



Tema del mes:

Invertir en tecnología



6 págs



20 min.

Tecnología Valoración Largo plazo FCF

La inversión en compañías tecnológicas lleva estando en boca de todos los inversores desde hace tiempo, puesto que cada vez más, la tecnología afecta a todo lo que sucede hoy en día, generando una importante atracción en la comunidad inversora. Lo más común es entender la tecnología como invertir en empresas dedicadas a semiconductores, proveedores de software, hardware, comunicaciones y networking (internet)... pero ¿es la única forma de invertir en tecnología? ¿son realmente sólo esos negocios los que están expuestos a la tecnología?

1 Empresas tecnológicas

Una empresa que investiga, desarrolla o fabrica productos y servicios utilizando tecnología podemos denominarla empresa tecnológica.

Fácilmente reconoceremos como acciones tecnológicas empresas como **Amazon, Apple, Alphabet, Netflix, Microsoft, Cisco** o **IBM** entre otras. Todas ellas usan la tecnología para llevar a cabo sus negocios. Pero ¿cuál es la realidad de sus negocios?.

Netflix es una productora y distribuidora de películas y series, **Google** y **Facebook** viven de la publicidad, **Amazon**, tiene gran parte de su negocio centrado en la distribución minorista, son algunos ejemplos de compañías cuya actividad se centra cada vez más en brindar servicios en lugar de estrictamente vender tecnología.

Todas estas empresas cada vez están más relacionadas con negocios tradicionales, y está sucediendo también lo contrario, sectores "de

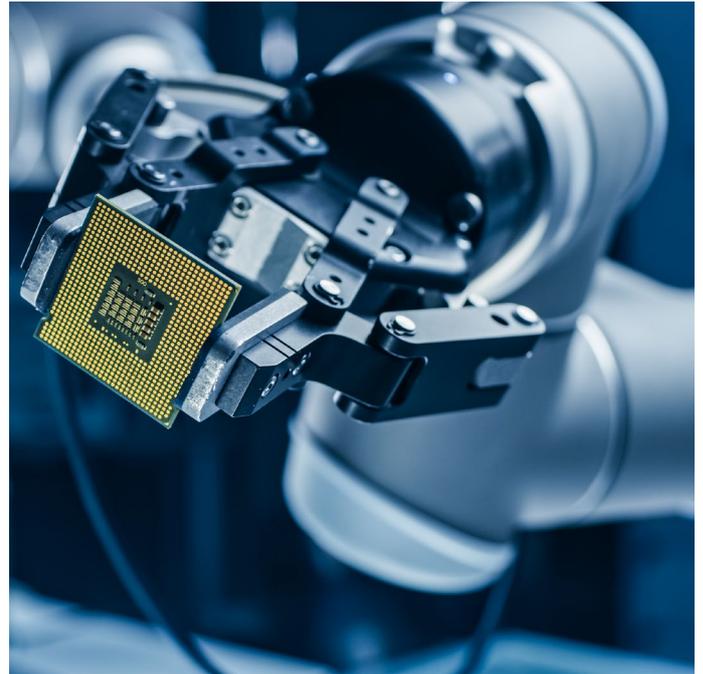


Foto: Alta tecnología brazo robot con procesador.

toda la vida" están incorporando tecnología, combinándola con su actividad tradicional hasta que se vuelven inseparables, dotando a sus productos de un gran componente tecnológico para que este subsista permitiendo ser más competitivos. Un ejemplo podría ser el sector automóvil, que cada vez cuenta con nuevas prestaciones que serían semejables a las de una industria completamente distinta como puede ser la fabricación de teléfonos móviles.

Por lo general, la **tecnología** es uno de los sectores tradicionales etiquetados como puro crecimiento, pero lo importante es identificar si realmente esa tecnología dota a la compañía de una ventaja competitiva sostenible en el tiempo. El ser disruptivo en sí mismo no implica rentabilidad extraordinaria en el largo plazo. El crecimiento de un sector o compañía no es



sinónimo de alta rentabilidad, más bien podría ser un problema a futuro. El crecimiento atraerá capital que mantendrá la rentabilidad en niveles moderados, y si no hay restricciones legales a la competencia, ésta vendrá de una manera u otra.

Un buen producto novedoso no es suficiente. Tiene que ser el principio de algo sostenible en el tiempo. Una **tecnología avanzada**, salvo que cree barreras insalvables, lo más seguro es que favorezca a los usuarios, y no siempre implica lo mismo a los accionistas. Tanto un buen producto como una buena tecnología serán copiados inmediatamente por la competencia si no dispone de barreras de entrada lo suficientemente sólidas que permita conseguir mantener, a medio y largo plazo, su posición en el mercado, incluyendo la rentabilidad extraordinaria que anhela todo inversor.

“(...) Un buen producto novedoso no es suficiente. Tiene que ser el principio de algo sostenible en el tiempo.”

Por otro lado, en un gran número de ocasiones, los negocios con una larga historia tendrán más posibilidades de supervivencia que los nuevos. Es decir, tendremos más posibilidades de asegurar que el negocio pueda estar en la misma situación en los próximos diez años. Si no somos capaces de estar seguro de ello, si creemos que nuevas tecnologías o nuevos gustos del consumidor pueden alterar la posición en el mercado del negocio, la oportunidad de inversión en el largo plazo deja de ser tan clara.

2 ¿Qué ha pasado?

Como hemos comentado, la tecnología tradicionalmente se ha etiquetado como un sector de puro crecimiento. Tras una fase de crecimiento irracional a finales de los años 90 conocida como la Burbuja de las **PuntoCom**, con el auge que supuso en aquella época la inversión en todo lo relacionado con Internet, las ganancias en este tipo de empresas parecían aseguradas y el precio de las transacciones no importaba porque la cotización de las compañías del mundo online subía como la espuma y parecía no tener fin. Pero la burbuja estalló desencadenando en grandes pérdidas económicas y financieras, donde la industria perdió un tercio de su valor y cientos de compañías terminaron desapareciendo, acabando con la euforia ininterrumpida durante 4 años.

Evolución índice Nasdaq de 1994 - 2005



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

Algunos inversores pueden pensar que estamos a las puertas de un escenario similar tras la fuerte caída del índice **Nasdaq** y de todas las grandes tecnológicas o **FAANGs** en 2022. Los contextos y las razones de las caídas son distintas. En los 2000 se crearon

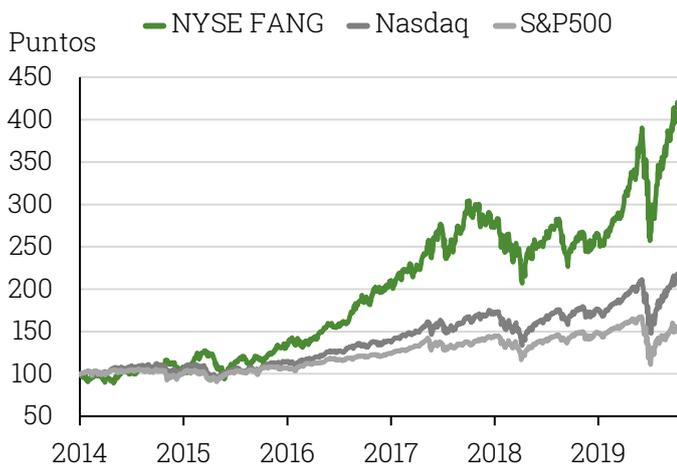


muchas compañías por encima de la demanda entendiendo que Internet revolucionaría la economía, donde la mayoría de las compañías ni generaban ventas. Los actuales modelos de negocio han entrado en una fase más predecible, ligado a la productividad real y, sobre todo, la demanda es mucho mayor, dado que nuestras necesidades tecnológicas son muy superiores.

Ahora bien, ¿tenía sentido las valoraciones de las que partían estas compañías antes de empezar la corrección? ¿qué ha cambiado?

Venimos de una década de predominancia absoluta de las acciones tecnológicas en los mercados bursátiles, tendencia que se multiplicó tras el estallido del Covid, cuando tras los confinamientos y las posteriores restricciones supuso una subida constante en las cotizaciones de estas compañías entendiendo que el crecimiento en las ganancias no iba a ser temporal.

Evolución 19 sept 2014 - 30 jun 2020



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

De hecho, el Nasdaq se convirtió en el primero de los principales índices de Wall Street en recuperar sus pérdidas inducidas por el coronavirus, llegando a batir récords históricos a diario durante los siguientes meses.

En épocas de auge y expansión como la que hemos vivido durante los últimos años, los inversores pueden inclinarse por invertir en compañías sin atender especialmente al tipo de actividad que desarrollan o incluso estar dispuestos a financiar negocios que no generen dinero. Pero esa situación ha cambiado.

“(...) Los tipos más altos descuentan más el valor de los beneficios futuros más alejados en el tiempo, (...)”

El temor a que la alta inflación fuerce a los bancos centrales a ser más agresivos a la hora de retirar sus estímulos monetarios explica el fuerte castigo que han recibido este tipo de compañías.

Los tipos más altos descuentan más el valor de los **beneficios futuros** más alejados en el tiempo, lo que puede presionar especialmente a los valores de crecimiento poniendo en duda la justificación de sus valoraciones. ¿Por qué? Es muy sencillo.

Es una técnica habitual valorar las acciones utilizando el modelo de descuento de flujos (que no es más que traer a valor presente las estimaciones de flujos de la empresa), especialmente en las acciones de alto crecimiento, que tienen ganancias esperadas en un futuro lejano. Esto significa que las ganancias proyectadas se descuentan al presente utilizando una tasa de descuento, generalmente el rendimiento del considerado activo libre de riesgo (comúnmente los bonos gobierno a 10 años) más una prima por

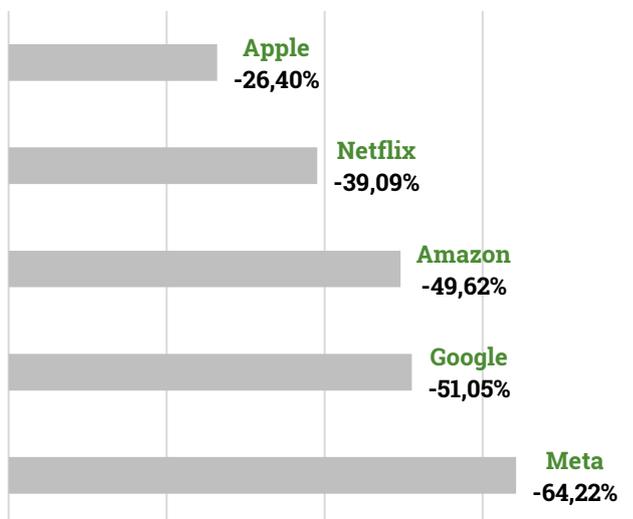


el riesgo del negocio asumido. Cuando la tasa de descuento baja el valor presente de los flujos de caja futuros será mayor, mientras que, si la tasa de descuento sube, el valor actual de dichos **flujos de caja** será menor.

Entonces, naturalmente, cuando los rendimientos de los bonos a 10 años aumentan como ahora, las compañías cuyos beneficios esperados se encuentran más alejados en el tiempo obtendrán un valor actual de sus flujos inferior, porque cuanto más lejos en el tiempo se sitúen, y mayor tamaño tengan, su valor presente será más sensible a cambios en las tasas de descuento, puesto que el momento en el que se producirán esos flujos cobra importancia.

Esto es uno de los principales motivos que han provocado las caídas del Nasdaq 100, que ha tenido uno de sus peores desempeños desde 2008 y el tercer peor año registrado con caídas del 33%.

Comportamiento FAANG durante 2022



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

Pero no sólo se explica en términos de valoración, hay otro factor en juego. Durante tiempos inflacionistas, las empresas con ganancias reales pueden aumentar los

márgenes incrementando los precios. En su conjunto, las empresas 'value' tienden a ser más maduras, lo que significa que tienen ganancias y márgenes para mejorar. Por el contrario, las acciones de crecimiento se caracterizan por las ganancias esperadas, muchas de estas actualmente de hecho son inexistentes, por lo que tendrán menor margen para beneficiarse de las subidas de precios. En otras palabras, están pagando más a sus empleados, pero sus negocios no presentan la solidez para poder ganar más dinero, lo que lógicamente imposibilita esta mejora de márgenes.

Es por ello que, en este entorno de mayor inflación, acompañado por un proceso de normalización de tipos de interés y una gradual retirada de estímulos monetarios, en **Cobas AM** seguimos manteniendo la convicción de estar invertidos en compañías que en el largo plazo crezcan por sí mismas de forma estructural.

3 ¿Se puede invertir en tecnología siendo 'value'?

En **Cobas AM** actualmente no tenemos exposición a ninguna compañía de tecnología de software sino más bien tecnología industrial. Veamos unos ejemplos:

Maire Tecnimont: su negocio consiste en la ingeniería y construcción de plantas petroquímicas, fertilizantes y refinerías. Es una compañía que tiene patentes de procesos químicos y tecnología que le permite tener una posición diferencial en determinadas verticales, por ejemplo, en el lado de renovables con una posición muy buena y también en petroquímica con polipropileno,



con una tecnología propia en urea en fertilizantes. Dispone de conocimiento amplio en toda la cadena de valor del hidrogeno lo cual le proporciona un buen posicionamiento en la transición energética. Tienen una transferencia muy clara a nuevas energías, especialmente por fertilizantes como el amoniaco, en concreto, convierten el hidrógeno en amoniaco para poder transportarlo en grandes distancias, de donde se produce a donde se consume.

Un ejemplo de este posicionamiento líder es la adjudicación del contrato en Italia para hacer el hub/centro de desarrollo de hidrogeno en Roma, con una subvención de 200Mn€, casi la mitad de la financiación destinada para este tipo de proyectos en el país. Hechos que sostienen la posición fuerte de **Maire Tecnimont**, aprovechando el conocimiento químico que tienen para desarrollar nuevas energías limpias.



NATIONAL OILWELL VARCO: es líder mundial en el suministro de los principales componentes mecánicos para plataformas petrolíferas de perforación tanto subterránea como submarina. Automatización de procesos en la utilización del pozo pudiendo adelantarse a las necesidades de estos antes de que se rompa o haya problema, requieren también menos personal y por tanto contaminan menos.

ATALAYA MINING: es una Minera de concentrados de cobre y subproductos de plata. Tienen una tecnología propia ELIX, que se encuentra en fase de pruebas avanzadas con el objetivo de escalarlo en términos industriales. Permite una capacidad de recuperación de minerales y de extracción muy eficiente, contando con un contrato en exclusiva durante los siguientes 10 años.

RENAULT: fabricante de vehículos. Disponen de una buena tecnología en coche eléctrico. **Renault** y **Nissan** fueron pioneros en el desarrollo de los primeros modelos eléctricos. Tienen una comprensión de la batería y coche eléctrico excelentes y son también líderes en motores híbridos. Son pioneros en reciclaje de las baterías, por su conocimiento y porque sus coches de baterías eléctricas ya llevan más 10



DANIELI: Líder mundial en diseño y construcción de plantas de acero. De una de las formas más eficiente y ecológica que son aquellas que utilizan el Arco Eléctrico. Es propietario de tecnología para reducir la emisión de CO2 en las plantas de fabricación de acero.



años de vida útil en mercado (casi ningún fabricante puede decir lo mismo). Sin duda puede beneficiarse de esto al tener desarrollado en términos industriales un proceso de reciclaje de baterías eléctricas.

BW OFFSHORE: a través de la participada BW Ideoll, es una de las pocas empresas pioneras en el mundo de granjas eólicas flotantes, que pueden estar más cerca de la costa o pueden ser molinos flotantes. Se encuentran en fase de desarrollo, contando con un gran potencial. Hoy en día no se le da mucho valor en bolsa, pero si mejoran las perspectivas eólico-flotantes sin duda la compañía parte de una situación ventajosa.

SAMSUNG C&T: una de las principales áreas del holding es Samsung Electronic. Dentro del segmento de electrónica en torno al 50-60% de los beneficios son generados por las tarjetas de memoria. Es un negocio que a lo largo de los años se ha convertido en un oligopolio, que cuenta con solo 3 jugadores importantes, **Micron Technology, Hynix y Samsung**, que abarcan el grueso de la cuota de mercado mundial. Por otra parte, es un negocio intensivo en capital que restringe las barreras de entrada a nuevos competidores,

especialmente por el alcance de la tecnología que utilizan, lo cual les dota de ventajas competitivas sostenibles en el tiempo y da un grado muy elevado de visibilidad en la generación de flujos de caja.

LG ELECTRONICS: Compañía líder mundial en el negocio de electrodomésticos y televisores OLED. Buenos negocios, recurrentes que generan un efectivo estable y con una marca y tecnología fuerte detrás.

Estos son algunos ejemplos de compañías con un fuerte componente tecnológico en el desarrollo de sus negocios. Como se puede apreciar las líneas de actuación tienen poca o ninguna relación, pero queda ejemplificado la posición de liderazgo que tienen en sus respectivos nichos en parte gracias al alcance tecnológico del que disponen.

En **Cobas AM** pensamos que lo importante es entender el negocio, independientemente del componente tecnológico, pagar múltiples atractivos y saber identificar la sostenibilidad en el tiempo de las barreras de entrada que aseguren la visibilidad en el largo plazo de las compañías.

