

LA FAL·LÀCIA DEL PER

JAVIER TOMÉ

Gestor de Carteres

Fimarge SFI, SA

El PER (Cotització entre Benefici per Acció, de les sigles en anglès *Price Earnings Ratio*) és aquella ràtio que tothom coneix, a la que fins i tot els diaris de color salmó dediquen un espai i a la que tota la comunitat financera ret homenatge. Al cap i a la fi és fàcil de calcular i, de forma gairebé intuïtiva, indica si una acció està cara o barata. Aquesta és la teoria. La realitat és que el PER és un múltiple molt pobre sobre la valoració d'una companyia. I m'explico: ni un PER alt significa que una companyia està cara, ni un PER baix significa que està barata.

El benefici net no és més que l'opinió comptable dels gerents de l'empresa sobre les seves pèrdues i guanys en un període, òbviament en acord amb el Pla General Comptable i, com no, auditada per un *Big Four* per donar-li més prestància. Però allò que tothom que es juga un duro a borsa hauria de preguntar-se és: quant d'aquest benefici net comptable es tradueix realment en caixa? O, més aviat: si sumo les vendes cobrades, resto els costos pagats, els interessos del deute, les inversions necessàries per mantenir el negoci i el que s'emporta el principal soci, que no és altre que Hisenda, quant queda a la caixa? En molts casos, per bé que el compte de resultats sembli molt saludable, la veritat és que l'empresa "crema caixa" fins al punt d'haver de refinançar els venciments de deute, amb l'agreujant de mantenir uns dividends que habitualment es vinculen a un percentatge del benefici net, el també famós *payout*.

Vegem doncs per què un PER alt pot no indicar que una empresa està cara. Imaginem una empresa que ha realitzat inversions importants en anys recents, per exemple per augmentar la seva capacitat productiva (no en adquisicions que inflen l'EBITDA, d'això ja en parlarem un altre dia). En anys posteriors farà front a altes amortitzacions que resten en el benefici abans d'impostos i que augmenten el PER, però que realment no són una sortida de caixa, de manera que el 100% del benefici net – o més – es converteix en caixa disponible per retornar deute i retribuir l'accionista. Ara imaginem el cas contrari. Una empresa de PER baix, on el benefici net té bon marge sobre vendes, però que cobra tard i malament, que està immersa en ple procés d'inversions i que, endemés, ha de fer front a unes despeses extraordinàries que, amb sort, ja tenia provisionades. Resultat: el grau de conversió del benefici net en caixa és tan pobre que obliga a finançar el dèficit amb més deute o amb una ampliació de capital. Això sí, el dividend és sagrat, perquè el *payout* és el *payout*.

Tot això per explicar que a la simple fórmula que és el PER cal incorporar-li múltiples factors com el fons de maniobra, les inversions de manteniment, les provisions, les amortitzacions i els impostos i interessos que realment es paguen. La qüestió és aïllar el flux de caixa lliure o, altrament dit, la caixa que l'empresa realment genera amb la seva activitat ordinària. Si aquesta xifra és interessant amb relació al valor en borsa de la companyia pot ser una



compra i, si és baixa, una venda. I quina és aquesta interessant xifra amb relació al valor en borsa? Doncs aquí entren en joc saberudes equacions, però aplicant el sentit comú, hauria de ser superior al tipus del bo a 10 anys del país de la companyia, més una prima de risc – diguem-ne del 5% – por allò que l'accionista és l'últim en cobrar en cas de liquidació. El mateix Oracle d'Omaha es basa en plantejaments com aquests.

A Fimarge volem tenir companyies la rendibilitat de les quals sigui al menys del 7%, recurrents, poc endeutades i focalitzades en sectors de consum bàsic. I les tenim. ¿Per què? Perquè la volatilitat de les accions és una funció de la situació patrimonial de la companyia i de la predictibilitat dels seus fluxos de caixa i, en la situació actual, del que es tracta no és de guanyar molts diners, sinó de defensar els que ja s'han guanyat. La volatilitat és per als *traders*, no per als que ens guanyem la vida llegint balanços amb vocació de llarg termini.

El PER no ha de ser per tant un element essencial en la valoració d'empreses. Cal contextualitzar-lo, ajustar-lo i combinar-lo amb multitud d'indicadors i de ràtios. Per posar un cas extrem: Pescanova cotitzava a PER 8,0x just abans de declarar-se en concurs de creditors però la caixa procedent de l'ampliació de capital feta només sis mesos abans s'havia esfumat. En aquest cas extrem, i reconeixent honradament la comoditat de l'anàlisi a misses dites, hom s'adona que fallava alguna cosa en la conversió de caixa. L'estat de fluxos de caixa és, possiblement amb l'estat de canvis en el patrimoni net, l'estat financer al que es dóna menys importància. Però en té. Si comprar empreses de PER baix fos garantia d'èxit, això seria massa fàcil.