grifols llegó a tener un valor en bolsa superior a los 21.000 M$ en 2019. Y me temo que lo mismo que le hizo crecer así en valor —las expectativas de un negocio explosivamente rentable y global— es lo mismo que la hizo caer después.

¿DÓNDE SE NOTAN ESTAS EXPECTATIVAS TAN POSITIVAS QUE SE VIENEN PRODUCIENDO DESDE 2012 EN GRIFOLS?

En las compras de las empresas que ha hecho.

Como me pasó cuando analicé Abengoa (y en general cualquier empresa cotizada), hay una especie de caja negra si te quieres enterar del porqué del precio de compra y de valoración de los activos en un balance.

Por ejemplo, el enero de 2017 Grifols compró Hoologic, empresa que cotizaba en el Nasdaq, y pagó 1.850 M$, al cambio más de 1.700 M€. Pero todos los activos (contables) de Hoologic tenían un valor de poco más de 300 M€. La empresa pagó casi 6 veces sus activos, y lo hizo en efectivo (y para ello pidió deuda).

La forma de defender este valor (que es cierto que puede ser de mercado al ser una empresa cotizada) es una tasa de descuento entre el 8,6 y 11%. Es decir, Grifols con esta compra estaba asumiendo que estaba adquiriendo una empresa casi sin riesgo (como si fuera un Inditex), cuando una empresa tecnológica, con altos intangibles, muchas investigaciones en curso y mucha incertidumbre no debería poder valorarse por debajo del 20%.

> *Si no te proteges en la compra de ese "riesgo", puede pasar que el mercado, la tecnología, el impacto de la fusión te salga muy cara y te atragantes. Y esto parece que fue lo que sucedió a Grifols.*

Para comprender esto mejor piensa que te quieren vender un papelito en el que te dicen que durante 5 años puedes cobrar 150.000 euros al año, pero que tiene riesgo (puede que lo cobres o puede que no). ¿Por cuánto comprarías ese papelito?

- → Si el riesgo fuera CERO (y no hubiera inflación), nadie te lo vendería por menos de 750.000 € (150.000 x 5).
- → Si el riesgo fuera del 10%, descontarías los 150.000 de cada año y para sacar un valor PRESENTE (descontado el riesgo) … que sería lo que pagarías.

→ Si el riesgo fuera del 22%, harías lo mismo. Cuanto más riesgo percibas que puede que no se cumpla el cobro, menos pagarías por el papelito.

→ Pues la diferencia entre descontar al 10% y al 22% es del 24%. Si tuvieras un riesgo del 22% esos 750.000 € potenciales NO pagarías por ellos más 429.000 €.

→ ¿Por qué? Porque con el precio 'bajo' te cubres de un riesgo de no cobrar lo previsto... si lo cobras, obtienes alta rentabilidad, si no lo cobras, la perdida no es tan elevada porque te has protegido en la compra.

Pues bien, las tasas de descuento en empresas altamente tecnológicas difícilmente pueden situarse por debajo del 20%, y lo suelen hacer en momentos de "euforia" o de tipos cero en el mercado... y así arrancan las 'burbujas'.

El valor razonable de los activos intangibles se estimó utilizando un enfoque de ingresos y los flujos de efectivo proyectados han sido descontados utilizando tasas comprendidas entre 8,6% y 11%. Los flujos de efectivo se basaron en estimaciones utilizadas para establecer el precio de la transacción y las tasas de descuento aplicadas se compararon con referencia a la tasa de rendimiento implícita del modelo de transacción y el coste medio ponderado del capital.

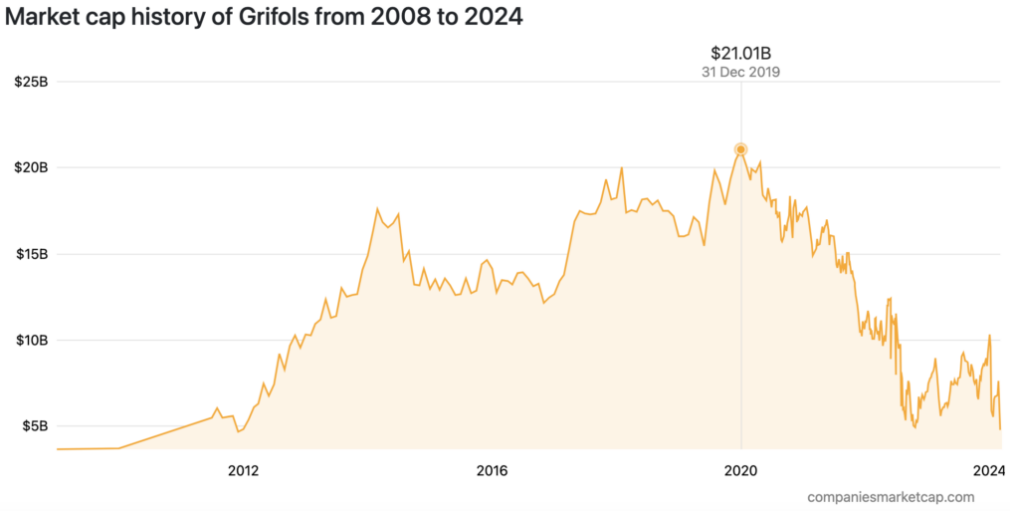
	Miles de Euros
Contraprestación entregada	
Pago en efectivo	1.734.077
Resultado de la cancelación del contrato de comercialización	41.894
Total coste de la combinación	1.775.971
Valor razonable de los activos netos adquiridos	309.551
Fondo de comercio (exceso del coste de la combinación sobre el valor razonable de los activos netos adquiridos) (nota 7)	1.466.420

Grifols hizo esto con Hoologic, pero también con muchas otras (que haya sumado, más de 3.000 M€ en compras en esa época).

Y si pagas un precio "con bajo riesgo" y las inversiones las financias con deuda, y éstas no te aportan mejoras de rentabilidad (en márgenes, por ejemplo), tenemos un problema.

Ahora mismo la empresa tiene 4.000 M€ más de activos (inversiones) que deuda. Lo crítico para valorar bien la compañía es saber si realmente esos activos valen lo que se pagaron por ellos. Pero aquí siempre hay una caja negra, nunca se explican estas cosas.

Su negocio crece, pero lento y de forma compleja, con menos márgenes, alto nivel de endeudamiento, muy sometidos a riesgos técnicos y de investigación y la empresa es menos eficiente en gastos para lograrlo.



Histórico de la capitalización de Grifols en dólares

Quizás esto en sí mismo no serviría para generar una bajada del 30% en bolsa en un solo día. Quizás se necesitaban algunas noticias más "morbosas", que creen titulares, destapen problemas éticos severos, obliguen a cambios de administración y las expectativas se desplomen. En ese río los bajistas pescan siempre, incluido Gotham (que declaró tener conflicto de intereses porque había apostado a la baja).

Sobre todo bajistas que después de publicar, pasan unos días y DEJAN de estar en corto, como hizo Gotham. ¿Ha jugado sucio el supuesto Batman que dice que va tras los delincuentes (así se vende el fundador de Gotham)?

Lo que no hay duda es que sus argumentos no son sólidos para decir que la acción vale CERO o que la empresa está quebrada (sin más argumentos). Grifols tiene más 8.000 M€ de Patrimonio Neto (puesto por sus inversores, más las reservas acumuladas), que financia el 38% de sus activos.

La difusión que se le está dando a Gotham lo único que hace es matar las expectativas de los inversores y puede llevar a la empresa a un proceso de expectativas autocumplidas, ¿por qué? Porque los vencimientos de las deudas y los bonos van a exigir seguir acudiendo a nueva deuda y emitir nuevos bonos, ¿y quién le va a prestar el dinero con una crisis de confianza? ¿Y a qué tipos de interés?

Así que el desafío de la empresa se vuelve aún más complejo en este clima de ruido, explicar con mucha contundencia a los inversores ¿cómo van a rentabilizar los casi 15.000 M€ en empresas y activos que tienen? ¿Cómo van a aumentar las ventas? ¿cómo van a mejorar los márgenes? ¿Cómo van a obtener más de cada euro invertido en investigación?

Una vez más, la comunicación financiera y estratégica es absolutamente fundamental para evitar estas tormentas o poder gestionarlas. Mientras, nos encanta hacer memorias muy bien maquetadas donde Grifols declara EBITDA ajustados (les tengo cierta manía) de casi 1.500 M€... y, lo crítico, ¡sin comunicar bien!

ANÁLISIS DE LA DECISIÓN DE FERROVIAL DE IRSE DE ESPAÑA

Ferrovial Internacional, SE, con domicilio en los Países Bajos, absorberá el 100% de Ferrovial, S.A. La empresa que nació en 1954 en España, que cotiza en el IBEX 35 como una de las mayores empresas del país, ya no tendrá su sede en España. ¡Boom! La noticia salta por los aires.

¿Cuáles son las razones de esta decisión? Hay quien dice que es por motivos fiscales —dirigentes políticos y líderes de opinión hablando de *dumping fiscal*—; otros dicen que les motiva la avaricia, y no faltan los que argumentan razones de inseguridad jurídica. También se han utilizado argumentos a la *siciliana*: 'con lo que este país ha hecho por ti y tú nos haces esto...'.

Desde luego, el caso Ferrovial merece, cuanto menos, un debate de por qué ocurren estas cosas en España y, sobre todo, si podemos aprender algo en el camino.

Así que en las últimas horas me he dedicado a bucear en las auditorías de la empresa y pararme a conocer algunos detalles de su historia financiera reciente. Busqué, como un buzo en el mar, algo que me permitiera comprender la decisión.

Desde luego, no tengo información de primera mano, ni puedo saber mejor que sus gestores y accionistas de la empresa lo que es mejor para sí mismos. Pero me interesa conocer y, al menos, plantear algunas reflexiones para el debate.

FERROVIAL NO TIENE CAPITAL ESPAÑOL RELEVANTE

No hace falta este proceso de fusión y traslado de sede para conocer que el presidente, Rafael del Pino, controla el 20,4% del capital desde una sociedad que tiene domiciliada en Holanda. Holanda se ha posicionado en Europa como un enclave estratégico muy amigable para crear valor financiero global y tributar a niveles inferiores respecto al resto de la Unión Europea.

Otro 12,4% del capital pertenece a dos sociedades de la familia 'del Pino Calvo-Sotelo', domiciliadas en España.

Pero el resto del capital está en el mercado o controlado por fondos de inversión. La propia empresa declara que el 93% de los inversores de ese capital flotante es de fuera de España (donde Norteamérica ya pesa un 30%).

El capital americano, sobre todo, tiene mucho poder en Ferrovial: primera idea con la que me quedo.

Por otro lado, sólo el 18% de las ventas de Ferrovial lo son en España. Su negocio depende en la inmensa mayoría del resto del mundo. En concreto, en 2022 la empresa logró vender más 2.400 M€ en Estados Unidos, casi un 70% más que en España.

→ Con accionistas de fuera de España —con mucho poder en el mercado de capitales americano—;

→ con el principal mercado de Ferrovial en Estados Unidos,

→ y un plan Biden que va a regar Estados Unidos con obras e infraestructuras por importe de 635.000 M€ en los próximos años, con el objetivo de re-industrializar el país y convertirlo en 100% libre de emisiones en 2050 —y, de paso, jugar al proteccionismo y blindarse contra China...

Con estos mimbres, todo apunta a que Ferrovial si quiere crecer tiene que posicionarse fuerte en Estados Unidos.

Por eso no es de extrañar que uno de sus inversores principales internacionales declare que trasladar su sede fuera de España, y cotizar en la bolsa de Nueva York, hará crecer fuertemente el valor en bolsa de Ferrovial.

Ferrovial quiere americanizarse, segunda idea con la que me quedo. Y legalmente, los asesores, según explica Expansión, argumentan que la forma más rápida para llegar a Estados Unidos es a través de Holanda. En concreto, se argumenta que «existe un convenio bilateral entre Holanda y Estados Unidos que facilita el reconocimiento mutuo de los requerimientos que existen en cada país». Aunque lo que mayor pesa para empezar en Holanda es que «el camino está trillado desde Países Bajos a Wall Street».

En definitiva, legalmente cuando ya cotizas en Holanda «basta copiar los trámites y el folleto informativo publicado por otras empresas». Si lo haces desde España, hay que empezar de cero.

¿ESTAMOS ANTE UNA DECISIÓN EXCLUSIVAMENTE FINANCIERA? ¿FERROVIAL NO TIENE POSIBILIDAD DE CRECER DESDE ESPAÑA?

Para profundizar en esta pregunta me gustaría destripar algunos datos de su contabilidad consolidada, que aglutina todos sus negocios. Este análisis se hace considerando la división "Servicios" como una actividad discontinuada, es decir, que consolida sólo a nivel de beneficio/pérdida. Además, la empresa hace años contrató a Morgan Stanley para vender por fases parte de sus empresas de Servicios... y que, como veremos, le ayudó a tener "liquidez".

De hecho, el proceso de la venta de la división de Servicios afecto de forma notable a las actividades de España en 2022. En 2021, la empresa declaró unos 30.700 empleados en España. En la actualidad, tiene 5.400. Polonia, Chile y Estados Unidos, concentran la mayoría de los empleados de Ferrovial.

Aunque aún mantiene algunas participaciones minoritarias en estas actividades de servicios (gestión, mantenimiento, limpieza y demás actividades intensivas en empleo), la empresa se ha concentrado en el negocio de la construcción y operación de grandes infraestructuras: autopistas, aeropuertos, así como energéticas y de movilidad, fundamentalmente.

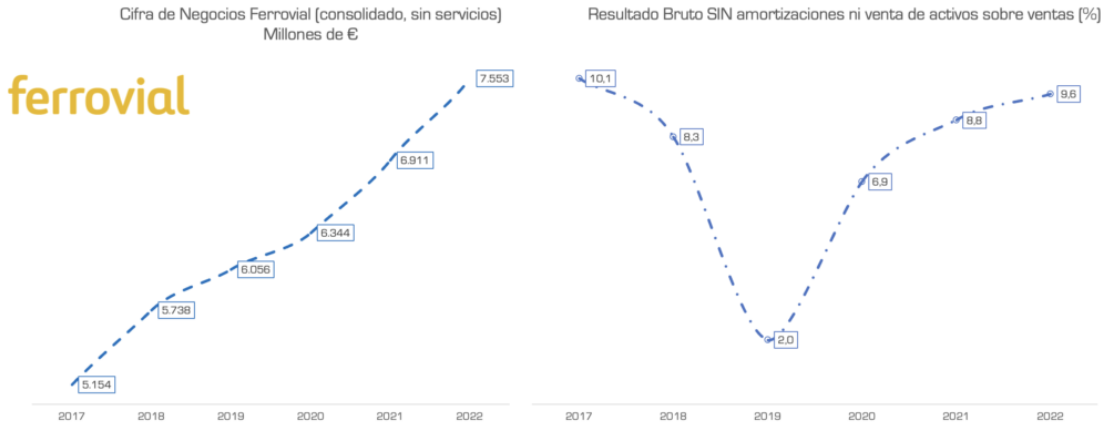
Por lo tanto, el análisis de negocio recoge en todo, excepto en los beneficios/pérdidas, la actividad sin servicios (y, por tanto, comparable en el período en el que me he fijado: 2017-2022).

CRECIMIENTO DE LAS VENTAS, PERO ¿Y DE LOS MÁRGENES?

Para comprender la evolución del negocio sin 'cosas extraordinarias', como la venta de su división de activos, tomemos primero las ventas, su cifra de negocio, y después su resultado bruto de explotación (es decir, la diferencia entre las ventas y los gastos directos asociados a ese negocio).

Como se puede observar, Ferrovial ha mejorado en 2.400 M€ sus ventas desde 2017, es decir, un 46,5%. Pero, en cambio, la rentabilidad bruta de esas ventas nunca ha superado la de 2017.

De hecho, previo a la pandemia, la empresa ya tenía un problema de capacidad para generar rentabilidad bruta.



Otra idea, por tanto, es que Ferrovial ha crecido en ventas, pero en términos relativos no lo hizo en rentabilidad bruta.

¿CÓMO HA AFECTADO LA VENTA DE ACTIVOS A LA EMPRESA?

Gran parte de los activos que vendió la empresa, su actividad de servicios, tenían un valor contable inferior a su precio de venta, lo que les generó plusvalías contables relevantes y, por tanto, beneficios, así como la entrada de caja (liquidez).

Entre 2017 y 2022 la empresa declaró beneficios por venta de activos equivalente a 1.769 M€. Así mismo, en 2018, hizo una anotación contable para provisionar el valor de sus activos de servicios, y los redujo en 744 M€ (generando una pérdida contable). Si tenemos en cuanta todos estos ajustes, se obtiene un dato muy importante.

ferrovial

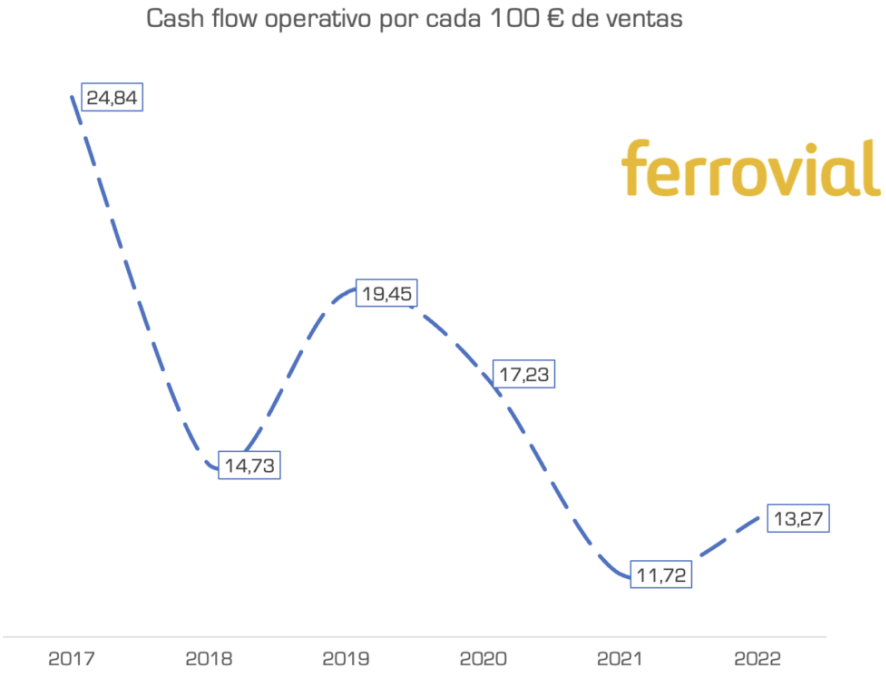
millones de €	2022-2017
Beneficios contables por venta de activos	**1.769**
Beneficios después de impuestos consolidados	1.248
Beneficios DESCONTADOS Plusvalías y Provisiones	**253**

De los 1.248 M€ contables de beneficios declarados desde 2017 (la suma de todos los beneficios), 1.769 M€ se deben a beneficios contables por la venta de sus activos de servicios. Si, además, descontamos el efecto de la pérdida contable 2018, se obtiene que Ferrovial desde 2017 sólo generó 253 M€ de beneficios.

Ferrovial entre 2017 y 2022 vendió más de 37.700 M€, y sólo obtuvo ganancias imputables a esas ventas de unos 253 M€, es decir, un 0,7%. La rentabilidad de Ferrovial es, cuanto menos, muy limitada. El argumento de la avaricia no parece sostenerse.

¿Y QUÉ CAPACIDAD DE GENERAR CAJA (TESORERÍA NETA) TIENE FERROVIAL CON SU NEGOCIO?

El siguiente gráfico muestra un dato crítico: por cada 100 euros de ventas, en el año 2017 generaba 24 € de caja operativa (de su negocio, lo que bombea oxígeno para todo lo demás). En 2022, esa caja operativa fue de 13 €.



Ferrovial vendió un 46,5% más en los últimos 5 años, pero también genera un 46% menos de caja operativa (sólo de su negocio, sin contar ventas de activos ni nada extraordinario).

Además, si entre 2017 y 2022 acumuló más de 6.200 M€ de caja operativa, tuvo que destinar el 70% a re-invertirla en su negocio para seguir creciendo.

Este dato es muy importante, porque quien suele criticar los beneficios empresariales no se da cuenta de que éstos son la primera puerta de entrada a generar dinero que después se tiene que re-invertir para vender más, crear empleo, pagar salarios, innovar, etc.

Sin beneficios, no hay caja, sin caja no hay oxígeno. Sin oxígeno, una empresa se apaga y se muere tarde o temprano, y la riqueza se destruye.

1.1.1 ¿CÓMO UTILIZÓ LA VENTA DE SUS ACTIVOS FERROVIAL?

Según los flujos de tesorería declarados y auditados, entre 2021 y 2022 Ferrovial utilizó más de 1.600 M€ de sus desinversiones para amortizar deuda. Amortizó deuda de corto plazo y amplió su deuda de largo plazo. Su crecimiento de ventas, dado el modelo de negocio (grandes infraestructuras con largos períodos de ejecución), lo exige.

Para un aumento de las ventas de 2.400 M€, Ferrovial incrementó su deuda financiera en más de 3.300 M€ en los últimos 5 años. El 44% de todo su activo está financiado con deuda. No es una cantidad muy preocupante, siempre que sus activos generen la liquidez necesaria para poder re-pagar esa deuda.

Deuda Total (corto y largo plazo) de Ferrovial. Millones de euros

En este sentido, el principal activo de Ferrovial son sus intangibles, en modo de concesiones fundamentalmente (para la explotación de infraestructuras), valorados contablemente por más de 13.500 M€. El problema, como decía con Abengoa, es que estas concesiones no están exentas de riesgos y la clave radica en la capacidad de convertirlos en liquidez a futuro.

¿DÓNDE ESTÁ LA FORTALEZA FINANCIERA DE FERROVIAL?

Ferrovial tiene dos puntos fuertes y que suelen gustar mucho a los inversores:

1.- En primer lugar, su tesorería. De media, desde 2017, siempre logró mantener unos 5.000 M€ de liquidez inmediata.

Si bien es cierto que parte de esa liquidez es porque se financia también con sus proveedores. Por ejemplo, actualmente los clientes le deben 1.600 M€ a Ferrovial, pero ésta debe 3.430 M€ a sus proveedores. Es decir, que 1.800 M€ de la caja que tiene en el banco Ferrovial debería estar, como mínimo, en los bancos de sus proveedores. España es uno de los países de Europa donde peor se paga a los proveedores, y esto es demasiado habitual (por desgracia, porque ahoga a las pequeñas y medianas empresas).

2.- En segundo lugar, Ferrovial cuida muy bien a sus accionistas. Desde 2017, cada año, bien sea a través de recompra de acciones o bien sea con dividendos, sus accionistas se llevan una media (estable) de unos 530 M€.

Ferrovial destinó casi 3.200 M€ de euros en los últimos 5 años a retribuir a sus accionistas. Esto implica un 71% más que la caja que le quedó tras re-invertir su caja operativa. Y esto explica, por tanto, que parte una la deuda se haya utilizado para cuidar a sus inversores.

En definitiva, a nivel financiero se observa que:

(1) Ferrovial se deshizo de sus activos para centrarse en su principal negocio (con más rentabilidad potencial).

(2) Usó esa venta para reducir parte de la deuda a corto plazo y obtener más deuda a largo plazo.

(3) Su rentabilidad del negocio es muy limitada. En términos contables su beneficio neto en 2022 fue del 2,46% respecto a sus ventas. Pero si se hace un análisis más minucioso de su actividad, desde 2017 sólo generó un beneficio puro del 0,7% de sus ventas.

(4) Cuidar al accionista le permite mantener una credibilidad en valoración que sorprende: la empresa tiene un valor en bolsa 100 veces superior a su beneficio. Los inversores creen que la empresa crecerá con fuerza en el futuro, es la única manera de asumir esa valoración en bolsa con los datos financieros de rentabilidad que tiene.

El argumento de la avaricia, los beneficios desproporcionados y la necesidad de evadir impuestos no tiene lógica financiera. Por ejemplo, en 2022 Ferrovial pagó 30 M€ en impuestos de sociedades, de los cuales, sólo 5 fueron en España. Se va a gastar más en asesores para llevar la empresa a Holanda –20 M€, según información de Expansión— que en el ahorro fiscal.

Si bien es cierto que se argumenta el mejor trato fiscal de Holanda sobre los beneficios de las filiales y pago de dividendos a sus inversores —la empresa estima un ahorro de 8 M€, según Expansión—, no tiene una envergadura suficiente como para cambiar una decisión de localización.

2.8.1. Explicación del gasto por impuesto sobre sociedades del ejercicio y de la tasa impositiva resultante

En el ejercicio 2022 se ha registrado un gasto por impuesto sobre sociedades de -30 millones de euros (ingreso de 9 millones de euros en 2021), tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla:

DICIEMBRE 2022 (Millones euros)	ESPAÑA	UK	USA	POLONIA	CANADA	OTROS PAISES	TOTAL
Beneficio antes de impuestos	**-96**	**-37**	**82**	**138**	**171**	**10**	**268**
Resultado sociedades integradas por puesta en equivalencia	-15	7	-1	0	-127	-29	-165
Otros Ajustes	117	1	-74	24	1	-18	51
Resultado Fiscal	**6**	**-29**	**7**	**162**	**45**	**-37**	**154**
Gasto por impuesto del ejercicio	**-5**	**6**	**-2**	**-21**	**-11**	**3**	**-30**
Cambio en la estimación del impuesto de ejercicios anteriores y otros ajustes	5	-1	2	-8	-1	8	5
Gasto por impuesto ajustado	**0**	**5**	**0**	**-29**	**-12**	**11**	**-25**
Tipo efectivo sobre resultado fiscal	0 %	19 %	0 %	18 %	27 %	31 %	16 %
Tipo efectivo del país (*)	25 %	19 %	23 %	19 %	26,5 %		

(*)Tipo efectivo del país es el resultado de una tasa combinada que incorpora los diferentes porcentajes impositivos e impuestos (federal, estatal y municipal) aplicables en cada país.

Auditoría del año 2022 de Ferrovial.

¿QUÉ PODRÍA MOTIVAR LA DECISIÓN DE FERROVIAL?

Bajo mi punto de vista, y es una mera opinión, Ferrovial tiene un posicionamiento muy relevante en el mercado americano, pero tiene una rentabilidad muy limitada.

Este modelo de negocio, intensivo en deuda, elevada reinversión, activos intangibles y con poca capacidad de generar caja, puede explotar en cualquier momento.

Y aunque mantiene un valor en bolsa de casi 20.000 millones, la única forma de darle más rentabilidad al accionista es colocarse de forma estratégica en un mercado de capitales mucho más desarrollado, donde están mucho más acostumbrados a valorar este tipo de activos intangibles y que, si opta a grandes infraestructuras en el país, podría hacer que las expectativas sobre la empresa crezcan con fuerza, y el valor de sus acciones también.

¿ESTO ES SUFICIENTE PARA NO MORIR CRECIENDO?

No se sabe, el negocio ahora mismo no genera una rentabilidad relevante. O vende más y con más margen, o tarde o temprano los accionistas (y con más agresividad en Estados Unidos) se darán cuenta de que la empresa no tiene capacidad para crear valor.

Ferrovial ha apostado fuerte —incluso enfrentándose a un problema de reputación en España— para aumentar su valor en bolsa y que los inversores sigan cuidándole y prestándole el dinero que necesita para crecer.

Pero esto no está exento de riesgos:

- → mayor competencia en Estados Unidos,
- → necesidad de seguir acumulando deuda en un contexto de tipos de interés más altos,
- → concesiones cuya rentabilidad está sujeta a riesgos de demanda —usos de esa infraestructura—. Rentabilizar las concesiones no es algo, ni mucho menos, sencillo.

Ferrovial juega al ajedrez en la búsqueda de su Dorado americano. Sus accionistas juegan —¿imponen? — a maximizar el valor de la acción, pero eso no siempre está ligado a la creación del valor a largo plazo. Cualquier fallo o imposibilidad de mejorar la rentabilidad por cada euro de ventas, y Ferrovial se puede colocar en una encrucijada difícil.

El *Financial Times* explica esta semana que otras grandes constructoras Europeas, entre ellas CRH (con más de 30.000 millones de euros de ventas), están haciendo exactamente lo mismo que Ferrovial, y parece que por los mismos motivos:

- → Mayor concentración y desarrollo del mercado de capitales en Estados Unidos, y por tanto de inversores.
- → Es más fácil obtener valoraciones de acciones más altas en Estados Unidos que en Europa.

→ El plan de inversiones de Biden está siendo una oportunidad que nadie quiere desaprovechar.

¿QUÉ LECCIONES DEBERÍAMOS DE PODER EXTRAER EN EUROPA Y EN ESPAÑA?

Europa está perdiendo la batalla por la competitividad

Los datos son muy contundentes. En el análisis que hace McKinsey con más de 2.000 empresas —con ventas superiores a los 1.000 M€— se observa que entre 2014 y 2019 las grandes empresas europeas, respecto a las americanas:

→ fueron un 20 % menos rentables (medido por el rendimiento del capital invertido),

→ sus ingresos aumentaron un 40 % más despacio,

→ invirtieron un 8% menos (gasto de capital en relación con el stock de capital invertido)

→ y gastaron un 40 % menos en I+D

Como detalla Xavier Ferràs:"en la competencia tecnológica global Europa está debilitada y España con dos décadas de retraso".

Y a esto hay que sumar que Europa aún no tiene un mercado de capitales fuerte y común, en proyecto desde 2014. La propia Lagarde explicaba que decisiones como las de Ferrovial se pueden deber, en parte, a este problema.

Aspirar a cotizar en la mayor bolsa del mundo, Nueva York, es tratar de conseguir una marca de potencia financiera global. Y, queramos o no, esa marca y esa potencia no la tiene Europa ni, desde luego, España.

España tiene un problema muy serio de competitividad y tamaño empresarial

Si Europa está perdiendo la partida del puzle global, España presenta resultados muy preocupantes dentro de Europa.

Como explicaba en un artículo, donde comparaba España con Alemania:

El 12% de las empresas de Alemania tiene más de 10 empleados, en España un 4%. Desde la crisis de 2008, Alemania aumentó en más de un 30% las empresas con mayor tamaño. Mientras, España, redujo estas empresas en un 22%.

Y esto es crítico porque una empresa con más de 20 empleados en España tiene una productividad por empleado de casi el doble, y paga un 80% más de salario medio, que una con menos de 20 empleados.

Nuestra renta, nuestra recaudación de impuestos, nuestro Estado de Bienestar dependen de las empresas y su crecimiento; y no hay ideología que pueda discutirlo.

Pero este desafío del crecimiento empresarial no está en la agenda, ni en las voces del debate político y social. Y la consecuencia es que España se encuentra en unos niveles de competitividad global muy decepcionantes.

Según el estudio de la competitividad para 63 países del mundo, elaborado por IMD, España debería poder aspirar a estar entre las 20 economías más competitivas del mundo, y en cambio:

→ En política fiscal,

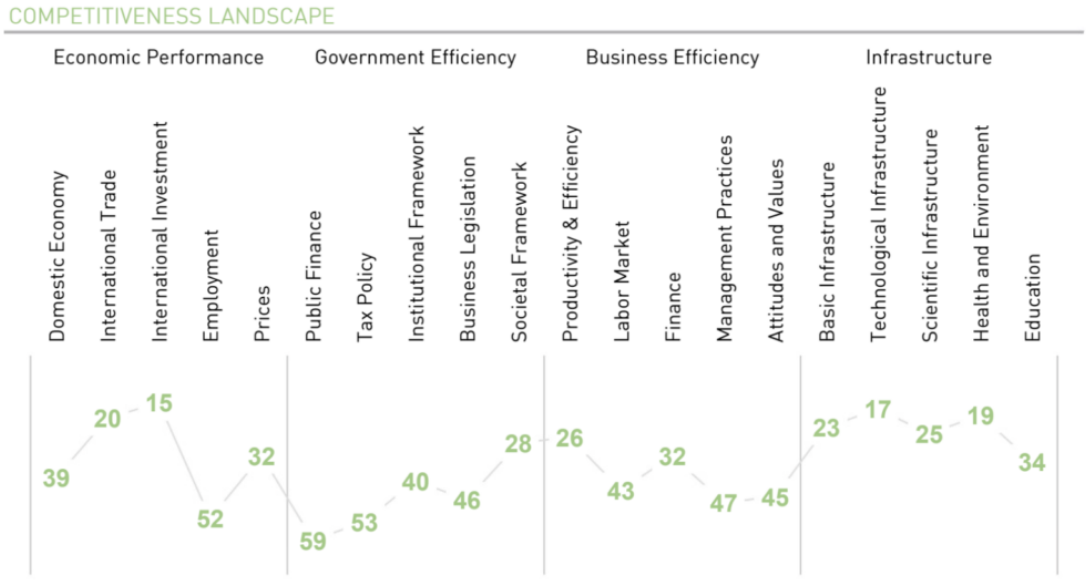
→ En finanzas y contexto macroeconómico,

→ En legislación para hacer negocios,

→ En un marco institucional eficaz para el crecimiento económico,

→ Y en prácticas de management (directivas) en las empresas...

En todos estos aspectos críticos, estamos realmente retrasados. Competimos mal —como empresas y como gobiernos— en el mundo.



IMD World Competitiveness Rankings Yearbook. Perfil de España. 2022.

Y esto no va de tamaño de país: el ranking de competitividad lo lidera Dinamarca. Ni se trata de no pagar impuestos: Suecia es la cuarta economía más competitiva del mundo, con uno de los sistemas impositivos (y políticas públicas) más desarrollados.

El reto es tener un país que trabaje día y noche por hacer que sus leyes, sus instituciones, su sistema financiero y su clima social y educativo permitan crear empresas sólidas y que compitan a escala global. Y aún estamos muy lejos del objetivo.

El crecimiento endógeno depende de forma crítica del clima social e institucional de un territorio. Esto es algo que está muy documentado por Paul Romer o Andrés Rodríguez-Pose, como principales baluartes.

El clima social y político de España es muy crítico con las empresas

En cambio, el clima social y político en España es cada vez más extremo y se transmiten mensajes que pueden ser muy peligrosos:

- → Que si los beneficios de las empresas son las culpables de la inflación,
- → Que si los empresarios 'se están forrando',
- → Que si los empresarios son antipatriotras,
- → Que si capitalismo despiadado de algunas empresas,
- → Que si disparamos políticamente sin miedo y sin descanso a familias con empresas que bombean mucho empleo y riqueza.
- → Da igual el debate del que se trate (reforma laboral, subida de salario mínimo, desempleo, innovación...) los culpables: las empresas.
- → Se lanzan mensajes de escándalo (y de despropósito) contra los beneficios empresariales, sobre todo de empresas del IBEX, sin darnos cuenta de que los beneficios son la vía para invertir y poder crecer.

Por ejemplo, hace poco hice el ejercicio con las cuentas del 2021 (que tengo que actualizar pronto), con una serie de empresas que suelen ser objeto de críticas políticas: Iberdrola, Inditex, Endesa, Repsol, Acciona y Mercadona. Estas 6 empresas en el año 2021 generaron 14.600 M€ de beneficios después de impuestos. En cambio, esas mismas empresas invirtieron en sus negocios (según sus auditorías y su uso de flujos de caja) más de 27.400 M€ en el año. Si no hay beneficios, ¿cómo se financian esas inversiones? Si no hay inversiones, ¿cómo se innova, amplían mercados, se contratan personas y se pagan salarios e impuestos?

Cada vez que se demonizan a los beneficios empresariales en España, y se amenaza constantemente con alguna medida extraordinaria para limitarlos, se está lastrando la capacidad productiva del país. Pero parece que cuanto más grande es una empresa peor imagen se quiere transmitir de ella.

Creemos el contexto adecuado, con la mejor defensa posible de las leyes de la competencia, para asegurar que nuestras empresas sean competitivas y dejémoslas que obtengan beneficios en cualquier rincón del planeta en el que puedan hacerlo. Sólo lo lograrán si ofrecen a sus clientes algo diferencial; si no lo hacen, acabarán muriendo o expulsadas del mercado.

Por otro lado, se nos llena la boca con eventos de emprendedores, marcas tipo España Nación Emprendedora y cosas similares para hacer que nazcan más empresas —cosa que está genial y es necesaria— pero caemos en una contradicción terrible:

en el momento en el que esa persona emprendedora pasa a contratar personal y le empiezan a denominar como 'empresaria', deja la etiqueta de 'guay' para convertirse en 'explotadora' (potencial defraudadora de hacienda y sospechosa de mil males) y se transmite la imagen de que nada en una piscina de beneficios.

Cuando una empresa del tamaño de Ferrovial decide cambiar de sede deberíamos reflexionar acerca de por qué la sede de una empresa global no está cómoda en España. Deberíamos pensar y trabajar sobre qué necesitamos para atraer sedes de empresas de otros países. Y, sobre todo, cómo creamos más multinacionales desde cero con sedes aquí, que se desarrollen aquí. Analizar muy bien qué falla, cómo podemos derribar todos los obstáculos y cómo podemos reconocer socialmente la figura de quien quiere hacer negocios en España.

Tenemos una oportunidad extraordinaria: España es un país ideal para vivir, para hacer turismo, para disfrutar. Estamos en el punto de mira de los inversores extranjeros. Tenemos infraestructuras y conectividad global, así como notables fortalezas sobre las que apoyarnos. Pero nuestro clima social e institucional impide desarrollar nuestro tejido empresarial. De ello depende *la mano que nos da de comer*: Si no lo resolvemos, nos quedaremos repartiendo... ¡miseria, y no riqueza!

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE LAS EMPRESAS DE TELECOMUNICACIONES

Utilizamos internet durante 6 horas al día. Piénsalo: más de 40 millones de españoles usando, a la vez, nuestro teléfono, televisión, ordenadores y todo tipo de cacharros conectados por wifi. Respiramos con el mismo hábito con el que usamos el móvil: para llamar, usar el GPS, ver vídeos en Instagram y mandar miles de memes por WhatsApp... A esto hay que añadir las posibilidades de conectividad que aportan las inversiones de más de 58.000 millones de euros (M€) que este año, y el próximo y el siguiente y así todos (y creciendo), destinan sólo en España las empresas para digitalizarse, es decir, para mejorar su capacidad de controlarlo todo a través de la red.

Pero ¿de quién son las redes?, ¿quién las financia y presta esos servicios? La respuesta son las empresas de telecomunicaciones.

Tras mi reflexión sobre la transformación financiera de Telefónica, durante la presidencia de José María Álvarez-Pallete, este paracaidista que te escribe ha tratado de entender un poco mejor el sector. Son noticia los desplomes en bolsa de Telefónica y Vodafone y, a la vez, el macro acuerdo valorado en 18.700 M€ entre Orange España y MásMóvil —7.800 M€ para Orange España y 10.900 M€ para MásMóvil—.

El sector levanta la mano con avisos relevantes: Europa necesita 300.000 M€ de inversión para finalizar tanto el despliegue de la tecnología 5G —y arrancar con la 6G— como para seguir mejorando la red fija de fibra óptica. Pero, en una década, sólo en España las telecos han perdido 1 de cada 3 euros de ingresos. Existe una competencia muy agresiva de precios entre operadores. Y cada día surgen nuevos que crecen con fuerza y compiten a precios bajos.

Y, aunque parezcan negocios 'grandes', la realidad es distinta. Europa está plagada de empresas de telecos: unas 400 operadoras. La mayoría, pequeñas, que alquilan las infraestructuras a las grandes.

En otros países esto no es tan habitual: 3 operadoras en Estados Unidos aportan servicio a 330 millones de clientes. Y también son 3 las operadoras que dan servicio a las más de 1.600 millones de líneas móviles en China.

El sector teleco en Europa es aún pequeño, está fragmentado, tiene una regulación que incita a una competencia en precios muy exigente y, a la vez, necesita recursos para invertir cada día más y más recursos, porque las exigencias de la tecnología digital nunca se frenan (¿o es que no te gusta navegar en la red a toda velocidad, sin cortes y desde cualquier lugar, y al menor precio?).

Este es un artículo que trata de aportar algunas reflexiones financieras sobre 3 de los baluartes del sector en Europa: Telefónica, Orange y Vodafone: ¿Cómo ha sido su evolución en los últimos años? ¿Quién va ganando en el juego de los mercados? ¿Por qué?

Este ejercicio es un punto de partida para tratar de comprender un poco mejor la capacidad de inversión y las tendencias globales del sector a través de sus empresas.

¿CÓMO SE HAN COMPORTADO LAS VENTAS ENTRE LAS GRANDES OPERADORAS?

Empecemos por las ventas. Pero ventas a escala global, no sólo en España. El análisis financiero que realizo lo es a nivel consolidado (de todos los negocios en todas las partes del mundo de cada una de las empresas).

En los últimos 6 años, Telefónica y Vodafone perdieron, entre las dos, más de 14.000 M€ de cifra de negocio (ventas). En cambio, Orange incrementó sus ventas en 2.600 M€.

Cifra de negocio. Millones de €.

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	52.008	39.993	**-12.015,0**	**-23,1**
Orange	40.859	43.471	**2.612,0**	**6,4**
Vodafone	47.631	45.580	**-2.051,0**	**-4,3**

La mayor transformación la experimentó Telefónica. En 2017, Telefónica vendía 11.000 M€ más que Orange, y casi 4.400 M€ más que Vodafone. Hoy, ambas compañías venden más que Telefónica.

Este cambio en la configuración de ventas, ¿cómo ha afectado a los resultados brutos?

En el caso de Orange esa rentabilidad bruta de explotación (es decir, la diferencia entre ingresos y gastos derivados del negocio, y excluidos los financieros) se ha mantenido estable: prácticamente no ha cambiado. Ha vendido más pero no ha generado mayor rentabilidad bruta por esas ventas. Eso se puede deber a tres efectos: 1) un incremento en costes 2) una reducción de precios o 3) una combinación de los dos.

Mientras, Telefónica, por cada 100 euros vendidos perdió casi 3 euros de margen bruto. Vodafone es la única de las tres que por cada 100 euros de ventas mejoró su rentabilidad bruta en 4,61 euros.

Las tres telecos, por tanto, presentan casos distintos:

→ Orange, porque ha vendido más, pero no lo ha rentabilizado.

→ Movistar, porque ha dejado de vender 12.000 M€, y las ventas actuales aportan menos a la rentabilidad.

→ Y Vodafone, porque no consiguió mejorar las ventas pero si la rentabilidad bruta. Si sólo usáramos este criterio, Vodafone es la teleco que más reforzada ha salido en los últimos 6 años.

Telefónica orange vodafone

Resultado de Explotación (millones de €)

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	6.791,0	4.056,0	-2.735,0	-40,3
Orange	4.778,0	4.801,0	23,0	0,5
Vodafone	3.725,0	5.664,0	1.939,0	52,1

Resultado de Explotación sobre ventas

	2017	2022	Diferencia (puntos %)
Telefónica	13,1%	10,1%	-2,92
Orange	11,7%	11,0%	-0,65
Vodafone	7,8%	12,4%	4,61

Pero no vayamos tan rápido. Las finanzas de una empresa suelen esconder mucha más complejidad. Se necesita analizar meticulosamente varias cosas más.

Por ejemplo, ¿cuál es el precio de mejorar esas ventas? ¿Han comprado algún negocio nuevo? ¿Se han endeudado para lograrlo? ¿Ese incremento de las ventas permite pagar las deudas? El cementerio está plagado de empresas que han muerto con las botas puestas, creciendo sin parar... y sin poder pagar los costes de ese crecimiento.

Esta es una de las razones por las que me gusta adentrarme en el análisis de los flujos de tesorería (en sus distintas tipologías) de una empresa.

Vender más o tener un resultado de explotación más positivo no quiere decir que una empresa esté mejor preparada para su futuro. Por ejemplo, pensemos en la evolución de la deuda.

→ De las tres telecos, Telefónica es la empresa con menor deuda. Cierto que ha perdido 12.000 M€ en ventas en 6 años, pero debe casi 16.700 M€ menos a sus acreedores financieros.

→ En cambio, Orange ha capturado 2.600 M€ más de ventas, pero no ha conseguido mejorar su resultado de explotación. En cambio, para lograrlo ha multiplicado por 3 ese crecimiento en ventas en su equivalente a deuda (casi 7.000 M€ más de deuda).

→ Y qué decir de Vodafone, cuyo endeudamiento ya supera la barrera de los 70.000 M€ (sobre todo tras la adquisición en 2020 de los activos de Liberty Global en Alemania y en Europa Central y Oriental donde, de golpe, aumentó en más de 18.500 M€ su deuda).

Deuda Total (millones de €)

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	55.746	39.079	**-16.667,0**	**-29,9**
Orange	38.043	45.042	**6.999,0**	**18,4**
Vodafone	46.574	70.092	**23.518,0**	**50,5**

UNA VEZ CONOCEMOS LA DEUDA, ¿CÓMO HAN EVOLUCIONADO LOS FLUJOS DE TESORERÍA (ENTRADAS Y SALIDAS EN EL BANCO) QUE APORTA EL NEGOCIO EN CADA UNA DE ESAS EMPRESAS?

Sólo con sólidos flujos operativos (de la actividad principal) se pueden destinar recursos (flujos) a re-inversiones continuas y exigentes (para crecer y aportar calidad), obtener o pagar deudas (en sentido amplio, también bonos corporativos) y, además, retribuir al accionista.

Para entender estos flujos en las 3 telecos la siguiente tabla es muy relevante:

→ Telefónica perdió, como se decía, 12.000 M€ en ventas, un 23%. Pero redujo su flujo operativo en 2.000 M€, un 15%.

→ No obstante, en términos de operaciones, la mejora de las ventas del 6% de Orange se han trasladado a un 10,4% más de flujos de operaciones.

→ Y la caída de ingresos del 4% de las ventas de Vodafone no han impedido que mejore sus flujos de explotación en un 27%. Vodafone es la teleco que más flujos de explotación genera, superando la barrera de los 18.000 M€.

Pero esto no es todo. Estos flujos tienen que servir para invertir y, después para pagar deudas (y remunerar a los accionistas).

Como se puede observar, Telefónica en su proceso de "adelgazamiento", ha vendido activos que le consumían mucha re-inversión. De hecho, para mantener el negocio, Telefónica invierte 4.900 M€ menos que hace 6 años. En cambio, Orange, invierte más (invierte 2.500 M€ más, casi lo mismo de lo que mejoró en ventas).

Flujo de caja Operativo (de explotación) en millones de €

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	13.796	11.763	-2.033,0	-14,7
Orange	10.174	11.235	1.061,0	10,4
Vodafone	14.223	18.081	3.858,0	27,1

Flujo de caja de Inversiones en millones de €

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	-10.245	-5.327	4.918,0	-48,0
Orange	-7.941	-10.448	-2.507,0	31,6
Vodafone	-8.323	-6.868	1.455,0	-17,5

En el caso de Vodafone, frenó su política de inversiones, tras la operación de Alemania. Pero aún reinvierte de forma ordinaria casi 7.000 M€ al año.

A este dato hay que añadir otro que nos aporta muchas pistas sobre la salud financiera de una empresa: el Fondo de Maniobra. Se trata de la diferencia entre los derechos de cobro y de pago inmediatos (es decir, en menos de un año). Con este indicador se puede medir la presión financiera a corto plazo de estas empresas.

Fondo de Maniobra (diferencia entre Activo Corriente y Pasivo Corriente). Millones de €.

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	-9.135	-511	8.624,0	-94,4
Orange	-7.320	-2.420	4.900,0	-66,9
Vodafone	-5.053	-6.069	-1.016,0	20,1

Telefónica pasó de ser una empresa que tenía 9.100 M€ más obligaciones de pago que derechos cobro corto plazo —la peor de las tres—, a sólo tener un saldo de 511 M€, la mejor de las 3, y con mucha diferencia. Esta caída de casi el 95% permite comprender la mejora de oxígeno financiero que tiene la empresa a corto plazo.

En cambio, Vodafone empeoró su fondo de maniobra (porque creció, en términos negativos) un 20%.

Y Orange aún tiene obligaciones a corto plazo que superan a los derechos de cobro en 2.400 M€. Esto explica cosas de Orange: por ejemplo, parte de los flujos operativos crecieron (aunque no hayan mejorado los resultados de explotación) porque se ha financiado más con proveedores.

A PARTIR DE AQUÍ, DESPUÉS DE AFRONTAR NUEVAS INVERSIONES, ¿CUÁNTOS FLUJOS QUEDAN Y CUÁNTO SUPONEN ESOS FLUJOS SOBRE LA TOTALIDAD DE LA DEUDA?

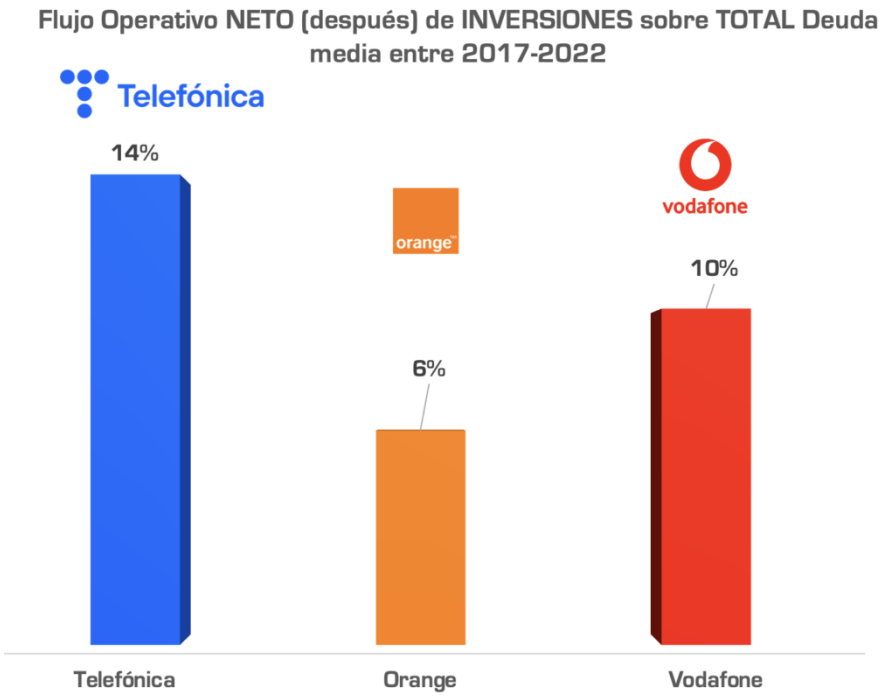
Este dato es crítico, porque es una manera de medir cuánto oxígeno tiene una empresa (es decir cuántos flujos se liberan para pagar deuda, o buscar nuevos planes de inversiones o retribuir a sus accionistas) sobre su total de endeudamiento.

Es lo mismo que si tú y yo, tras finalizar el año, hacemos el cómputo de cuánto dinero hemos generado, cuánto hemos gastado (invertido) y ese remanente lo comparamos con toda la deuda que tenemos. Cuanto más pesen esos flujos respecto a la deuda, más potencia financiera tendríamos. Si todo lo que debemos lo generamos en efectivo en ese año (tras pagar las inversiones), se podría decir que nuestra salud financiera es muy sólida. Al menos, las deudas no nos pisan los talones.

El siguiente gráfico permite entender este indicador.

- → De media, entre 2017 y 2022, Telefónica, tras la financiación de sus inversiones, dispone de fondos equivales al 14% de su deuda total.
- → En cambio, Orange sólo dispone del equivalente al 6%.
- → Por ejemplo, si todos esos flujos medios se destinaran a pagar deuda, Telefónica podría liquidarla en 7 años. Orange, en cambio, necesitaría 15 años.

El proceso de 'adelgazamiento' que experimentó Telefónica tiene mucho mérito. Si sumamos todos los flujos de todas las tipologías, se observa que mientras Telefónica adelgazó su estructura de deuda, pudo financiar inversiones por más de 47.000 M€ —en términos netos son 31.800 M€ porque vendió sociedades y activos que le supusieron entrada de dinero, y no salida, en esta categoría de flujos—. Al final el proceso, la empresa aún liberó 5.000 M€, la única que logró hacerlo en positivo.



Telefónica orange vodafone

SUMA de todos los flujos en millones de € entre 2015 y 2022

	Operativos	Inversiones	Financiación	Resultado
Telefónica	77.828	-31.793	-41.016,0	**5.019**
Orange	65.007	-47.851	-17.401,0	**-245**
Vodafone	93.478	-51.598	-46.147,0	**-4.267**

¿Y CÓMO HA EVOLUCIONADO LA PRODUCTIVIDAD POR CADA EURO GASTADO EN PERSONAL Y OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN?

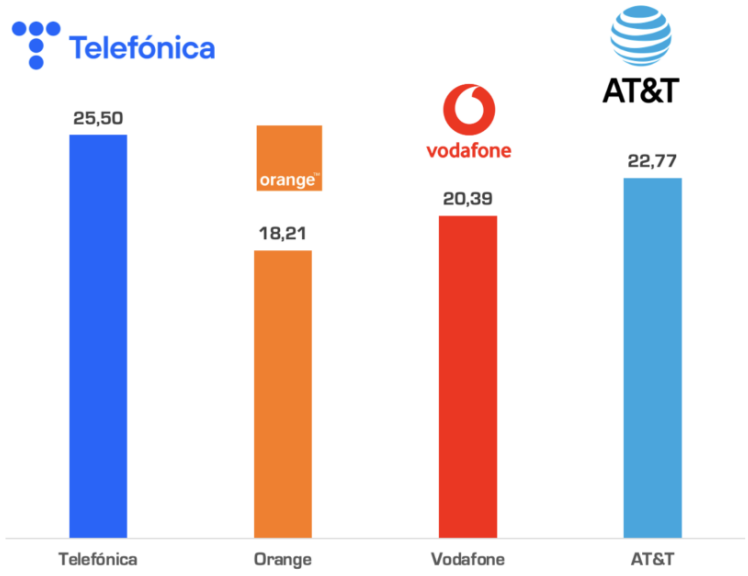
Si medimos cuántos euros de ventas se consiguen por cada euro de gasto (de personal y otros gastos de explotación) se observa que:

En los últimos 3 años, la productividad laboral en Telefónica creció un 20,6%, mientras que en Orange y Vodafone empeoró.

Telefónica orange vodafone

Incremento (%) entre 2022 y 2019	
Productividad Coste Personal	Productividad Otros Gastos de Explotación
20,60	11,07
-2,00	6,65
-1,15	-9,06

Otros gastos de explotación sobre ventas (%). 2022.



En términos de Otros Gastos de Explotación, Telefónica es la que más eficiencia ha logrado. En 2022, por cada euro de estos gastos Telefónica consiguió generar un 11% más en ventas que hace tres años; Orange un 6,65% más y Vodafone se convirtió en menos eficiente.

A pesar de todo, Telefónica es la teleco con mayor proporción de Otros Gastos de Explotación sobre ventas de las 3 compañías. La empresa parece que mantiene una estructura más intensiva en gastos no vinculados al personal. Por ejemplo, Orange, por cada 100 euros de cifra de negocio, gasta casi 7 euros menos que Telefónica.

Esto tiene una doble interpretación:

→ Si Telefónica fuera igual de eficiente que Orange, podría reducir sus gastos en 3.000 M€, para las mismas ventas.

→ Si Telefónica tuviera la misma la estructura de gastos que Orange, debería poder vender 16.000 M€ más que lo que logró en 2022.

¿Tiene Telefónica aún una estructura de costes que le lastran el resultado? La respuesta, en comparables con otras compañías, parece ser que sí.

¿Y CÓMO HAN 'CUIDADO', ES DECIR, RETRIBUIDO, AL ACCIONISTA CON DIVIDENDOS?

La empresa que más dividendos, brutos, ha aportado a sus accionistas de las 3 analizadas, y en los últimos 6 años, es Vodafone, con casi 18.900 M€. ¿Y esto es poco o mucho? Si se calcula el dividendo medio de cada año, Telefónica ha repartido un 30% más de dividendo que Orange desde 2017. Y Vodafone un 30% más que Telefónica.

Telefónica orange vodafone

millones de €

	SUMA dividendos (2017-22)	Dividendo Medio	Flujo Operartivo NETO de inversiones	Beneficio NETO medio	% dividendo sb flujos	% dividendo sb Beneficio NETO
Telefónica	14.318	2.386	5.444,3	3.997,5	**44%**	**60%**
Orange	11.059	1.843	2.859,3	2.516,0	**64%**	**73%**
Vodafone	18.895	3.149	6.980,0	106,8	**45%**	**2948%**

**Vodafone entre 2019 y 2021 tuvo pérdidas relevantes por deterioro de activos y Telefónica positivos por la misma razón.*

¿Cómo se puede medir el 'esfuerzo' de la empresa a la hora de pagar estos dividendos? Si usamos los beneficios después de impuestos pueden aparecer muchas confusiones: hay resultados 'extraordinarios' y apuntes de gastos (e ingresos) que no son entrada de caja. Y, por tanto, ese esfuerzo queda desvirtuado.

Por ejemplo, Vodafone tuvo importantes pérdidas entre 2019 y 2021 por activos deteriorados contablemente. Y, al contrario, Telefónica tuvo beneficios también extraordinarios que 'aumentaron' ese beneficio contable.

Esa es una de las razones por las que me gusta utilizar el criterio de "caja": cuánta caja del negocio entra en la compañía, cuánta se destinó a re-invertir y, de lo que queda, cuánta se ha utilizado para pagar dividendos.

Según este criterio, Telefónica repartió más de 14.300 M€ de dividendos a sus accionistas desde 2017. Y, de media, tras acometer las inversiones, le quedaron 5.444 M€ de euros de flujos positivos. De ellos, el 44% lo destinó a retribuir al accionista. El mismo esfuerzo que hizo Vodafone. Pero en términos de esfuerzo, Orange fue la que mejor cuidó (le dedicó más caja) a sus accionistas.

Recopilemos brevemente lo que hemos visto hasta aquí respecto a lo que ha pasado en los últimos 6 años:

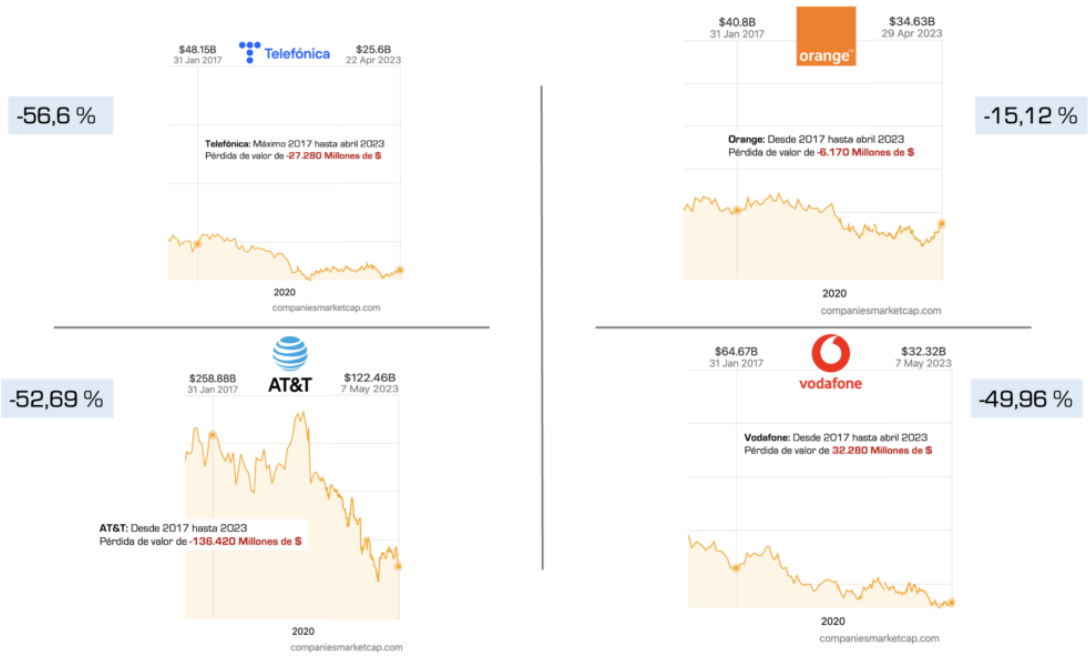
→ Telefónica. Caída del 23% en ventas, que le llevó a perder el 40% de resultado bruto, pero logró reducir un 30% su endeudamiento y reducir su intensidad de inversión. Pasó de reinvertir casi la totalidad de sus flujos operativos a liberar más de 6.400 M€ cada año para invertir en futuro y aportar 2.400 M€, de media anual, a sus accionistas.

→ Orange. Aumentó en 2.600 M€ sus ventas, pero manteniendo el mismo margen de explotación. Aumentó su deuda en 7.000 M€ y pasó de reinvertir el 72% a superar el 92%. Esa exigencia financiera le llevó a mantener todavía un fondo de maniobra negativo. Alta exigencia para pagar dividendos y consumir el 64% de los flujos operativos (tras la inversión).

→ Vodafone. Perdió un 4% en ventas, unos 2.050 M€. Y logró hacerlo de forma muy eficaz, mejorando su rentabilidad bruta en 1.900 M€. Pero aumentó su endeudamiento en más de 23.500 M€ desde 2017. Empeoró su presión financiera a corto plazo. Destinó todos los flujos operativos, y 4.300 M€ más, a pagar inversiones y deuda. En cambio, desde 2017 es la Teleco que más dividendo repartió entre sus accionistas.

TRAS ESTE RESUMEN, ¿QUIÉN VALE MÁS EN BOLSA?

Quizás la pregunta debería ser diferente: ¿Quién se desplomó menos en bolsa? Y la respuesta es Orange. Aquí caben dos preguntas, ¿por qué Orange no cayó como las demás telecos? O ¿por qué el mercado trató tan agresivamente a empresas como Telefónica?



Lo que está claro es que existe una disparidad de valoraciones en el sector, y no alcanzo a comprender la razón. Veamos algunos datos.

Valoración media del periodo (millones de $)

	2017	2023	Diferencia	% 23-17
Telefónica	50.360,0	25.240,0	**-25.120,0**	**-49,9**
Orange	40.580,0	34.470,0	**-6.110,0**	**-15,1**
Vodafone	84.240,0	32.310,0	**-51.930,0**	**-61,6**
AT&T	238.680,0	122.460,0	**-116.220,0**	**-48,7**

Si comparamos el valor de capitalización bursátil de las 4 telecos, entre la media anual de 2017 y lo que llevamos de 2023, se observa que hoy Telefónica vale la mitad que hace 6 años en bolsa, lo mismo que le ha sucedido al gigante AT&T (que, por cierto, vale más que la suma de las 3).

Vodafone, sin duda, en términos absolutos, es la más castigada de las 3 europeas.

Pero para analizar si han caído mucho o poco y cómo se está comportando la valoración, he decido hacer una comparación no con los típicos indicadores de beneficios netos (porque están muy contaminados, como decía) sino con los flujos operativos, que son mucho más objetivos. Es la puerta de entrada de la solvencia financiera de una empresa. Y aquí los resultados son muy sorprendentes.

Valoración media por cada € de flujo operativo

	2017	2022	Diferencia	% 22-17
Telefónica	3,7	2,1	**-1,5**	**-41,2**
Orange	4,0	3,1	**-0,9**	**-23,1**
Vodafone	5,9	1,8	**-4,1**	**-69,8**
AT&T	6,2	3,4	**-2,8**	**-44,9**

(1) Vodafone ha pasado de ser la teleco europea con mayor valoración, por cada euro de caja operativa, a la menor. En 2017, cada euro de flujo operativo del negocio de Vodafone, el mercado le otorgaba un valor equivalente de 5,9 € de capitalización bursátil. En la actualidad, esos flujos casi no tienen valor percibido para el accionista (1,8 €).

(2) AT&T siempre, en 2017 y ahora, ha conseguido mantener un valor, por cada euro de flujo operativo generado, superior a las europeas. A pesar de su desplome, cada dólar de sus casi 36.000 M$ de flujos operativos, el mercado le otorga un valor bursátil de 3,4 veces superior.

La pregunta es, ¿Y, por qué, por cada euro de flujo operativo, Orange tiene un valor un 43% por encima de Telefónica? No tengo datos objetivos que puedan explicar esta disparidad de valoración... Porque lo que se observa es:

→ Si se consideran todos los ingresos de explotación, Telefónica vende un 5% menos que Orange. Y, además, tiene un 18% menos de resultado de explotación.

→ A cambio, Orange tiene un 15,2% más de deuda, y genera 4,5% menos de flujo operativo; del que tiene que reinvertir más del 90%, cuando Telefónica sólo requiere una reinversión 45%, lo que le libera 6.500 M€ de flujos al año actualmente.

→ Ambas tienen activos muy similares, valorados contablemente en torno a los 109.000 M€.

→ Telefónica, por cada euro de coste de personal, obtiene una productividad de personal del 50% superior al de Orange, lo cual muestra el empleo cualificado y más valor añadido del negocio en la primera.

→ Y, además, desde 2017, Telefónica remunerado a los accionistas con 3.000 M€ más que Orange.

Una causa, no menor, de esta disparidad de valoraciones, se debe a la exposición de riesgo país que tiene Telefónica por su actividad en Latinoamérica, y que Orange no tiene.

Si acudimos a la medición de riesgos de la *Escuela de Negocios Stern de Nueva York*, invertir en una compañía cotizada en Brasil o México, por ejemplo, supone un riesgo percibido en los mercados que puede ser incluso cercano a 5 puntos porcentuales de diferencia respecto a España (y más del doble respecto a Alemania).

¿Qué significa esto? En un análisis de una inversión a 5 años, por ejemplo, los casi 6.000 M€ anuales que Telefónica genera de rentabilidad bruta en Latinoamérica, a efectos de valoración y sólo por el riesgo país, suponen una merma del 12% que si los lograra en España. Y de un 30% inferior que si esa misma rentabilidad se logra en Alemania.

La percepción del riesgo entre países (por la calidad de sus instituciones, el marco jurídico, inestabilidad política...) es determinante a la hora de estimar riesgos y, por tanto, influye de forma importante en la valoración percibida por los analistas.

No obstante, este riesgo 'país' de Telefónica no explica la totalidad de una disparidad del 37% de valoración respecto a Orange (en capitalización media 2023) ni una disparidad del 43% por cada euro de flujo operativo generado.

El mercado está apostando fuerte por Orange. El propio acuerdo Orange y MásMóvil en sí mismo plantea dudas razonables de valoración:

→ MásMóvil es una empresa que en 2022 vendió casi 2.900 M€; pero por cada euro de venta tiene 2,3 € de deuda. Tiene 1.000 M€ más de obligaciones de pago que de cobro a corto plazo.

→ MásMovil genera menos de 20 € de flujo operativo por cada 100 € de ventas, mientras que Telefónica obtiene un 50% más.

→ Telefónica tiene 13 veces más activos materiales (redes, entre otras cosas) que MásMóvil.

¿Dónde están las fortalezas de MásMóvil? En su estructura de costes.

→ MásMóvil con cada euro de personal obtiene 22 de ingresos (el triple que Telefónica). En 2022, con 131 M€ de personal logra vender casi 2.900 M€.

→ Tiene una estructura de Otros Gastos de Explotación muy similar a la de Telefónica (en proporción), no es mucho más eficiente que Telefónica.

→ Pero tener esa fuerza de ventas, a bajo coste, le lleva a obtener un resultado de explotación sobre ventas (rentabilidad bruta ordinaria) que es casi 3 veces superior a la de Telefónica.

En definitiva, el mercado está apostando por una empresa que ha ido adquiriendo pequeños operadores, se quedó con sus marcas locales (y las redes de calidad) y su fuerza estratégica pasa por vender y competir en precios. Si no tiene redes, usará las de Orange. Y esto lo hace con una estrategia de precios y fuerza muy intensiva en ventas.

Los analistas han apostado por la compra, encubierta, de MásMóvil por parte de Orange. Y el precio pactado, 10.900 M€ (la parte de MásMóvil), supone otorgarle a la empresa 8 veces más valor a cada euro de flujo operativo que Telefónica.

El valor de una acción no deja de ser una especie de 'apuesta'. Una empresa tiene mucho valor por lo que hace hasta hoy, pero mucho más aún por lo que pretende hacer mañana y pasado y dentro de unos años.

Y, en el proceso, para ciertos inversores, la rentabilidad no está en cómo rentabilizar eso que vas a hacer mañana, sino en poder adquirir acciones a precios bajos y venderlos a los precios más altos posibles, y en el menor tiempo posible. Y eso, no necesariamente ocurre con las mejores empresas.

Empresas sólidas y estables pueden tener peores valoraciones que empresas con peores pilares, pero modelos de negocio muy enfocados en el valor financiero percibido (al menos a corto plazo).

Esta fiebre es muy habitual en empresas startups —y a veces parecen operaciones diseñadas en una probeta para maximizar el valor de la acción— y en aquellas cuyo modelo es "que te compren".

Estudiaré con más detalle el caso de MásMóvil para tratar de explicar estas disparidades de valoración. Pero me queda claro que hay mucho camino que recorrer en un análisis sosegado del sector.

¿Existen incentivos a invertir en redes si luego estructuras de costes más livianas las subcontratan y se dedican a vender, y bajar precios en el mercado? ¿Cómo se rentabilizan las cuantiosas inversiones en redes? ¿Qué hace que empresas que han jugado primero, han capturado la mayoría de los clientes, los pierdan a pasos agigantados? ¿Son los clientes fieles o sólo se fijan en el precio? ¿Qué falla en las establecidas? ¿Qué pueden aprender las grandes de las pequeñas que emergen?

Se está cocinando un gran cambio de modelo de negocio, ¡hagan sus apuestas!

MÁSMÓVIL: DE ACUERDOS ESTRATÉGICOS Y VALORACIONES ESOTÉRICAS

MásMóvil ha logrado un acuerdo de joint venture —en realidad es una opción de compra para Orange— valorado en casi 18.600 millones de euros (M€). En ese acuerdo, se destaca la valoración acordada para MásMóvil y que asciende a 10.900 M€. ¿Cómo se construyó una compañía que hoy tiene un valor 8 veces superior, por euro de flujo de caja de negocio, superior al de Telefónica en bolsa? Éste es el objetivo de este artículo, tratar de profundizar en la historia de la empresa y en la construcción de este activo financiero. Sí, has leído bien, MásMóvil se construyó, sobre todo, como un activo financiero, mucho más que como una empresa de telecomunicaciones, como podrás comprobar.

Uno de mis financieros de cabecera, Aswath Damodaran, siempre habla del lado oscuro de las valoraciones, es decir, aquel momento donde «los analistas no son capaces de enfrentarse a un alto grado de incertidumbre en sus valoraciones y se ven tentados a abandonar las herramientas y los criterios de valoración básicos, para recurrir a reglas empíricas o métricas con un rigor muy dudoso». Creo que MásMóvil es un caso perfecto para explicar lo que dice Damodaran.

¿CUÁL ES EL ORIGEN DE MÁSMÓVIL?

El origen de MásMóvil se remonta a una playa portuguesa, donde un McKinsey austriaco (Meinrad Spenger) y un noruego procedente de Ericsson (Chris Solli Nyborg) decidieron que aprovecharían la apertura del mercado español de telecomunicaciones, con la llegada de los operadores móviles virtuales, para lanzar una operadora, con Orange como proveedor de red.

Nyborg aguantó en la compañía ocho años, desde 2006 hasta finales de 2014, y se fue cuando estaba en un momento extraordinariamente delicado, al borde de la defunción.

No se ha hablado mucho del periodo trascurrido entre la salida de Nyborg y la compra de Pepephone, que fue el gran giro copernicano en su futuro. Tampoco se ha hablado demasiado del papel de Josep María Echarri, fundador y CEO de Inveready, una mente financiera muy brillante creando activos financieros. MásMóvil cambió radicalmente de estrategia tras su entrada en el accionariado a partir de 2010.

EL ROCK DE LAS ADQUISICIONES EN MÁSMÓVIL

Conviene empezar por algo curioso. Y es que la historia de éxito no es de MásMóvil. O no exactamente. En marzo de 2014, Ibercom anunció en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) un hecho relevante: la compra de MásMóvil a sus propietarios, Spenger y Nyborg, manteniéndose ellos muy diluidos —con un peso en el accionariado del 7% en su conjunto—, frente al 11% de los fondos de Inveready y el 32% de José Eulalio Poza y Luis Villar, de Ibercom. La sede social del nuevo grupo estaría en Donosti.

En ese momento, de los 77 M€ de facturación conjunta, menos de 20 correspondían al operador móvil virtual. El grueso correspondía al negocio de empresas de los vascos.

Meses después, en agosto, se produce la compra de la división de Telecomunicaciones de The Phone House. El perímetro de la transacción incluía las compañías Xtra Telecom, S.L.U, Tecnologías Integrales de Telecomunicaciones, S.L.U y Telechoice España, S.L. Empresas dedicadas a servicios de telefonía fija e internet a empresas y servicios de venta al por mayor, así como el operador The Phone House Móvil, S.L.U. Estas cuatro compañías suponían unas ventas de 78,2 M€.

En diciembre de 2014, MásMóvil Ibercom compra las aplicaciones UPPTALK y los Operadores Móviles Virtuales (OMVs) UPPMOBILE y UPPWIRELESS, aprovechando el concurso de acreedores de Yuilop. El mismo mes, compra el operador Neo a Neo-Sky.

Entre 2014 y 2015, la empresa multiplicó por 12 su deuda a largo plazo, más de 175 M€ para adquirir estas compañías. Y continuó su andadura en 2015.

En febrero de 2015 elimina 'Ibercom' de su nombre y empieza a cotizar como MásMóvil. En abril compra la aragonesa Embou, que le supone una facturación adicional de otros 2,4M€.

En 2015 se produce una de las operaciones que cimentaron el futuro de la compañía, cuando pagó por los activos de fibra de Jazztel resultantes de la compra por parte de Orange. Eso supuso unos 20 M€.

Pero la inteligencia de comprar barato y vender caro ya se empezó a demostrar rápido. Esos activos que compró por 20 M€ los vendió después a Macquarie, ampliada la red apenas en un 30%, por 11 veces más, 218,5 M€.

En septiembre de 2015 anunciaba la compra el 50,01% de Youmobile, un Operador Móvil Virtual de carácter “étnico”, en este caso para clientes de origen chino, a la que renunciaba en enero de 2016.

Ya en 2016, cuando estaban con el agua al cuello, como han reconocido algunos de sus directivos en intervenciones públicas, la empresa cerró dos operaciones salvadoras que le convirtieron en el cuarto operador en España.

→ En mayo, la de Pepephone,

→ y en junio, la de Yoigo.

Y lo hicieron, además, enfrentándose a un fondo muy bien dotado, Zegona, fundado por exdirectivos de Virgin.

La compra de Pepephone fue el motor de todo. Fue una operación a puerta cerrada, con negociaciones que se llevaron a cabo hasta la madrugada entre los responsables amarillos y los dueños de Pepephone: Javier Hidalgo y Rosauro Varó.

La jugada les salió de libro a los dueños de Pepephone. Según la auditoría de MásMóvil, el valor de todos los activos de la empresa ascendía a 21,4 M€. De ellos, unos 10 M€ era el capital invertido por los socios y que recuperaron multiplicado 16 veces (160 M€).

CUANDO MÁSMÓVIL COMPRÓ PEPEHONE TODO CAMBIÓ

Te recomiendo una joya de libro donde se explican muchas cosas del sector telecomunicaciones, 'La Píldora Serrahima', de Miguel Ángel Uriondo. Y en concreto, cómo explica CEO de Pepephone, Pedro Serrahima, esta operación. Cito textualmente:

> *"La piececita de dominó que volcó después a todas las demás fue esa. Si no hubieran comprado Pepephone, hoy MásMóvil no existiría (...)*
>
> *Antes de Zegona estuvo [el fondo de capital riesgo] ProA (...) Hicieron una valoración y una auditoría porque no creían que tuviéramos unos números tan increíbles (...) ProA hizo una oferta muy buena en lo económico, pero no tanto en la forma de pago, que no nos convencía. Al final, no prosperó la venta (...)*
>
> *Después llegó Zegona (...) Ofrecían 150 millones. Ellos me enamoraron porque reconocieron que no les importaba tanto el número de clientes como el modelo de trabajo que habíamos creado (...) Su plan era comprar además Yoigo y meter una mezcla del modelo de Pepephone con la gran cobertura de Yoigo para hacer un superoperador (...)*
>
> *La propuesta se llegó a aceptar, pero entonces entró MásMóvil. Como yo no estaba de acuerdo con la oferta de MásMóvil, me dejaron fuera de la negociación.*
>
> *El problema de MásMóvil fue que sus cifras de negocio no les daban suficiente crédito para comprar Yoigo con apoyo, y eso se lo resolvía la compra previa de Pepephone, porque nuestros números sí eran muy buenos.*

Su ventaja es que siempre tuvieron accionistas con mucho dinero ya desembolsado y enganchados en MásMóvil. Cuando tienes la mitad del brazo metido en el barro, tienes que sacarlo como sea... Rosauro, sabiendo eso, aumentó el precio y además insistió en que debía ser en cash. Las condiciones eran leoninas, pero se cumplieron porque no tenían otra".

La operación tenía además una condición muy peculiar. Un desembolso de 20 millones de euros que se acordó en plena negociación. Si bien la empresa estaba cotizada y por ese importe tenía que haber realizado alguna consulta a los accionistas, la situación era desesperada y, sin ninguna duda, los accionistas se alegran hoy de cualquier posible atajo que se llegara a tomar. En agosto de 2016 cerró la financiación para ambas operaciones.

LA OPERACIÓN DE YOIGO, OTRO GRAN PASO DE 900 MILLONES DE EUROS

El éxito de MásMóvil tuvo mucho que ver con errores garrafales cometidos por los ingleses. Desde el principio pusieron en su contra al que fue CEO de Yoigo, Eduardo Taulet, que según comentaba la prensa durante aquella época, convenció al hombre fuerte de Florentino Pérez en la operadora —hay que recordar que ACS tenía el 17% de Yoigo—, Ángel García Altozano, de que la propuesta de MásMóvil sería más rentable para ellos.

Teniendo en cuenta que en 2018 sacaron 480 M€ de la deuda convertible que mantuvieron en la compañía, con una plusvalía de 280 M€, tenía toda la razón. Providence, fondo de capital riesgo británico, fue el caballero blanco de la operación de compra de Yoigo por 900 M€, y salió también muy bien parada.

En el anuncio de la operación se decía que la nueva compañía consolidada tendría una facturación superior a los 1.000 M€, de los que 871 M€ procedían de Yoigo y 64 M€ procedían de Pepephone. Es evidente que hubo un antes y un después de ambas operaciones.

Y CONTINUÓ EL ROCK DE COMPRAS...

Luego llegaría la compra de Llamaya, en enero de 2017, con unas ventas brutas de algo más de 20 M€. En julio del mismo año, presenta el folleto para su salida a Bolsa. Con la compra de Neutra Networks, en 2018 adquiere una concesión de dominio público radioeléctrico de 40 MHz en la banda de 3,4 a 3,6 GHz de ámbito nacional y cuatro concesiones de dominio público radioeléctrico en la banda 2,6 GHz en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña, Castilla-La Mancha y Andalucía.

→ En el mismo año compró a Eurona otros 40MHz.

→ En septiembre de 2018 compra Lebara por algo más de 50 M€.

→ En verano de 2019, un año antes de dejar de cotizar para quedar en manos de Cinven, KKR y Providence, unidos en Lorca Telecom BidCo, compraron Hitsmobile y la valenciana Netllar por unos 15 M€.

→ Después vendrían otras marcas como Lycamobile (361 M€), el lanzamiento de Guuk —para competir con Euskaltel en País Vasco—, Oceans (1€ en concurso) y Ahí+ (116 M€).

→ La OPA, cerrada a finales de 2020, se tradujo casi de inmediato en la compra del grupo Euskaltel, en una operación amistosa anunciada en marzo de 2021.

Se consolidaba, finalmente el cable del norte, que Euskaltel había adelantado con la compra de la gallega R (2015) y de la asturiana Telecable (2017). Se cerraba, en cierta forma, un círculo, dado que Euskaltel quedaba en manos de una compañía que nunca dejó de tener sede social en el País Vasco.

Como bien explicó en su día Cinco Días, la actual sociedad, Lorca JVCO Limited, ubicada en el Reino Unido, se creó con el objetivo de convertirse en la empresa tenedora de acciones de todo el grupo, donde se facilitó toda la integración de accionistas de MásMóvil.

Inveready, con una inversión de unos 20 M€, se hizo con el 0,9% de JVCO. Y la sociedad de la familia de la antigua Ibercom se quedarían con un 5%. Todos los accionistas reinversores se quedaron con algo más del 11% del capital de la nueva matriz de MásMóvil, y propiedad de fondos de inversión financieros.

EL ALUVIÓN DE MARCAS DE MÁSMÓVIL

Un momento especialmente interesante de MásMóvil tuvo que ver con la reciente entrevista que hizo el periodista con más conocimiento del sector y más años a sus espaldas, Ignacio del Castillo, en las páginas de Expansión. Entrevista que luego ampliaría en su recomendable blog, Tecnoestrategias.

Resulta llamativo que, cuando Ignacio le pregunta por su estrategia multimarca, Spenger responde planteando una enorme lista de marcas. “Las seis principales Yoigo, Pepephone, MásMóvil, LlamaYá y las dos de prepago, Lebara y Lycamobile. Y luego las cuatro principales regionales: Euskaltel, R, Telecable y Embou en Aragon”. Pero después el periodista le pregunta por otras dos que no están en la lista, Guuk y Virgin, y el directivo admite que no tiene intención ninguna de tocar nada. Incluso niega que la existencia de muchas marcas tenga nada que ver con la presión competitiva.

Pero es que, además, el grupo no sólo se limita al aluvión de marcas. Es que no deja de ofrecer servicios de todo tipo sobre todas ellas. Consultas de abogados a lo Legalitas para MásMóvil; la App Doctor Go de información médica en Yoigo; PepeEnergy, que ya formaba parte de la oferta de la operadora antes de la compra; otra comercializadora de energía en el caso de MásMóvil...

LA JOINT VENTURE CON ORANGE

Volviendo a la entrevista, Spenger se escapa del tema de la importante pregunta sobre la deuda adicional que se va a suscribir para pagar la compensación a los accionistas de Orange y de MásMóvil, que supone que se va a situar con más de 12.000 M€ de deuda, lo que por ejemplo duplica la ratio deuda/EBITDA de Telefónica, con el agravante de estar en un contexto de tipos de interés más elevados en los últimos meses, y que no sabe cuándo se va a revertir.

Tal y como anunciaba Orange:

«La transacción está soportada por un paquete de deuda de 6.600 M€ sin recurso al accionista, que financiará, entre otras cosas, un pago de 5.850 M€ a los accionistas del Grupo ORANGE y MASMOVIL. Esta distribución a los accionistas será asimétrica, ya que lleva implícita el reequilibrio del valor patrimonial a favor de ORANGE para reflejar los diferentes niveles de endeudamiento de las dos compañías por separado.

Este paquete de deuda se compone principalmente de deuda bancaria, proporcionada por un "pool" de bancos. La deuda existente de MásMóvil se mantendrá en la nueva compañía.

Tras el cierre, la política financiera acordada entre ORANGE y LORCA JVCO incluye un objetivo de apalancamiento de 3,5 veces ratio deuda neta/EBITDA para facilitar una salida a bolsa (OPV) de la joint venture a medio plazo».

Aquí tienes el gancho, la nueva sociedad joint venture acabará otra vez en la bolsa, y ya nos han fijado un valor del acuerdo (casi 19.000 M€). Una parte más de un ciclo sin fin de operaciones que ha hecho millonarios a algunos accionistas y trabajadores. Y para ello conviene seguir haciendo lo que MásMóvil no ha dejado de hacer: saber venderse como un activo financiero que va ganando valor.

En el seno de MásMóvil existe la convicción de que se han hecho pocos esfuerzos por integrar, y se han mantenido las cosas sin enormes cambios, a la espera de que la joint venture con Orange aflore sinergias latentes. Spenger las cifraba en 450 M€, y cree en ellas como en el Santo Grial para reducir y pagar la deuda que crece sin parar.

Ese ahorro se estima en el uso de la red, pero es más que posible que de la operación surja un plan de despidos, que en parte se deberán a las propias duplicidades con Orange, pero también de las acumuladas a lo largo de los años en el seno de la propia MásMóvil.

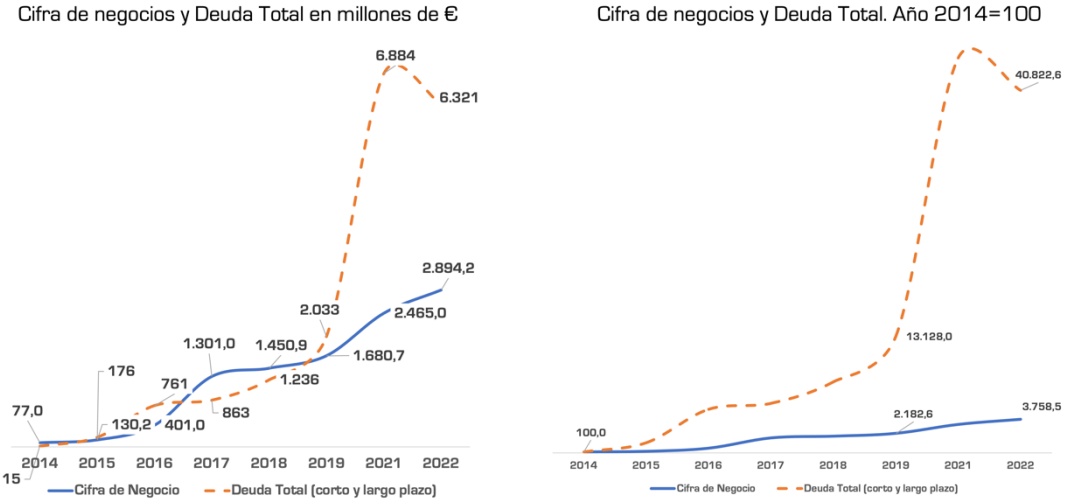
AHORA VEAMOS LOS GRANDES NÚMEROS DE MÁSMÓVIL

Como acabamos de ver, MásMóvil es el ejemplo de crecimiento en base a integraciones de empresas. La mayoría de ellas financiadas con deuda bancaria y con 'otros

instrumentos financieros', normalmente cada operación de compra llevó aparejada mucha deuda convertible en acciones a precios más o menos cerrados. Pero, la realidad, es que se financió con dinero de 'terceros'.

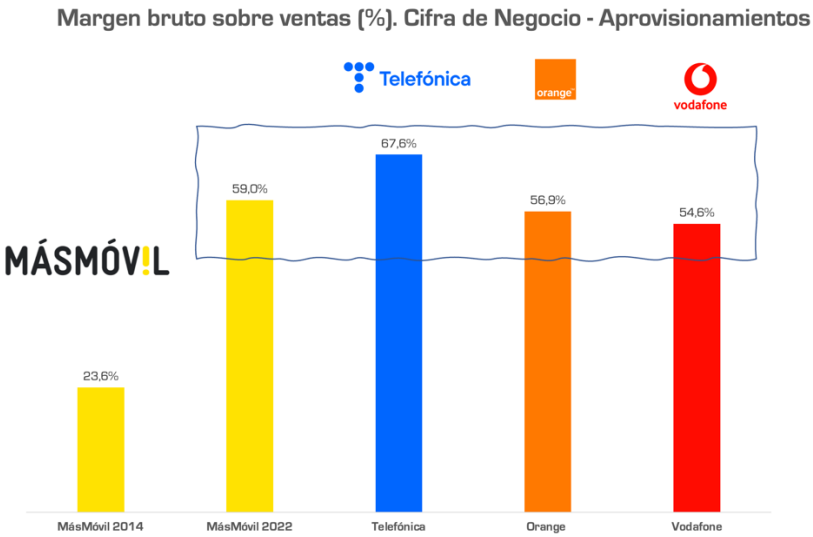
Básicamente el siguiente gráfico lo que dice es que el crecimiento de Fórmula 1 de MásMóvil, entre 2014 y 2022, fue de 1 a 34 veces en ventas; pero de 1 a 408 veces en crecimiento de deuda.

MÁSMÓVIL



No utilizo los números de 2020 porque Lorca JVCO Limited sólo consolidó 9 meses y se desvirtúa el análisis.

A partir de aquí, MásMóvil se ha hecho mayor y ha crecido en algunos indicadores bastante bien. Por ejemplo, al principio era una mera operadora virtual con menos de la mitad de margen bruto que las grandes operadoras. Pero con el tiempo ha convergido a niveles como las 3 grandes, superando incluso en margen al propio Orange y Vodafone. No así a Telefónica, que de todas ellas sigue siendo la empresa con más margen bruto por cada 100 € de ventas.



El problema es que fuertes crecimientos e integrar compañías (con culturas, software, clientes, personas... dispares) suele ser más complejo de lo que parece. De hecho, desde el gran crecimiento en 2017 de MásMóvil, la aportación de cada euro de gasto de personal a las ventas (un indicador parcial de productividad) cayó en casi un 12% en MásMóvil, la mayor caída de las telecos comparables. Y su eficiencia, medida en aportación de ventas de cada euro de 'Otros gastos de explotación', creció al menor ritmo de las 4 telecos. Orange, en todos estos indicadores, supera ampliamente los resultados que consiguió MásMóvil.

Crecimiento entre 2017 y 2022 (%)

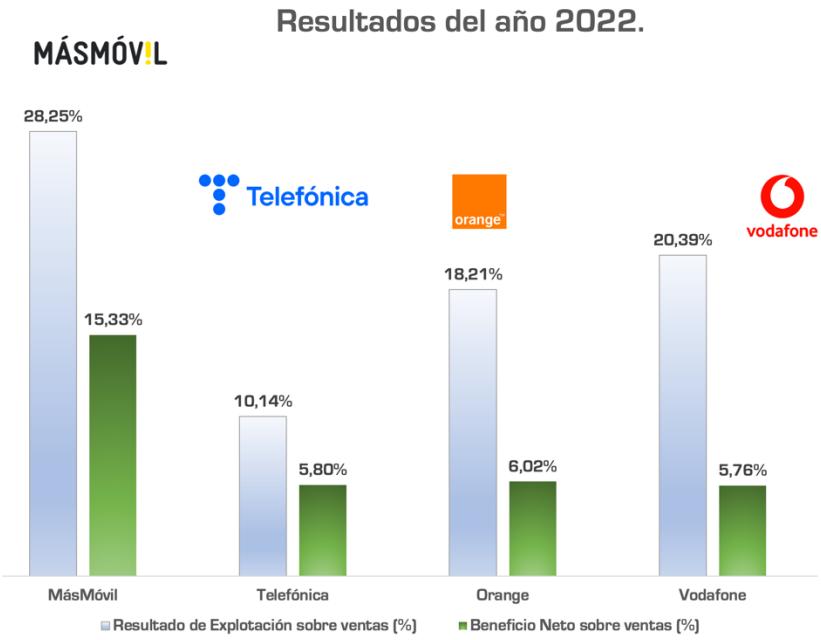
	MásMóvil	Telefónica	Orange	Vodafone
Productividad Coste Laboral	-11,76	-2,34	2,49	1,84
Productividad Otros Gastos Explotación	8,35	12,91	19,40	23,93

Si bien es cierto que estos son indicadores "de evolución", porque la realidad es que MásMóvil hoy es la empresa más comercial de todas, porque tiene estructuras muy livianas de coste de personal para las ventas que logra.

La adquisición de operadoras 'pequeñas' llevó asociado un cambio radical en las empresas compradas: salidas de directivos y mayor peso de perfiles comerciales (con menores salarios).

Pero no ocurrió lo mismo con eficiencia de gasto: la integración de empresas no le está aportando grandes diferencias de costes, en términos relativos.

Si se toman indicadores parciales, y agregados, como el resultado de explotación (ingresos menos gastos) y el beneficio neto después de impuestos, y se comparan con la cifra de negocio, la foto explica cómo MásMóvil parece invencible actualmente.



Sin embargo, en términos financieros hay que hilar un poco más fino, y saber cómo han evolucionado las métricas de generación de flujos y tomar una mayor perspectiva.

Por empleo, tomemos los flujos operativos de caja que genera cada empresa. Es decir, la posibilidad de financiarse con su negocio, la principal vía de oxígeno de una empresa. ¿Qué pasaría si todos esos flujos se dedicaran en exclusiva a pagar deuda? La respuesta es que Telefónica podría pagar toda su deuda a corto y largo plazo en 3,3 años. MásMóvil necesitaría 11 años.

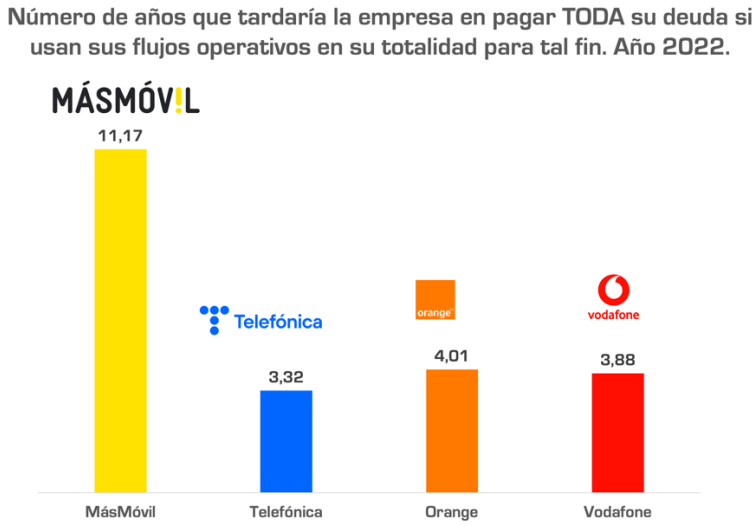
La pregunta, por tanto, es ¿puede crecer MásMóvil con el mismo modelo de compra de operadoras y más deuda? Parece claro que no. Parece que está llegando a un límite y que va a necesitar o mucho capital (en bolsa) o buscar vías de un crecimiento orgánico.

Con todo, ahora se hace más que difícil hacer crecimientos tan exponenciales como los que ha venido experimentando hasta ahora. Puedes crecer mucho cuando estás 'dopado' pero, si te falta el dopaje, tienes que buscar alternativas.

¿Cuál es la alternativa? La que han planteado (era la solución de manual para no morir de 'éxito): más deuda para la nueva joint venture, buscar sinergias (que se hablan de 450 M€, pero la Excel lo aguanta todo) y confiar en que los inversores crean que tienes un modelo de negocio muy superior al resto.

Mientras, el resto, por ejemplo y a pesar del anuncio de Vodafone —que despedirá a 11.000 personas en 3 años—, aún tiene músculo y capacidad para generar altos flujos operativos.

En un año Telefónica, genera 5 veces más caja bruta operativa que lo que consiguió MásMóvil entre 2014 y 2022. Vodafone, en un año, casi 8 veces más.



Y a todo esto le faltan las inversiones. No es posible vivir en el negocio de las telecomunicaciones sin una alta reinversión. De hecho, la re-inversión más baja la tiene Telefónica, que reinvierte 55 de cada 100 euros que genera de explotación.

Si se aplica esto a MásMóvil, necesitaría 24 años para devolver la deuda... El techo de seguir creando un activo con deuda parece que está muy cerca. Aun así, la *joint venture* con Orange, nace con más de 6.000 M€ de deuda nueva, gracias a papá Orange que da respaldo, para compensar a los accionistas.

Para tener mejor perspectiva hagamos un análisis histórico de MásMóvil. Entre 2014 y 2022, acumulado, los indicadores muestran que:

1.- El beneficio neto sobre ventas es del 5%, similar a las demás grandes.

2.- Ha invertido 6.000 M€ más de lo que ha generado en el negocio.

3.- Se ha financiado con 1.000 M€ de venta de activos y con una captación neta de financiación de casi 5.200 M€ de dinero nuevo.

Acumulado 2014-2022	MÁSMÓVIL
Cifra de Negocio	10.920,44
Beneficio Neto	558,12
Cash Flow Operativo	2.287,07
Inversiones NETAS de desinversión	-8.332,17
Cash Flow Financiación	5.167,30

Este ritmo es imposible de duplicar con deuda, porque ya está en los límites de lo sostenible en riesgo financiero.

La jugada es una apuesta de póker: que el paquete completo —deuda incluida— la 'adquiera', aunque sea de forma encubierta, un gran operador, en este caso Orange.

¿QUIÉN HA GANADO EN EL PROCESO?

La jugada de Inveready ha sido de 'manual del Lobo de Wall Street' para crear activos financieros: en una ronda de inversión de 2 M€ en 2010, cuando MásMóvil era una mera startup, la gestora de Josep María Echarri se hace con 1,1 M€, y así se fue posicionando en sucesivas rondas hasta hacerse con 2,6 millones de acciones que ahora tienen un valor de 60 M€, que hará líquidos con la joint venture, y que se pagarán con deuda. Ha multiplicado por 150 veces su inversión (según los propios datos de la CNMV) creando el cuarto operador de telecomunicaciones en España a través de una estrategia de agregaciones continuas y apalancadas con un barril de deuda. De los cuales, volverá a tener acciones en la sociedad con Orange.

Y la jugada no acaba aquí, invierto 4, gano 56, reinvierto 20 y jugamos a crear una empresa que estratégicamente va a tratar de crear valor en bolsa aprovechándose que aún hay 400 pequeños operadoras por Europa.

¿Es rentable MásMóvil? Ni de lejos, sobre todo para poder abordar el proceso de re-pago de la deuda que tiene.

¿Son suficientes las sinergias con Orange? Esto es lo que cuentan a los inversores, pero una subida de tipos se puede 'comer' gran parte de esas sinergias. Pensemos que hoy los gastos financieros se meriendan el 13% de los ingresos de MásMóvil, en Telefónica un 3%.

Si la estrategia de venta es el ahorro de costes, competir en precio y poner el foco comercial en captación de clientes nuevos, la pregunta es ¿Cuánto podría aguantar MásMóvil si la bajada de precios va contra su margen? Si MásMóvil baja los precios y se come 1% de margen (si tumba las tarifas para hacerse con más clientes) esto equivale a un impacto negativo del 5% en sus flujos de operaciones (en el oxígeno del negocio), y este proceso tendría los días contados al hacerse insostenible el pago de la deuda.

La única estrategia posible es comunicar, comunicar y comunicar. Que todo el mundo, sobre todo los brokers y los que no miran los fundamentales de las empresas, "se crea" que será el operador que crezca con más fuerza. Si eso es así aumentará su valoración en bolsa (cuando salga, porque saldrá con una probabilidad superior al 99%) y captará capital —y con él, más deuda— para poder financiar la partida.

¿Y si sale mal?

Si todo sale mal, MásMóvil será una empresa más adquirida por Orange. Le aportará un 7% más de cifra de negocio, con ello aumenta su peso en España, y se come un 13% más de deuda.

La jugada de póker vuelve a ser clara:

→ Si el mercado no se cree que el nuevo operador sea sostenible y, por tanto, que no crecerá fuerte en bolsa: Orange se comerá el sapo y le tocará lidiar con todas las marcas y las ventas de MásMóvil. También con sus deudas.

→ Si el mercado se lo cree, el valor crecerá con fuerza, captarán más capital, y de nuevo los inversores multiplicarán su valor del activo como por arte de magia.

¿CUÁL VA A SER LA VERDADERA BATALLA?

A mi juicio, en el lado oscuro de las valoraciones —porque no hay argumentos financieros que expliquen por qué cada euro que genera MásMóvil en flujo de caja operativo vale 8 veces más que ese mismo euro en Telefónica, o 6 veces más que Orange—, pasa por la comunicación.

Comunicar bien al mercado, a los inversores y tener una estrategia de largo plazo creíble y sólida, va a ser crítico para que las empresas más saneadas y con un posicionamiento importante, sigan aprovechando su capacidad.

Hace años *The Economist* abordó un debate sobre startups y grandes empresas, la frase era demoledora: "las grandes pueden, las pequeñas lo hacen". MásMóvil ha tenido la grandísima habilidad de:

1) ser pequeña y ágil,
2) convencer a los inversores de que podía agregar compañías y copar mercados. Los años de Spenger en McKinsey supongo han ayudado mucho.
3) Moverse muy bien desde una perspectiva de comunicación: las entrevistas de Spenger usa muy bien la historia del pequeño gran héroe que logró algo grande casi desde cero.

Y 4) tener cerebros financieros que saben cómo crear valoraciones esotéricas de activos y jugar al "que me compren". Estar en el lado oscuro financiero es casi un arte…

A largo plazo, todo esto puede que no genere operadores más eficientes, ni de más calidad, ni siquiera con más capacidad de re-inversión en tecnología. Pero son verdaderas máquinas narrativas para grandes historias de éxito financiero... Así que, frente al lado oscuro, las grandes tienen que ser cada vez más ágiles, tener más y mejor comunicación estratégica. Más chispa y más rock, fíjate en Bruce Springsteen que dejó alucinados a 100.000 personas en Barcelona por su eterna juventud.

EL POSICIONAMIENTO DE LOS INVERSORES ÁRABES EN NATURGY

Los árabes están de compras por España. Han adquirido mucha relevancia en Telefónica, la tienen en Cepsa, son los accionistas principales en Iberdrola y ahora todo apunta a que se van a hacer con la mayoría del capital de Naturgy, en este caso por la empresa *Abu Dhabi National Energy Company*, más conocida como Taqa.

No. No voy a entrar a contarte quién es Taqa y todo el negocio que mueven. Hay muchos megas de información en la red sobre ello. Quiero centrarme en algo en lo que coincido con Joaquín Gómez, director adjunto de elEconomista: la clave para que la OPA funcione, y Taqa se haga accionista mayoritario, es convencer a los 54.000 accionistas minoritarios de Naturgy de que el precio al que le compran sus acciones es atractivo.

Así que quiero centrarme en eso, ¿es una valoración sensata 26.000 M€ por la totalidad de Naturgy? El propio Joaquín nos dice que "*Naturgy es la peor recomendación del Ibex para las firmas de inversión, según el consenso de analistas que recogen Bloomberg y Factset*". CriteriaCaixa (el accionista español más relevante) y la propia dirección de Naturgy creen que los analistas se equivocan. De hecho, Criteria aspira a aumentar su posición en el accionariado hasta alcanzar el 30% del capital, si Taqa logra su objetivo de la opa. Como dice Joaquín: "Si la opa se formula definitivamente, Taqa tomará entre el 40,3% y el 54,2% del capital de Naturgy" ...

¿Están los analistas equivocados? ¿Tiene sentido permitir la inversión de una empresa donde el 90% está controlado por un gobierno donde los derechos humanos saltan por los aires, pero controlan el petróleo global (y es uno de los países que más invierten en España)?

Me gustaría centrarme en algunos números para entender la operación...

En primer lugar, si tomamos la valoración media de Naturgy durante 2023 y la comparamos con los indicadores financieros más básicos (ventas, capacidad de generar caja, beneficios después de impuestos) y, después, hacemos la misma comparación de esa valoración con otra empresa como Iberdrola, observaríamos que:

Iberdrola tiene una valoración de un 20% superior a la Naturgy, de media, por cada euro de ventas o de caja operativa que genera su negocio.

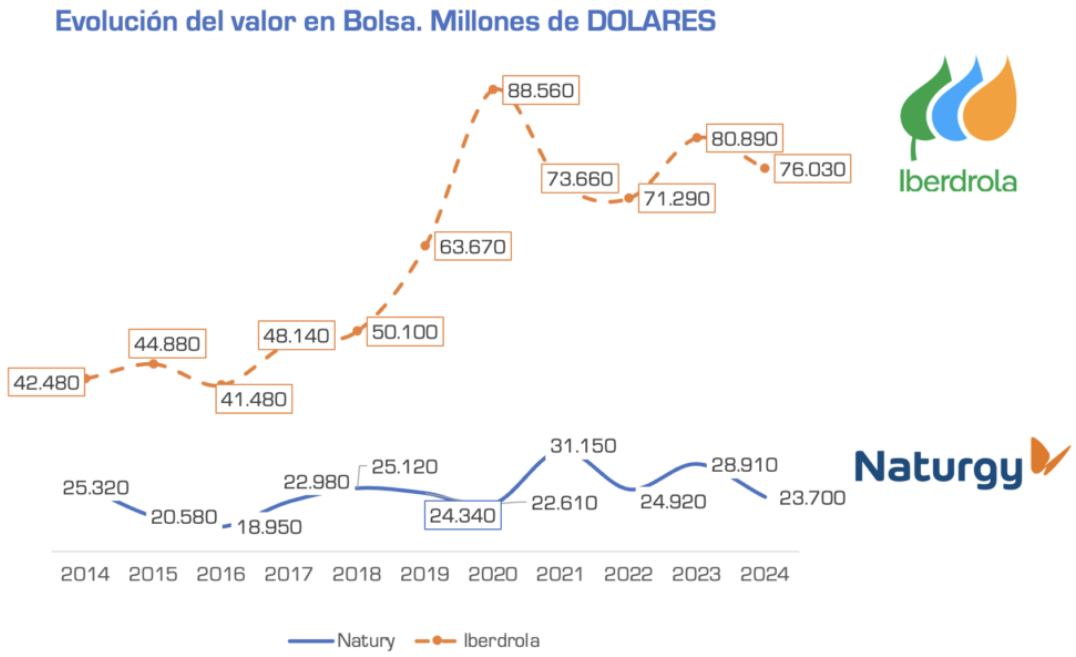
La propia Taqa tiene una valoración relativa (sobre beneficio neto, o sobre ventas) que es casi un 80% superior a la de Naturgy. El mercado (cierto que tienen muy pocas acciones en bolsa y, por tanto, eso puede distorsionar la valoración) estima que Taqa tiene un futuro muy prometedor...

Lo que no cabe duda es que si, al menos, el mercado estimara que Naturgy tuviera el mismo valor financiero —por cada euro de generación de caja— que Iberdrola... Naturgy

hoy debería tener un valor en bolsa de 26.700 M€, casi 4.500 M€ más que en el momento que escribo este artículo.

Aunque es cierto que son 'poco comparables': Iberdrola es líder en renovables en España y, en cambio, el 65% de los ingresos de Naturgy tiene que ver con el gas: es la principal gasista del país al controlar el 70% de las redes de distribución y que le generan 6.400 M€ anuales (de ellos, sólo 1.000 M€ en España). Además, es propietaria de un 25% del gaseoducto hispano-argelino.

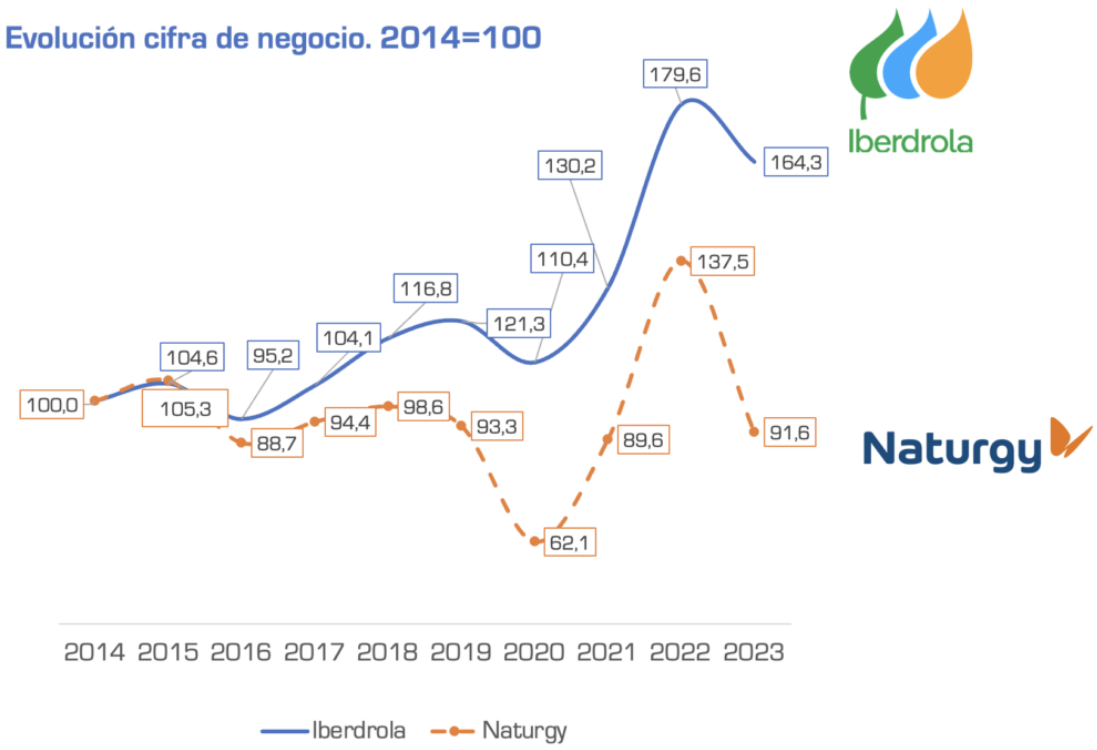
Lo más curioso es que, en 2003, la que era Gas Natural (así se llamaba Naturgy) lanzó una OPA hostil, fallida, para hacerse con Iberdrola. Hoy Iberdrola la supera ampliamente en valoración y en muchos parámetros más, como veremos.



Companies Marketcap

Así que la pregunta es, ¿qué pasa con la valoración de Naturgy y cómo la interpretan los analistas?

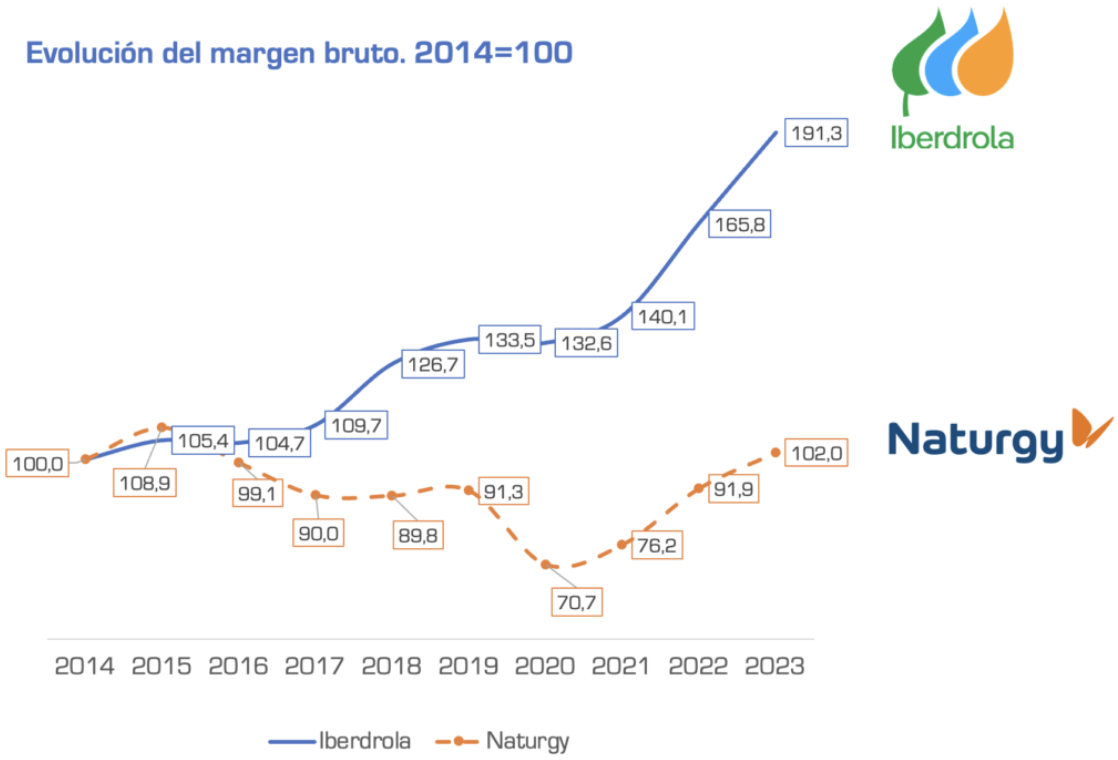
Naturgy en 2023 consiguió una cifra de ventas (cifra de negocios) de unos 22.600 M€. ¿Y esto es mucho o poco? Hagamos dos comparaciones: la primera, con lo que vendía en 2014 y, la segunda, con una a quien algún día quiso comprar, Iberdrola.



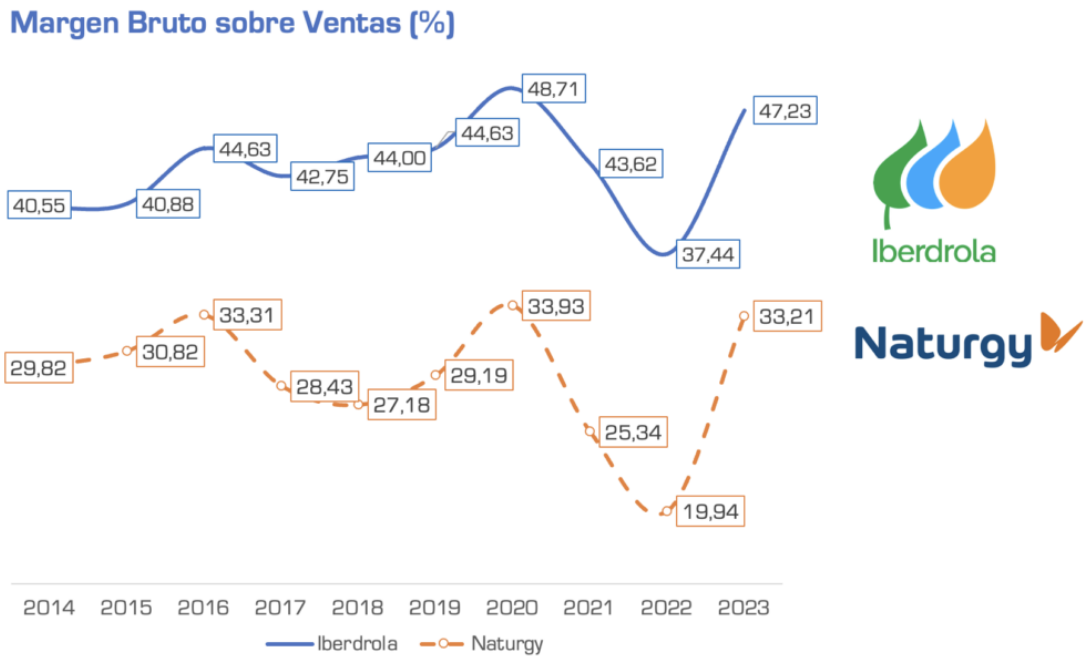
Naturgy vendió menos en 2023 que en 2014. En cambio, Iberdrola mejoró su cifra de negocio en un 64% en la última década.

Los mercados energéticos dependen mucho de las fluctuaciones de los precios de la materia prima, y en el caso del gas mucho más. Sobre todo, en los últimos años, tras la salida de la pandemia y el colapso energético, al que se unió la guerra de Ucrania y las tensiones globales.

Por esta razón es muy interesante analizar cómo ha evolucionado el margen bruto (ventas menos aprovisionamientos). Naturgy genera 7.500M€ de margen bruto tras descontar de las ventas las compras de su materia prima y resto de aprovisionamientos. Esta cantidad es similar a la de hace una década.

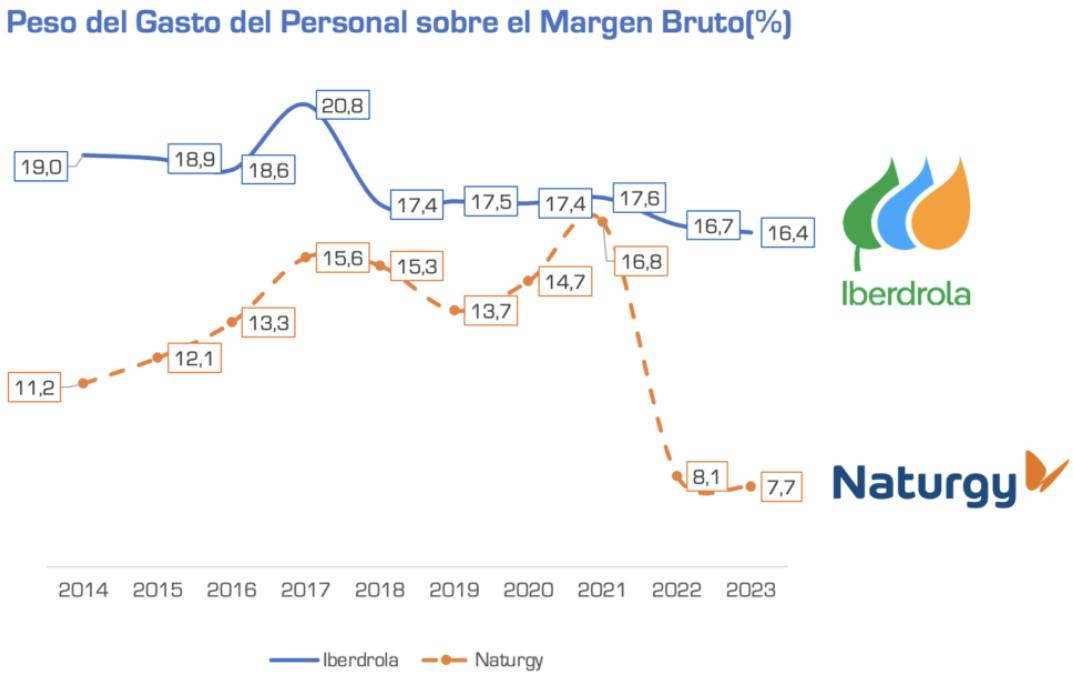


En términos relativos, por cada 100€ de ventas, Iberdrola necesita 53€ de materia prima, pero Naturgy, 67. Esto hace que históricamente el margen bruto sobre ventas de Iberdrola supere ampliamente al de Naturgy.



Pero donde Naturgy es diferencial es que su negocio gasístico, y de distribución, le hace ser mucho menos intensivo en personal que otras empresas como Iberdrola.

Así, por ejemplo, hasta 2021 (cuando Naturgy vendió por 2.650 M€ su negocio en Chile), Naturgy, de media, destinaba un 14% de su margen bruto a pagar al personal. En cambio, Iberdrola, más de un 18%. Esos 4 puntos de diferencia son críticos para Naturgy en la recuperación de rentabilidad perdida por su menor margen.

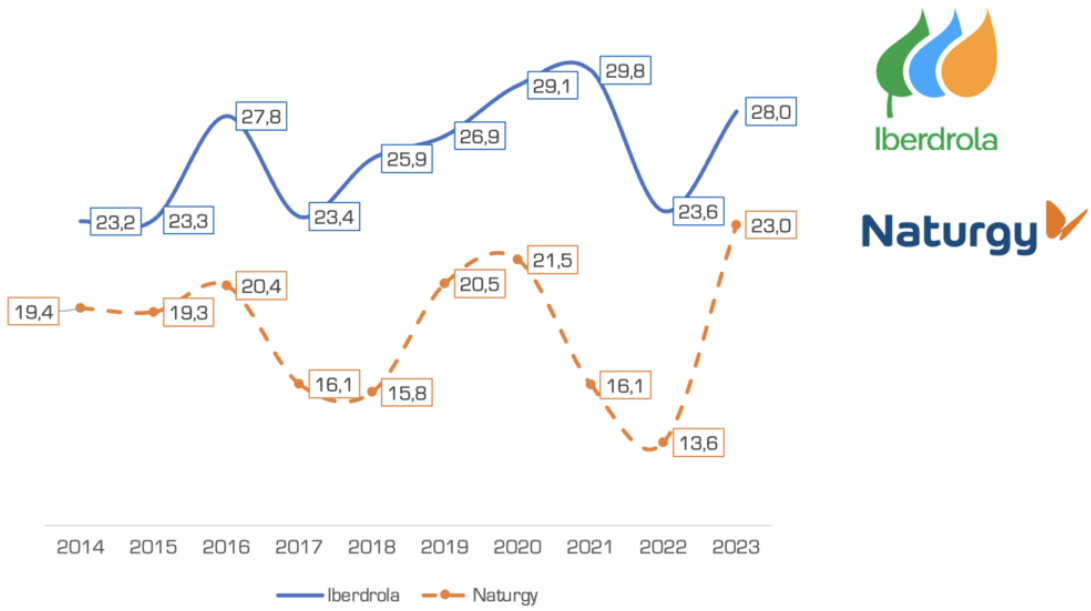


Actualmente, Naturgy gestiona sus 22.600 M€ de ventas con poco más de 580 M€ de gastos de personal. Iberdrola paga salarios por encima de 3.800 M€. Esa es una gran diferencia (a favor de Naturgy) que va directa a los resultados brutos de explotación (ventas menos gastos de personal y otros gastos de explotación, excluidas las amortizaciones).

Naturgy está a un 30% de distancia para tener el mismo margen bruto sobre ventas (ventas menos materias primas básicamente) que Iberdrola; pero está a tan sólo un 17% si lo comparamos con su Resultado Bruto de Explotación... (donde a ese margen le restamos ya el gasto de personal y otros gastos de explotación).

Y sobre todo en 2023, una vez se han estabilizado un poco más los precios del gas en los mercados y se ha vendido la actividad de Chile.

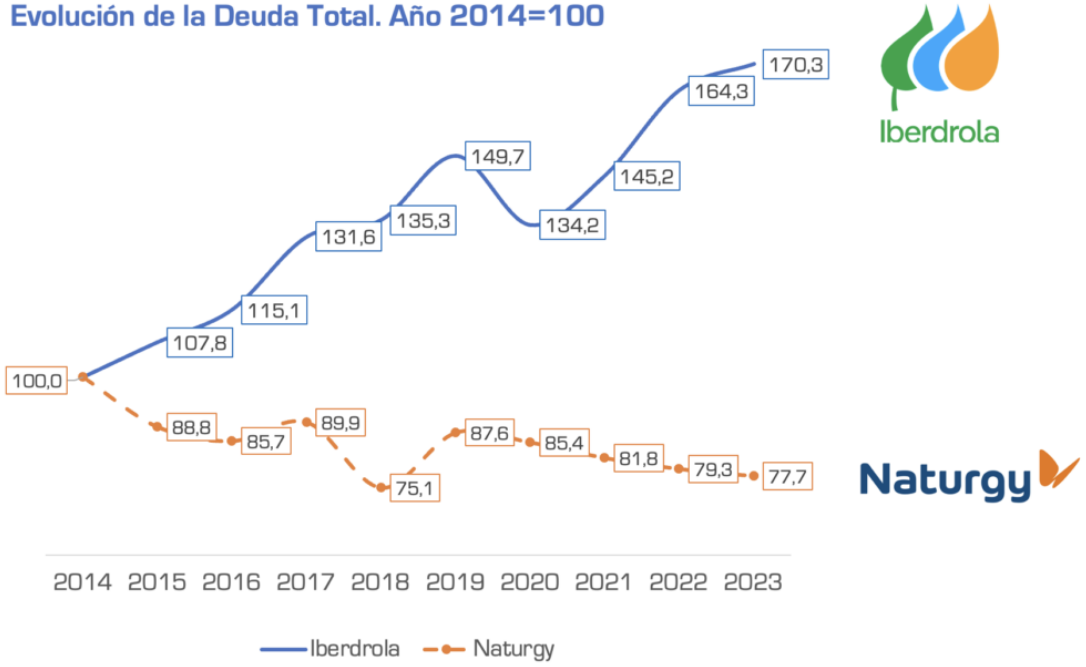
Resultado Bruto de Explotación (sin amortizaciones) sobre ventas (%)



Lo que marca claramente la diferencia entre ambas compañías está en su evolución de la deuda total (corto y largo plazo). Actualmente, Iberdrola tiene 3 veces más deuda que Naturgy.

En la última década, Iberdrola aumentó en casi 20.000 M€ su endeudamiento total. En cambio, Naturgy lo redujo en 4.500 M€. No obstante, la deuda de Iberdrola equivale al 32% de sus activos, pero la de Naturgy al 42% en el caso de Naturgy.

Evolución de la Deuda Total. Año 2014=100



Por ello, en términos relativos, respecto a su activo, Naturgy está más endeudada que Iberdrola.

Así que...menos margen, más deuda en términos relativos, menos rentabilidad por cada euro de ventas, ¿por qué Naturgy no está más castigada en bolsa que Iberdrola? Quizás la razón hay que buscarla en el uso de los flujos de caja de ambas empresas.

Flujos Acumulados entre 2014 y 2023. Millones €		
	Natugy	**Iberdrola**
Cash Flow Operativo	32.885	78.993
Cash Flow destinado a Inversiones	-13.630	-66.090
Cash Flow Neto de Inversiones	**19.255**	**12.903**
Remuneración accionista	**15.605**	**4.191**
% accionista frente neto inversiones	**81,0%**	**32,5%**

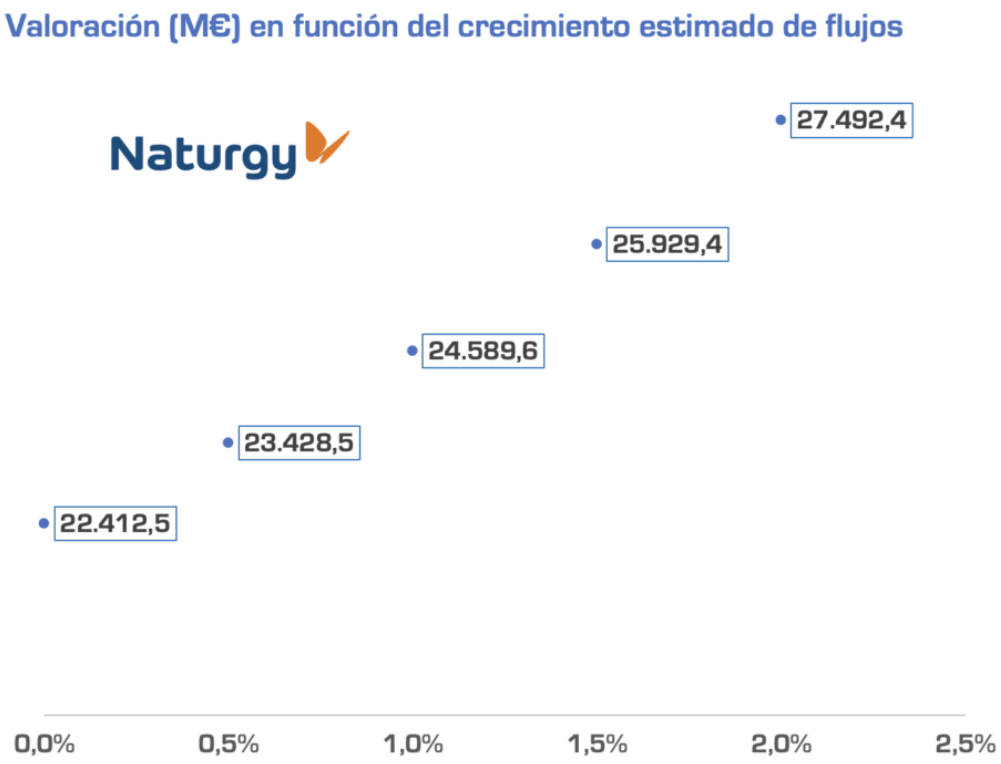
Desde 2014, Iberdrola generó 2,4 veces más flujos de negocio que Naturgy (algo más que la proporción que les separa respecto a la cifra de negocios). Pero Iberdrola acometió re-inversiones casi 5 veces superiores a Naturgy. Y gran parte del incremento de la deuda se ha ido a financiar esas inversiones.

De ahí que los flujos operativos después de inversiones de Naturgy sean 6.350 M€ superiores a los de Iberdrola (acumulados en la última década). Esto le permitió a Naturgy repartir entre sus accionistas más de 15.600 M€ en ese período, más del triple de lo que repartió Iberdrola.

Los analistas y los inversores en bolsa primaron en la valoración el reparto de dividendo, frente a la evolución del negocio y la inversión a largo plazo. Pero la realidad es que Iberdrola tiene 56.000 M€ más en activos en una década (prácticamente la totalidad focalizados en energías renovables), mientras que Naturgy tiene 12.000 M€ menos en activos, y con casi ningún protagonismo en el negocio renovable (larga apuesta al gas).

Las estrategias de inversión en bolsa, con foco en el dividendo y sin el posicionamiento a largo plazo, posiblemente haya mantenido una valoración de Naturgy 'artificialmente' alta. Difícil hacerla crecer sin un gran empujón estratégico de largo plazo. Es decir, que la apuesta a futuro de la compañía, y su estrategia, parece, cuanto menos, inexistente a efectos de los analistas financieros.

Y es ahí donde encontramos la explicación de la valoración de la empresa. El mercado dice que Naturgy actualmente tiene un valor de 22.000 M€. Esto supone asumir que la empresa no tiene un plan de crecimiento muy relevante. Y sólo puede mejorar esa valoración por dos vías: o reduciendo el riesgo percibido (tasa de descuento, y que es difícil en un contexto de mayores tipos de interés) o asumir que tiene una capacidad de generar flujos de caja (después de inversiones) con un crecimiento sostenible por encima del 2%. Si no, es difícil que la empresa pueda recuperar la brecha de valoración que hoy tiene con Iberdrola. Y que, curiosamente, es el precio que ofrece Taqa en su OPA, 26.000 M€.



¿Cómo se podría interpretar el movimiento de Taqar? Posiblemente es el socio que viene exigiendo Criteria desde el principio: un socio industrial, estratégico, con muchos recursos financieros y hambre para diversificar a través de inversiones y activos el negocio de Naturgy.

Con eso, no sería muy difícil asegurar un crecimiento superior al que tiene ahora mismo Naturgy, y que parece que sola no es capaz. Nada más que logre ese crecimiento, la compañía puede mejorar de forma sólida su valor financiero. A la vez, se va materializando el objetivo de los árabes de diversificar el negocio del petróleo. Y en el proceso, el posicionamiento de Criteria habrá explotado en rentabilidad en el medio plazo... que es quien aporta estabilidad a la operación y ha impulsado que Naturgy tenga un socio que aporte más negocio, en más mercados, y más rentable.

Lo sorprendente, como país (y como Europa), es algo que reflexionó el ex primer ministro italiano y presidente del Instituto Jacques Delors en una entrevista con Francisco Pascual:

Ahorramos poco, lo que ahorramos acaba en Estados Unidos, y luego el capital extranjero es el que se convierte en los dueños de nuestras empresas... que captan nuestro consumo.

España tiene mucho que aprender como país para potenciar que surjan y se desarrollen empresas y estas crezcan y lideren mercados globales. El crecimiento empresarial siempre es una asignatura pendiente en este país, y ahí está una de las causas principales de que nuestra renta per cápita esté estancada y de que los inversores extranjeros puedan venir de compras fácilmente.

Con empresas con la potencia de Repsol, Iberdrola, Naturgy... y tras su historial de luchas de opas que las caracteriza... ¿de verdad no hemos podido crear empresas nacionales aún más potentes, globales, con más peso del capital nacional y que generen una alta rentabilidad? Me quedo en esta pregunta...

TELEPIZZA Y EL PODER DE LA VISIÓN EMPRESARIAL

TelePizza acaba de anunciar que se va a bajar del carro del acuerdo con Pizza Hut y dejará de operar en más de 1.000 tiendas, y ciertos países. La que fue una de las mayores empresas de éxito de la bolsa española está abocada, una vez más, a la quiebra. Una vez más porque en 2013 la empresa estaba quebrada, con patrimonio neto negativo (las pérdidas se comieron todo el capital de los accionistas). Y tras lograr convencer a inversores para que pusieran 530 M€ más, para salvar a la empresa, desde entonces sólo ha destruido valor.

¿QUÉ HA PASADO CON TELEPIZZA?

Quizás TelePizza sea una de las empresas más estudiadas en las escuelas de negocios. Su fundador, Leopoldo Fernández Pujals, como si fuera un roquero, se pasó por universidades de todo el mundo —incluida Harvard durante muchos años— explicando cómo logró pasar de una primera pizzería en un barrio de Madrid, en 1987, a cotizar en la bolsa cuando tenía casi 600 establecimientos.

Y, no sólo eso, el 13 de noviembre de 1996, en plena ola de 'capitalismo popular', que se llamaba entonces, TelePizza salió a cotizar con una Oferta Pública de Acciones con una demanda de acciones seis veces superior a la oferta. Todo un éxito. Salió a cotizar a 0,93 € y en junio de 1998, un año y medio después, las acciones alcanzaron un máximo de 9,99 €. De un porrazo, la empresa había creado 1.936 millones de euros (M€) de valor para sus accionistas, el equivalente a un 440% anual de rentabilidad. En ese año 1998, dado la liquidez que aportaban sus acciones, TelePizza entró por todo lo grande en el IBEX35. El profesor Pablo Fernández explica bien el proceso.

En el año 2013 barco ya no aguantó más sacudidas. Y el punto culminante fue en diciembre de 2018, cuando se alcanzó un acuerdo con Pizza Hut. Gracias a la transparencia de estar cotizada, se puede leer el acuerdo alcanzado, y en realidad la compañía se vendió a precio cero a Pizza Hut. Es una especie de acuerdo donde el gran gigante pasaría a tener todas las tiendas (y franquicias) de TelePizza y cobraría un porcentaje de las ventas por ello (entre el 3,5% y el 6%, dependiendo de los casos). A cambio, el gigante no entraría en España a matar y a barrer del mercado a TelePizza, como ya intentó hacer en su día, pero Pujals les frenó. En este caso, el gigante, ganó.

Con este acuerdo, TelePizza se convirtió en una mera "sucursal" con marca propia (la marca se aportó a una sociedad donde Pizza Hut tiene una participación relevante sobre la misma). Pero, como diría Warren Buffett, desde 2013, TelePizza se convirtió en una empresa 'colilla'. De esas que aún le puedes sacar una calada financiera de rentabilidad, con mucha suerte, pero es inviable obtener valor a largo plazo con ella.

¿DÓNDE ESTÁ EL ANTES Y EL DESPUÉS DE TELEPIZZA?

Por mucho que los financieros nos empeñemos en mirar balances, nos pongamos los tirantes, nos creamos Gordon Greko y nos guste diseñar operaciones desde la Excel... el factor X lo determina todo. Y TelePizza es un caso de éxito de la importancia que tienen los fundadores en la creación de valor, en el diseño de empresas con alma con propósitos alineados en el valor a largo plazo.

Y es también un caso para explicar el riesgo real y cierto de que una empresa caiga en manos de grandes fondos, que adquieren la propiedad, sin conocer la esencia del negocio, la vacían de gastos, pero también de valor, y la acaban matando o dejando como una empresa zombi.

La apuesta de estos fondos suele ser clara:

(1) Si la optimizo, o le añado otra igual de la competencia, y eso suele implicar reducir los gastos al límite de lo posible (incluso eliminando la innovación en el proceso) y aumentar las ventas. Si sale bien, y el mercado me lo permite, la apuesta es venderla y rentabilizar la compra.

(2) Si la optimizo, pero mato el talento, las ventas caen, las integraciones de otras empresas fracasan y se pierde fuerza, existe el riesgo de perder todo lo invertido. Sobre todo, si la competencia es agresiva, y más en ciertos sectores. El caso de TelePizza es el ejemplo más paradigmático.

El libro de Pujals, Apunta a las Estrellas y Llegarás a la Luna, es muy instructivo. Y no tanto porque re-escriba la historia. Solemos comernos muchos sesgos y errores cuando reescribimos la historia. Perdemos detalles, matices y el cerebro llena los huecos. Pero hay algo que realmente sí me gusta de su libro:

Por un lado, su gran semejanza con Phil Knight. Pujals es un emprendedor de valle de la muerte, de trinchera, de poner toda la piel en su negocio. Trabajaba en Johnson & Johnson donde aprendió muchas cosas: técnicas de marketing, incentivos a los equipos, cómo operar de forma descentralizada (en compañías multinacionales que son muy eficaces sobre el terreno), atención al cliente, formación...

El 11 de noviembre de 1987 abrió su primera pizzería, que llamó Pizza Phone, y un año después, la primera TelePizza en la calle Cochabamba, en Madrid.

La semejanza con el fundador de Nike es que Pujals trabajó en su pizzería todas las tardes entre las 5 y las 12 de la noche. Compatibilizó los dos trabajos, como Knight, que trabajaba para poder financiar el crecimiento de Nike.

Su hermano residía en Miami, y le envió un artículo publicado en el Wall Street Journal, que se llamaba algo así como 'la guerra de las pizzas'. En él se daban datos, estrategias, la expansión del sector y todo le hizo intuir (ese olfato emprendedor) de que en España podía ser posible explorar este mercado.

Él quería pasar de trabajar para una multinacional a tener su propia empresa. Y de hecho valoró hasta tener ovejas. Pero ese artículo, según su opinión, le hizo dar el salto al mundo de las pizzas. E investigar, probar y aspirar a saberlo todo sobre cómo vender pizzas.

Por eso, empezó a probar todo lo que él creía que podía aportar al sector desde un único establecimiento en Madrid. Describe su primera tienda como una especie de prototipo, una prueba piloto: donde probar recetas, dar a conocer el producto a los clientes, buscar mejoras recurrentes...

Otra semejanza con Knight es que Pujals también tuvo a sus magníficos: un equipo directivo muy entregado, leal, incentivado e incansable hacia la excelencia; y casi desde el primer día.

Por otro lado, Pujals nos recuerda mucho a Howard Schultz y su obsesión por los detalles en Starbucks. Pujals desde el primer día sabía que no vendía sólo pizzas. Eso lo podría hacer cualquiera, una vez que se expandiera su consumo en España.

Vendía servicio, calidad, referencias, marca, posicionamiento en la ciudad, cercanía, higiene —abrió las cocinas para que todo el mundo pudiera ver la limpieza— y nivel de excelencia. Procesos muy estrictos por contratar al personal (a un nivel de detalle que es digno de estudio). Cada puesto de responsabilidad tenía unos filtros altísimos, y cada persona de cualquier puesto (hasta el conductor de moto) experimentaba una formación muy concreta. Y lo mismo con la atención telefónica, cuidada hasta el extremo, porque era la primera voz que escuchaba un cliente.

También me recuerda en muchas cosas a Jeff Bezos y a su día 1. Trabajó para construir un negocio recurrente, con ideas nuevas de forma continua (hasta creó una Escuela de Magia e ideó estrategias de marketing con su equipo para tener una recurrencia de ventas diferencial). Su obsesión, quien te conoce, que repita, una y otra vez.

También era un obsesivo por medir (y eso que no tenía una empresa digitalizada, porque fue previo al boom de Internet). Medir, aprender y gestionar. Combinado con una escuela de formación propia. Procesos, procesos y procesos para mejorar en ingredientes, recetas, calidad, referencias y servicio al cliente, además de buscar siempre un precio muy atractivo. Puedes comer una pizza en Madrid o en Zaragoza y tiene que saberte igualmente buena.

Buscaba atraer a motoristas que no tuvieran que vivir de este trabajo, sino que se pudieran formar en la universidad y, a la vez, tener dinero extra durante un tiempo. No quería esclavos al volante malviviendo. Sino empleados a tiempo parcial que puedan pagarse los estudios gracias a TelePizza. Tras ello, era posible una mejor atención y calidad de servicio,

Como Bezos, le gustaba operar siempre como una empresa pequeña, que toma muchas micro decisiones. Y en su proceso de crecimiento, observó que se trataba de optimizar la compra a proveedores, la logística, conseguir ahorrar procesos para hacer políticas de marketing cada vez más agresivas en descuentos, con iniciativas y diferenciales.

Si el marketing era muy bueno, la calidad percibida muy diferencial, y el servicio excelente... aparecerían franquiciados rápidamente. Y así fue. Tuvieron una explosión de franquiciados muy relevante que se querían sumar a la oleada de la empresa.

Otra característica que compartió con Knight fue el sufrimiento humano durante el crecimiento de su empresa, porque tuvo ante él dos desafíos importantes: un hijo enfermo que necesitó trasplantes de hígado y un hermano que le hizo la vida imposible, hasta el punto de que le 'hizo la cama' porque no consiguió vender sus acciones (hacer caja e irse) y se unió con el resto de socios para echar a Pujals de la presidencia, y lo lograron.

Durante 9 meses Pujals quedó fuera del tablero. Y justo coincide cuando el principal accionista y el alma de la empresa se va, que el ritmo del crecimiento de la empresa se desplomó. Y el interés de inversión en la empresa, también. Cuando el alma de la empresa se va... algo falla. Primer aviso.

Pero logró volver. Y buscó alternativas para que su hermano pudiera vender sus acciones y él seguir pilotando la compañía.

Y volvió el crecimiento. Fue el momento donde se planteó la salida a bolsa. Y con ayuda del BBVA, controló los ánimos de sus accionistas internos (que querían dinero y dinero). A cambio, Pujals no podía despedir a los traidores hasta salir a bolsa.

Y así lo hizo, y así logró crear 1.900 M€ de valor de las acciones en cuestión de dos años. Y se hizo con más del 50% del mercado de España, superando en ventas a McDonald's en nuestro país.

Justo en este momento, fue cuando la familia de Pedro Balvé y Aldo Ocese, según la versión de Pujals, querían que TelePizza comprara una iniciativa que se llamaba Telechef. Pero Pujals les explicó que su negocio no era recurrente, captaban clientes, pero los perdían, no como TelePizza. Y que no le interesaba comprarla. De esa reunión surgió, ¿y por qué no me compráis a mí?

Según declaró Pujals, era un buen momento financiero, la empresa estaba enfocada a un crecimiento internacional muy notable y él no quería pasarse la vida viajando, y más con un hijo muy enfermo en ese momento.

Y así comenzó la venta de participaciones de Pujals, haciendo una caja total por sus acciones de 360 M€. Con ellos se hizo con una participación relevante en Jazztel, y lo volvió hacer: vendió a Orange y entre las dos operaciones logró más de 800 M€.

¿QUÉ LE PASÓ A TELEPIZZA TRAS LA MARCHA DE SU FUNDADOR?

Pero lo relevante es qué pasó cuando se fue Pujals. En 2007 compraron todas las acciones de Telepizza y abandonan la bolsa, cuando tenía un valor de unos 715 M€. Pero en abril de 2016 necesitaban mucho capital, y deciden volver a cotizar. Y como bien dice El Periódico de España: «el fondo de inversión KKR acaba teniendo más del 80% de la compañía... y TelePizza queda en manos de fondos internacionales tenedores de sus bonos: Oak Hill Advisors, L.P., Blantyre Capital Limited, H.I.G Capital, LL., Fortress Investment Group LLC y Treo AM . Toda una sopa de letras».

Desde 2021, retomo la noticia de El Periódico de España: «y ya bajo la presidencia ejecutiva de Jacobo Caller, la compañía empieza su enésima reconstrucción. Pasa a llamarse Food Delivery Brands, paraguas bajo el que se encuentran los establecimientos TelePizza, Pizza Hut, Apache (Irlanda) y Jeno's (Colombia). Se reorganiza el negocio en América y se decide reestructurar la deuda, calificada Caa2 por Moody's, grado de máxima especulación, con una quita del 50%».

En definitiva... puede que aún TelePizza sea un jugador relevante en España, pero es un negocio que lo han matado nada más que se fue su factor X, humano.

Para entender esta debacle pilotada por los listos de Wall Street vamos analizar sus números desde 2013, momento crítico donde la empresa sufre su primera quiebra relevante (y donde ya no quedaba ni rastro de la gestión de Pujals).

AÑO 2013: TELEPIZZA EN QUIEBRA

Después de una historia maratoniana de éxitos, y tras más de una década sin Pujals, la estrategia de expansión de TelePizza pasó por el crecimiento a través de compras de negocios e instalaciones en otros países. Así lo relataba ABC en esa época:

«*TelePizza ha continuado con su expansión exterior durante los últimos años con la apertura de locales en Dubai (2008), la adquisición de la cadena de pizzerías Jeno's en Colombia (2010) y la apertura en Perú (2011), Ecuador (2012), Panamá y Rusia (2013*)».

Pero, una vez más, el storytelling de los éxitos no se refleja en los datos. La sangría que estaba viviendo TelePizza era relevante. Los casi 270 M€ de pérdidas acumuladas se comieron todo el capital de la empresa, y 17 M€ de euros más. Tenía patrimonio neto negativo, y su insolvencia era clara. ¿Por qué?

Para entenderlo, piensa en una pizza por la que pagas 10 €. Con esa cantidad, los ingredientes tienen un coste de 2,2 €. ¿Cómo es posible perder dinero si por cada 10 euros de pizza tienes un margen de casi 8 euros?

Porque cuando le sumas el personal, otros gastos de explotación (en esa época, TelePizza se gastaba más de 17 millones en publicidad) y amortizaciones, te queda una rentabilidad de 1,1 € por esa pizza. Pero el gran problema no estaba ahí, sino en que los bancos se llevaban en intereses 2,1 €. El coste de la deuda hizo que por cada pizza (de 10 euros) se perdiera 1€.

En el año 2013, TelePizza llegó a perder casi 23 M€ de forma ordinaria. Si a eso le sumas otras pérdidas extraordinarias a las que se enfrentó, el resultado fue una tormenta perfecta de casi 85 M€ de pérdidas.

La situación era más o menos así: una empresa con ventas consolidadas (es decir, de todas las empresas del grupo) unos 314 M€ y que debía:

→ Casi 520 M€ a las entidades financieras.

→ Y otros casi 195 M€ a sus empresas filiales (que le prestaban dinero a la matriz).

→ Una fiesta de más de 714 M€, es decir, más del doble de lo que generaba como ingresos.

¿Y DE DÓNDE PROVENÍA ESA DEUDA?

De comprar empresas por el mundo y crear lo que se denomina "Fondo de Comercio" y otros activos intangibles. Para entenderlo, piensa que vas a comprar una casa que el propietario pagó por ella hace 3 años 100 €. Pero tú crees mucho en la zona, en el inmueble y en el futuro. Así que le pagas 200 €. La diferencia entre lo que pagas y el valor más o menos objetivo por el que compró el anterior propietario, es decir, los 100 €, se contabilizan como Fondo de Comercio. Es decir, es un sobreprecio de lo que pagas (más allá de todos los activos a valor contable que tiene la empresa). Eso que pagas se supone que es un valor "fuera de los balances": la marca, los clientes...en definitiva, intangibles.

Esto es un arma de doble filo: si compras mal, es decir, caro, puedes tener un balance lleno de fondos de comercio altísimos, pero, en realidad, si quiebras y lo necesitas vender luego vale mucho menos. ¿Cómo se valora eso? Difícil, y además con incentivos perversos para los gestores (que no querrán nunca saber la realidad, sobre todo si está hinchada). Y así se convierte en un coladero de generar balances hinchados... y llamamos activo a lo que en realidad no vale nada.

En TelePizza esto es un casi muy pronunciado. En 2013, TelePizza tenía algo más de 850 M€ de activos. Pero casi el 85 de cada 100 euros de activos eran intangibles y fondo de comercio. Que, además, se pagaron con deuda, como decíamos, de 714 M€. ¿Qué podía salir mal? O, quizás, ¿Qué podía salir bien?

telepizza

Agregados entre 2013 y 2018. M€

Total Ingresos	**1.970,41**
Aprovisionamientos	525,64
Coste de Personal	585,03
Otros Gastos de Explotación	577,87
Amortización	100,60
Resultado de Explotación	**172,63**
Intereses	-214,50
Resultado ANTES de impuestos explotación	**-41,87**
Resultado NETO declarado	37,08

Telepizza en 2013 estuvo bordeando la muerte si no la rescatan con más capital sus accionistas.

Era un negocio que generaba 42 M€ de flujos de explotación (entradas de caja) pero del que salían 58 M€ de caja, la mayoría para devolver las deudas.

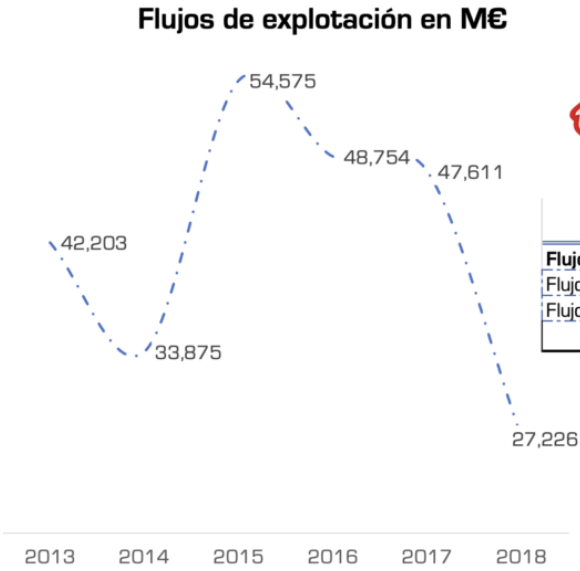
Crecer a base de 'comerse' locales y marcas por el mundo se les había atragantado. La deuda no daba para más. Y desde 2013 hasta 2018 (momento donde alcanzan el acuerdo con Pizza Hut) tuvieron que devolver unos 320 M€ de deuda. ¿Cómo lo hicieron? Con 530 M€ de sus accionistas. Pero la deuda seguía ahí, y los resultados entre 2013 y 2018 eran exiguos.

En esta tabla se resumen los principales agregados (la suma) de los principales indicadores:

Aunque resulte duro de creer, tras 530 M€ más invertidos de los accionistas, en ampliaciones de capital, entre 2013 y 2018, TelePizza logró alcanzar casi los 2.000 M€ de ingresos, y consiguió un exiguo 9% de resultado de explotación, es decir, unos 173 M€ (gastos e ingresos ordinarios del negocio).

Pero la factura de los intereses se comió todo ese margen y le colocó en pérdidas de explotación antes de impuestos de casi 42 M€.

Los ajustes contables y fiscales le hicieron dar un resultado de 37 M€ de beneficios después de impuestos... pero el negocio no daba. De hecho, en términos de caja, empezó el período saliendo 16 M€ más de caja de lo que generaba el negocio, y lo acabó duplicando las salidas, hasta alcanzar los 30 M€.



telepizza

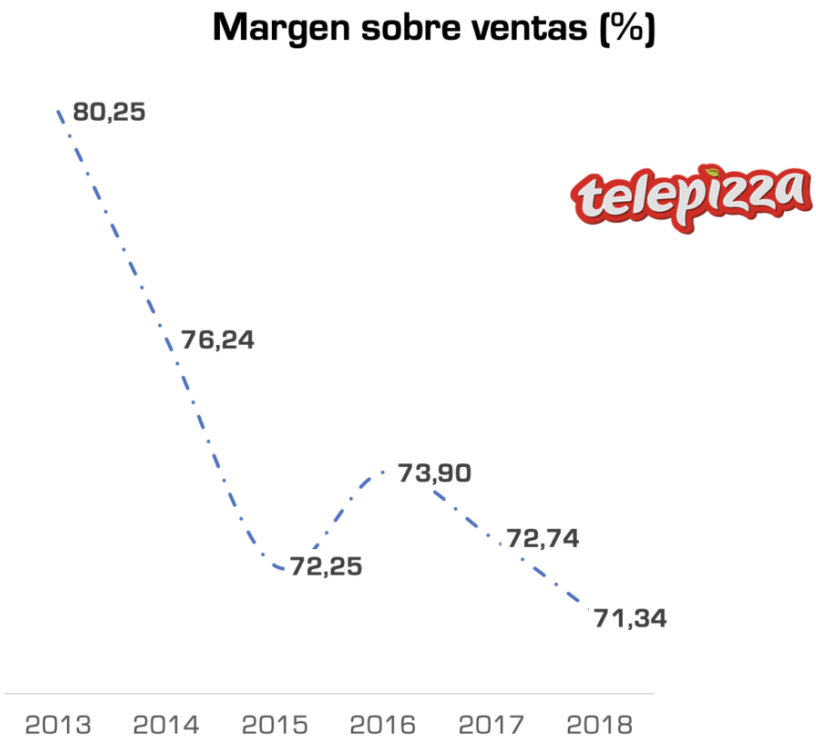
en millones de euros

	2013	2018
Flujos de efectivo de EXPLOTACIÓN	**42,20**	**27,23**
Flujos de efectivo de **INVERSION**	-10,58	-35,78
Flujos de efectivo de **FINANCIACIÓN**	-47,65	-21,87
Diferencia	**-16,03**	**-30,42**

Recuerda, en 2018 la empresa aún tenía 740 M€ en su balance como activos intangibles y fondo de comercio. Activos que era inviable totalmente rentabilizar.

Pero la empresa estaba 'apretando', porque cada euro de gasto de personal generaba casi un 13% más de productividad en 2018 que en 2013. Y, además, eran un 20% más eficientes en otros gastos de explotación (sobre todo en publicidad).

Entonces, ¿por qué el negocio no acababa de mejorar? La respuesta está en los márgenes.



Por cada 100 euros que vendía entre 2013 y 2018 dejó de ingresar casi 9 euros. Euros que van directos a la caja y la rentabilidad de la compañía. La estrategia fue tener precios más bajos (y expandirse en mercados emergentes).

Alta deuda, caída de márgenes, y sin caja recurrente para reinvertir la empresa estaba destruyendo valor cada año.

En 5 años, acumularon caja neta por 31 M€, que tenían que reinvertir en su totalidad, pero que suponía un 5,25% de rentabilidad acumulada sobre su patrimonio neto, es decir, que los accionistas se comieron un capital que rentabilizaron (contablemente, porque no vieron efectivo) a una media del 0,61% anual. Toda una hazaña.

AÑO 2018: EL REGALO A PIZZA HUT

Atención a lo que cuenta Pujals en su libro:

> «*En 1992 nos visitó una delegación de seis ejecutivos de la compañía Pizza Hut, desde su casa matriz (uno de ellos era el director general a nivel mundial), con la intención de explorar la posibilidad de comprar la compañía TelePizza. Tuvimos una primera reunión muy curiosa. Iban vestidos con trajes azul marino o gris marengo, como si fuesen modelos de la tienda Brooks Brothers en Manhattan, mientras que mi indumentaria era la opuesta: vaqueros, telepolo y náuticos Top-Sider. El contraste era, como poco, chocante. Me dijeron que deseaban*

comprar el 100 % de TelePizza y que el precio se desprendería de una fórmula muy ventajosa para el vendedor, según ellos. Se explayaron describiéndome cómo los que en situaciones similares no habían accedido a vender habían terminado en la ruina, pues Pizza Hut abría tiendas cercanas a las suyas y eso les costaba el cierre».

En aquel momento Pujals aguantó, y les doblegó, haciéndose con el mercado español e impidiendo que Pizza Hut les barriera del mapa. La apuesta le salió bien.

En diciembre de 2018, los fondos de inversión propietarios de TelePizza estas cosas ni las pensaron. Se gastaron 12 M€ en asesores para llegar un acuerdo que, prácticamente regala la empresa. A cambio de que Pizza Hut no acelere su rodillo de marketing en España y acabe con el escaso "negocio" que tenía TelePizza.

Si acudes a la auditoría de la empresa de ese año descubres el acuerdo alcanzado y, por resumir y cito (sólo aclaro conceptos en los paréntesis), consiste en:

→ El 16 de mayo de 2018, el Grupo (TelePizza) alcanzó un acuerdo con Pizza Hut International LLC (en adelante, Pizza Hut) para suscribir una alianza estratégica y un contrato de franquiciado maestro exclusivo de la marca «Pizza Hut» en América Latina (excluido Brasil), el Caribe, España, Portugal y Suiza por un periodo de 25 a 50 años en función del territorio.

→ Este acuerdo se formalizó el 18 de diciembre de 2018, una vez cumplidas las condiciones suspensivas establecidas en el acuerdo marco inicial, y entró en vigor el 30 de diciembre de 2018.

→ El Grupo asume la posición de franquiciador en los contratos de franquicia de Pizza Hut existentes en dichos territorios y podrá abrir y explotar nuevos establecimientos de Pizza Hut, propios o franquiciados.

→ El contrato estipula un canon inicial de franquicia/traspaso de 11,85 M€, a pagar a Pizza Hut al final del tercer año de vigencia del contrato.

→ El Grupo (TelePizza) percibirá un canon, generalmente del 6%, de los franquiciados de Pizza Hut y pagará a Pizza Hut un canon del 3,5% de las ventas de la cadena Pizza Hut en los territorios cubiertos por el contrato.

→ El Grupo pagará también a Pizza Hut un canon de alianza del 3,5% de las ventas de la cadena «TelePizza».

→ El Grupo se compromete a abrir 1.300 nuevos establecimientos en un plazo de 10 años, con objetivos anuales acordados por ambas partes.

→ Una vez cumplidos los objetivos de apertura y reconversión de puntos de venta en cada uno de los tres primeros años, el Grupo recibirá un incentivo con objetivos anuales sujeto a la consecución de un total de 25 M$ estadounidenses

en estos tres años, que se reconocerá como ingreso en la medida en que se cumplan los objetivos de reconversión.

En definitiva, TelePizza paga por convertirse en franquiciado en exclusiva de Pizza Hut, a cambio de seguir con sus locales y, además, a cambio de que siga invirtiendo y creando más tiendas (otras 1.300). ¿Quién da más?

El acuerdo, para Pizza Hut, se puede resumir en algo así como:

(1) Tú tienes tu empresa, endeudada, plagada de activos intangibles (que no valen mucho, por no decir nada, porque nada pago por ellos).

(2) Te dejo seas mi franquiciado en exclusiva donde estás, y no te machaco. A cambio me pagas un porcentaje de tus ventas.

(3) Además, necesito que abras 1.300 tiendas más, aunque no me importa mucho cómo las vas a pagar. Asumes el reto de atraer la inversión y los franquiciados para lograr el objetivo. Si lo logras, te llevas un premio de 25 M$.

Esto es una forma de humillarte, a lo Michael Corleone. Y te preguntarás, ¿Y por qué el fondo de inversión no lo vende todo por 1 euro? El negocio con esa estructura de ingresos, costes y deuda no puede ser rentable. ¿Por qué no lo hace? Te doy mi respuesta:

(1) Si la vendo por un euro, tengo que dar de baja de mi inversión los más de 700 M€ invertidos (según las cuentas que he podido analizar en el Registro Mercantil, porque ya no cotizan y es una forma de 'dificultar los números'). Si lo haces, el fondo afloraría una pérdida y eso no gusta mucho (a los fondos le gusta ganar siempre, aunque sea contablemente).

(2) Si no la vendo, pero tengo un acuerdo que me permita mantener el negocio, todo el capital invertido seguirá en mis balances. Si hay suerte y vendo y recupero capital, algo que gano. Si no, mantengo en mi balance una empresa zombi por el tiempo de los muertos.

Como la empresa ya no cotiza, no tengo acceso a datos más allá que los publicados en el mercantil hasta 2021. Pero entre 2019 y 2021:

→ Los márgenes siguieron cayendo un 37% más.

→ Las pérdidas acumuladas alcanzan los 74 M€ en esos 3 años.

→ Deben más de 300 M€ y tienen más compromisos de pago que derechos de cobro a corto plazo.

La caída libre es estratosférica. Mientras, Pizza Hut (que cotiza y puedes ver sus números) vende en sus establecimientos casi 13.000 M$ anuales, obtiene ingresos limpios de unos 1.000 M$ de sus franquicias que le generan casi 400 M$ de liquidez.

Cuando una empresa pierde su alma, lo que la hizo joven y vibrante. Cuando crece sin sentido ni propósito, pierde su relato para ser gestionada por los hombres con trajes azul marino o gris marengo, acaban luchando como gallos de pelea con otros con los mismos trajes de los mismos colores. Y aquí gana quien más músculo tiene, porque ya has matado el relato que te permitió ser el líder del mercado un año y otro y otro más.

Conclusión, más Pujals y menos fondos que destrozan la esencia de los negocios por un puñado de dólares. Otra forma de invertir, ¡es posible!

EL MUNDO DEL FÚTBOL: DERBI FINANCIERO REAL MADRID-BARÇA

La última vez que pisé el campo del Real Madrid fue para ver a Bruce Springsteen en directo. Y, a los pocos meses, conocí el Camp Nou para visitar su museo en un viaje por trabajo. A esto hay que añadir que, quizás, hace más de diez años (por decir una fecha aleatoria) que no veo un derbi Real Madrid — Barça. En general, que no veo fútbol. No siento la pasión por ningún equipo y no es un deporte que me atraiga. A pesar de todo, es un fenómeno de masas, global, que transciende a una ciudad, a un club o a una época.

Hay seguidores del Real Madrid y de Barça por todo el planeta. Y son máquinas de crear marcas, pasiones y mover millones de euros cada año.

Este es un artículo que pretende ser aséptico. No puedo hablar de jugadores, ni de fichajes, mucho menos de entrenadores o de títulos. No es mi cometido, porque

1. soy un analfabeto de la cuestión y
2. si lo intento, lo haré mal, y la pasión de los aficionados hará que se *me tiren al cuello*.

Así que prefiero centrarme en aportar lo poco que yo puedo sumar en este mundo del espectáculo futbolístico: números financieros.

Llevo meses con la idea de hacer una comparativa Real Madrid — Barça con números financieros. ¿En qué se diferencian ambos clubs como 'empresas'? ¿Quién vende más? ¿Quién gana más? ¿Cuánta deuda tienen? ¿Hay diferencias en la gestión financiera? ¿Cuánto genera un futbolista tras cobrar una cantidad muy relevante de dinero? En definitiva, preguntas sencillas que necesitan algunos datos. Los busqué en las auditorías de ambos clubs, y me gustaría compartirlos contigo.

La primera gran diferencia entre el Real Madrid y el FC Barcelona es el acceso a los datos. El Barça tiene un portal de transparencia donde puedes acceder a todas sus auditorías desde hace muchos años. A golpe de clic tienes todas las cuentas del club y sus auditorías. El Real Madrid no juega en la misma liga del acceso a la información. Para encontrar datos históricos hay que bucear demasiado.

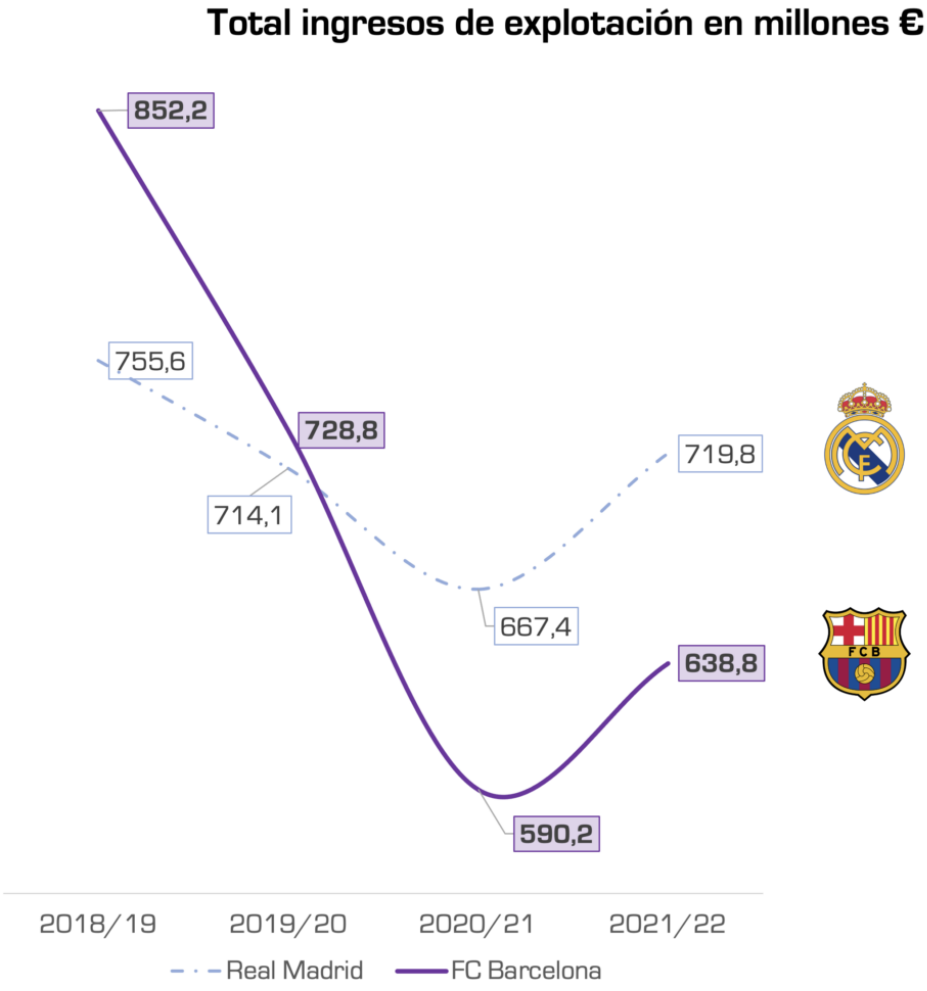
Este país, en general, tiene siempre miedo al acceso a la información. Pero es algo que los financieros ya estamos demasiado acostumbrados. Con todo, he podido hacer un análisis comparativo Real Madrid — Barça entre las temporadas de 2018/19 y la de 2021/22. Me gustaría poder analizar la comparativa desde 2010, pero me fue francamente difícil. Todos los datos son los auditados y consolidados (toda la actividad de cada club).

REAL MADRID — BARÇA EN INGRESOS

La primera pregunta es ¿qué club genera más ingresos? ¿En qué y en qué se diferencian?

En la última temporada disponible (2022/21), el Real Madrid obtuvo unos ingresos de casi 81 millones de euros (M€) más que el Barça. En cambio, esto no siempre fue así.

La temporada 2018/19 fue histórica para el Barça, en ese momento el club catalán tenía un 12% más de ingresos que el Real Madrid. Hoy las tornas han cambiado, el Real Madrid tiene un 12,67% más de ingresos de explotación que el Barça.



¿CUÁL ES LA DIFERENCIA DE INGRESOS ENTRE LA TEMPORADA 2018/19 Y LA DE 2021/22?

El siguiente cuadro lo explica.

Real Madrid (millones de euros)	2018/19	2021/22	Diferencia 2022-2019
Socios y abonados	173,23	104,3	-68,93
Amistosos y competiciones	113,59	139,5	25,90
Retransmisión	172,99	178,9	5,95
Marketing	295,17	290,1	-5,03
Otros Ingresos de Explotación	0,47	6,9	6,43
	755,46	**719,8**	**-35,68**

FC Barcelona (millones de euros)	2018/19	2021/22	Diferencia 2022-2019
Socios y abonados	60,88	49,0	-11,92
Amistosos y competiciones	113,98	61,5	-52,53
Retransmisión	298,12	250,2	-47,93
Marketing	363,33	267,4	-95,95
Otros Ingresos de Explotación	15,44	10,9	-4,59
	851,76	**638,8**	**-212,92**

El Real Madrid, con el estadio en obras, ha sufrido en entradas. Casi 70 M€ le costó no disponer del Bernabéu a pleno rendimiento. Pero lo compensó con ingresos a través de partidos amistosos y otras competiciones.

En marketing, el Real Madrid genera unos ingresos estables superiores a 290 M€ al año.

Con todo, la caída de ingresos del Real Madrid en las últimas 4 temporadas fue de casi un 5%.

El Barça, en cambio, ha perdido 1 de cada 4 euros de ingresos en las últimas 4 temporadas. Esto supone casi 213 M€ al año.

La imagen del Barça, si se mide términos de ingresos de marketing generados (patrocinios, camisetas, y el largo etcétera), se ha visto resentida porque dejó de ingresar 96 M€ anuales.

Después, el club ha experimentado una fuerte caída de ingresos en los partidos de competición y amistosos. Y, seguido, los derechos de retransmisión también le han hecho perder casi 48 M€ de ingresos anuales.

Con todo, mientras el Real Madrid genera un 8% más de ingresos por marketing que el Barça, este último obtiene por derechos de retransmisión casi un 40% más de ingresos que el Real Madrid, en la temporada 2021/22.

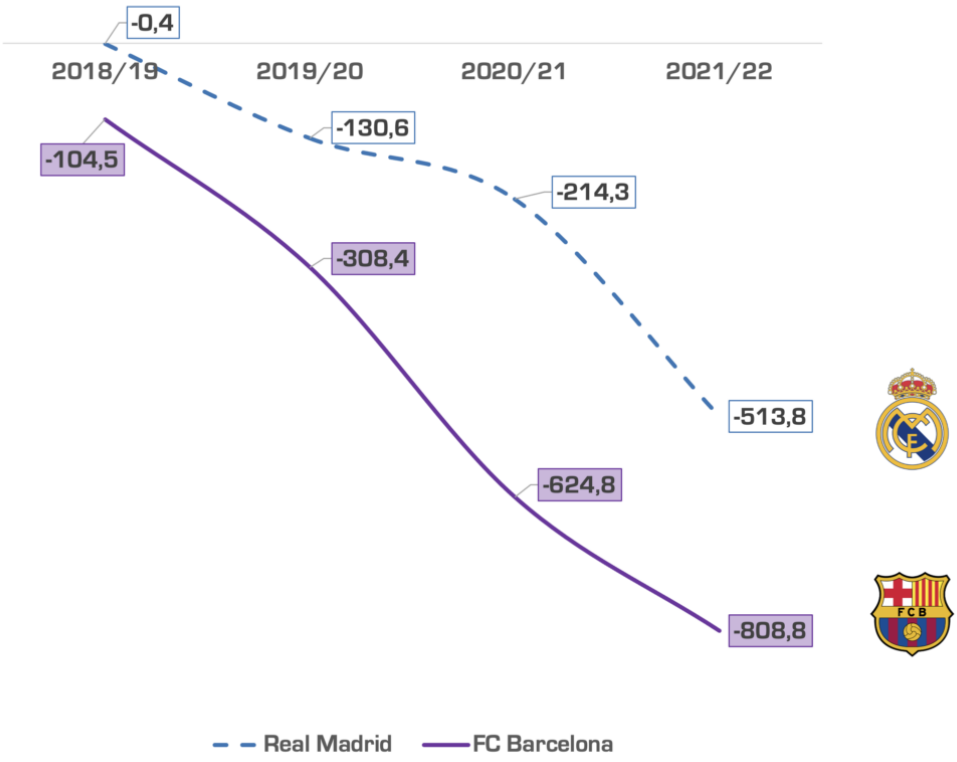
REAL MADRID — BARÇA EN RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN

Toca el turno a los resultados de explotación. Es decir, cuántos ingresos y gastos ordinarios genera cada club. Pero he querido hacer una comparación 'limpia' de resultados 'extraordinarios', es decir, ingresos o gastos que en teoría no son habituales. Por ejemplo, una venta de un jugador que puede dar más o menos beneficios si el precio de la transacción no corresponde (por encima o por debajo) con el valor contable. O, cuando existen acuerdos puntuales que pueden generar cambios muy sustanciales en el negocio 'habitual'.

Resultado del negocio de 'Ordinario'
= Ingresos de Explotación
— Gastos de personal (deportivo y no deportivo)
—Otros Gastos de Explotación
— Amortización
— Resultado Financiero

Como se puede comprobar, el negocio del fútbol, medido como ingresos y gastos corrientes, no ha sido muy rentable ni para el Real Madrid ni para el Barça.

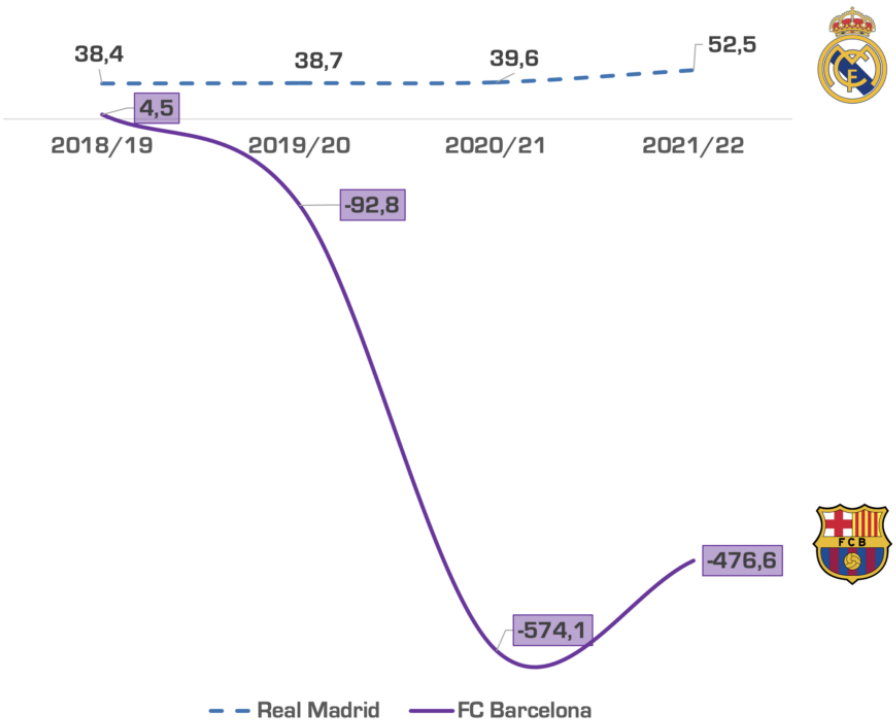
Resultado de explotación ordinario (incluido resultado financiero) en millones €. ACUMULADO.



El Real Madrid lleva perdiendo dinero cada una de las últimas 4 temporadas (y de forma más intensa en la temporada 2021/22). En concreto, acumula unos 514 M€ de pérdidas en su negocio 'habitual'. Pero en el Barça la situación es aún peor, con pérdidas que casi alcanzan los 810 M€.

El Barça en las últimas 4 temporadas acumula un 58% más de pérdidas de explotación ordinarias que el Real Madrid, es decir, unos 300 M€ más en esas 4 temporadas.

Resultado Neto (después de impuestos) en millones €. ACUMULADO.



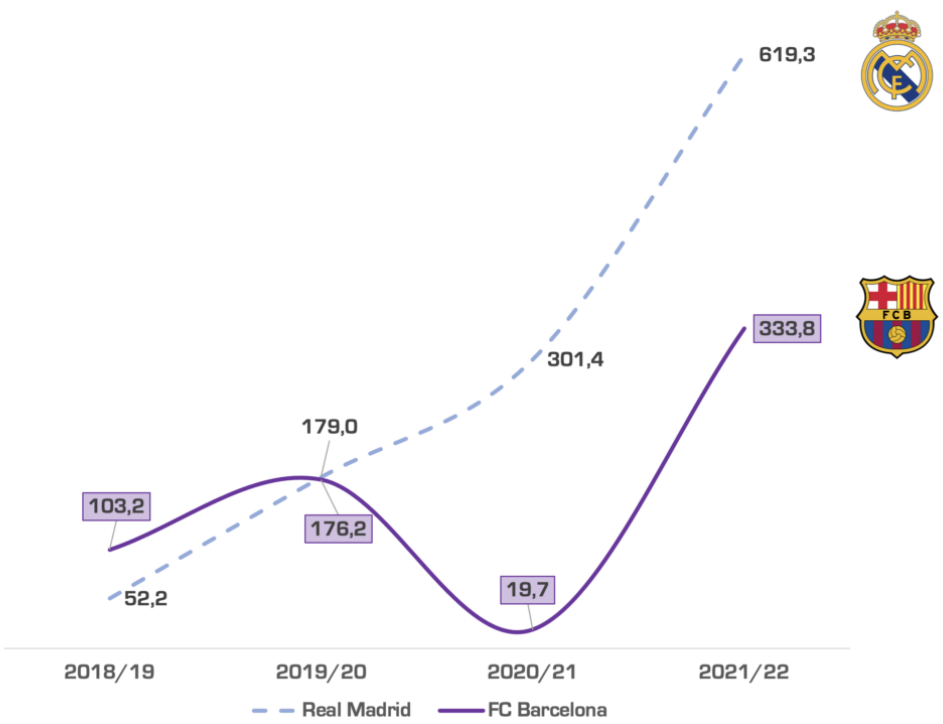
En cambio, como siempre, una cosa son las pérdidas del negocio y otra las pérdidas contables definitivas y presentadas en las auditorías. Las pérdidas contables han sido muy inferiores.

Como puedes ver, los 514 M€ de pérdidas de explotación acumuladas del Real Madrid se quedaron en 52,5 M€ de beneficios después de impuestos. Y los 810 M€ de pérdidas acumuladas del Barça en las últimas 4 temporadas se redujeron hasta los 477 M€.

¿Qué ha pasado entre medias? Los grandes resultados extraordinarios... que vienen al rescate contable y financiero de los clubs. Veamos la situación de ambos.

Como puedes ver en la gráfica, en 4 temporadas, el Real Madrid consiguió sumar casi 620 M€ de beneficios extraordinarios. Y el Barça casi 334 M€.

Resultados extraordinarios en millones €. ACUMULADO.



Gran parte de estas partidas contables suelen ser eso, contables, y no entrada de dinero en las empresas. Pero en este caso hay matices muy relevantes en ambos clubs:

→ En la temporada 2021/22, el Barça vendió a su propia empresa (Locksley Invest, S.L.) el 10% de los derechos audiovisuales del club de la competición profesional de la Liga.

→ La auditoría confirma lo que salió en prensa: Locksley Invest es una empresa 100% del FC Barcelona, dedicada en exclusiva a la gestión de los derechos audiovisuales. Esta sociedad, a su vez, vendió el 10% en el ejercicio 2021/22, y otro 15% que ya computa para la actual temporada (contablemente), a un fondo de inversión especializado. Ese fondo es Sixth Street y gestiona 65.000 M€ (desde Luxemburgo).

→ Sólo esta operación le generó al Barça casi 520 M€ de beneficios extraordinarios, y de liquidez en el banco, de los cuales casi 300M€ le corresponden a la temporada 2021/22.

→ Si bien es cierto que es extraordinario, y una entrada de dinero efectivo (y rápido para el Barça), la pregunta es si este fondo logrará aumentar los ingresos por los derechos que ya cobra el club o sólo ha vendido unos derechos hoy a cambio de menos ingresos mañana... Está por ver si esto puede o no beneficiar a la entidad.

→ El objetivo de estos grandes fondos es operar para mejorar la rentabilidad de sus activos. Tendrán un plan para lograr que el Barça mejore los ya importantes ingresos audiovisuales que tiene (y que son un 40% superiores al Real Madrid, recordemos). Pero sólo el tiempo dirá si esto es rentable o no para el Barça. En plena trasparencia para sus socios, deberían explicar muy bien el 'plan a futuro' para rentabilizar esa venta. Pero no existe acceso a esos datos.

En el caso del Real Madrid pasa algo similar, pero en otro ámbito:

→ El Real Madrid, para la construcción de su nuevo estadio, hizo una jugada relevante. Un 90% de la deuda a largo plazo del Real Madrid lo es para financiar su estadio: unos 800 M€.

→ El nuevo Bernabéu es mucho más que un estadio, se ha diseñado para convertirse en una máquina de hacer negocios y, por tanto, en una manera de explotar financieramente la marca del Real Madrid en la ciudad.

→ De hecho, en la temporada 2021/22, el Real Madrid firmó un acuerdo por 360 M€ de ingresos por vender el 30% de los derechos de explotación de la actividad de los negocios alrededor del Bernabéu (bajos comerciales, tiendas, conciertos, hostelería...). Este acuerdo es por 20 años.

→ Cede la explotación de todo ese negocio al mismo fondo que el Barça: Sixth Street. El acuerdo consiste en que, de la gestión del Bernabéu, un 70% de la rentabilidad se la quedaría el Real Madrid y el 30% el fondo de inversión.

→ Tener el derecho a ese 30% le permitió al Real Madrid cobrar 360 M€. Esto es tanto como decir que recupera, en un único pago, el equivalente al 45% de lo que invirtió en la obra del estadio.

→ El problema es que el Real Madrid, para seguir con la estructura de gastos actuales, necesita que el nuevo Bernabéu se convierta en una explosión de ingresos ordinarios.

→ Recordemos que en la temporada 2021/22, si el Real Madrid no tuviera esa operación con el estadio, tendría casi 300 M€ de pérdidas. Esta operación ha sido absolutamente crítica, y diseñada al milímetro, para asegurar el largo plazo del club.

El Barça, por su lado, quiere hacer lo mismo, usar su estadio para

(1) lograr financiación a largo plazo y

(2) generar ingresos más allá de los deportivos.

El titular de El País de abril de 2023 era muy claro: «El Barça cierra la financiación del Espai Barça. El club logra 1.450 millones de euros para la remodelación del Camp Nou, que no empezará a pagar hasta el fin de las obras».

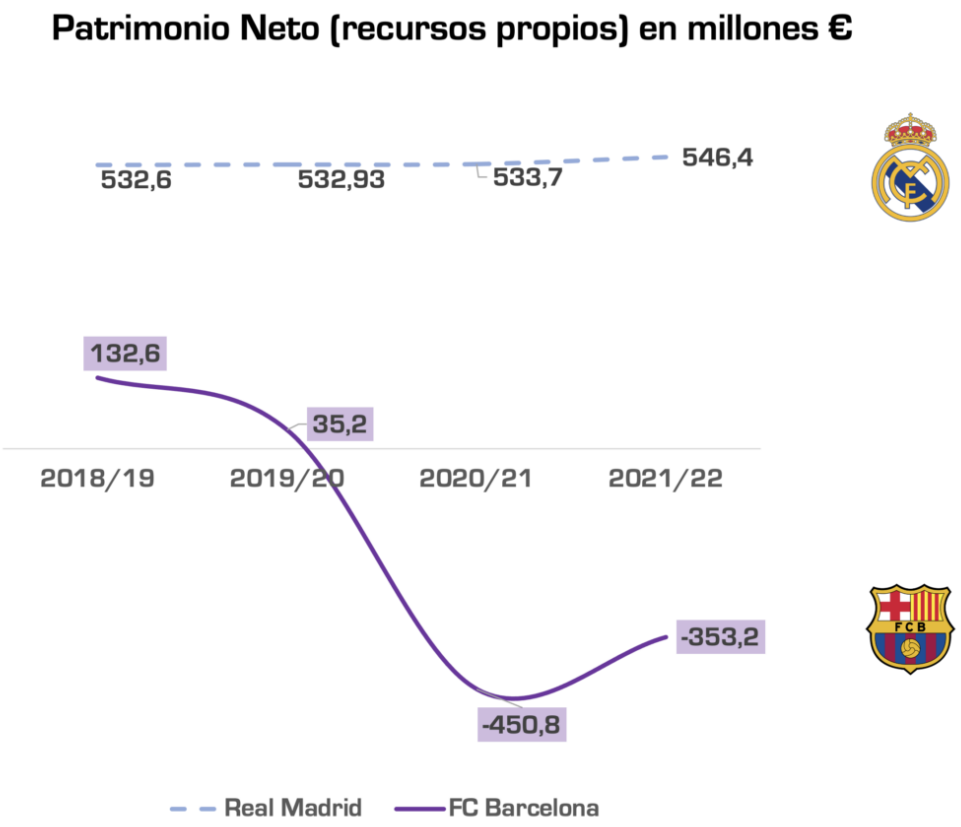
La gran diferencia entre el Real Madrid y el Barça es que el Barça está en una situación financiera muy delicada. Estructuró una obra por importe de 950 M€ que le adjudicó a una constructora turca porque las españolas no podían asumir los plazos y los precios que pretendía el club. Y el plan de financiación es muy estricto con los plazos y, supongo, con el cumplimiento de la generación de caja. El nivel de presión financiera para el club, y que no se tuerza nada, puede ser realmente elevada, porque su situación de partida es compleja.

El capitalismo de los fondos de inversión, Sixth Street, ha hermanado al Real Madrid y al Barça. En un año, les inyectó casi 900 M€ en las venas de sus cuentas bancarias.

REAL MADRID — BARÇA EN PATRIMONIO NETO

¿Por qué es más compleja la situación del Barça con su estadio? Porque el Barça está en situación de Patrimonio Neto negativo, y por importe de 350 M€.

La definición técnica de Patrimonio Neto es muy sencilla: el valor de todos los activos de una empresa, una vez descontadas todas sus deudas. Si ese valor es negativo, ¿qué harías? ¿Qué harías con una empresa que tiene más deudas que activos?



Es probable que una parte del problema se arregle con las plusvalías que se van a generar en la actual temporada (y entrada de dinero), a través de Sixth Street, con la venta de los derechos de retransmisión.

Pero el club está en una situación que, para entendernos, si fuera una empresa pequeña y no conocida (y no un club global y de impacto social inmenso) estaría en concurso de acreedores afrontando legalmente este problema serio y estaría negociando con todos sus acreedores.

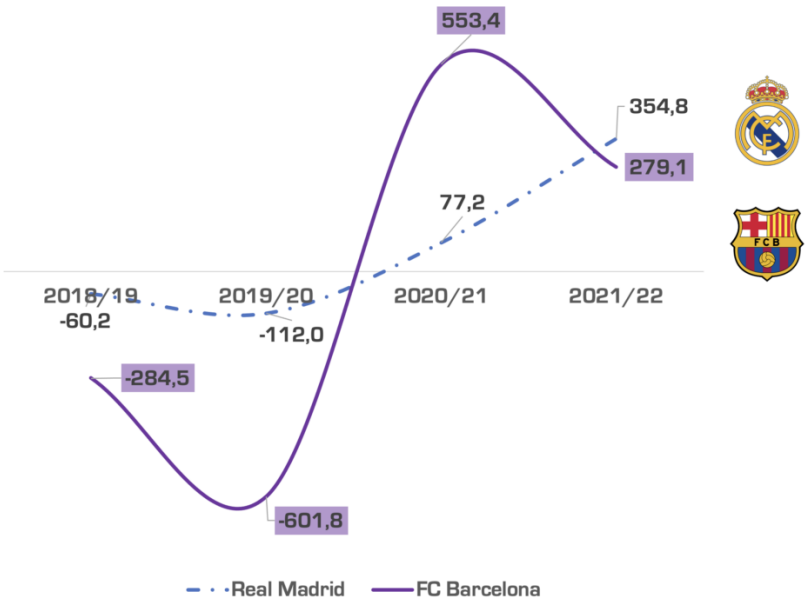
El Real Madrid siempre ha mantenido un Patrimonio Neto por encima de los 530 M€. Posiblemente esto le ayudó a negociar de forma solvente su operación del nuevo Bernabéu, junto a un plan de explotación concreto y la posibilidad de monetizar el estadio como un activo más del negocio, y de largo plazo. Pero, sobre todo, este músculo financiero le ayudó a obtener una calificación crediticia de solvencia (y tipos de interés atractivos).

En cambio, y ha trascendido también en la prensa, el Barça tiene un problema de credibilidad por su situación del Patrimonio Neto. La pérdida de ingresos que detallaba al principio del artículo explica parte de los problemas.

No obstante, el Barça está 'vivo' por su gestión financiera de corto plazo. Esto se puede medir a través del Fondo de Maniobra. Es un indicador muy útil porque mide: cuántas obligaciones tienes que pagar a corto plazo (menos de un año) y a cuántos derechos de cobro (efectivo) tendrías acceso en ese año para hacerle frente.

Si tienes más pagos que cobros, tienes un problema. De ahí que un Fondo de Maniobra negativo puede ser un indicador de salud financiera.

Fondo de Maniobra (Activos Corrientes - Pasivos Corrientes)
en millones €



En el caso del Real Madrid, resolvió rápido un Fondo de Maniobra que en la temporada 2019/20 llegó a su peor momento con 112 M€ en negativo. Pero ahora mismo, los activos líquidos son 355 M€ superiores a los pasivos de corto plazo.

El Barça se enfrentó a una tormenta perfecta en la temporada 2019/20: un Patrimonio Neto casi cercano a cero (aunque positivo) pero con derechos de pago inmediatos superiores en 600 M€ a los ingresos líquidos de corto plazo que disponía.

Ha sido casi un milagro de gestión financiera no suspender pagos y, gracias a los acuerdos para lograr la entrada de efectivo en las últimas dos temporadas y el control de la caja (también a costa de menores inversiones y ventas de jugadores), pudo evitar un mal mayor.

Ahora su situación respecto al fondo de maniobra es tranquila, y esto le va a permitir mantener con vida el club, a pesar del Patrimonio Neto negativo. Aunque esto tiene los días contados... necesita o más capital de sus socios o más beneficios, ¡rápido! Si no, tarde o temprano no se puede mantener de por vida una empresa con Patrimonio Neto negativo sin que estalle el problema (salvo que se financie por los socios o los bancos, mientras mantengan la confianza, pero no es eterna).

REAL MADRID — BARÇA EN DEUDA

En las últimas 4 temporadas, el Real Madrid multiplicó por más de 6 su deuda. De los más de 1.090 M€ de deuda del club madridista, el 87% lo es de largo plazo. Y de ella, casi la totalidad depende de la deuda para la financiación del nuevo estadio.

Deuda a largo plazo del Real Madrid. Fuente: auditoría

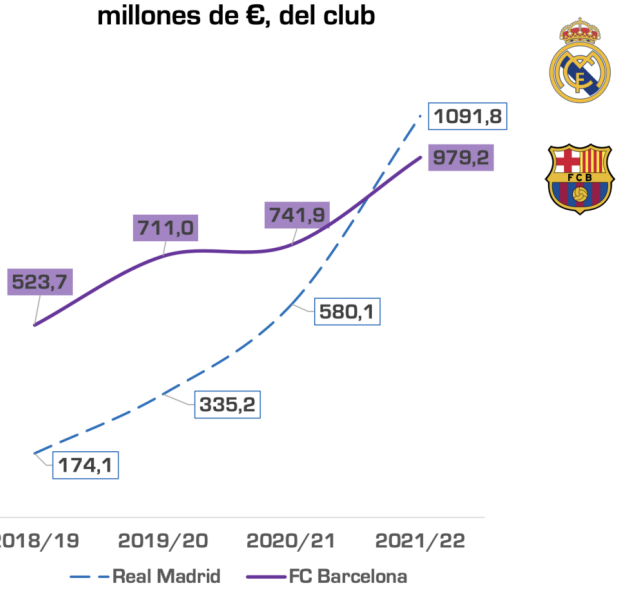
De los 800 M€ de financiación a largo plazo que el Real Madrid utilizó para financiar el estadio, casi 715 M€ (el 90%) lo son a devolver a partir la temporada 2027/28.

Por otro lado, 7 de cada 10 euros de los activos del Barça los financia con deuda, cuando el Real Madrid menos de 5. La ratio de endeudamiento del Barça (sobre todo por el problema del Patrimonio Neto) es muy superior.

El Real Madrid logró pasar prácticamente toda su deuda de corto plazo (donde representaba el 63% en la temporada de 2018/19) a largo plazo.

Ahí el Barça encontró su solución al problema del Fondo de Maniobra. Lo resolvió pasando del 62% al 82% el peso de su deuda a largo plazo (sobre el total) desde la temporada 2019/20. Pasar las deudas de corto a largo plazo (más de un año) inyecta tesorería, reduce la presión arterial del corto plazo y alivia los problemas inminentes.

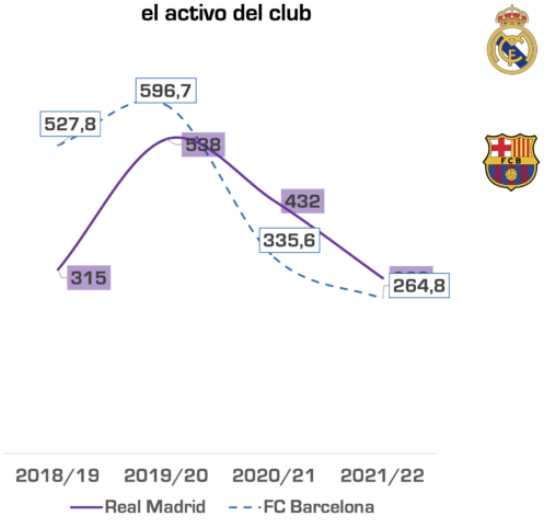
Evolución de la Deuda Total, en millones de €, del club



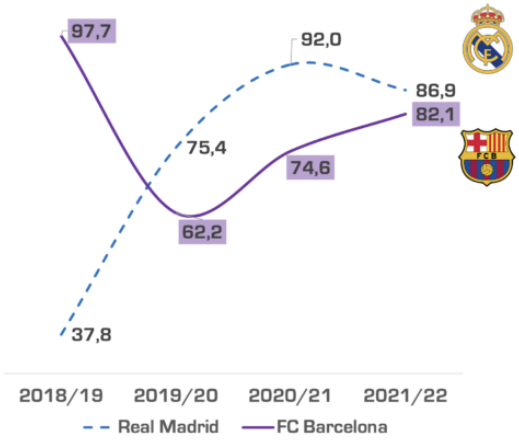
30 DE JUNIO DE 2022

MILES €	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027	SIGUIENTES	TOTAL
Proveedores de inmovilizado	20.076	816	565	71	306	21.834
Entidades deportivas acreedoras por traspaso de jugadores	11.609	-	-	-	-	11.609
Otros pasivos financieros	15.690	22.896	23.381	23.876	714.440	800.283
Total	**47.375**	**23.712**	**23.946**	**23.947**	**714.746**	**833.726**

Proporción (%) de la deuda total sobre el activo del club



Proporción (%) de la deuda de largo plazo sobre el total de la deuda del club



30 de junio de 2022:	Miles de euros				
	Largo plazo				
	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27 y siguientes	Total
Obligaciones y otros valores negociables	-	34.855	35.514	526.409	596.778
Deudas con entidades de crédito	-	33.574	35.000		68.574
Deudas con entidades deportivas (Nota 14.3)	54.924	15.750	13.750	-	84.424
Otros pasivos a largo plazo (Nota 14.3):					
Indemnizaciones por finalización de contrato	15.101	14.614	-	-	29.715
Remuneraciones pendientes de pago	6.876	17.551	-	-	24.427
Total	**76.901**	**116.344**	**84.264**	**526.409**	**803.918**

Deuda a Largo Plazo del Barça. Fuente: auditoría.

El problema para el Barça es que más de 1 de cada 3 euros de su deuda a largo plazo le vencen antes de la temporada 2026/27.

Por lo tanto, se puede producir aquí un nuevo reto de gestión:

→ Vencimientos cercanos de la deuda a largo plazo, y que hay que pagar o refinanciar.

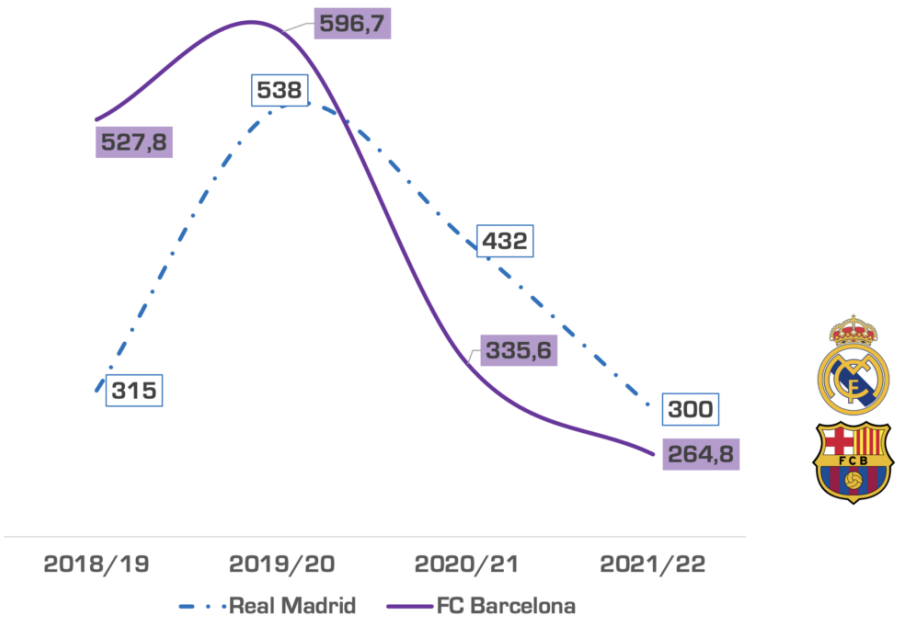
→ Nueva negociación para el nuevo estadio, que amplía las bases de la deuda del Club. ¿Cómo caben 1.450 M€ de deuda nueva (aunque sea a largo plazo) en una empresa con patrimonio neto negativo, necesidad de amortizar deuda acelerada a corto y, a la vez, seguir invirtiendo en jugadores, por ejemplo?

REAL MADRID — BARÇA EN VALOR DE SUS JUGADORES

Cuando decía que había un problema de rentabilidad del negocio del futbol, eso implica que los recursos para invertir se van mermando. El valor de los principales activos del club (sus jugadores) se pueden ir deteriorando (amortizando) si no entran otros nuevos, porque no se invierte con la misma intensidad. Y esto es lo que parece que ha ocurrido al Real Madrid y al Barça tras la pandemia.

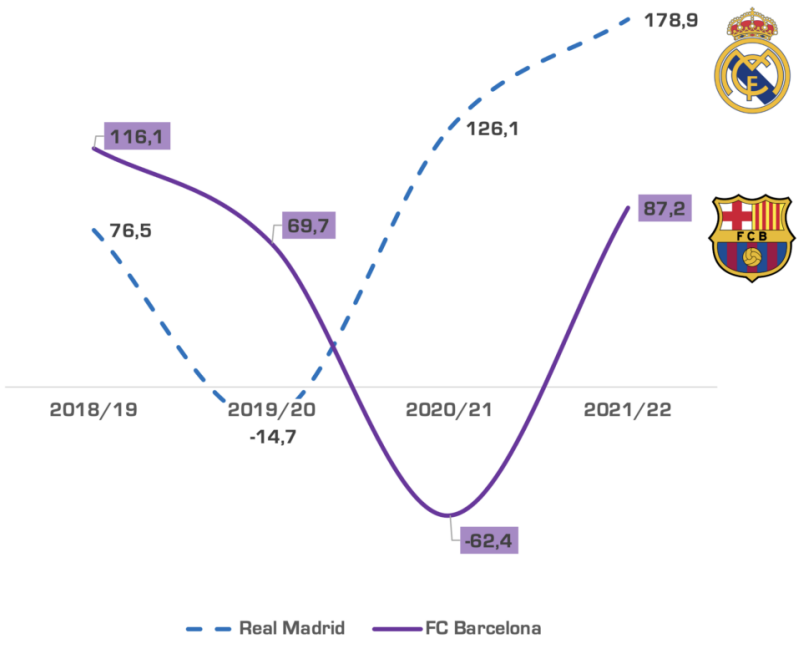
En la temporada 2018/19, el Barça tenía jugadores en sus balances con un valor cercano a los 600 M€. Hoy, esos activos están por debajo de los 300 M€. Misma cantidad que tiene el Real Madrid actualmente, y que llegó a alcanzar los 538 M€ en la temporada 2018/19.

Valor contable de los activos intangibles deportivos (jugadores) en millones de €



¿Por qué han bajado los niveles de inversión? Porque la capacidad de generar efectivo del negocio deportivo es cada vez más reducida.

Flujos de efectivo de explotación en millones de €. ACUMULADO.



Si sumas todos los ingresos de explotación de las últimas 4 temporadas, el Real Madrid generó más de 2.850 M€. De ellos, tan sólo un 6% se generó como oxígeno financiero para el resto de las actividades: sobre todo para invertir y devolver la deuda.

¿Qué podría hacer el Real Madrid con 178 M€ de caja acumulada de su negocio para invertir en 4 años? Poquito. Sobre todo, porque la deuda, que se multiplicó por 6, como decía, tenía un fin, la obra del Bernabéu, no fichajes.

Para ponerlo en contexto, sólo en la temporada 2018/2019 el Real Madrid invirtió en jugadores 189 M€. Esto supera, en un año, a todo lo que generó con su negocio en 4 temporadas.

Es decir, tuvo que pedir prestado dinero para poder mantener inversiones deportivas, y usar la venta de jugadores para la compra de otros. Pero el resultado es que el activo en jugadores se redujo en 240 M€ en 4 temporadas.

En el caso del Barça las cosas aún han ido peor. De sus 2.810 M€ generados de ingresos de explotación en las últimas 4 temporadas, sólo le quedaron en caja para invertir y pagar deudas unos 87 M€, es decir, un 3%.

Con 87 M€ de flujo de explotación es francamente difícil invertir en 4 años si a la vez tienes que adquirir deuda para financiar tus problemas de liquidez a corto plazo. Sólo en la temporada 2021/22 el Barça invirtió 145 M€ en jugadores, un 67% más del efectivo que consiguió de su negocio en las últimas 4 temporadas.

¿AMBOS CLUBS HAN FICHADO POR ENCIMA DE SUS POSIBILIDADES?

Las fichas nuevas fueron inferiores y cayeron desde la temporada 2018/19. Y, además, el esfuerzo para mantener los jugadores actuales se tuvo que hacer usando deuda, y no con los recursos que generaba el negocio deportivo.

Pero para hacerse una idea del problema, Iberdrola cada vez que vende 100 €, genera 20 € de caja limpia del negocio. El Real Madrid, 6 €, y el Barça, 3€. Negocios intensivos en inversiones (futbolistas de alta calidad mundial) necesitan mucha más intensidad de generación de tesorería por el negocio.

REAL MADRID — BARÇA Y LA PRODUCTIVIDAD DE SUS JUGADORES

Uno de los debates más apasionantes del mundo del fútbol es ¿cuánto aporta al negocio un jugador? ¿Aporta más un jugador del Real Madrid que un empleado de Inditex o Telefónica o Iberdrola? Veámoslo.

Coste laboral millones de euros | 2022	Real Madrid	FC Barcelona
Personal Deportivo	464,0	398,5
Personal NO Deportivo	55,1	58,8
	519,0	**457,2**

personas | 2022	Real Madrid	FC Barcelona
Personal Deportivo	428	563
Personal NO Deportivo	466	726
	894	**1289**

€ Cifra de Negocio por € Laboral	Real Madrid	FC Barcelona
Personal Deportivo	1,6	1,6
Personal NO Deportivo	13,1	10,9
	1,39	**1,40**

Coste laboral medio por persona | 2022	Real Madrid	FC Barcelona
Personal Deportivo	1.084.056,1	707.794,0
Personal NO Deportivo	118.141,6	80.933,9
	580.570,47	**354.729,25**

Ingresos medios por deportista 2021/22 (€)	Real Madrid	FC Barcelona
Personal Deportivo	**1.681.710,3**	**1.134.703,4**

El Real Madrid tiene unos costes laborales anuales de unos 519 M€. De ellos, 9 de cada 10 se van a pagar a jugadores. Esos jugadores tienen un coste laboral medio al año de casi 1,1 M€ (aquí el grado de desigualdad entre el mejor y el peor pagado puede ser abismal).

Cuando el Club le paga 1,1 M€ de sueldo medio a un jugador, le suele 'sacar' una productividad en ingresos de 1,7 M€.

En esta productividad relativa no hay diferencias entre el Barça y el Real Madrid. En ambos clubs, cuando pagan 1€ de salario a un deportista, esperan que les genere 1,6 € de ventas.

La diferencia está en que el Real Madrid tiene una productividad por jugador un 50% superior a la del Barça, al menos en la temporada 2021/22.

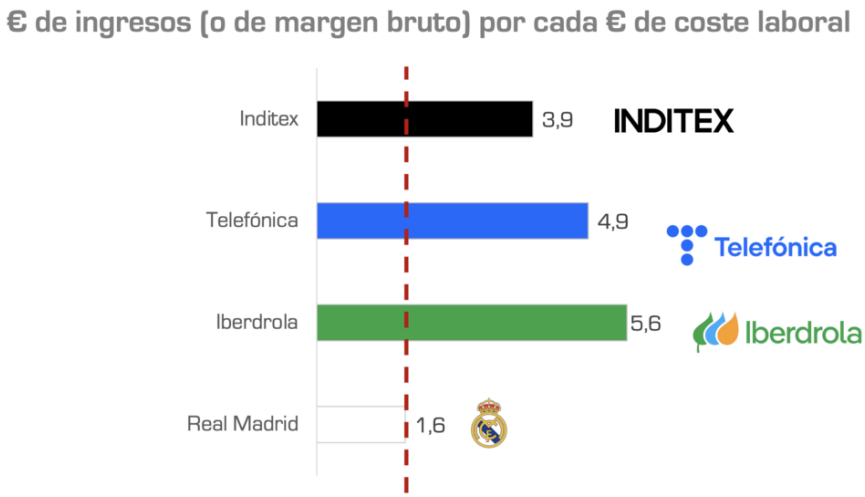
Una diferencia sustancial entre ambos clubs está en el personal no deportivo. Aunque se gastan cantidades similares, entre 55 y 58 M€, en el caso del Real Madrid y del Barça, respectivamente.

En el Real Madrid trabajan 466 personas con funciones no deportivas, mientras que en el Barça 726 personas. Un profesional no deportivo en el Real Madrid tiene un coste laboral de casi 120.000 € al año de media. En el Barça, de 81.000 € al año.

¿QUIÉN APORTA MÁS, UN EMPLEADO DE IBERDROLA, INDITEX O TELEFÓNICA O UNO DEL REAL MADRID?

Hagamos una reflexión respecto a cuántos euros de ingresos genera cada euro de coste laboral. Para hacerlo más homogéneo con otras empresas (sobre todo industriales) tenemos que restarles a las ventas los costes de aprovisionamientos y de materias primas. Porque así podemos comparar al Real Madrid (cuya principal partida de gasto son las personas) con los negocios industriales (donde compran muchas materias primas que transforman en valor).

Si lo hacemos en términos relativos: un jugador del Real Madrid o del Barça es menos productivo para la empresa que un empleado de cualquier otra organización grande como Iberdrola, Telefónica o Inditex.



Por ejemplo, si un jugador del Real Madrid, que cobra 1,1M€ de sueldo, tuviera la misma productividad que un empleado de Iberdrola, por ejemplo, este jugador tendría que generar unos ingresos al club de 4,4 M€ superiores a los que genera actualmente.

Así que, en términos relativos, los jugadores que cobran grandes sumas NO son más productivos que un ingeniero que cobra 80.000 €.

¿Dónde está el truco de la productividad? En los datos absolutos.

El Real Madrid necesita 464 deportistas para generar 720 M€ de ingresos. Si tomamos la productividad media de un empleado de Iberdrola, sobre margen bruto, son 43.200 € al año. Es decir, esto es como necesitar 16.600 jugadores para llegar a los 720 M€.

En definitiva, la regla que nunca falla: productividad y salarios convergen, tarde o temprano (o problemas). Si sólo pueden jugar unos cuantos deportistas: con menos de 500 profesionales tienes que vender más de 720 M€. Esto sólo se logra con deportistas muy productivos en términos absolutos. A la vez, muy escasos. Productividad y escasez igual altos salarios.

Su sueldo permite la extrema necesidad de que unos pocos generen un negocio muy global. Pero los jugadores 'se apropian' de casi toda la productividad para ellos, y no dan mucho 'juego' para que sus clubs tengan rentabilidades sólidas.

Los jugadores se apropian de la rentabilidad del club gracias a su productividad tan extrema,

Si trabajas en Iberdrola puedes tener el orgullo de decir que produces para tu empresa mucho más que un futbolista del Real Madrid o de Barça. Pero el jugador te diría, ¿Cómo logras generar 750 M€ con 500 personas? Identificando a los mejores (y ahora la competencia es mundial: Estados Unidos, Emiratos Árabes, Asia). Para atraer a los mejores tienes que pagarles lo suficiente y para que aporten un 60% más de lo que ganan. Pero esto no genera rentabilidad financiera al club (y a veces no da para pagar todas las facturas). Y esto es lo que les lleva a ampliar su base de negocios (como los inmobiliarios, el marketing o los conciertos) para lograr la sostenibilidad.

MINUTO Y RESULTADO DEL DERBI

Tras analizar unos cuantos números creo que puedo resumir este derbi en 10 titulares:

→ Tanto el Real Madrid como el Barça no generan suficiente rentabilidad como para vivir del fútbol. Si no hay resultados extraordinarios, en la temporada 2021/22 el Real Madrid perdería 300 M€ y el Barça 216 M€.

→ El Real Madrid ha generado 620 M€ de resultados extraordinarios en las últimas 4 temporadas, que le han permitido salvar los trastos contables (y de liquidez).

→ El Barça similar: generó 334 M€ de resultados extraordinarios, aunque no le evitó tener un Patrimonio Neto negativo de 350 M€, que le está colocando en una situación de riesgo financiero elevado. Y que sólo está minorado, en parte, gracias a que tiene activos líquidos suficientes para pagar sus deudas inminentes.

→ Pero todos estos recursos provienen de una misma fuente, y de un mismo fondo de inversión: Sixth Street. Quien ha comprado derechos sobre la retransmisión de partidos —del Barça— y sobre la explotación del negocio del estadio, en el caso del Real Madrid. Les ha inyectado 900 M€ en sus cuentas bancarias y esto les ayudó a sortear el problema estructural de rentabilizar el negocio fundamental: la actividad deportiva.

→ El Real Madrid diseñó con bisturí una operación financiera que le ha permitido colocar al Bernabéu como una fuente muy significativa de negocio, en sí mismo. Gestionado por terceros. Esto le facilita pagar las reformas a muy largo plazo y, a la vez, cubrir de forma sostenible los déficits de rentabilidad del negocio principal. Sin dudarlo, esta es la operación más crítica, sostenible y de gestión de riesgo que se ha hecho para dotar de estabilidad al club. Esta

visión empresaria/financiera es la mayor fortaleza del Real Madrid, a mi juicio.

→ El Barça está intentando hacer lo mismo. Pero hay riesgos que pueden estallar: su situación patrimonial es muy compleja; la calificación crediticia (y por tanto los intereses y las garantías exigidas) no es la mejor; la adjudicación a una empresa turca y no española (por motivos de precios y plazos) transmitió la imagen de que algo puede salir mal, y esto puede generar tensiones financieras severas al Barça. Demasiadas incógnitas en una situación de partida débil.

→ Mientras, para seguir contratando a los mejores jugadores la única alternativa pasa por seguir endeudándose, porque el negocio de explotación no es suficiente.

→ La alternativa es fichar a jugadores 'más baratos'. Pero no es fácil en un mercado global del fútbol donde el dinero llega a raudales en ciertos países. Basta recordar que a Messi le ofrecieron 480 M€ en Arabia Saudí y, a pesar de eso, se va para Miami. Contratar más barato, a los mejores, va a ser realmente complejo.

→ Salvo que se cuiden los activos desde la base. Un club también tiene su caladero de 'startups', jugadores de alto rendimiento que empiezan en las canteras y que pueden llegar muy alto (los Messi potenciales). Esos jugadores son activos de gran rentabilidad financiera para los clubs; y hace más fácil competir en un mercado donde la escasez por los mejores eleva los precios de forma estratosférica. Pero esto es lento, requiere mucho cuidado, y supongo que suerte y talento gestor.

→ Por otro lado, esta escasez de talento altamente productivo de los futbolistas se 'come' toda la rentabilidad de los clubs. Una empresa como Telefónica o Iberdrola tienen más empleados y éstos son más intensivos en productividad relativa (por ingresos de ventas). Pero, en términos absolutos, sus salarios medios son 14 veces inferiores que los de un futbolista medio del Real Madrid o Barcelona.

Esta 'apropiación' del futbolista de su productividad hace que los clubs pierdan la posibilidad de tener músculo financiero para crecer, fichar más y mejor, o poder invertir a futuro sin la necesidad recurrente de acudir a deuda, y buscar negocios paralelos para pagarla.

Por último, el negocio del fútbol depende de algo crítico, el espectáculo. Tener a los mejores, que haya partidos vibrantes, en las competiciones más decisivas, por los que

todo el mundo esté dispuesto a pagar. Que pague la televisión, las plataformas digitales, los aficionados yendo al club, comprando todo tipo de merchandising... Además, esto construyendo gota a gota una marca global —alimentar al fan—. Todo eso es el intangible que no se puede imitar y que los clubs tienen que convertir en máquinas de generar rentabilidad.

Este tipo de actividades crean círculos virtuosos: mejores resultados, espectáculos y marca... pero también viciosos: sin dinero para fichar, perdiendo o quedándose fuera de competiciones críticas, o situarse en camino de nadie (cuando al segundo no se le recuerda) ... lleva a tener menos dinero, con costes estructurales muy altos, deteriorarse financieramente y nadie quiere venirse al equipo (por un lado), pero tampoco le pueden pagar lo que fija el mercado (por otro lado).

En definitiva, el negocio de la élite deportiva implica, lejos de lo que podría imaginar (sobre todo antes de que pudiera bucear en las entrañas de las auditorías), de una combinación exquisita entre elevados costes, alta productividad, nuevos negocios, marca por encima de todas las cosas y proyección global para exprimir al máximo cada euro en cada rincón que se le pueda generar a esa marca.

De no conseguirlo, pasar del cielo al infierno financiero, como le está pasando el Barça, es más fácil de lo que parece.

MERCADONA Y EL VALOR FINANCIERO DE LA FIGURA DEL EMPRESARIO

En la reflexión sobre Ferrovial y sus decisiones expliqué cómo «el clima social y político de España es muy crítico con las empresas». A veces este clima me recuerda a los mejores maltratadores: los más perversos y despreciables son los que logran hacer sentir culpables a sus víctimas. Les vacían el alma, su libertad de elección y su motivación vital y, peor, logran mantener el yugo de su maltratador sin poder evitarlo. Ejercen una especie de fuerza que paralizan a sus víctimas. Si un día, la víctima no aguanta más, y quiere sacar la cabeza, saben cómo cortársela. Usan con precisión la maquinaria del maltrato hasta que logran que se arrepienta tras intentar ejercer su libertad.

Algunos políticos que ostentan las instituciones del Estado y un buen número de líderes de opinión (muy sesgados políticamente) fomentan este clima de maltratado, e intentan ejercer —otra cosa es que lo consigan— mucha presión social hacia ciertas familias empresarias.

Juan Roig, fundador de Mercadona, y Amancio Ortega, el de Inditex, quizás sean los empresarios más maltratados por esta representación política y periodista en este país. Y ante cualquier declaración (sobre todo de Juan Roig) le atacan como un enjambre de avispas.

Si llega un extraterrestre a España, y lee la prensa en los últimos meses, lo más seguro es que no se le ocurriría entrar por las puertas de un Mercadona. Esa empresa que ha tenido la desfachatez de tener 'beneficios', exprimir a todos los ciudadanos, forzar la subida de los precios, la inflación y convertirse en el símbolo del capitalismo más salvaje, sobre todo muy salvaje. El delito es tan terrible como hacer crecer a su empresa, y hacerlo con libertad, siguiendo las reglas del juego del marco legal: cumpliendo con todas las normas, incluidas las de la defensa de la competencia.

LAS IDEOLOGÍAS SE CONTROLAN CON AIRE FRESCO, DATOS, TRASPARENCIA Y UNA INVITACIÓN A LA REFLEXIÓN

Ya sé que es difícil que una persona con un sesgo ideológico muy marcado, extremo, de cualquier signo, cambie de opinión. Sobre todo, si cambiar de opinión implica perder dinero o poder (votos y representación en las instituciones). Pero es crítico, en este caldo social, aportar números y narrativas que ayuden a comprender qué es una empresa y qué impacto tiene en el lugar donde nace y se desarrolla.

En España necesitamos divulgar sin cesar por qué una empresa es un mecanismo imprescindible para crear riqueza. Sin ello, es imposible, si quiera, que se respete la figuras de quien las crea, arriesga y lucha cada mañana por mantener la 'persiana' abierta. Y esto sería un círculo perverso: cada gramo de riqueza (y bienestar) costará cada vez mucho más sudor (y lágrimas).

Hay buenas y malas empresas, como buenos y malos inversores, como también buenos y malos políticos. Con transparencia es más fácil detectarlos, reflexionar con más precisión y ejercer nuestro gran voto: a las empresas, las votamos cada vez que decidimos (o no) pasar por caja. Y a los políticos cada vez que acudimos a las urnas. Nada más poderoso que tener ciudadanos y consumidores más y mejor informados. Y que adopten decisiones con libertad y pensamiento crítico.

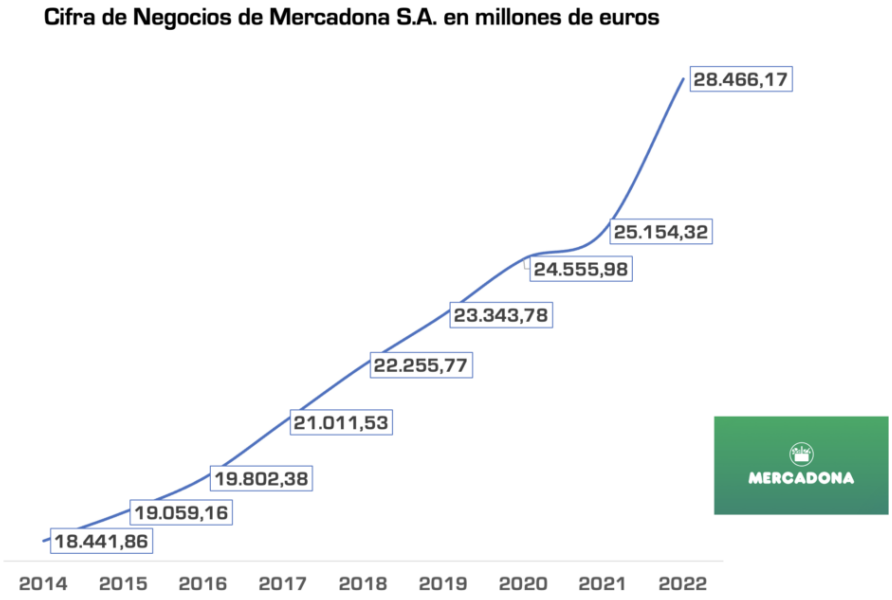
Así que voy a intentar aportar algunos datos para ayudar a reflexionar respecto a Mercadona como empresa. Y quiero hacerlo con luces largas, no con el último dato publicado. Me he remontado a 2014, cuando aún España estaba sumida en una crisis importante:

¿Qué ha aportado Mercadona a nuestra economía en los últimos 9 años? ¿Cuán rico se ha hecho Juan Roig? ¿Y quién ha sido el socio más privilegiado de Juan Roig?

Veamos algunas claves que espero que, cuanto menos, ayuden a reflexionar sobre una empresa como Mercadona. Números tan sencillos como poderosos, básicos para quitar 'grasa', sesgos y dogmas.

MERCADONA VENDE MÁS QUE CARREFOUR (ESPAÑA) Y EL CORTE INGLÉS, JUNTOS

Mercadona en España genera más actividad que Carrefour y El Corte Inglés juntos. Se trata de una empresa que ha conseguido crecer con mucha fuerza desde 2014: se sitúa ya en casi 28.500 M€.



En 9 años sus ventas crecieron más de 10.000 M€. El crecimiento de ventas de Mercadona en estos 9 años equivalente tanto como las ventas de Carrefour en España en un año. Es algo absolutamente imbatible en el sector de los supermercados.

Y lo ha conseguido una empresa española, y por eso es ejemplo para los estudiantes de algunas de las mejores escuelas de negocio del mundo, como la de Havard.

CADA 100 € DE VENTAS, MERCADONA DESTINA 74€ A PAGAR LAS MATERIAS PRIMAS A LOS PROVEEDORES DE LOS PRODUCTOS QUE VENDE

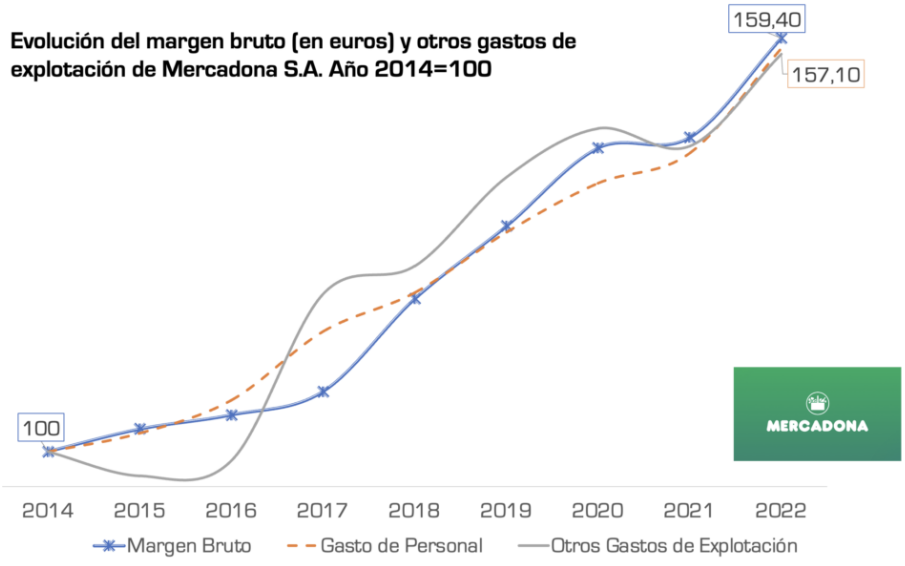
Esto significa que la mejora de los 10.000 M€ en ventas se han convertido en una mejora de margen bruto (ventas menos aprovisionamientos, fundamentalmente materias primas) inferior a 2.700 M€.

Aunque es un argumento de puro sentido común, es importante entender que los 28.400 M€ de ventas de Mercadona equivalen a tener una empresa con ingresos netos (después de pagar a sus proveedores de materias primas) de unos 7.400 M€, que necesita para:

- → Pagar a sus empleados.
- → Pagar alquileres, energía, logística y todos los demás gastos asociados a la explotación de un negocio.
- → Re-pagar deudas e inversiones (en modo de amortizaciones)
- → Generar beneficios.
- → Pagar Impuesto sobre Sociedades.
- → Re-invertir recursos en el negocio.
- → Pagar dividendos a sus accionistas, que son quienes arriesgan y han diseñado el modelo de negocio que les permite mantener la actividad.

PRÁCTICAMENTE LA TOTALIDAD DEL CRECIMIENTO DEL MARGEN BRUTO DESDE 2014 SE TRASLADÓ AL GASTO DE PERSONAL Y OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN DEL NEGOCIO

Cuando Mercadona logró vender 10.000 M€ más en los últimos 9 años, y con ello tener 2.700 M€ de margen bruto, la mitad (1.350 M€) los destinó a ampliar su plantilla y retribuir a sus empleados y otros 700 M€ a abonar gastos de explotación.



Como se observa en el gráfico, un crecimiento de márgenes del 59% desde 2014, en euros, se tradujo en un crecimiento de más del 57% en salarios y otros gastos de explotación. En definitiva, el crecimiento en márgenes no se traslada en su totalidad al crecimiento en beneficios.

Quizás la siguiente tabla nos ayude a comprender muy bien qué cifras maneja Mercadona y a qué destina su dinero.

MERCADONA

millones de euros	Acumulado 2014 - 2022
Cifra de Negocio	**202.090,95**
Aprovisionamientos	151.324,96
Margen Bruto	**50.765,99**
% Margen Bruto sobre Ventas	25,1%
Gasto de Personal	26.114,70
Otros Gastos de Explotación	13.762,33
Beneficios ANTES de impuestos	6.991,31
Impuesto de Sociedades	1.537,18
Beneficios DESPUÉS de impuestos	**5.454,14**
% Beneficios DESPUES de impuestos sobre ventas	**2,7%**
Inversiones Realizadas	**9.057,91**
Inversiones sobre Beneficios %	166,1%

Si acumulamos todas las cifras entre 2014 y 2022, y hacemos algunas medias, observamos ideas relevantes.

→ Desde 2014 hasta la actualidad, Mercadona logró vender más de 202.000 M€, lo que supuso comprar mercancía (productos) a sus proveedores por importe superior a los 150.000 M€.

→ Pongamos en contexto este dato de compras: el PIB de todo el sector primario español (incluido forestal), es de 32.000 M€ al año. Mercadona en 2022 destinó 21.240 M€ a comprar productos para venderlos en sus tiendas.

→ En los últimos 9 años, generó 50.765 M€ de negocio neto (después de sus aprovisionamientos), y alcanzó beneficios después de impuestos de 5.454 M€.

Esto significa que Mercadona necesita vender 100€ para generar un beneficio de 2,7€.

→ Pero es que, para crecer, Mercadona tuvo que reinvertir más de 9.000 M€ desde 2014. En consecuencia, cada euro de beneficios ayudó a financiar 1,66 euros de inversiones para seguir creciendo y mejorando sus servicios: logística, tecnología, ampliación y remodelación de tiendas, etc.

→ Desde 2014, Mercadona ha pagado salarios superiores a los 26.000 M€ en España de forma directa, eso implica más de la mitad del margen bruto generado.

→ Mercadona acumula más de 6.500 M€ de beneficios sin repartir, que re-utilizó para invertir y no pedir prestado más que una cantidad relativamente muy pequeña a los bancos.

→ La empresa no creció a base de deuda, secando a la empresa de beneficios en favor de sus dueños. La empresa re-invierte más de 1.000 M€ de media anual desde 2014.

CARREFOUR EN EL MUNDO VENDE 3 VECES MÁS QUE MERCADONA, PERO SU MODELO SE SUSTENTA EN 64 VECES MÁS DEUDA Y MENOS APUESTA DE SUS INVERSORES

Carrefour en el mundo tiene tiendas no sólo en Francia y España, sino en gran parte de Europa y Latinoamérica. En el año 2022 cerró logró vender 83.000 M€ de ventas, casi el triple que Mercadona.

En cambio, su modelo de crecimiento es muy distinto al de Mercadona.

Mercadona re-invierte en su negocio casi la mitad de lo que invierte Carrefour en el mundo (con el triple de ventas, recordemos).

Carrefour usa 64 veces más deuda para financiar su crecimiento que Mercadona.

Mercadona reinvierte los beneficios de sus accionistas en el crecimiento a largo plazo. En cambio, Carrefour retribuye a los accionistas, en proporción un 50% más que lo que hace Mercadona a Juan Roig.

Esto hace que el 63% del Balance de Mercadona se financie con el dinero de sus accionistas, mientras que el de Carrefour tan sólo un 23%.

En Carrefour el accionista manda y se retribuye, y se usa la deuda como mecanismo de financiación. En Mercadona el accionista arriesga y sigue reinvirtiendo con fuerza año tras año en su propio negocio. ¿Notas la diferencia?

MERCADONA TIENE UN SOCIO QUE SE LLEVA MÁS INGRESOS QUE JUAN ROIG: EL SECTOR PÚBLICO

Siempre que hablamos de Mercadona se pone el foco en Juan Roig, el accionista determinante y, por tanto, el responsable de que la empresa sea una realidad y, además, "el que se lleva" el beneficio que genera. La pregunta es, ¿esto es realmente así? ¿Cuánto dinero se ha llevado Juan Roig de Mercadona?

Esta tabla, con datos auditados, aporta mucha información relevante:

MERCADONA

	Acumulado entre 2014 y 2022 (millones de €)	
1	**Beneficios después de impuestos**	**5.454,14**
2	Dividendos de los propietarios de Mercadona BRUTOS	1.144,85
3	**Tributación por dividendos Propietarios**	**538,08**
4=2-3	**Retribución NETA propietarios Mercadona**	**606,77**
5	Impuesto de Sociedades	1.537,18
6	Cargas Seguridad Social Empleados	6.125,04
7	IRPF Empleados (estimado)	2.998,45
8=3+5+7	**Recaudación Pública gracias a Mercadona**	**11.198,75**
9=8/3	**€ netos de recaudación por cada € propietarios Mercadona**	**18,5**

Como se puede observar, de los más de 5.400 M€ de beneficios después de impuestos generados por Mercadona en los últimos 9 años, los accionistas (vamos a suponer que el 100% es Juan Roig, aunque no es verdad, porque junto a su mujer tienen algo más del 80% de forma directa), se han repartido 1.144 M€.

Básicamente, cada 100 € de beneficios, Juan Roig y sus accionistas se suelen repartir un 21%, de media, desde 2014.

Pero ¿y cuántos impuestos se recaudan en el proceso? Los datos son muy relevantes:

→ Si sumamos todos los impuestos sobre sociedades (impuestos sobre beneficios), superan los 1.500 M€, es decir, una media del 22% de los beneficios antes de impuestos.

→ Por los 1.144 M€ de dividendos que se repartió Juan Roig y sus accionistas en 9 años tuvieron que tributar un 47% —a partir de 300.000 € de dividendos, según la ley española—, lo que supone pagarle al sector público unos 538 M€.

En definitiva, cada euro neto que le llega al banco a Juan Roig y a sus accionistas, la administración pública ingresa de forma directa 3,34€. Juan Roig tiene un socio que desde 2014 se lleva el 38% de todo el beneficio que genera su empresa.

→ Pero vayamos más allá. ¿En cuánto han contribuido los empleados de Mercadona a la recaudación pública? La respuesta es también muy relevante: desde 2014 los empleados de Mercadona abonaron más de 6.100 M€ a la Seguridad Social y como mínimo (15% tipo medio estimado) otros 3.000 M€ en IRPF.

Si sumamos todos los ingresos públicos que generó la empresa de Juan Roig, la fiesta casi alcanza los 11.200 M€ en 9 años, más del doble de los beneficios que generó Mercadona.

→ Para poner esa cifra en contexto, el presupuesto de la sanidad pública de toda la Comunidad de Madrid es inferior a 9.000 M€ al año.

MERCADONA AYUDA A MANTENER MÁS DE 660.000 EMPLEOS EN ESPAÑA

Una cosa que se nos olvida con mucha facilidad es que una empresa es un ecosistema de empleados y proveedores (empresas, agricultores, etc.).

→ Cuando un empleado de Mercadona recibe 100 € de salario (después de pagar sus impuestos y pagar a la seguridad social), ese salario se gasta en otros bienes y servicios y, por tanto, ese dinero acaba generando actividad económica en una grandísima variedad de actividades distintas (pagar hipoteca, ropa, viajes, electricidad...).

→ Cuando a un proveedor de Mercadona (queso o lechugas) se le compra 100 € de producto, a su vez ese dinero acaba convirtiéndose en salarios (que también pagan impuestos), otros proveedores (que también tienen empleados), en beneficios de otras empresas (que también pagan el impuesto sobre sociedades) y así...

→ Cuando Mercadona invierte y destina 100 € a crear un nuevo centro logístico, son 100 € que acaban en una empresa de construcción, otra de tecnología... que a la vez tienen empleados, que a la vez tienen proveedores, generan beneficios... y un largo etcétera.

→ Nada más endógeno y circular que una economía, creando cadenas de valor que son críticas. Por eso el tamaño empresarial es determinante en una economía. Una empresa que cierra y que tiene un negocio de 1.000 M€ no se arregla de un día para otro con 1.000 emprendedores de que venden 100.000 euros cada uno. El tamaño exige cadenas de valor muy sólidas, inversiones y productividades muy superiores y, en definitiva, concatenan mucho valor añadido territorial que un emprendedor no lograría hasta pasado un tiempo (a veces ese tiempo es demasiado largo).

→ Esta endogeneidad de la economía se estudia con metodologías específicas, por ejemplo, la Metodología Input-Output. Las ventas de una empresa son las compras de otra. Una rama tracciona actividad del resto. Y esto es una forma muy importante de medir cómo de conectada está una empresa en su ecosistema económico.

→ En el caso de Mercadona, uno de los institutos de investigación de mayor prestigio, el IVIE, ha hecho un informe —liderado por el investigador Joaquín Maudos, uno de los mejores economistas de España— sobre el impacto ANUAL que genera una empresa como Mercadona en España.

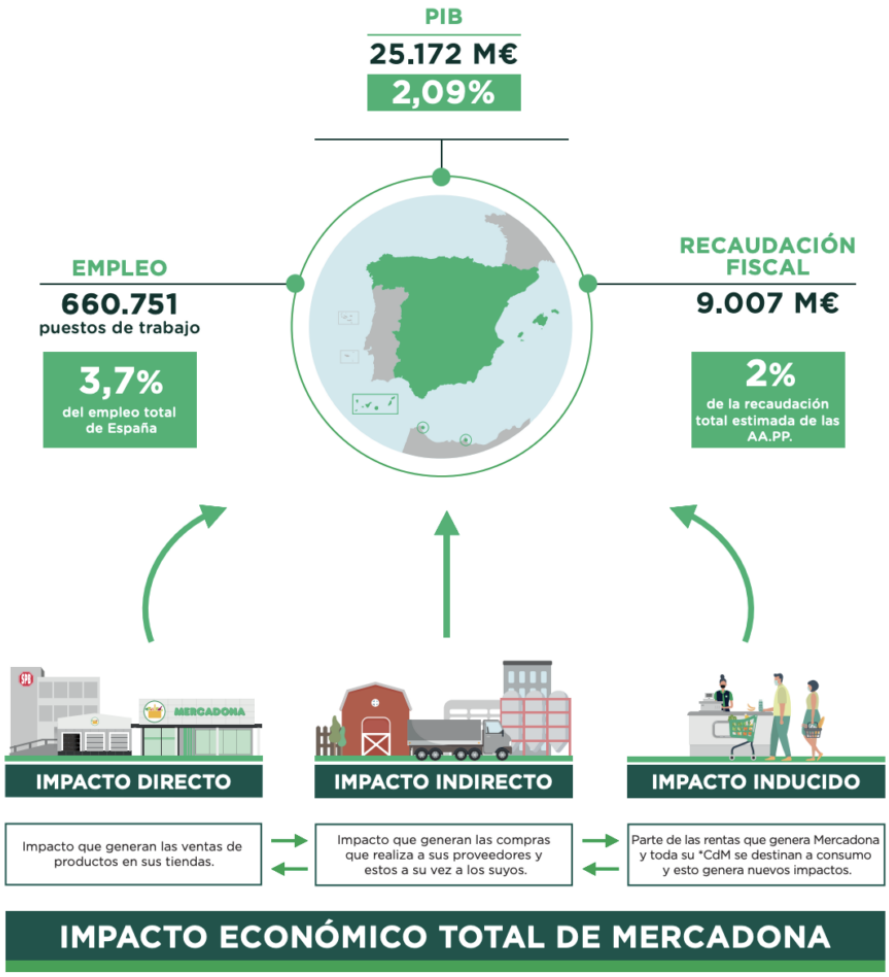


Gráfico resumen del estudio de impacto realizado por el IVIE.

Con los datos del ejercicio 2021 los resultados son demoledores:

→ Mercadona permite mantener más de 660.00 empleos anuales en España.Genera más 82.000 M€ de actividad económica (ventas directas e indirectas) cada año, que se convierten en más de 25.000 M€ de Valor Añadido directo e indirecto (es decir, PIB).

→ Esta actividad directa e inducida por Mercadona ayuda a que las Administraciones públicas recauden 9.000 M€ cada año. Recuerda que sólo Mercadona, sin contar nada más que a sus empleados y sus accionistas, permitió a la administración pública recaudar casi 11.200 M€ en los últimos 9 años (1.236M€ al año).

Cada euro que se lleva Juan Roig y sus accionistas a su bolsillo genera más de 18 euros de impuestos directos, pero, en total, unos 57 € entre directos e inducidos.

Si para ganar 1 € facilito la recaudación de 57 € de recaudación fiscal gracias a la empresa que he fundado, y a cambio lo que tengo es que me llamen capitalista salvaje e inmoral, ¿no crees que el principal socio, que sólo está para recoger beneficios, es un maltratador en potencia que, además, pretende hacer sentir culpable a quien como Juan Roig trata de mantener un negocio a flote?

UN MODELO DE NEGOCIO EXIGENTE EN UN PAÍS ACOSTUMBRADO AL LOW COST

Mercadona es conocida en el sector como un comprador muy exigente en precios y estándares de calidad a los proveedores. Su modelo de negocio pasa por 1) cuidar mucho al empleado, 2) exigir a sus proveedores (en tiempos, innovación, mejora continua, calidad, precios...) y 3) trasladar todo ello al cliente. Sin clientes, no habría Mercadona, ni ninguna empresa.

También es conocida por su importancia en la penetración de la marca propia (Hacendado), con un modelo low cost basado en la innovación y la eficiencia continua. Esto rompe con el modelo low price, es decir, modelos que buscan la bajadas de precios por la vía de menores salarios, ahorros de costes que limitan la calidad, un mayor impacto ambiental, evasión de impuestos e imponiendo reglas leoninas a sus proveedores, por ejemplo.

En este sentido, es muy importante distinguir qué modelos de negocio destruyen valor social y cuáles lo crean. Para profundizar en ello, te invito a bucear en trabajo que está haciendo la Fundación Knowcosters.

Por otro lado, el modelo marca blanca (las marcas propias de los distribuidores), y existen estudios al respecto, tienen algunas limitaciones que sería importante conocer:

- → Porque reduce la rentabilidad (e incentivos) de la innovación de las marcas fabricantes.
- → Lo que limita el número de innovaciones en el sector de la distribución: se han frenado en más de un 44%, en concreto, en los últimos 10 años. Y el consumidor, de forma silenciosa, es quien pierde esa potencia de innovación.
- → Esto es muy problemático porque las marcas de fabricantes, empresas pequeñas y grandes que quieren crecer en el mercado y que luchan por hacerse un hueco, son el motor de la innovación, se les 'corta el oxígeno' por las cadenas de distribución, precisamente por el efecto de apostar por la marca blanca de forma agresiva.
- → De hecho, los productos más innovadores suelen estar en 1 de cada 4 tiendas...
- → Esto suele generar problemas de exceso de capacidad productiva, cambios en las ventas de los fabricantes de sus primeras marcas hacia marcas blancas (para mantener ocupadas sus fábricas), caída de rentabilidad, despidos y, en varias ocasiones, cierres de empresas.

→ Esto ejerce una presión extra a toda la cadena de valor, dificulta el crecimiento y la calidad de vida en el medio rural, y puede poner en peligro a medio plazo a la propia cadena de suministro de alimentos.

Obtener 2,7 euros de beneficios por cada 100 de ventas es realmente complejo, y más en un país donde el consumidor en más del 70% de las ocasiones elige por criterios de precio.

El consumo informado es la única manera sana y sostenible para incentivar la innovación y fomentar el crecimiento de las empresas con mayor potencial en la industria agroalimentaria de España. Un consumidor informado, como nos dice Knowcosters, permitiría reducir la explosión de marcas low price, dañinas. La clave está en que el cliente, y todos somos clientes, decide en cada compra y no todo vale.

Qué compras, por qué lo compras, qué personas hay detrás de cada producto, qué impacto ambiental tiene, así como fiscal y social. Todo esto es (y será aún más) determinante para fijar las diferencias entre las marcas. Una empresa no es una isla, y los modelos de negocio se sofistican cuando el cliente realmente reclama, y paga, por ello.

Un país low price en todo, es un país que se va vaciando de valor (y de calidad de vida) de forma lenta y silenciosa. Esto es un proceso circular: somos un país de baja productividad, escasa innovación, poca empleabilidad cualificada y, en definitiva, con mucha dificultad para hacer crecer nuestra renta. Y compramos lo que nos permite el bolsillo.

Pero aquí no hay un problema de huevo o gallina. Sólo creando riqueza, alta productividad, y por tanto mejores salarios, los ciudadanos podrán exigir modelos de negocio, productos y servicios que cuiden mucho más la innovación, la calidad de vida en el medio rural, la marca y los valores y la huella que dejan en el mundo.

En este contexto, con una clara diferenciación frente al low price (y una apuesta por la eficiencia y la innovación continua), me parece intolerable la agresividad institucional con la que una parte de la clase política y mediática trata a una familia empresaria como la de Juan Roig.

Los datos son apabullantes. Nuestro capital social e institucional tiene un cortocircuito terrible si en vez de aupar a las familias y personas que mantienen las empresas a flote, y arriesgan su patrimonio, re-invierten y crecen con fuerza, se les trata como personas inmorales, salvajes y una serie de improperios dignos de miserias mentales donde no nace ninguna riqueza posible.

El único camino que conozco es el de crear riqueza, a través de nuestro recurso y poder humano más ilimitado, el conocimiento. Para fomentar mejores empleos, salarios y calidad de vida. A la vez, trabajemos para ofrecer el mejor consumo informado posible.

Todos somos clientes, y tenemos mucha capacidad e inteligencia para saber qué es lo mejor para nosotros mismos y los nuestros, dadas nuestras circunstancias laborales y personales. Las empresas que no lo respeten... morirán solas.

Pero ejercer de maltratador a quien para obtener 1€ genera 57€ de recaudación pública —con un modelo de negocio muy sólido y cuidando a la cadena de valor— es, cuanto menos, una broma de mal gusto.

hablemos

Javier García
607 592611
jga@sensumfinanzas.com

https://www.linkedin.com/in/javisintetia/