

# Introducción

El siguiente informe pretende realizar un análisis de la empresa Google (GOOG) desde el punto de vista fundamental. Para ello, partiré de un punto de vista cuantitativo, revisando y comentando sus estados financieros, para después realizar un enfoque más cualitativo. Por último, haré una estimación del precio de la acción y cerraré el análisis dando una opinión personal a modo de conclusión.

En 1996, Larry Page y Sergei Brin, ambos estudiantes de Stanford, desarrollan un motor de búsqueda llamado *BackRub*. Dos años más tarde, formalizan su trabajo creando la compañía que hoy en día es archiconocida como Google. Por lo tanto, Google nació como un motor de búsqueda, basado en el algoritmo *PageRank*. Ya en el año 2000, se anuncia la creación de Adwords, que inicia la entrada de Google en la publicidad. Y cuatro años más tarde, Google sale a bolsa al precio de 85 dólares la acción, convirtiéndose en un gran acontecimiento. Hoy en día su abanico de actuación se ha ampliado, destacando el lanzamiento de Android como sistema operativo para móviles en 2007.

## Análisis de los estados financieros

Iniciaremos este análisis con un escueto resumen con datos de la empresa a diez años, para dejar paso posteriormente a la cuenta de pérdidas y ganancias, al balance, y para terminar, al cash flow.

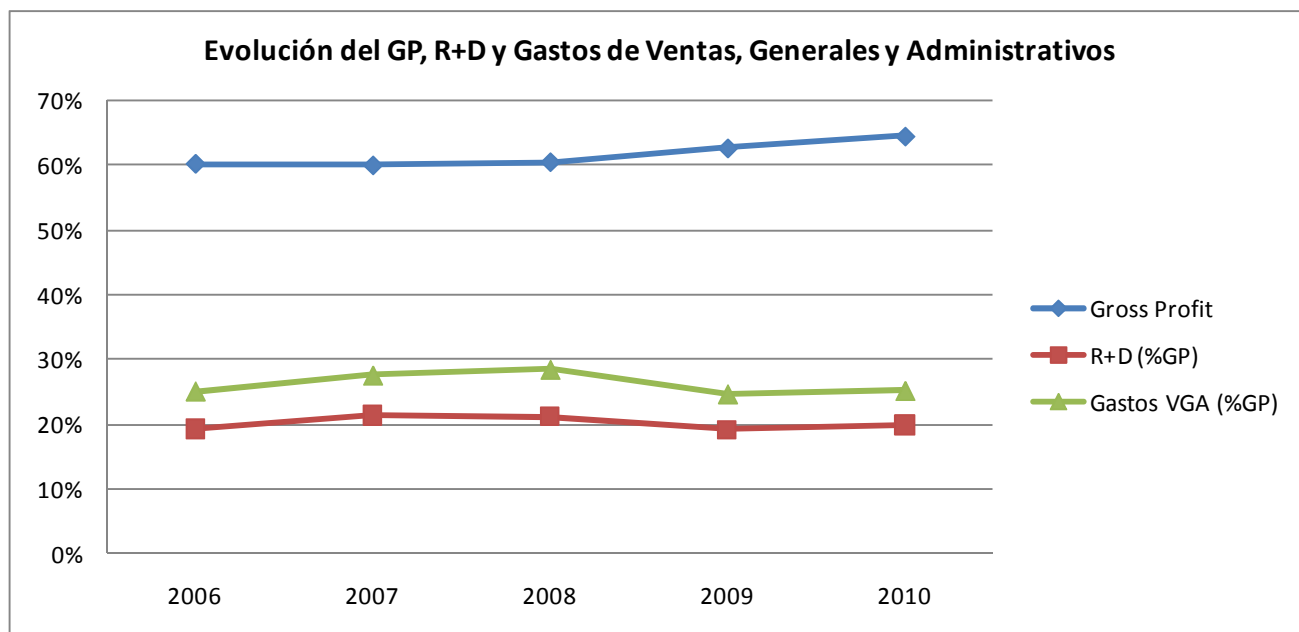
### Resumen a diez años

Año	Ventas en M\$	Bº en M\$	BPA
2010	29,321.0	8,505.0	26.31
2009	23,650.56	6,520.45	20.41
2008	21,795.55	4,226.86	13.31
2007	16,593.99	4,203.72	13.29
2006	10,604.92	3,077.45	9.94
2005	6,138.56	1,465.4	5.02
2004	3,189.22	399.12	1.46
2003	1,465.93	105.65	0.41
2002	439.51	99.66	0.45
2001	86.43	6.99	0.04

La única conclusión que se puede extraer viendo este cuadro es que el historial de crecimiento de las ventas y los beneficios es espectacular. En los últimos 10 años, las ventas y los beneficios han tenido un crecimiento compuesto del 29% anual, mientras que el beneficio por acción ha crecido a un ritmo de un 21% al año. Sin ir más lejos, en el 2010 los beneficios por acción crecieron un 29% respecto al año anterior, pese a que el volumen de ventas es ya muy elevado.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

En los últimos cinco años, las ventas de Google han pasado de 10.600 millones de dólares a más de 29.300 a cierre del 2010 (incremento de un 29% anual). Resulta interesante ver el elevado margen bruto (incluso ha aumentado debido a una reducción del coste de ventas) y el control sobre los gastos de I+D y de ventas, generales y administrativos. Expresados como % sobre el margen bruto, estos gastos combinados no han consumido más del 50% de dicho margen en ninguno de los cinco últimos años. En la gráfica siguiente se aprecia de forma muy visual.



Cabe destacar también que el Beneficio Neto expresado como % sobre las ventas se ha mantenido en los últimos cinco años en valores muy próximos al 30% (excepto en 2008), una cifra muy elevada, que demuestra que Google obtiene una rentabilidad muy alta sobre las ventas.

Un hecho interesante es que a partir de la publicación de los resultados del primer trimestre de 2011, la cotización de las acciones de Google ha sido bastante castigada, debido a que los beneficios por acción diluidos trimestrales han pasado de 6.06\$ por acción a 5.51\$ por acción (un 9% menos). Sin embargo, hay que matizar algo estas cifras. Me explico:

En primer lugar, Google ha provisionado en el Q1 2011 un cargo de 500 millones de dólares por una posible multa del departamento de justicia. Aunque finalmente se acabe pagando y afecte a los beneficios, es un hecho puntual que sería conveniente excluir del análisis de pérdidas y ganancias, pues no es recurrente. Sin ir más lejos, las ventas de Google han aumentado un 27% comparando los trimestres, dato que no refleja un deterioro del negocio. Y su coste de ventas “sólo” un 20%.

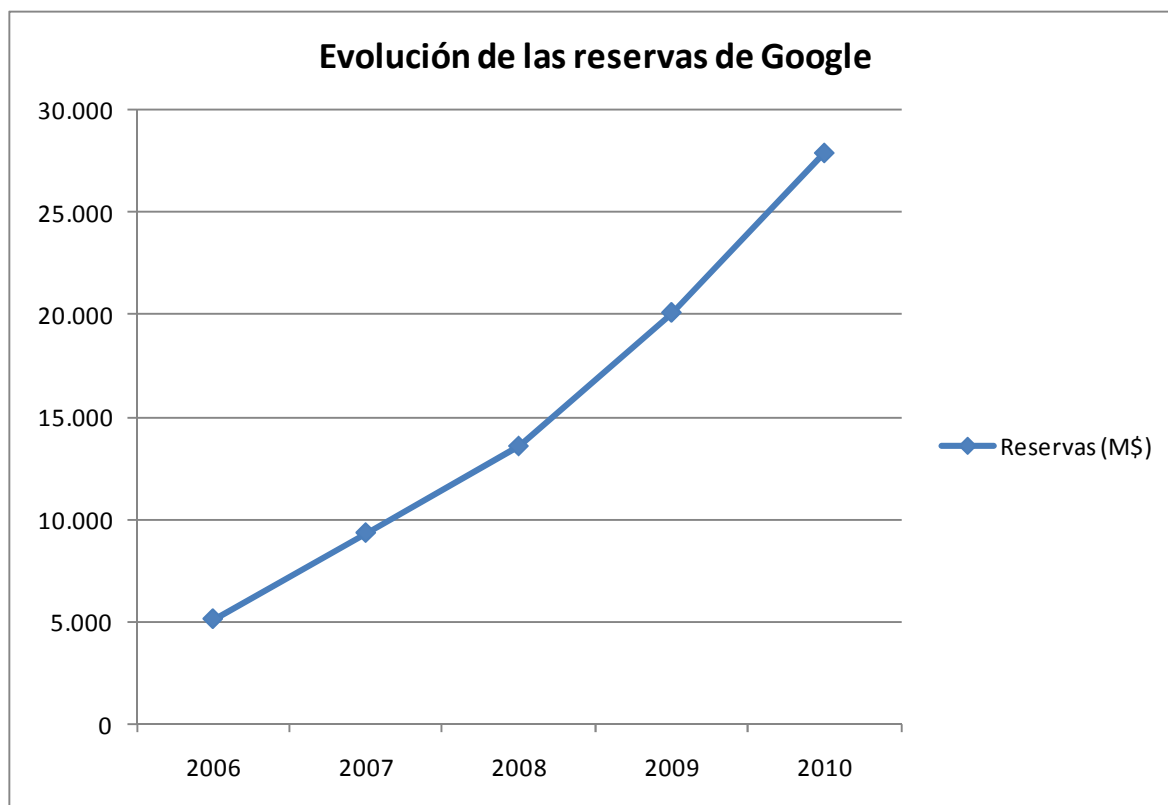
En segundo lugar, el otro hecho que ha impactado en los beneficios han sido los incrementos salariales del 10% que se han aplicado en el 2011, unido a un incremento importante de la plantilla. Considero este incremento de los salarios tan elevado como algo puntual, y sería extraño ver subidas tan bruscas en los próximos años.

Como consecuencia de estos factores, el margen neto de beneficios ha sido de un 21% frente al 29% del mismo período del año anterior. Así pues, esta caída del beneficio por acción se debe a la provisión para cubrir la multa y al gran incremento de los gastos VGA, debidos en parte a la fuerte subida salarial para retener talento. Eliminando el efecto de la provisión de 500 millones y manteniendo los impuestos, el beneficio por acción de Google habría sido aproximadamente un 16% mayor del que tuvo en Q1 2010.

## Balance

El Balance de Google me encanta, porque me gusta ver empresas que crecen así con una deuda a largo plazo igual a cero (los 3.000 millones de deuda a corto plazo tienen un coste de 0.3%). Google tiene en cash y equivalentes casi 12.500 millones de dólares, a lo que hay que añadir más de 24.000 millones adicionales en inversiones a corto plazo, especialmente en deuda pública estadounidense, deuda corporativa y “*mortgage-backed securities*”, algo así como valores con respaldo hipotecario. Tras la crisis subprime esto no suena muy bien, pero no creo que tras todo lo que ha caído estén recibiendo pagos de intereses de los *ninjas*. La conclusión de todo esto es que la solvencia de Google es inmensa, ya que sólo con cash cubre de sobras todo su pasivo corriente, y tiene un ratio de circulante superior a 4.

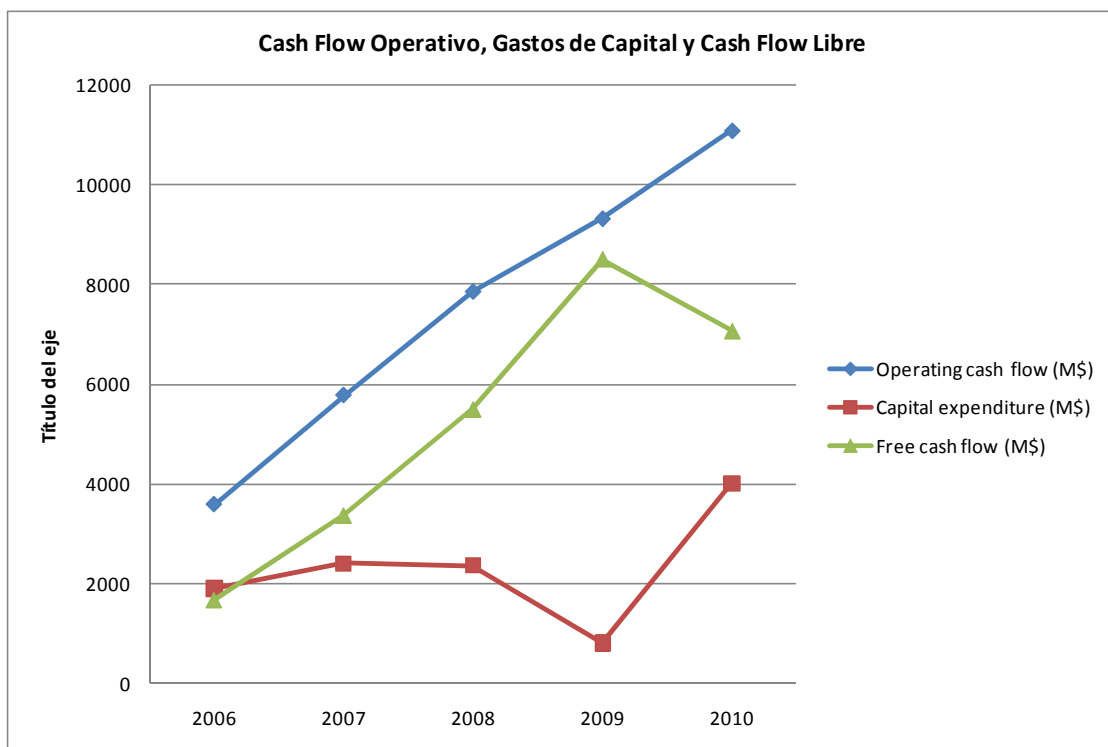
Otra información que me aporta una gran satisfacción es ver la evolución de sus reservas (Google no reparte dividendos) en estos últimos cinco años. Se han incrementado a un ritmo del 52.6% al año. Nada mejor que un gráfico para verlo:



La rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) ha oscilado en torno a un 18% en los últimos cinco años, pero hay que tener en cuenta que Google no tiene una autocartera de acciones propias con valor negativo en los fondos propios. Por ejemplo, si a Coca Cola le sumamos a su patrimonio neto las acciones recompradas, su ROE pasaría de valores cercanos al 30% al 20,1% en 2010. Aún así, un 18% no está mal, pues hay que considerar que Google tiene muchos recursos en forma de cash o inversiones a corto plazo, que generan muy poco retorno. Es un inconveniente de mantener tanta liquidez.

## Cash Flow

Google tiene una capacidad extraordinaria de generar cash. Su Cash Flow propio de las actividades ordinarias ha mantenido un crecimiento muy elevado en los últimos cinco años, mientras que los gastos de capital han estado bastante controlados (excepto en 2010, explicado en gran parte por la adquisición de unas oficinas en Nueva York por 1.800 millones de dólares). El resultado es un Free Cash Flow que ha crecido a un ritmo del 43% anual entre el 2006 y el 2010, pese a la reducción en este último año. Este ritmo no se va a poder mantener muchos años más, pero me sorprende que Google haya podido crecer así recientemente con el alto volumen de negocio que ya tiene.



## Análisis Cualitativo de la empresa

Para comenzar, es importante comentar que un 96-97% de los ingresos de Google provienen de la publicidad online. Solo el 3-4% restante viene de actividades como la implantación del sistema operativo Android en los móviles. Esto significa que el negocio de Google actualmente está extremadamente ligado a su buscador y al sistema de publicidad de AdWords y Adsense. Visto el éxito de Android, parece que se vislumbra una oportunidad muy grande para diversificar el negocio, pero el éxito de Google va a seguir totalmente ligado a su sistema de publicidad. Es una faceta donde la compañía no puede cometer ningún error grave.

Por otra parte, en 2010 un 48% de las ventas provinieron de USA, un 11% de UK y “sólo” un 41% del resto del mundo, con una tendencia a la disminución del peso de UK y ganancia del resto del mundo. USA se mantiene estable. Esto me hace reflexionar acerca del potencial que aún está por descubrir, ya que Estados Unidos todavía pondera prácticamente un 50% de las ventas. A Google aún le queda mucho espacio para crecer en este sentido.

En los últimos informes comentan que los márgenes sufrirán presiones a la baja, debido al cambio en el mix de ingresos por publicidad (los ingresos por publicidad en páginas no propias de Google son menos rentables que los obtenidos por los tradicionales resultados de búsqueda, y mencionan que los primeros van a ganar peso).

### Matriz DAFO

El objetivo de esta matriz DAFO es resumir de forma clara los puntos fuertes y débiles de Google, así como su relación con el entorno, para tratar de tener una visión más estratégica de la empresa.

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"><li>* Crecimiento del uso y del peso de Internet</li><li>* Crecimiento del e-commerce</li><li>* Desarrollo del mercado de Smartphones y Tabletas</li><li>* Cloud Computing</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Caída del consumo debido a la crisis en los países desarrollados</li><li>* Traspase de publicidad online hacia las redes sociales</li><li>* Aumento de la competencia en la captación de publicidad online</li></ul>
FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"><li>* Buscador por excelencia, imprescindible para millones de personas</li><li>* Fortaleza de marca</li><li>* Gran posición de Android como sistema operativo para Smartphones</li><li>* Calidad del equipo, personal con mucho talento y creatividad</li><li>* Enormes recursos financieros</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>* No han reaccionado a tiempo ante la creciente importancia de Facebook</li><li>* Mercado de aplicaciones informáticas para portátiles y sobremesas</li></ul>

Es bien sabido que Google tiene una ventaja competitiva muy difícil de superar en el terreno de las búsquedas, y tiene que seguir en la misma dirección. Búsqueda es sinónimo de Google, y es un servicio totalmente básico en la red. Por otra parte, con Android está procurando dominar el mercado ofreciendo un sistema operativo para Smartphones y tabletas a todos los fabricantes posibles. Este sistema operativo ya es el número uno en los teléfonos inteligentes, y el futuro parece brillante. En cuanto a las tabletas, el éxito irá vinculado a la aparición de dispositivos que

puedan hacer una competencia real al iPad, que por el momento no existen. Además, recientemente se ha anunciado la comercialización de portátiles de bajo precio (Chromebook) que llevarán incorporado el sistema operativo de Google Chrome OS y ejecutarán sus aplicaciones en la nube (en internet). Habrá que estar atento, porque aunque una iniciativa similar fracasó hace una década, los tiempos han cambiado y la estrategia puede salir bien. También sería una forma de atacar el monopolio de Windows y Office en los portátiles y sobremesa, que hoy parece inexpugnable.

Google también ha conseguido desarrollar una marca muy fuerte, gracias especialmente al buscador, pero también al elevado número de aplicaciones que son de gran utilidad: Google Earth, Google Finance, Google Chrome, Google Maps... Es una marca muy presente en la mente de las personas. Según Interbrand, en el 2010 era la cuarta más valiosa del mundo, superada únicamente por Coca Cola, IBM (me sorprende) y Microsoft. Pero en el 2008 era la número 20, así que su valor de marca se ha incrementado notablemente en dos años, cifra acorde con el crecimiento de la compañía.

Hasta hace relativamente poco tiempo, era muy difícil imaginar que alguna empresa pudiera hacer competencia a Google en el terreno de la publicidad, pero dicha empresa ya es una realidad y se llama Facebook. Con más de 600 millones de usuarios, tiene el potencial para robar cuota de mercado a la compañía dirigida por Larry Page. Esta es la principal amenaza que afronta Google, aunque considero que la ventaja de ofrecer publicidad relacionada con la búsqueda es una protección frente a la red social. Si queremos encontrar empresas de algún sector concreto, haremos una búsqueda a través de Google, y Facebook por ahora no puede competir con esto, aunque existe el riesgo de alguna alianza con Microsoft y su buscador Bing, tal y como señalaba recientemente David Einhorn en sus comentarios sobre la compañía fundada por Bill Gates y Paul Allen. Este es el hecho que más me preocupa, pero confío en la fuerza de obtener resultados relacionados con búsquedas, ya que es un escudo difícil de perforar, y vamos a seguir utilizando Google para encontrar lo que buscamos en Internet.

Por todo esto, es muy importante tener un gran equipo y unos dirigentes creativos, flexibles a los continuos cambios que se producen en el sector tecnológico. Habrá que ver si con Larry Page al frente la compañía aumenta su dinamismo y sigue aprovechando las oportunidades que ofrece la red. Yo creo que potenciará la creatividad e innovación, y será algo positivo para la empresa.

## Otras curiosidades

Me han sorprendido las retribuciones que se hacen a los directivos. Sumando 2010 y 2009, varios de los altos directivos han recibido las siguientes compensaciones, vía *stock awards* y opciones sobre acciones:

Patrick Pichette: 22.6 millones en 2010 y 24.7 millones en 2009. Total, 47.3 millones de \$.

Nikesh Arora: 22.6 millones en 2010 y 26.3 en 2009. Total, 48.9 millones de \$.

Shona L. Brown: 16.3 millones de \$ en 2010.

Alan Eustace: 12 millones de \$ en 2010 y 15.2 en 2009. Total, 27.2 millones de \$.

A estas cuatro personas juntas se les ha proporcionado una compensación de casi 140 millones de \$ en dos años. Me parece excesivo. Es un aspecto que no me gusta demasiado.

Otro punto interesante a comentar es que Google no reparte dividendos, con lo que todo el beneficio es retenido en la empresa. No me parece un hecho negativo actualmente, ya que está demostrando que todavía puede crecer a un ritmo elevado y obtiene un buen retorno sobre los fondos propios. En un futuro, cuando no necesite tanto capital y su capacidad de crecimiento se vea mermada, podrá repartir dividendos.

## Valoración de Google

Para valorar Google usaré un método de descuento en dos partes, mediante una proyección del Free Cash Flow. Asumiré una tasa de descuento del 10%, y un crecimiento del FCF del 8% anual durante los 10 primeros años, y posteriormente un 5% para el resto. Creo que son cifras bastante conservadoras viendo el ritmo que lleva Google, pero contribuirá a reducir el riesgo de la inversión.

El FCF de Google fue de 7.063 M\$ en el 2010 (podría haber sido bastante más alto sin la compra de las oficinas en Nueva York, con lo que es un punto de partida moderado). Si aplicamos un crecimiento del 8%, tendríamos 7.628 M\$ en 2011. Al final del año 10, el FCF sería de 15.248 M\$ (incremento del 8% anual). Si actualizamos todos estos flujos al año 0 con una tasa del 10% tendríamos que suma 71.002 M\$.

Por su parte, el FCF del año 11 sería de 16.011 M\$ (15.248 del año 10 incrementado en un 5%). Esta cifra capitalizada al 5% (10% - 5%) sería de 320.218 M\$, y traída al año 0 quedaría en 123.458 ( $320.218 / (1+10\%)^{10}$ ).

Si sumamos los dos valores, 71.002 + 123.458 tenemos un total de 194.460 M\$. Considerando que la capitalización Bursátil de Google en el momento que escribo estas líneas es de 151.500 M\$ (consultando morningstar), tenemos un **margen de seguridad de un 22.1%** ( $1 - 151.500/194.460$ ). Teniendo en cuenta que hay aproximadamente 320 millones de acciones, el precio está entre 605-610\$ la acción, con un criterio a mi juicio conservador. Por ejemplo, si el FCF finalmente creciera un 15% durante los 10 primeros años, tendríamos un margen de seguridad del 54%. Si creciera un 10%, un 33%.

¿Qué hay del PER? Pues tomando como referencia los beneficios netos por acción diluidos del 2010, de 26.31\$, tenemos un PER de 18.4. Está claro que es alto, pero hemos de tener en cuenta que es una compañía con un crecimiento enorme, sin deuda, de gran tamaño y con muchos recursos financieros. Las expectativas sobre las compañías de calidad hacen que no sea nada fácil ver a estas empresas a PER 15 y por debajo.

## Conclusión

Creo que Google es una empresa que hay que seguir, por su brillante trayectoria y porque actualmente vuelve a acercarse a cotizaciones atractivas, bajo mi punto de vista debido especialmente al hecho de ver caer el beneficio por acción por la provisión de la multa de 500 M\$.

Respecto a la evolución futura, lo que más me preocupa es la competencia de Facebook y que tengan controlados los gastos de ventas, generales y administrativos. Sin embargo, confío en las posibilidades de esta empresa, porque su desarrollo y el rápido auge de Android me muestran que saben aprovechar las oportunidades, y estoy seguro que seguirán apareciendo. También me da seguridad la fortaleza de su ventaja competitiva.

El precio de 485\$ la acción ya lo veo razonable y me da un margen de seguridad del 20% con un criterio de valoración que considero conservador. Con este precio, creo que ya se pueden obtener unas buenas ganancias en el medio o largo plazo, pero personalmente voy a esperar un poco más a ver si es posible llegar a cotizaciones cercanas a 450\$, para ampliar el margen de seguridad, ya que con la inseguridad y negatividad que hay en las bolsas por los problemas de deuda de los estados, y la inercia negativa de Google desde principios de año, no me extrañaría que la acción siguiera bajando. Lo que aún me cuesta creer es que este valor llegara a cotizar a unos 260\$ hacia finales del 2008. Lástima que no estuviera preparado para aprovechar esta gran oportunidad.