

¿Se pueden evitar los chicharros en Bolsa? Por Pablo J. Vazquez

Les traigo aquí un artículo que ya publiqué en su día en otro foro. De todos modos, creo que será novedad para la gran mayoría, y dada la temática de este blog, creo, sinceramente, que refleja el potencial de un análisis tipo value. La clave del value investing es detectar, a través de la lectura de las cuentas anuales, aquellos detalles que el mercado pueda estar pasando por alto. Detalles que nos pueden llevar a tomar una posición larga si creemos que el mercado los infravalora o detalles que nos pueden llevar a considerar una cotización como excesiva (o con excesivo riesgo) y rehuir de tomar posiciones. Este artículo nos habla de estos últimos. Lo transcribo literal:

Para empezar, deberíamos ponernos de acuerdo en qué entendemos por chicharro. Creo que podríamos sentirnos cómodos con la siguiente definición: valores de baja capitalización (nº acciones en circulación por precio de mercado) que presentan, a priori, un riesgo elevado. Intuyo, sin embargo, que ya no será tan fácil ponernos de acuerdo en qué es eso de riesgo elevado y menos todavía en algo más importante: cómo evaluamos si hay o no ese riesgo elevado. Pero voy a intentarlo... Y para ello voy a ilustrarles con el caso de una compañía que cumple con el perfil de chicharro y que, valiéndonos de un análisis al más puro estilo “value-investing”, podríamos haber evitado un quebranto patrimonial en el caso de haber caído a su “encanto”. Es el caso de American Superconductor Corporation (AMSC).

Les cuento. Recientemente, un inversor bursátil tuvo a bien compartir con la comunidad financiera (a través de [Rankia](#)) una mala experiencia personal: el 11 de Febrero había decidido comprar acciones de AMSC a un precio de 27,60 dólares. El 6 de Abril la cotización cayó casi un 50% para situarse en 14,47.



Inmediatamente me pregunté: ¿qué le hubiera recomendado de haberme pedido consejo ese mismo 11 de Febrero minutos antes de ejecutar la orden de compra? Veamos.

Primero, la información. Debemos manejar el mayor volumen de información posible. A fecha de 11 de Febrero de 2011 contamos con el acceso a dos fuentes de vital importancia: por un lado, el último informe anual, publicado el 27 de Mayo de 2010 y que hace referencia al período que va desde el 1 de Abril de 2009 al 31 de Marzo de 2010 (la empresa no cierra su contabilidad en Diciembre, como la mayoría); y, por otro lado, el último informe trimestral, publicado el 3 de Febrero de 2011 y que hace referencia al período que va desde el 1 de Octubre de 2010 hasta el 31 de Diciembre de 2010. Ambos documentos los podemos encontrar en la base de datos EDGAR (<http://www.sec.gov/edgar.shtml>) de la U.S. Security and Exchange Commission (SEC). El gráfico de cotización mostrado anteriormente también nos suministra información, ya que, combinado con el beneficio por acción, nos puede orientar sobre si la acción peca de sobrevalorada.

Ya tenemos, pues, las herramientas. Pasemos ahora al análisis. Comencemos por el precio de la acción. Recordemos que nuestro inversor compró a 27,60 dólares. ¿Caro? Veamos su PER, esto es, las veces que el precio contiene al beneficio por acción (BPA) o, dicho de otro modo, los años que tienen que pasar para que con ese beneficio anual cubramos el precio pagado. Como la última información disponible se corresponde con el último trimestre (Oct-Dic 2010), partiremos de aquí para obtener una estimación del beneficio por acción anual (beneficio todavía no publicado, ya que las cuentas anuales no estarán disponibles hasta Mayo de este año).

El siguiente cuadro, extraído del informe, arroja dos datos que nos permiten su cálculo: el BPA (Net income per common share) acumulado de los últimos 9 meses (0,75) y BPA del último trimestre (0,33) – tomamos el diluido (Diluted) ya que recoge el efecto que tendría la puesta en circulación de unas acciones todavía pendientes de emisión, bien sea, por ejemplo, por la existencia de remuneración a los empleados en forma de stock options o deuda convertible en acciones. Asumiendo que la empresa repite en el cuarto trimestre el BPA del tercero, basta con sumar las dos cifras apuntadas para obtener una estimación razonable del BPA anual: 1,08 dólares por acción. Eso nos da un PER de 25,55. Es decir, tardaríamos más de 25 años en recuperar nuestra inversión inicial. Caro no, carísimo.

	Three months ended December 31,		Nine months ended December 31,	
	2010	2009	2010	2009
Revenues	\$ 114,193	\$ 80,659	\$ 312,932	\$ 228,331
Cost and operating expenses:				
Cost of revenues	67,709	50,444	186,160	146,498
Research and development	9,057	6,421	24,249	16,365
Selling, general and administrative	15,564	12,881	47,874	36,478
Amortization of acquisition related intangibles	393	473	1,154	1,378
Restructuring and impairments	—	—	—	451
Total cost and operating expenses	92,723	70,219	259,437	201,170
Operating income	21,470	10,440	53,495	27,161
Interest income (expense), net	172	193	549	625
Other income (expense), net	2,137	195	4,745	(2,651)
Income before income tax expense	23,779	10,828	58,789	25,135
Income tax expense	7,775	5,649	23,628	13,824
Net income	\$ 16,004	\$ 5,179	\$ 35,161	\$ 11,311
Net income per common share				
Basic	\$ 0.33	\$ 0.12	\$ 0.76	\$ 0.26
Diluted	\$ 0.33	\$ 0.11	\$ 0.75	\$ 0.25

Vayamos ahora a los fundamentales de la empresa. Me centraré sólo en dos para descartar la inversión en esta empresa: su trayectoria en lo que a resultados se refiere y el grado de diversificación del negocio y de la clientela.

La siguiente tabla la he extraído del último informe anual publicado (Mayo de 2010). En ella se detalla la composición del Patrimonio Neto y Pasivo de la empresa, esto es, el desglose de sus fuentes de financiación. Así, a grandes rasgos, podemos decir que una empresa obtiene financiación a partir de tres fuentes: emitiendo acciones, emitiendo deuda o reinvertiendo los beneficios. La deuda figura en el Pasivo, mientras que la emisión de acciones (con la prima correspondiente) y la retención de beneficios figuran en el Patrimonio Neto. Y es en esta última fuente en la que quiero que centren su atención. El propio nombre de la partida “Accumulated deficit” nos revela una dura realidad: lo único que la empresa ha sido capaz de retener son pérdidas. La cifra del 2010 (columna de la izquierda) habla por si sola: las pérdidas acumuladas se elevan a casi 411 millones de dólares (las cifras del balance están en miles). ¿Qué si esta cifra es elevada? Pues pongámosla en relación al importe total de los activos de

la empresa. Por equivalencia contable, el importe de los activos coincide con el montante de la financiación necesaria para adquirirlos, esto es, una cifra ligeramente superior a los 400 millones que refleja la última fila de la tabla (Total liabilities and stockholders' equity o Total pasivo y patrimonio neto). Conclusión: Ha acumulado pérdidas por un valor superior a sus activos. Para echarse a correr...

LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY		
Current liabilities:		
Accounts payable and accrued expenses	\$ 84,319	\$ 60,253
Deferred revenue	19,970	21,066
Total current liabilities	104,289	81,319
Deferred revenue	13,302	4,902
Deferred tax liabilities, net	1,248	840
Other	380	184
Total liabilities	119,219	87,245
Commitments and contingencies (Note 9)		
Stockholders' equity:		
Common stock, \$0.01 par value Authorized shares — 100,000,000; shares issued and outstanding 44,829,541 and 43,297,635 at March 31, 2010 and 2009, respectively	448	433
Additional paid-in capital	698,417	653,054
Deferred contract costs — warrant	—	(2)
Accumulated other comprehensive loss	(7,011)	(4,487)
Accumulated deficit	(410,889)	(427,137)
Total stockholders' equity	280,965	221,861
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 400,184	\$ 309,106

Hablemos ahora de la cifra de negocio de la empresa (Revenues) y su grado de diversificación, tanto en productos como en clientela. Pocas veces una tabla y un comentario son tan devastadores. Atentos a la siguiente foto:

The operating results for the two business segments are as follows (in thousands):

	Three months ended December 31,		Nine months ended December 31,	
	2010	2009	2010	2009
Revenues:				
AMSC Power Systems	\$112,114	\$77,026	\$305,582	\$219,513
AMSC Superconductors	2,079	3,633	7,350	8,818
Total	<u>\$114,193</u>	<u>\$80,659</u>	<u>\$312,932</u>	<u>\$228,331</u>

For the three and nine months ended December 31, 2010, a substantial portion of the Company's revenues was derived from one customer: Sinovel Wind Co., Ltd., a manufacturer of wind turbines based in China. Sales to Sinovel represented 73% and 75% of total revenues for the three and nine months ended December 31, 2010, respectively, compared to 76% and 69% for the three and nine months ended December 31, 2009, respectively.

De momento, dos cosas: que la línea de negocio que da nombre a la empresa (Superconductors) sólo representa el 2% de total de las ventas, y que el 98% de las ventas se centran en una única línea de negocio (Power Systems). Pero lo más importante y que retrata a la perfección el talón de Aquiles de esta empresa es el hecho de que el ¡¡75% de las ventas!! recaen sobre un único comprador, la compañía china Sinovel. Y ahora, una pregunta que les hago: ¿qué le ocurriría a la cotización si esta relación comercial se deteriora? Ya lo saben, ¿verdad?

En este [link](#) pueden consultar el comunicado que emitió la empresa AMSC el día 5 de Abril de 2011, el día previo a su descalabro bursátil del 50%. Uno de los párrafos de esa nota comienza así: "On March 31, 2011, Sinovel Wind Group Co., Ltd. (Sinovel) refused to accept contracted shipment [...]". Vamos, que la empresa china paraliza las compras....

Y ya para concluir, sólo comentarles una cosa más. Para obtener una primera aproximación a lo que podría ser una estimación conservadora del valor de la acción, les sugería calcular un simple cociente: el BPA entre una rentabilidad exigida del 7,5% -las matemáticas nos dicen que el valor actual de una renta perpetua descontada a una tasa constante es, precisamente, el cociente entre esa renta y la tasa de descuento. Para ello, tomamos el BPA que estimamos anteriormente (1,08) y lo dividimos por ese 7.5% (tasa de descuento que equivale a un razonable PER de 13,33). ¿Resultado? 14,40. ¿Se acuerdan hasta dónde cayó en la sesión del 6 de Abril? Sí, sí, a 14,47. ¿Casualidades? Puede...

Autor: Pablo J. Vázquez

Doctor Economía. Analista bursátil. Co-Fundador Global Value Reports