



*Universitat
Abat Oliba CEU*

Sandstorm Gold y la industria del oro

TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Daniel Porté Beck
Tutor: Ramon Alfonso Mata
Grado en: Administración y Dirección de Empresa
Año: 2021

DECLARACIÓN

El que suscribe declara que el material de este documento, que ahora presento, es fruto de mi propio trabajo. Cualquier ayuda recibida de otros ha sido citada y reconocida dentro de este documento. Hago esta declaración en el conocimiento de que un incumplimiento de las normas relativas a la presentación de trabajos puede llevar a graves consecuencias. Soy consciente de que el documento no será aceptado a menos que esta declaración haya sido entregada junto al mismo.

Firma:

Daniel Porté Beck

El precio es lo que pagas y el valor lo que obtienes

WARREN BUFFET

Resumen

Este trabajo trata sobre el estudio y valoración de Sandstorm Gold. En el siguiente documento encontraremos un estudio sobre la industria a donde opera y la valoración de la compañía.

Resum

Aquest treball tracte sobre l'estudi i la valoració de Sandstorm Gold. En el següent document trobarem un estudi sobre l'industria del or i pràctic sobre la valoració de l'empresa.

Abstract

This project is a study of Sandstorm Gold. Over the document we will find a a study about gold industry and the company valuation.

Palabras claves / Keywords

Sandstorm Gold – Análisis fundamental — Inversión en valor – Oro
--

Sumario

1. Introducción a Sandstorm Gold.....	9
1.1 Evolución precio de la acción.....	9
1.2 Negocio Sandstorm Gold.....	10
1.3 Junta Directiva.....	13
2. Análisis industria del oro	15
2.1 Evolución precio de oro.....	15
2.2 Demanda de oro.....	16
3. Empresas de <i>royalties</i>	19
3.1 ¿Qué es una empresa de <i>royalties</i> ?	19
3.2 Tipos de <i>royalties</i> que existen	19
3.3 Ventajas del modelo de los <i>royalties</i>	21
4. Activos Sandstorm Gold.....	22
4.1 Principales Activos Sandstrom Gold.....	22
4.2 Distribución geográfica de los activos.....	25
4.3 Distribución por etapa del activo.....	25
4.4 Distribución por costes.....	26
4.5 Distribución por material	27
5. Análisis Fundamental	29
5.1 Análisis Cuenta de Explotación	29
5.2 Análisis del Balance	32
5.4 Análisis Cuenta de Flujo de Caja.....	34
6. El Riesgo y Sandstorm Gold	40
6.1 James Montier y la Trinidad del Riesgo.....	40
6.2 Inversión Dhandho	43
6.3 Principales riesgos de Sandstorm Gold.....	44
6.4 ¿Es Sandstorm Gold una inversión Dhandho?	44
7. Valoración Relativa.....	47
7.1 Valoración relativa.....	47
7.2 ¿Cómo utilizar la valoración relativa?	51
7.3 Conclusión Valoración Relativa	53
7.4 Limitaciones de la valoración relativa	53
8. Valoración Sandstorm Gold mediante el DCF.....	54
8.1 ¿Cómo calculamos el valor intrínseco de un activo financiero?	54
8.2 Discounted Cash Flow Valuation	54
8.2 Tasa de descuento (WACC)	61
8.4 Valor Terminal Sandstorm Gold.....	62

Conclusión	67
Bibliografía.....	68

Introducción

Con la mayoría de edad recién cumplida me empecé a interesar por el mundo de las finanzas, especialmente en el mercado de valores. Con los pocos ahorros que tenía

empecé a invertirlos a la semana de cumplir los dieciocho años. A pesar de estar atento en todo momento sobre los movimientos de las cotizaciones y sobre las últimas noticias perdí gran parte de esos ahorros.

Fue entonces cuando me di cuenta de que este sector no era tan sencillo como me había imaginado, así que decidí informarme mejor, y gracias a ello descubrí a Warren Buffet y la inversión en valor, popularmente conocido como "*value investing*".

En este documento tengo por objetivo sintetizar varios conceptos aprendidos durante la carrera y mi tiempo libre acerca de las finanzas y la valoración de empresas...

Este trabajo consta de cinco partes. Empezaremos introduciendo a Sandstorm Gold, explicando su actividad operativa, su directiva, activos, estrategia....

Luego realizaremos un pequeño estudio sobre la industria del oro, veremos la evolución de la demanda y oferta del oro durante estos últimos 10 años.

La tercera parte consistirá en exponer cómo funciona el negocio de los royalties y veremos en qué industrias suele estar más presente.

En la cuarta parte analizaremos los principales estados financieros de Sandstorm Gold y realizaremos un estudio fundamental sobre estos.

Finalmente, en la quinta y última parte estimaremos el valor intrínseco de la compañía dibujando distintos escenarios a través de un descuento de flujos de caja.

1. Introducción a Sandstorm Gold

Introducción al capítulo

En el siguiente capítulo introduciremos a Sandstorm Gold. Veremos cuando se creó, cuál es su actividad operativa, como ha ido evolucionando y quien lleva la gestión de la compañía.

Sandstorm Gold es una compañía de royalties de materias primas centrada en el oro, la compañía fue creada por su actual CEO (Chief Executive Officer) Nolan Watson y su vicepresidente David Awramam. Actualmente posee royalties por todo el mundo y cuenta con 24 trabajadores

1.1 Evolución precio de la acción

Desde que salió a cotizar, la compañía ha tenido en general un buen comportamiento bursátil. La OPV (Oferta Pública de Venta) se hizo el día (17/08/2007) con un precio de salida de 1,35 CAD, desde entonces la acción ha crecido un 15% anualizado. En 2013 también empezó a cotizar en la bolsa de Nueva York

Actualmente a fecha 20 de julio de 2021 cotiza a 9,59 CAD/acción en Canadá y 7,4 USD/acción en Estados Unidos. Como la compañía publica sus principales estados financieros en dólares americanos, tomaremos como referencia la acción que cotiza en América. Su actual capitalización bursátil es de 1.575 millones de USD.

Cuadro 1. Evolución precio de la acción



Fuente: *Google Finance*

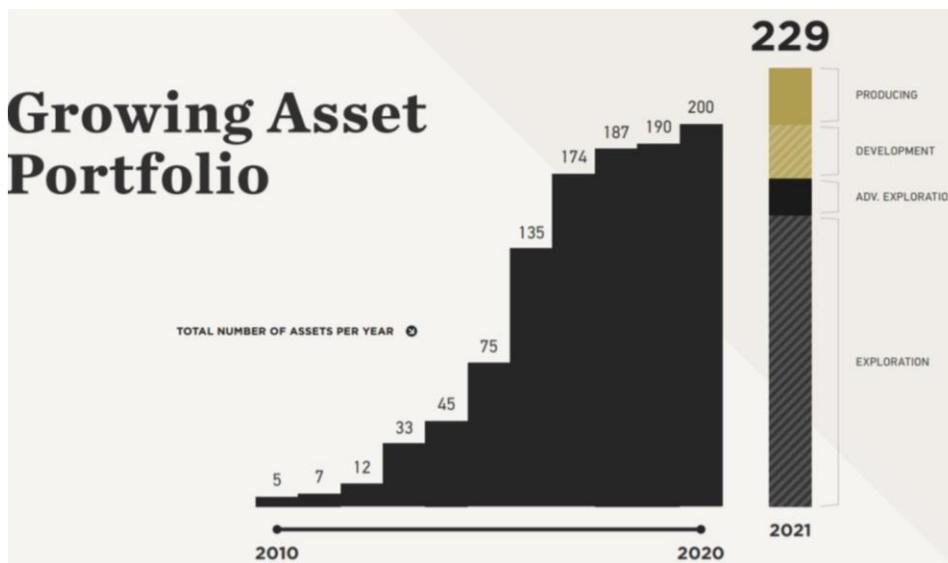
1.2 Negocio Sandstorm Gold

Como ya hemos mencionado, Sandstorm Gold es una compañía de *royalties*. Significa que Sandstorm financia una parte de la creación o extensión de una mina a cambio de un porcentaje de la producción de dicha mina durante toda su vida útil.

Actualmente Sandstorm Gold posee 229 activos por todo el mundo, de los cuales solo 29 están produciendo o generando ingresos.

Desde su creación la compañía ha estado constantemente adquiriendo nuevos activos, en 2010 tenía tres activos, por lo que el número de royalties ha crecido a una tasa de crecimiento anualizada del +48% anualizado. En la siguiente tabla podemos apreciar su evolución durante los últimos 10 años:

Cuadro 2. Evolución activos Sandstorm Gold



Fuente: Asset Handbook 2021 Sandstorm Gold

Tal como indica su nombre, Sandstorm Gold se ha centrado históricamente en financiera activos mineros centrados en el oro. Aunque actualmente posee algunos activos que producen cobre como *Chapada* o diamantes como *Diavik*, tal como veremos más adelante cuando analicemos sus principales activos.

En 2020 la empresa recibió un total de 52.761 onzas de oro. Al igual que los activos de la compañía, estas también han tenido un elevado crecimiento. El número de onzas durante estos últimos 8 años ha crecido al 12% anualizado. En la siguiente tabla podemos ver la evolución de las onzas recibidas:

Cuadro 3. Número de *royalties* recibidas



Fuente: Memorial anual 2020 Sandstorm Gold. Unidades en miles

Entre 2019 y 2020 el número de onzas disminuyó un -17%, esto es debido al covid-19 y las medidas restrictivas de distanciamiento social que impusieron los gobiernos, provocando que algunas minas cerraran o redujeran su personal por lo que su producción también fue menor.

Sin embargo, Sandstorm comentó que el cuarto trimestre de 2020 ya tenía todas sus minas operando y que esperan crecimiento en el número de onzas para 2021.

Sandstorm debe pagar un porcentaje del precio spot de las onzas que recibe al operador de la mina, en general su coste medio por onza es de 313 USD/onza ASIC (*All Sustainable Included Costs*), este coste medio ha ido decreciendo con los años, gracias a su mayor tamaño y a las eficiencias de escala.

Cuadro 4. Evolución del ASIC de Sandstorm Gold



Fuente: Memoria anual Sandstorm Gold 2020, 2017 y 2014.

Sabemos que durante este periodo el oro ha oscilado entre 1.061-1.898 USD por onzas con un precio medio de 1.397 USD por onza, con un coste medio de 313 USD por onza. En cualquier escenario de precios, Sandstorm Gold va a obtener un beneficio positivo

1.3 Junta Directiva

Cuando analicemos una compañía, debemos ser conscientes de que si finalmente invertimos vamos a ser inversores minoritarios. Esto significa que no vamos a tener ni voz ni voto sobre las decisiones que va a tomar la junta directiva. Esto hace que el éxito o fracaso de nuestra inversión dependa de las decisiones que tomen los directivos. Por este motivo es vital analizar y estudiar quien está detrás de estos negocios. Los tres puntos clave para tener en cuenta son:

- 1) Quienes son los gestores y cuál ha sido su trayectoria;
- 2) Si son propietarios del negocio;
- 3) Si los incentivos están alineados con los accionistas;

Los directivos de la empresa son 5 en total. Los principales directivos son:

-Nolan Watson: CEO y cofundador de la empresa. Anteriormente fue el CFO (Chief Financial Officer) de Silver Wheaton Corp, una de las mayores empresas mineras del mundo. Actualmente posee la designación CFA y ha obtenido varios premios como el emprendedor del año por Ernst&Young Top 40 CEO por debajo de los 40 y CEO del año en Canadá.

-David Awram: Vicepresidente ejecutivo y cofundador de la empresa. Anteriormente fue el jefe del departamento de relación con el inversor en Silver Wheaton Corp.

-Erfan Kazemi: Actual director financiero de Sandstorm desde 2011. En el pasado fue senior manager en PwC, posee el título CFA y está en el consejo de Bear Creek Mining Corp.

El inversor y pensador Nasim Taleb en su libro "Skin in the Game: Hidden Assymetries in Daily Life (2018) Random House" creó el concepto *skin in the game*. Este concepto hace referencia a que es importante que los directivos o las personas que toman decisiones en alguna organización deben invertir y arriesgar su propio patrimonio.

Muchos directivos no poseen acciones del negocio que gestionan, haciendo que independientemente de las decisiones que tomen ellos van a cobrar su sueldo. Esta situación no es justa para el accionista, ya que una mala decisión afectaría a la inversión (patrimonio) pero no al patrimonio del directivo que ha tomado la decisión.

Diversos estudios afirman que las compañías gestionadas por directivos quienes posee acciones de la propia compañía tienen un mejor desarrollo en bolsa. Ya que

estos directivos tienen mayor aversión al riesgo y toman decisiones mirando al largo plazo.

En el caso de Sandstorm Gold, la junta directiva posee el 1,4% de la compañía, valorado en 22 millones de USD. Si el sueldo es de 5-6 millones de USD significa que no se están jugando su patrimonio, ya que su sueldo representa el 22% del valor de sus acciones.

Analizando el sueldo vemos que este está compuesto de dos partes, un sueldo fijo y otro variable en *stock-options*. El 30% es fijo y el 70% variable basada en unos incentivos de crecimiento y flujos de caja. Unos incentivos que consideramos correctos ya que están basados en métricas fundamentales.

Resumen del capítulo

Durante el capítulo hemos visto una breve introducción sobre Sandstorm Gold, su evolución y crecimiento durante estos últimos años. Finalmente hemos analizado a los principales miembros de la directiva y sus salarios.

2. Análisis industria del oro

Introducción al capítulo

En este capítulo realizaremos un breve estudio sobre la situación actual de la industria del oro y como ha ido evolucionando durante estos últimos años.

2.1 Evolución precio de oro

Durante estos últimos 20 años el precio del oro ha sido bastante volátil como podemos ver en la siguiente gráfica.

Cuadro 5. Evolución precio del oro



Fuente: Goldprice.org

El gran crecimiento experimentado en el precio del oro de 2000 hasta el 2012 coincidió con el incremento general que tuvieron todas las materias primas en esa época debido a las pocas inversiones que se hicieron en los años anteriores y a la entrada de China como gran consumidor mundial.

Con el pico de precios en 2011 llegando a cotizar a 1.906 USD/onza las inversiones volvieron a aumentar experimentado un exceso de capacidad haciendo que el precio del oro cayese hasta 1.056 USD/onza en 2015. Desde entonces el oro estuvo plano 5 años hasta 2020 donde se volvió a recuperar situándose en los 1.800 USD/onzas actuales.

Haciendo un breve repaso vemos que en estos últimos 10 años el precio medio del oro ha sido de 1.500 USD/onza, que el mínimo fue de 1.056 USD/onza y el máximo en 2.035 USD por onza en 2020 con la pandemia del covid-19.

2.2 Demanda del oro

El oro es un metal precioso que lleva siendo demandado durante varios siglos. Según el Gold Council actualmente el oro se demanda por varios motivos.

El primer y mayor motivo es por la joyería, que sigue representando el 50% de la demanda total, especialmente gracias a los países asiáticos.

El segundo motivo es por especulación o reserva de valor. Tanto inversores privados (fondos de inversión, ETFs, particulares...) como bancos centrales compran onzas de oro con la finalidad de venderlas más tarde a un precio mayor o a protegerse contra la inflación.

La tercera y menos común fuente de demanda son por motivos tecnológicos para uso médicos e ingeniería ya que el oro es altamente conductor, sin embargo, debido a su alto coste se sueña buscar productos sustitutos.

El banco de inversión Bernstein nos ofrece la siguiente tabla sobre la evolución de la demanda del oro de 2010 a 2020:

Cuadro 6. Evolución demanda del oro

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total Demand moz	134,3	153,3	150	146,8	141,8	140	137,7	142,6	141,5	118,2

Fuente: Bernstein Gold *forecast*

Podemos apreciar una tendencia al alza de la demanda, de 2010 a 2019 la demanda creció al +1% anualizado, en 2020 decreció respecto a 2019 debido a la pandemia. Situándose este alrededor de los 140-150 millones durante estos últimos 5 años.

2.3 Oferta de oro

Actualmente en el mundo se producen alrededor de 150 millones de onzas al año. En el siguiente cuadro podemos apreciar como ha sido la evolución de la oferta durante estos últimos 10 años.

Cuadro 7. Evolución oferta del oro

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mine production	moz	88.4	92.0	94.5	100.6	104.2	107.3	111.2	112.3	114.3	113.6	109.3
Producer hedging	moz	-3.5	0.7	-1.5	-0.9	3.4	0.4	1.2	-0.8	-0.4	0.2	-2.1
Recycled gold	moz	53.8	52.7	53.0	39.0	36.9	34.9	40.2	36.3	36.9	41.2	41.7
Total supply	moz	138.8	145.4	146.0	138.7	144.6	142.6	152.6	147.7	150.7	155.0	149.0

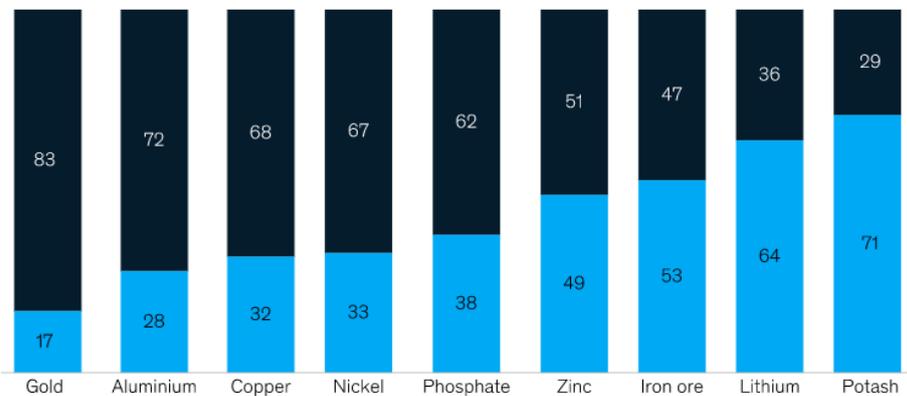
Fuente: Bernstein Gold forecast

La industria del oro es una de las industrias más fragmentadas de la minería, donde los cinco principales productores representan el 17% de la producción de oro mundial como se puede apreciar en la siguiente gráfica.

Cuadro 8. Concentración por industria

Share of producers in industry, 2019, %

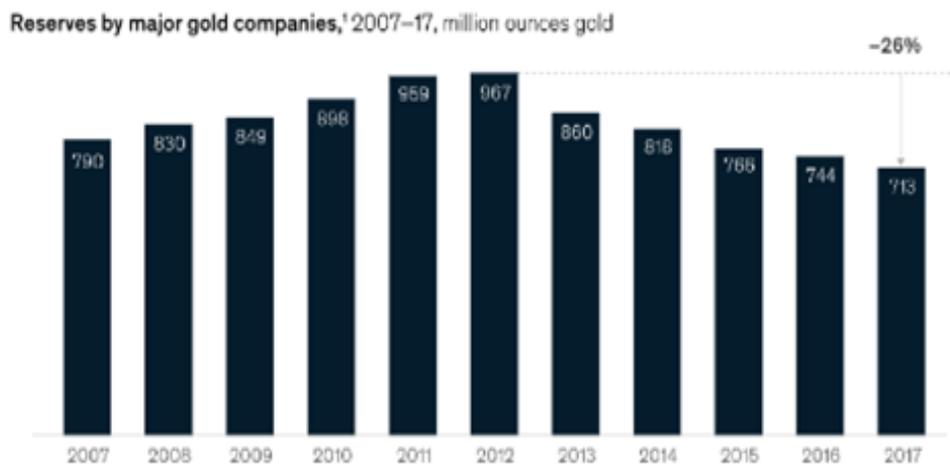
■ Top 5 producers ■ All other producers



Fuente: Gold Industry M&A McKinsey&Company

Las reservas de oro mundiales han mantenido una tendencia estructural a la baja desde el año 2012 cuando alcanzó un máximo de 967 millones de onzas en todo el mundo. Desde entonces como no se ha estado invirtiendo debido a los bajo retornos esperados con el precio tan deprimido, las reservas mundiales han caído un 26% hasta los 713 millones de onzas en 2017.

Cuadro 9. Evolución reservas de oro mundiales



Fuene: Gold industry McKinsey

Como hemos visto, la demanda del oro tiende a ser bastante estable y se espera que siga siendo así. La oferta también ha sido estable, esta no debería aumentar sino incluso disminuir debido a la gran reducción de las reservas de oro mundiales debido a la infra inversión.

Aunque es prácticamente imposible estimar cual será el futuro precio del oro, abemos que debería mantenerse a estos niveles o incluso aumentar, ya que la demanda va a permanecer constante y la oferta debería ser igual o menor.

Resumen del capítulo

En el capítulo hemos realizado una breve introducción a como ha evolucionado el precio del oro y sus principales datos fundamentales durante estos últimos años. Atendiendo al ciclo de inversiones en capital (CAPEX) y al número de reservas mundiales podemos intuir que el precio del oro podría aumentar, siendo una oportunidad interesante.

3. Empresas de royalties

Introducción al capítulo

En este capítulo expondré como operan las empresas de *royalties*. Describiremos cómo funcionan, que tipos podemos encontrar y en qué sectores suelen ser más comunes.

3.1 ¿Qué es una empresa de royalties?

Los *royalties* o regalías son un derecho sobre un activo tangible como podría ser una obra de arte o sobre un bien intangible como una marca. Las compañías que poseen un derecho o posesión sobre algún tipo de activo pueden cedérselo a terceros para que lo exploten a cambio de recibir un pago a cambio.

3.2 Tipos de royalties que existen

Aunque las empresas de *royalties* no sean especialmente conocidas, existen una gran variedad de ellas. Existen tanto empresas pequeñas como Abiti Royalties a gigantes como McDonald's o Coca-Cola. Principalmente estas empresas se encuentran en los siguientes sectores:

Sector restauración: En este sector es bastante común encontrar compañías que generan sus ingresos a través de regalías por ceder el uso comercial de una marca o unos productos. El caso más conocido es el de McDonald's, compañía con más de 37.500 establecimientos en todo el mundo. Cada uno de este restaurante no está operado por McDonald's sino por un agente externo que a cambio de poder usar la marca comercial de McDonald's debe pagar a McDonald's un porcentaje de sus ventas como royalties. No solo empresas grandes siguen este modelo como McDonald's o Dominos Pizza sino también empresas muchísimo más pequeñas como MTY Food.

Sector de consumo: Existen compañía que poseen una marca o patente muy fuerte que deciden cedérsela a una tercera ara que la utilice o produce ese bien a cambio de un porcentaje de los ingresos o beneficios. Coca-Cola es un gran ejemplo. Coca-Cola no produce las botellas que nosotros consumimos, estas botellas están

producidas por terceros quienes tienen el derecho de producir el sirope de Coca-Cola y distribuirlo.

Sector turismo: Al igual que con los restaurantes, los hoteles también ceden su marca comercial a otros operadores para que la puedan explotar. Los hoteles Hilton es el caso más conocido. Actualmente cuando nos alojamos en un hotel Hilton no estamos en un hotel operado por Hilton, este hotel está operado por alguien independiente a la empresa, pero quien paga un porcentaje de sus ventas a Hilton a cambio de poder usar su respetada marca comercial en su hotel.

Todos los ejemplos que hemos visto anteriormente son los tipos de regalías más comunes, donde un individuo o empresa posee un activo intangible muy valioso quien lo cede a un tercero.

A continuación, veremos otro modelo de negocio de royalties, los de financiación. Esta vez la empresa recibe royalties no por poseer un activo sino por haber financiado la creación o desarrollo de ese activo.

Este tipo de royalties suelen encontrarse en industrias donde la inversión inicial es muy elevada.

Sector farmacéutico: Para desarrollar un fármaco primero se tiene que invertir mucho capital durante varios años en R&D para realizar los estudios correspondientes y cumplir con los requisitos necesarios de la FDA. Empresas como Royalty Health financian parte de estos estudios para que una vez el fármaco salga a mercado reciba un porcentaje de sus ingresos.

Sector minero: Montar una mina o un pozo de petróleo conlleva un desembolso de capital muy grande. Las empresas como Sandstorm Gold suelen financiar parte de la creación y exploración de la mina a cambio de poseer unos derechos sobre las onzas o barriles de petróleo que se encuentren en esos terrenos de por vida.

Energía: En la energía también encontramos regalías. Sobre todo, en energía renovables, donde una compañía financia parte de la infraestructura que va a producir electricidad en el futuro.

En general podemos ver como el negocio de regalías se puede aplicar a cualquier sector y aunque no sea el típico negocio que se estudia en las universidades, está muy presente en nuestro día a día.

3.3 Ventajas del modelo de los royalties

El negocio de los royalties posee muchas ventajas. Es un negocio donde no se necesita capital para crecer, ya que una vez obtienes unos derechos de regalías, es el productor quien invierte en crecer, haciendo que la empresa de royalties se lleve el crecimiento de forma gratuita.

Suelen ser negocios con pocos riesgos, capaces de generar flujos de caja positivos incluso en periodos de crisis ya que los costes operativos son muy bajos.

Además, no es necesario invertir capital para mantener la actividad operativa.

La combinación de estos factores hace que sea tan buen negocio.

Resumen del capítulo

En el capítulo hemos visto cómo funciona el negocio de los royalties, como funcionan en las distintas industrias y porqué son un modelo de negocio tan estable y rentable.

4. Activos Sandstorm Gold

Introducción al capítulo

En el siguiente capítulo vamos a ver cuáles son los principales activos que posee Sandstorm Gold, la calidad de estos, su ubicación geográfica, concentración y evolución.

4.1 Principales Activos Sandstorm Gold

A continuación, vamos a realizar una breve descripción de los principales activos que posee Sandstorm y cuáles son las cláusulas de sus contratos:

Yamana Silver Stream: Interés en la mina Cerro Mono, activo en Argentina explotado por Yamana Gold. Sandstorm tiene el acuerdo de comprar la onza de plata por un 30% del precio spot el 20% de la producción de Cerro Mono hasta un máximo de 1.2 millones de onzas de plata. Este activo empezó a operar en 2018, el activo contiene varios depósitos de oro y plata, tanto *open-pit* como *underground*. Yanma Gold actualmente está invirtiendo capital para aumentar la vida útil de la mina hasta los 10 años. Para 2021 esperan producir alrededor de 161-171 miles de onzas al año.

Chapada Copper Stream: Interés en la mina Chapa en Brasil operada por Lundin Mining. Tienen el acuerdo de comprar el cobre por un 30% del precio de contado (*Spot Price*). El acuerdo que tienen es escalonado en tres fases. Fase I, dar el 4,2% de la producción hasta llegar a los 39 millones de libras. En la Fase II 3% producción hasta llegar a los 50 millones de libras y en la Fase III 1,5% producción durante el resto de vida útil de la mina. Actualmente se encuentra en Fase I. Lleva produciendo desde 2007, está al lado de una *flotation plant* con capacidad de producción de 24 millones de libras, en su último estudio se llegó a la conclusión de que podía estar produciendo hasta 2050. El derecho fue adquirido en 2015 y también tiene algo de plata. Según la compañía esta mina va a poseer una producción muy estable.

Houndé Royalty: Interés en la mina de cielo abierto (*open-pit*). Houndé Gold en Burkina Faso operada por Endeavour Mining. Posee un 2% NSR (Net Smelter Return) sobre la producción. El NSR es el ingreso neto que recibe el dueño de una propiedad minera por la venta de los productos metálicos / no metálicos de la mina menos los costos de transporte y refinación. Como regalía, se refiere a la fracción

del rendimiento neto de la fundición que un operador de mina está obligado a pagar al propietario del acuerdo de regalías.

El activo posee de 2 millones de onzas con 39,2 millones de toneladas de ore con un grade de 1,7 g/tonne.

Santa Elena Gold Stream: Interés en la mina Santa Elena de oro y plata ubicada en México y operada por First Majestic. Sandstorm puede comprar el 20% de la producción de la mina por un precio de 464 USD/onza. First Majestic ha estado mejorando la eficiencia de la mina durante estos últimos años. Fue el segundo royalty que compró Sandstorm, actualmente este activo genera el mismo flujo de caja que pagaron inicialmente por el royalty. Adquirieron el interés en 2009. A este activo ya le quedan pocos años de vida útil.

Aurizona Gold Royalty: Interés en la mina de cielo abierto (*open-pit*) Aurizona en Brasil operada por Equinox Gold. Posee un NSR del 3-5% dependiendo del precio del oro. La mina lleva produciendo desde 2020. Sus reservas son de 958 mil onzas, se espera una producción de 130.000 onzas/años.

Fruta del Norte: Interés en la mina Fruta del Norte en Ecuador operada por Lundin Gold. Posee un 0,9% de NSR. Posee unas reservas estimadas de 5,41M onzas y es uno de los proyectos con mayor grado del mundo. El activo empezó a producir 2020, Lundin está intentando aumentar la producción un 20% en 2021. Además, Lundin recibió varios permisos de exploración donde Sandstorm se vería beneficiado. El derecho fue adquirido en 2019.

Relief Canyon Gold: Interés en la mina Relief Canyon en USA operada por American Gold y Silver Copr. Sandstorm va a recibir 32,02k onzas durante 5,5 años. Empezó a producir en 2020. Una vez después de las entregas fijas, Sandstorm va a poder comprar el 4% de la producción por un pago monetario del 40-60% del precio al contado. Además, Sandstorm posee el 1,4-2,8% NSR de los terrenos de al lado de la mina. La mina tiene una vida útil de 6 años y un ASIC de 801USD/oz. Derechos adquiridos en 2019.

Black Fox Gold: Interés en la mina de cielo abierto Black Fox en Canadá operada por McEwen Mining. Sandstorm puede comprar el 8% de la producción de la mina y el 6,3% de su extensión por 566 USD/onza.

Karma Gold Stream: Interés en la mina Karma en Burkina Faso operada por Endeavour Mining, puede comprar 25.000 onzas durante 5 años y después un 1,625% de la producción por un precio del 20% del precio de venta.

Bracemac-McLeod Royalty: Mina de oro, plata y cobre en Quebec. La mina está operada por Glencore y Sandstorm tiene el 3% NSR. El *royalty* se adquirió en 2011 y empezó la producción subterránea en 2013. A 2019 las 2P era de 2.1Mt con un 6% zinc, 0,9% cobre, 27 g/t plata y 0,6 g/t oro.

Divalik: Mina de diamante en el Ártico operada por Rio Tinto, tienen el 1% GPR. La mina lleva operativa desde 2003, y RioTinto lleva expandiendo su vida útil varios años. La vida útil es de 5 años. Adquirido el derecho en 2015.

Emigrant: Interés en la mina Emigrant de oro ubicada en USA y operada por Newmont Corporation. Posee un 1,5% NSR. La mina lleva operativa desde 2012 y va a producir entre 90-100 mil onzas de oro durante los próximos 10 años. Adquirió el royalty en 2013.

Gold Bar: Interés sobre tres depósitos en USA de oro operados por McEwen Mining poseen un 10% NPI. Su 2P es de 423 mil onzas de oro. Adquisición del royalty en 2016.

Ming: Mina de oro y cobre en USA donde el acuerdo es un Gold Stream del 25-32% (depende precio oro) operada por Rambler Metals&Mining plc. Empezó a producir en 2011 y produce unas 15 mil onzas/año y tiene una vida útil de 15 años. Se adquirió el derecho en 2010

San Francisco: Interés en mina de oro ubicada en USA y operada por Magna Gold, el acuerdo es el siguiente, recibir 3,3 mil onzas durante los primeros 4 años y luego el 1% NSR. Se estima que va a producir 69k oz/año con una vida útil de 10 años. El derecho de adquirió en 2020.

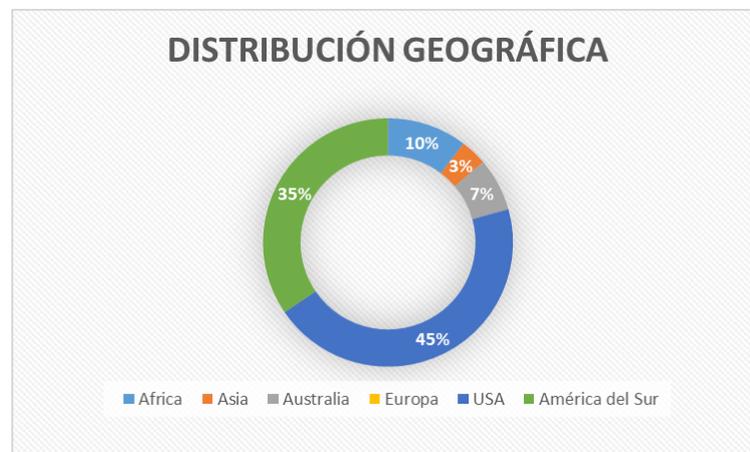
Ahora que conocemos los detalles de los principales activos operativos de Sandstorm vamos a ver como quedan en conjunto.

4.2 Distribución geográfica de los activos

Cuando analicemos los activos mineros de una compañía debemos tener presente en que países se ubican. El sector minero es un sector muy expuesto a riesgo geográfico/político, ya que si los activos se sitúan en países con baja seguridad jurídica pueden estar expuestos a expropiaciones, subida de impuestos, cierres temporales...

La distribución geográfica de los activos de Sandstorm es la siguientes:

Cuadro 10. Distribución de los activos según su ubicación geográfica



Fuente: Elaboración propia

El riesgo geográfico de los activos de Sandstorm es moderado, ya que el 52% de ellos está situado en zonas seguras (USA y Australia) y el 45% en zonas de mayor riesgo político (África y América del Sur).

4.3 Distribución por etapa del activo

Como hemos visto Sandstorm posee un total de 229 activos, pero solo el 10% de estos están en producción. Los demás activos están o en construcción, exploración avanzado o exploración. En la siguiente gráfica podemos ver la proporción de los activos según su etapa operativa:

Cuadro 11. Distribución de los activos según su etapa



Fuente: Elaboración propia

Podemos apreciar que Sandstorm Gold posee muchos “activos durmientes”, activos que aún no producen ingresos para la compañía y que podrían producirlos en un futuro

4.4 Distribución por costes

A una empresa de royalties le interesa tener activos que su coste de producción ASIC (All S sea el menos posible. Si se poseen activos con un bajo ASIC ya que por un lado eso activos pueden tener beneficios incluso en la parte baja del ciclo por lo que no pararán su producción y además los operadores tendrán un mayor incentivo en alargar su vida útil al ser una mina más rentable (mayor beneficio por onza).

Aunque Sandstorm no nos proporciona el ASIC promedio de sus minas, nos da la siguiente tabla elaborada por *BMO Capital Market Equity Research* donde vemos que el 67% de los activos de Sandstorm se encuentran en el primer cuartil con los costes más bajos de la industria.

Cuadro 12. Distribución por cuartil según el ASIC

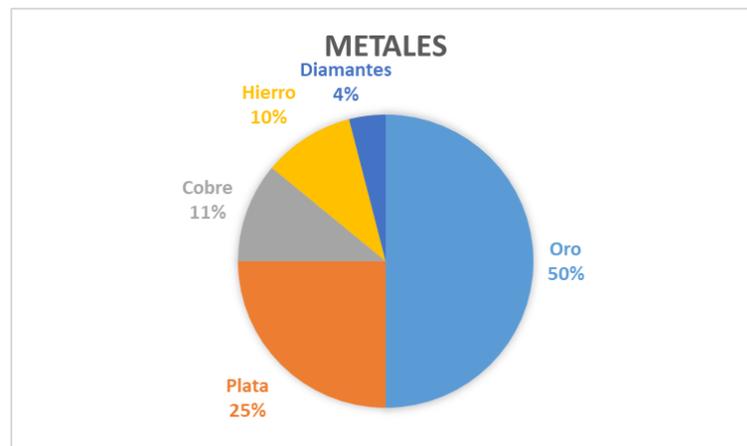


Fuente: Sandstorm Gold Investors Presentation

4.5 Distribución por material

Como hemos podido apreciar anteriormente en la definición de los activos de Sandstorm, no todos ellos producen oro, sino también otros minerales como plata, cobre o diamantes. La distribución por metales de sus activos lo podemos ver en la siguiente tabla:

Cuadro 12. Distribución por metales



Fuente: Elaboración propia

Apreciamos como el 75% de las onzas son de metales preciosos y el 21% son metales de aplicación industrial (cobre y hierro), lo cuales están más expuestos al ciclo económico y no tanto a las políticas monetarias.

Resumen del capítulo

En este capítulo hemos visto las características del porfolio de los activos de Sandstorm Gold y hemos estudiado con más detalle sus principales activos operativos.

5. Análisis Fundamental

Introducción al capítulo

En esta parte realizaremos el análisis de los tres principales estados financieros de Sandstorm Gold. Todas estas cuentas se pueden encontrar en el 10-K publicada en la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Estudiaremos las cuentas de la compañía durante estos últimos 5 años.

5.1 Análisis Cuenta de Explotación

La cuenta de explotación o cuenta de pérdidas y ganancias, nos enseña cuales han sido los ingresos y gastos de una compañía durante su ejercicio fiscal.

Análisis Cuenta Explotación Sandstorm Gold

Cuadro 13. Cuenta de explotación Sandstorm Gold

Cuenta de Explotación Sandstorm Gold	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
Ventas	52.663	62.371	68.275	73.150	89.434	93.025	12%
COGS	-13.566	-12.834	-15.321	-16.003	-14.046	-18.286	6%
Beneficio Bruto	39.097	49.537	52.954	57.147	75.388	74.739	14%
Márgen Bruto	74%	79%	78%	78%	84%	80%	
Gastos administración	-5.690	-5.031	-6.850	-6.897	-8.274	-8.335	8%
Gastos evaluación proyectos	-4.346	-5.064	-4.450	-4.356	-5.533	-5.910	6%
EBITDA	29.061	39.442	41.654	45.894	61.581	60.494	16%
<i>Deplation (Agotamineto)</i>	-35.312	-27.654	-29.580	-29.028	-37.845	-33.124	-1%
Beneficio Operativo (BAII)	-6.251	11.788	12.074	16.866	23.736	27.370	23%
<i>Márgen Operativo</i>	-12%	19%	18%	23%	27%	29%	
Gastos Financieros	-1.693	-4.100	-2.187	-1.661	-3.503	-2.107	4%
Ingresos Financieros	1.610	2.598	722	76	756	315	-28%
Otros	27.776	-16.495	-1.075	9.747	-2.019	1.302	-46%
Beneficio antes de impuestos	-33.944	29.785	14.614	8.704	23.008	24.276	-194%
Impuestos	-9.112	-4.531	-4.077	-2.832	-6.611	-10.459	3%
Beneficio Neto	-43.056	25.254	10.537	5.872	16.397	13.817	-14%
<i>Margen Neto</i>	-82%	40%	15%	8%	18%	15%	
Beneficio por Acción	0	0	0	0	0	0	-172%

Fuente: Memoria Anual Sandstorm Gold 2020,2018 y 2016. Unidades miles de USD

Comentario cuenta de explotación

Sandstorm Gold durante estos 5 años ha experimentado un crecimiento elevado del 12% analizado. Este crecimiento se debe al aumento del número de onzas producidas y el aumento del precio del oro.

Podemos apreciar que el negocio de Sandstorm posee unos márgenes muy elevados, el margen bruto es de 80%, el margen operativo del 25% y el neto del 18%.

Si realizamos un análisis vertical nos llama la atención que el mayor coste de todos son los *depletion cost* o costes de agotamiento. Esta es una partida utilizada en las empresas relacionadas con la minería o pozos de petróleo. La mayoría de las compañías poseen una partida denominada amortización del inmovilizado material o depreciación. Cuando una compañía adquiere un activo fijo por ejemplo por 10 M EUR y considera que tiene una vida útil de 10 años la compañía amortiza 1M EUR al año.

La *depletion* funciona de forma distinta. En vez de seguir una cuota fija va en función del número de onzas producidas respecto a sus reservas totales. Supongamos compañía posee unas reservas de 1M valoradas en 1.000M, si este año produce 100k onzas, la empresa tendrá de depreciar unos 100M EUR si llega a producir 50k habría depreciado 50M EUR.

Tanto la depreciación de un activo fijo como la *depletion* son un coste real, ya que una compañía deberá emplear dinero para renovar sus fábricas o una mina invertir dinero en buscar nuevos minerales para reponer sus onzas extraídas.

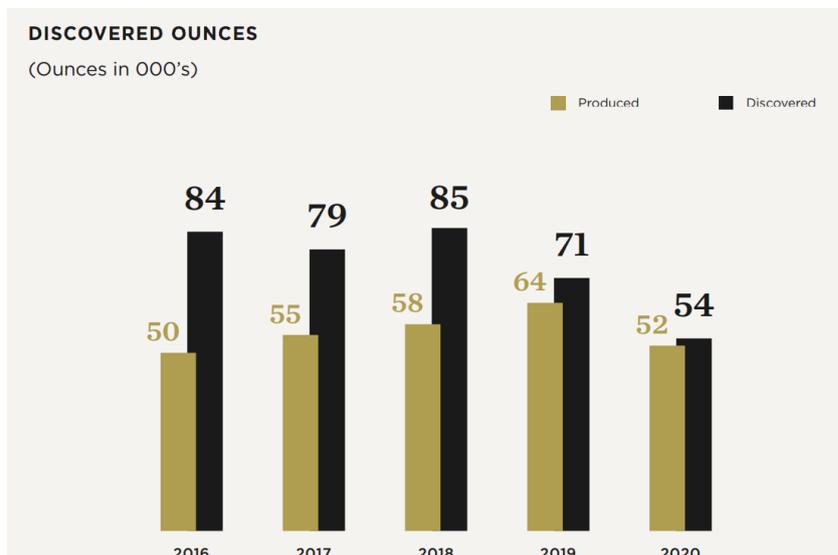
Por normativa contable, las empresas de royalties mineras y Sandstorm Gold están obligadas a hacer la *depletion* sobre las minas donde posee intereses. Sin embargo, a diferencia de una mina tradicional, las empresas de royalties no asumen este gasto directamente.

Ya que son los operadores de minas quienes emplean el capital para reponer las onzas y no las empresas de royalties. Debemos recordar que, si una mina extiende su vida útil, la empresa de royalties quien posee derechos sobre la producción se lleva gratis la nueva producción.

Pero eso a pesar de que aparezca el agotamiento de las reservas como coste, no es un coste real.

Analicemos los datos que proporciona Sandstorm en su memoria anual:

Cuadro 14. Onzas producidas/descubiertas



Fuente: Sandstorm-Q1- Results Presentation

Podemos apreciar que los operadores de las minas donde Sandstorm posee derechos han descubierto más onzas de las que han producido. Al igual que Sandstorm, estas minas también han tenido que contabilizar un agotamiento sobre las onzas producidas, sin embargo, la gran diferencia es que los operadores han tenido que emplear capital (CAPEX) para reponer estas onzas y Sandstorm no lo ha hecho, se las ha llevado gratis sin invertir un solo dólar.

Por este motivo los costes de agotamiento o *depletion* no son un coste real para Sandstorm, ya que son las minas quienes lo asumen realmente.

En conclusión, a pesar de que Sandstorm a nivel contable posee unos márgenes elevados, su beneficio real es mucho mayor, tal y como veremos cuando analicemos el flujo de caja, ya que su mayor coste (el agotamiento de reservas), no es un coste que asuma directamente Sandstorm Gold.

5.2 Análisis del Balance

El balance de una compañía nos muestra los activos que posee una compañía, tanto tangibles como intangibles, y las obligaciones financieras de una empresa. Con el balance podemos estudiar la solvencia de una empresa y cuáles son sus activos operativos más importantes.

Balance Sandstorm Gold

Cuadro 15. Balance Sandstorm Gold

Balance Sandstorm Gold	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos						
Royalties y derechos	414.363	402.785	365.477	374.206	395.533	356.612
Inversión en Hod Maden	0	0	177.452	127.224	116.585	112.906
Otras inversiones	73.288	104.000	79.627	60.758	82.913	56.027
Impuestos diferidos	23.821	23.357	13.581	9.038	4.303	0
Activos no corrientes	487.651	506.785	622.556	562.188	595.031	525.545
Otros activos	0	0	0	0	2.761	737
Cuentas a cobrar	3.876	6.663	7.568	6.870	7.611	8.011
Tesorería & inversiones c/p	5.346	21.434	30.791	19.829	17.772	115.628
Activos Corrientes	9.222	28.097	38.359	26.699	28.144	124.376
Activos Totales	496.873	534.882	660.915	588.887	623.175	649.921
Pasivos						
Deuda financiera	83.500	0	0	0	45.000	0
Arrendamientos financieros	0	0	0	0	3.218	2.868
Impuestos diferidos	3.279	3.288	2.807	510	196	5.477
Pasivos no corrientes	86.779	3.288	2.807	510	48.414	8.345
Cuentas a pagar	7.443	4.289	6.438	4.980	3.865	3.434
Pasivos corrientes	7.443	4.289	6.438	4.980	3.865	3.434
Pasivos Totales	94.222	7.577	9.245	5.490	52.279	11.779
Patrimonio Neto	402.651	527.305	651.670	583.397	570.896	638.142

Fuente: Memoria anual Sandstorm Gold 2020, 2018 y 2016

Sandstorm posee un balance sencillo de entender, el 72% de sus activos son todos los royalties que posee sobre los distintos activos de su portfolio incluyendo Hod Maden.

Actualmente no posee deuda financiera e históricamente el nivel de apalancamiento ha sido bajo, ya que las adquisiciones de sus activos se han hecho con su tesorería o mediante ampliaciones de capital.

Actualmente cuenta con 115 millones de USD en tesorería lo que representa un 24% del valor de sus inversiones.

Por lo que con solo su tesorería actual dispone de suficiente liquidez para realizar grandes adquisiciones y aumentar el número de sus activos son la necesidad de buscar financiación externa.

A continuación, veremos las principales ratios de solvencia de Sandstorm Gold:

Cuadro 16. Ratios solvencia a corto plazo

Solvencia c/p	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Acid Test Good	72%	500%	478%	398%	460%	3367%
Good if > 50%	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>
Current Ratio	66,8	124,7	102,7	118,3	161,2	189,3
Good if >1	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>

Fuente: Elaboración propia

La empresa es perfectamente solvente al corto plazo, son con la tesorería que posee puede satisfacer todas sus obligaciones financieras a 12 meses vista.

Cuadro 17. Ratios solvencia a largo plazo

Solvencia l/p	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Coefficiente Solvencia	5,27	70,59	71,49	107,27	11,92	55,18
Good if > 1,3	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>
Interest Coverage	-3,69	2,88	5,52	10,15	6,78	12,99
Good if > 3	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 18. Ratios apalancamiento

Apalancamiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Apalancamineto Financiero	19%	1%	1%	1%	8%	2%
Good if < 75%	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>
Leverage quality	92%	43%	30%	9%	93%	71%
Good if > 50%	<i>Good</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>
Deuda/ Activos	17%	0%	0%	0%	7%	0%
Good if < 15%	<i>Bad</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>	<i>Good</i>

Fuente: Elaboración propia

La compañía también es perfectamente solvente a largo plazo. Actualmente no posee prácticamente apalancamiento, además su deuda financiera es cero Con su actual beneficio operativo puede satisfacer perfectamente el pago de sus intereses financieros.

En conclusión, Sandstorm Gold es una empresa con una gran fortaleza financiera sin riesgo a que tenga problemas a la hora de afrontar sus obligaciones financieras.

5.3 Análisis Cuenta de Flujo de Caja

En nuestra opinión, esta es la cuenta más importante a la hora de estudiar un negocio. Esta cuenta nos va a indicar como se ha movido el efectivo por una compañía y como la directiva ha decidido emplearlo. Este estado financiero está compuesto por tres grandes partidas:

Flujo de Caja de Operaciones: Esta partida nos indica cuando dinero ha generado un negocio con su actividad operativa. A diferencia de la cuenta de pérdidas y ganancias, solo tiene presente las ventas realmente ingresadas y los gastos realmente pagados.

Flujo de Caja de Inversiones: Esta partida nos indica como se ha invertido o desinvertido el dinero que ha generado el negocio. Puede ser activos físicos como máquinas, activos intangibles como patentes o activos financieros como un fondo de inversión.

Flujo de Caja Financiero: Esta partida expone como se destina el efectivo con los acreedores financieros o los accionistas. Es decir, básicamente enseña si se paga dividendo o si se repaga o emite deuda.

Cuenta del Flujo de Caja Sandstorm Gold

Cuadro 19. Estados de flujo de caja

Flujo de Caja Sandstorm Gold	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	29.061	39.442	41.654	45.894	61.581	60.494
Cambios en el circulante	274	-1.624	797	-1.493	-3.365	-2.722
Otros ingresos o (gastos)	-7.080	-6.606	3.048	-2.095	-9.847	-109
Impuestos pagados	-9.112	-4.531	-868	-1.290	-2.240	-2.509
Flujo de Caja de Operaciones	30.819	38.991	44.773	46.582	57.339	65.616
Adquisiciones royalties	-217.345	-10.806	-4.409	-46.031	-61.288	-3.475
(Inversiones)/Desinversiones financieras	-4.064	14.680	-35.692	9.761	-3.743	37.152
Flujo de Caja de Inversiones	-221.409	3.874	-40.101	-36.270	-65.031	33.677
(Pago)/ Emisión de deuda	83.500	-83.500	0	0	45.000	-45.000
Dividendo pagados	0	0	0	0	0	0
(Compras autocartera) / Ampliación de capital	23.953	56.628	-15.124	-17.151	-33.549	54.055
Otros	80.581	80.581	-30.248	0	20.200	16.749
Flujo de Caja Financiero	-26.872	107.453	-15.124	-17.151	8.749	7.694
Cambio neto de efectivo	-217.462	150.318	-10.452	-6.839	1.057	106.987

Fuente: Memoria anual Sandstorm Gold 2020, 2018 y 2015

Analizando esta cuenta vemos que el flujo de caja de operaciones ha crecido a un buen ritmo del +16% anualizado durante estos últimos 5 años. Vemos que la mayoría del efectivo se ha destinado a adquirir nuevas regalías, aunque en 2020 debido al covid-19 el ritmo bajo, aunque el CEO Nola Watson ha anunciado que espera volver a aumentar el ritmo de adquisición este año.

La compañía nunca ha pagado dividendo, aunque ahora tiene la intención de pagar un pequeño porcentaje de los beneficios. Además, vemos que parte del crecimiento ha sido financiado con ampliaciones de capital, pero la junta ya comentó que no volverán a diluir más en un futuro.

En la siguiente tabla podemos apreciar las principales ratios de esta cuenta:

Cuadro 20. Ratios flujos de caja

Ratios Flujo de Caja	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Day Sales Outstanding	17,3	22,9	38	36	29,55	30,6
Payble Periode	41,3	53	43,6	46	28,7	28,2
Inventory Term	0	0	0	0	0	0
Cash Conversion Cycle	-24	-30,1	-5,6	-10	0,85	2,4
CFO/Ventas	59%	63%	66%	64%	64%	71%
Good if > 10%	Good	Good	Good	Good	Good	Good
CFO/Net Profit	< 100%	154%	425%	793%	350%	475%
Good if > 80%	Good	Good	Good	Good	Good	Good

Fuente: Elaboración propia

Destacaríamos dos ratios, el primero es el CFO (*Cash From Operating Activities*) /Ventas, ya que de media más del 60% de las ventas se convierte en flujo de caja de operaciones. El segundo es el flujo de caja de operaciones sobre beneficio neto, este es más del 300%, esto es debido a que los costes de agotamiento no se tienen en cuenta en el flujo de caja de operaciones ya que es solo un ajuste contable y no una salida de caja real para la empresa.

Rentabilidad Sandstorm Gold

Una vez hemos estudiado como genera ingresos, de esos ingresos cuanto se acaba convirtiendo en beneficio o caja y cuáles son sus activos operativos, debemos estudiar como de rentable es realmente el negocio.

Principalmente existe tres ratios:

ROA (*Return on Assets*): Mide cuánto dinero se gana por cada u.m de activo que posee la empresa. El problema de esta ratio es que se incluyen todos los activos, aunque estos no sean operativos.

ROE (*Return On Equity*): Calcula cuánto dinero se genera sobre el patrimonio neto o dinero invertido por las accionistas. Aunque se utiliza más que el anterior, es altamente manipulable por el apalancamiento.

ROCE (Return On Capital Employed): De todos los anteriores, este es el más significativo. Ya que mide el rendimiento real de la empresa solo teniendo en cuenta los activos operativos y no está influido por cómo está financiada la empresa, ya que en vez de utilizar el beneficio neto utiliza el beneficio operativo (BAII).

Estos son los ratios:

Cuadro 21. Ratios de rentabilidad

Rendimiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	-9%	5%	2%	1%	3%	2%
Good if > 5%	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>
ROE	-10,7%	4,8%	1,6%	1,0%	2,9%	2,2%
Good if > 13%	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>
ROCE	-1,5%	2,9%	3,3%	4,5%	5,9%	7,6%
Good if > 9%	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>	<i>Bad</i>

Fuente: Elaboración propia

Analizando los ratios tradicionales de rentabilidad para Sandstorm, vemos que son bastante malos. Con estas rentabilidades Sandstorm Gold no consigue ni cubrir su coste de capital. ¿Cómo es posible que esto suceda?

Este suceso se explica por dos motivos: 1) Los beneficios están deprimidos por el motivo expuesto anteriormente (provisión por agotamiento de las reservas) 2) Por la gran cantidad de activos durmientes.

Como hemos visto cuando hemos analizado los activos de Sandstorm Gold, hemos podido apreciar que solo el 11% de los activos actualmente están produciendo. Sin embargo, el ROA, ROE y ROCE se calcula con todos los activos independiente de si estos están generando algún ingreso o no.

Para el caso de Sandstorm esto no es representativo, ya que por la naturaleza de su negocio sus inversiones tardan unos años en producir debido a que la exploración y construcción de una mina tarda varios años en realizarse.

Por esto debemos utilizar una medida de rentabilidad que solo incluya el capital empleado en los activos que actualmente están produciendo y que los beneficios no estén distorsionados por los ajustes contables que Sandstorm está obligado a realizar.

Por eso creemos que la mejor medida para analizar la rentabilidad real del negocio va a ser el CFROI (Cash Flow Return On Investment) medio propuesta por Bartley J. Madden en su libro CFROI Valuation (1999).

Al igual que el ROCE, el CFROI está compuesto por dos partidas, una de beneficio y otra de capital empleado. Sin embargo, este utiliza el Flujo de Caja Operativo como medida de beneficio y como capital empleado el capital bruto invertido en el negocio.

Para el caso de Sandstorm vamos a calcular el CFROI medio para cada uno de sus activos productivos utilizando el flujo de caja operativo medio de los últimos años.

Debemos utilizar el flujo de caja medio para que el CFROI este normalizado al ciclo de producción del activo y al precio del oro.

En la siguiente table desglosamos el CFO de sus principales activos de esos últimos 10 años:

Cuadro 22. Flujo de caja operativo por activo

CFO	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Aurizona	1.769	8.783	14.574	13.793	10.541	7.083	0	0	0	1.757	7.950
Margin		78%	76%	72%	68%	66%	0%	0%	0%	52%	90%
Bachelor Lake	0	0	1.420	6.653	7.237	4.735	5.481	5.030	4.756	5.555	0
Margin			73%	65%	61%	57%	60%	62%	66%	65%	#DIV/0!
Black Fox	0	6.810	9.798	7.352	4.099	3.815	2.951	3.953	3.484	2.318	2.500
Margin		69%	70%	65%	60%	56%	53%	59%	61%	60%	68%
Bracemac-McLeod	0	0	0	0	0	0	0	3.948	3.370	3.130	3.234
Margin								97%	104%	96%	110%
Chapada	0	0	0	0	0	0	4.232	3.987	8.139	7.967	6.883
Margin							70%	36%	70%	72%	69%
Diavik	0	0	0	0	0	4.480	5.901	1.070	7.047	5.924	3.075
Margin						79%	101%	15%	98%	104%	113%
Fruta del Norte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.408
Margin											43%
Houndé	0	0	0	0	0	0	0	0	5.393	5.037	6.633
Margin									80%	78%	76%
Karma	0	0	0	0	0	0	3.314	5.489	6.539	6.647	6.438
Margin							70%	80%	81%	81%	79%
Ming	0	0	8.589	1.667	2.459	1.855	2.025	796	940	3.760	835
Margin			100%	100%	100%	100%	100%	121%	100%	100%	100%
Relief Canyon	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7.096
Margin											100%
Santa Elena	190	6.113	9.316	6.313	4.971	7.374	8.460	7.548	8.908	8.324	7.100
Margin		78%	79%	75%	72%	69%	72%	65%	68%	64%	73%
Yanma Silver	0	0	0	0	0	0	2.050	2.958	2.645	10.672	13.540
Margin							70%	70%	69%	70%	71%
Other Royalties	68	1.845	306	7.762	13.674	8.840	14.081	10.039	506	4.684	6.781
Margin		188%	75%	87%	107%	103%	96%	129%	10%	66%	87%
Corporate	-1.564	-2.889	-6.379	-11.296	-7.757	-7.363	-9.704	-9.549	-9.879	-8.674	-7.794
Margin		-10%	-11%	-19%	-14%	-14%	-15%	-14%	-14%	-10%	-8%
TOTAL	463	20.662	37.624	32.244	35.224	30.819	38.791	35.269	41.848	57.101	65.679
Margin		69%	67%	54%	62%	59%	62%	52%	58%	64%	71%

Fuente: Memoria anual Sandstorm Gold. Unidades millones de USD

A continuación, veremos la inversión bruta realizada en cada activo y su CFO medio para así calcular el CFROI medio del activo y ver el CFROI promedio de Sandstorm Gold.

Cuadro 23. CFROI por activo

Gross Capital Employed		CFO Avg	CFROI	
Aurizona	\$ 11.091	\$ 6.023	54%	
Bachelor Lake	\$ 24.033	\$ 5.108	21%	
Black Fox	\$ 37.817	\$ 4.708	12%	
Bracemac-McLeod	\$ 21.495	\$ 3.421	15,9%	
Chapada	\$ 69.554	\$ 6.242	9,0%	
Diavik	\$ 53.111	\$ 4.583	9%	
Fruta del Norte	\$ 33.259	\$ 3.500	15%	
Houndé	\$ 5.818	\$ 5.688	98%	
Karma	\$ 26.289	\$ 5.685	22%	
Ming	\$ 20.070	\$ 2.547	13%	
Relief Canyon	\$ 26.416	\$ 7.200	27%	
Santa Elena	\$ 23.354	\$ 7.443	32%	AVG
Yanma Silver	\$ 74.252	\$ 7.454	10%	26%

Fuente: Elaboración propia. Unidades millones USD

Al analizar el CFROI medio de cada activo llegamos a la conclusión que la rentabilidad media de las inversiones de Sandstorm Gold una vez empiezan a producir son del 26% unas tasas de retorno muy elevadas, demostrándonos la gran calidad tanto de los activos como de la junta directiva a la hora de realizare inversiones.

Resumen del capítulo

En este capítulo hemos analizado los tres principales estados financieros de la compañía y cual es la rentabilidad real del negocio.

6. El Riesgo y Sandstorm Gold

Introducción al capítulo

En el siguiente capítulo veremos cuál es la mejor definición de riesgo a la hora de invertir, expondremos la filosofía *Dhandho* para finalmente aplicar estos conceptos sobre Sandstorm Gold.

6.1 James Montier y la Trinidad del Riesgo

Uno de los errores más comunes de los inversores tanto particulares como profesionales es la incorrecta gestión del riesgo de una inversión. Cuando invertimos en un activo debemos tener presente el binomio rentabilidad/riesgo. La Teoría Moderna de Cartera expuesta por Harry Markowitz definía el riesgo como la volatilidad del precio del activo. Este riesgo se calcula mediante el modelo CAPM.

Formula CAPM

La medida más utilizada para medir el riesgo de una acción es la beta (β), esta métrica mide la volatilidad respecto su índice de referencia. Según este modelo:

- Si $\beta = 1 \rightarrow$ Riesgo igual al del mercado
- Si $\beta > 1 \rightarrow$ Riesgo superior al del mercado
- Si $\beta < 1 \rightarrow$ Riesgo inferior al del mercado

Aunque la mayoría de los participantes del mercado de valores siguen esta teoría, los inversores en valor están completamente desacuerdo. Ya que ellos como Warren Buffett o Seth Klarman en su libro *Margin of Safety* (1991) afirman que la volatilidad de un activo es un riesgo si invertimos a largo plazo, el riesgo real es invertir en un activo y que obtengamos una pérdida de capital permanente.

El inversor James Montier, en su obra *Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment* (2009) expone la teoría de la trinidad del riesgo, donde expone que el riesgo real de una inversión es una pérdida de capital permanente. Según Montier una pérdida de capital permanente puede suceder por tres motivos:

- 1) Pérdida o disminución de los beneficios/flujos de caja: Cuando invertimos en una compañía lo hacemos porque esperamos recibir a cambio unos flujos de caja. Si estos flujos de caja desaparecen habremos perdido nuestra inversión inicial. La pérdida o disminución de los flujos de caja de una compañía pueden suceder por varios motivos, entre ellos: producto obsoleto, entrada

nuevos competidores, malas decisiones, disminución precios del producto o servicio... Por esto es vital estudiar muy bien la sostenibilidad de los flujos de caja de una empresa y entender si la compañía posee una ventaja competitiva sostenible.

Pongamos el ejemplo de Vocento, compañía española de diarios como El Diario Vasco, La Voz de Galicia o EL Norte de Castilla. Su negocio depende de la publicidad, durante los últimos años con la aparición de los medios en internet sus periódicos se han vuelto obsoletos y la publicidad menos eficiente. Por eso en estos últimos diez años la facturación ha caído un -50% y los beneficios operativos un -94%. En este mismo periodo la cotización ha caído -92%.

Cuadro 24. Evolución acción Vocento



Fuente: Google finance

- 2) Bancarrota o solvencia: Este tal vez sea el riesgo más evidente, si invertimos en una compañía y esta no es capaz de satisfacer sus obligaciones financieras, podría llegar a quebrar. Una quiebra supone liquidar los activos de la empresa y distribuirlos entre los acreedores y después algo a los accionistas. Aunque el inversor en el mejor de los casos podría recuperar una parte de su inversión, lo más seguro es que habría perdido gran parte o toda su inversión. Debemos tener presente que una compañía no puede llegar a quebrar y aun así por problemas financieros los inversores podrían perder gran parte de su inversión. Una empresa en problemas se podría ver obligada a realizar una ampliación de capital tan grande para repagar sus obligaciones que las participaciones de los accionistas se verían tan diluidas que habrían perdido casi toda su inversión.

Valaris es un ejemplo de empresa donde los accionistas perdieron el -90% de su inversión tras declararse en bancarrota debido a la crisis del covid y su elevada deuda de 5.932M USD.

Cuadro 25. Evolución acción Valaris



Fuente: Google Finance

- 3) Sobrevaloración. Una compañía puede no quebrar y mantener sus beneficios o flujos de caja, sin embargo, si pagamos demasiado por un activo también podemos tener una pérdida de capital permanente. El típico ejemplo es invertir en una burbuja, aunque el precio de una acción sea muy elevado, esto no significa que su valor intrínseco sea ese, una vez las expectativas se desinflan si hemos pagado de más tendremos una pérdida de capital permanente.

Cisco Systems es un gran ejemplo durante la burbuja .com. Cisco en el año 2000 llegó a cotizar alrededor de 77 USD/acción, lo que suponía un PER de 145, un múltiplo muy alto. A pesar de que no tenía deuda y que sus beneficios crecieron al +11% anual durante los siguientes años, los inversores que compraron sus acciones en ese momento experimentaron una caída del -80% en dos años.

A pesar de que Cisco ha seguido operando y creciendo, hoy en día cotiza a 52,78 USD/acción, un precio inferior al máximo alcanzado en el año 2000, por lo que los inversores experimentaron una pérdida de capital permanente debido a la sobrevaloración de la acción.

Cuadro 26. Evolución acción Cisco Systems



Fuente: Google Finance

En conclusión, el riesgo no debe ser medido por la volatilidad sino por la probabilidad de sufrir una pérdida de capital permanente. Una pérdida de capital permanente se produce por problemas de solvencia, sobrevaloración o pérdida de los flujos de caja.

6.2 Inversión Dhandho

Ahora que somos conscientes de lo que es el riesgo y de que invertir consiste en encontrar el mejor equilibrio entre rentabilidad/riesgo. Cuando invirtamos debemos buscar aquellas inversiones “*Dhandho*”.

Dhandho es un término indio que no tiene traducción literal al castellano, pero una definición aproximada sería: Una oportunidad empresarial con alto potencial y bajo riesgo. Tal y como lo simplifica Mohnish Pabrai en su libro *The Dhandho Investor* (2007) “cara gano, cruz pierdo poco”.

A la hora de analizar una compañía debemos entender si nos ofrece una inversión *Dhandho*. En caso de que acertemos nuestra tesis vamos a obtener unas importantes plusvalías y si en caso de que nos equivoquemos nuestra pérdida de capital este muy limitada.

6.3 Principales riesgos de Sandstorm Gold

Como toda inversión, Sandstorm no está exenta de riesgos. Analizando la compañía he llegado a la conclusión de que los riesgos de Sandstorm Gold son:

Precio oro: Sus ventas dependen directamente del precio del oro. Si el precio del oro u otros minerales decrece su ventas y beneficios también decrecerían. Además, si el precio del oro cae, los operadores de las minas donde posee algún interés podrían retrasar sus planes de exploración o ampliación de sus minas.

Futuro crecimiento de un solo activo Hod Maden: El 50% del crecimiento se espera que sea de Hod Maden, mina de alta calidad situada en Turquía.

Concentración: A pesar de que Sandstorm tiene 21 activos en producción, el top 5 activos representan el 69% de las ventas, aunque sea algo típico del sector, el cierre de solo uno de estos tendría un gran impacto.

Cierre minas: Si el operador de alguna de sus minas decide cerra el activo, Sandstorm dejaría de generar ingresos.

Exceso capital: Durante los últimos años ha entrado bastante capital en la industria, haciendo que sea más complicado hacer buenos acuerdos. Cuantos más participantes estén dispuestos u ofrecer financiación, mayor poder de negociación van a tener las minas. Las TIR medias actuales del sector se ubican en el 10-12% aproximadamente. Antes la TIR media era del 25-30%.

6.4 ¿Es Sandstorm Gold una inversión Dhandho?

Ahora que ya somos conscientes de los principales riesgos de Sandstorm Gold vamos a clasificarlos según la Trinidad del Riesgo de James Montier.

Riesgo de solvencia: Actualmente Sandstorm Gold no posee deuda financiera y tiene 116 M USD en el balance y una línea de crédito no dispuesta de 300M USD. Sus pasivos totales son de 12M USD por lo que solo con su efectivo actual podría satisfacer perfectamente sus obligaciones financieras. Además, su Altman Z-Score es de 54 por lo que no hay riesgo de quiebra según está fórmula financiera. Todo

esto nos indica que Sandstorm Gold no va a tener problemas financieros durante los próximos años.

Riesgo de flujos de caja: En esta categoría entraría el riesgo del precio del oro, la concentración de minas y el cierre de minas. Vamos a analizar las consecuencias de cada uno de ellos.

- **Precio del oro:** Este es el que afecta todos ellos. Como hemos visto antes, durante los últimos 20 años el precio del oro ha oscilado bastante. Si suponemos un escenario extremadamente negativo donde el precio del oro cayera a mínimos de 1.061 USD /onza como en 2010 sucedería lo siguiente. Sabemos que a Sandstorm actualmente la onza le cuesta, por lo que, aunque el precio del oro cayese a este mínimo Sandstorm seguiría manteniendo un flujo de caja positivo con la producción actual. Además, su coste por onza (ASIC) decrecería, ya que parte de las onzas que le tocan a Sandstorm las paga a precio spot. Podemos afirmar que incluso en el que seguramente es uno de los escenarios más negativos Sandstorm seguiría teniendo un flujo de caja positivo.
- **Cierre minas:** Las minas se suelen cerrar cuando no sale rentable explotarlas, hay una expropiación o cuando finaliza la vida útil de la mina. Las minas de Sandstorm actualmente posee una vida útil media de uno 8-10 años, así que de momento en el corto plazo no se cerrarán. En caso de un escenario negativo con el precio del oro, debemos recordar que las minas de Sandstorm tienen un coste de producción medio de 313 USD /onza, así que, aunque el precio del oro bajase seguirían siendo rentables. Tal vez reducirían su producción, pero el cierre de minas es bastante improbable. Como las minas que posee Sandstorm Gold son de alta calidad y gestionada por operadores con gran reputación, el riesgo de cierre está bastante limitado.
- **Concentración de activos.** Sus 5 principales activos representan el 60% de la producción, estos al igual que en el caso anterior son activos de gran calidad que incluso en un escenario pesimista seguirían produciendo.

Además, sabemos que ahora que aparecerán nuevas minas a producir esta concentración disminuirá en el futuro.

Finalmente llegamos al **riesgo de valoración**, analizando los múltiplos de Sandstorm no parece cara a priori con un precio a valor contable de 2 y un EV/FCF de 24 cuando alguno de sus comparables está cotizando al doble. Por lo que por valoración relativa no parece cara.

Normalmente cuando un inversor invierte en una empresa sobrevalorada lo hace ante sus expectativas de crecimiento. Los dos grandes riesgos que afectarían al futuro crecimiento de Sandstorm son el aumento de competidores para realizar nuevos acuerdos y que casi todo el aumento futuro de producción va a provenir de un solo activo, Hod Maden.

Pero como Sandstorm con el beneficio actual ya está barata por lo que el mercado no está suponiendo un gran crecimiento. Si suponemos que debido a los nuevos competidores Sandstorm no encuentra buenas oportunidades para crecer y que Hod Maden no empieza a producir, Sandstorm no sufriría una gran caída de múltiplos. Sabemos que en un escenario negativo Sandstorm generaría un FCF de unos 42 M USD, a precio actuales significaría un múltiplo de 27x EV/FCF el mismo que el de sus competidores directos. En conclusión, no hay riesgo de valoración excesiva.

Podemos afirmar que, en un escenario extremadamente negativo para el oro, nuestra posible inversión en Sandstorm Gold no experimentaría una pérdida de capital permanente, ya que la compañía no tiene deuda, podría seguir generando un flujo de caja positivo y no se encuentra sobrevalorada.

En conclusión, Sandstorm Gold es una inversión *Dhandho*, cara gano, cruz pierdo poco.

Resumen del capítulo

Durante el capítulo hemos estudiado el concepto de riesgos y hemos valorado los principales riesgos de Sandstorm Gold para ver si podría ser considerada una inversión *Dhandho*.

7. Valoración Relativa

Introducción al capítulo

En el siguiente capítulo vamos a exponer los dos principales métodos de valoración que existen. Valoración relativa y valoración fundamental. Definiremos como se realiza cada una de ellas y veremos que desventajas y ventajas poseen respectivamente.

7.1 Valoración relativa

La valoración relativa es actualmente la valoración más utilizada por la comunidad financiera. Esta también es conocida como valoración por múltiplos. Los principales múltiplos que se utilizan en la valoración relativa son los siguientes:

PER

El PER es la métrica financiera más utilizada en el sector. El PER nos indica cuanto beneficio recibimos sobre el precio que pagamos. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Price-to-Earnings Ratio} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Como inversor nos interesa recibir lo máximo posible por cada euro invertido. El PER también nos indica cuantos años tardaríamos en recuperar nuestra inversión inicial. Por ejemplo, si una empresa tuviese un beneficio neto de 10M € y pagásemos por ella 100 millones de € tardaríamos 10 años en recuperar nuestra inversión inicial si los beneficios se mantuviesen estables durante ese periodo.

El inversor Warren Buffet propone invertir el PER para obtener el *earnings yield* de una inversión.

$$\text{Earnings yield} = \frac{\text{Beneficio por acción}}{\text{Precio acción}}$$

Esta forma nos puede resultar más intuitiva ya que no indica que rendimiento obtendríamos si invirtiésemos a estos precios y con el actual beneficio. Utilizando el *earnings yield* podemos comprar la valoración de una acción con otra clase de activos como los bonos o inversiones inmobiliarias.

Price-to-Book Value

El price to book value es otra de las métricas tradicionales que se utilizan para valorar una compañía. Pero a diferencia del PER esta métrica de valoración no indica cuanto estamos pagando sobre el patrimonio neto de la compañía.

La fórmula es la siguiente:

$$PBV = \frac{\text{Precio acción}}{\text{Patrimonio Neto por acción}}$$

Como inversores nos interesa adquirir aquellas acciones que estén cotizando por debajo de su valor neto, a que esto significa que estamos adquiriendo derecho sobre unos activos por menos de su coste contable. Con el tiempo esta es la métrica más se ha dejado de utilizar, ya que los negocios han ido evolucionando.

Especialmente durante el siglo XXI, las compañías han evolucionado hacia los intangibles. La mayoría de los activos intangible como marcas o patentes no aparecen en el balance de las compañías, esto provoca que los activos que posee una empresa en su balance no representen correctamente todos sus activos reales. Todo esto provoca que la métrica PBV haya perdido importancia.

EV/EBITDA

El EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation&Amortisation) es una de las medidas más utilizadas por los analistas para medir la capacidad de una compañía para generar liquidez. Los analistas consideran que esta métrica es más útil que no lo beneficio netos ya que no incluyen ingresos/gastos extraordinarios como el beneficio neto.

Además, a diferencia del PER que utilizamos la capitalización bursátil, utilizamos el *enterprise value*, que es:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Capitalización Bursátil} + \text{Deuda} - \text{Caja}$$

El *enterprise value* mide el coste real de adquirir una compañía. Imaginemos que compramos un piso por 200.000 €, pero que posee una hipoteca de 50.000 €, como adquirimos el piso deberemos hacer frente nosotros a esta hipoteca, por lo que realmente el coste total por haber adquirido ese piso será de 250.000 €.

EV/FCF

El Free Cash Flow (FCF) o flujo de caja libre es la mejor medida para calcular cuánto dinero genera un negocio. La cuenta del flujo de caja está compuesta por tres apartados: Flujo de Caja Operativo, Flujo de Caja de Inversiones y Flujo de Caja Financiero. El Flujo de Caja Libre o *free cash flow* se calcula de la siguiente manera:

$$FCF = \text{Flujo de Caja de Operaciones} - CAPEX$$

El FCF es la mejor forma de medir cuánto dinero genera un negocio, ya que incluye los impuestos pagados y los gastos de mantenimiento de los activos operativos a diferencia del EBITDA.

Una vez hemos entendido cuales son las principales ratios de valoración, vamos a calcular estas ratios para Sandstorm Gold durante los últimos 5 años.

Primero calculamos la capitalización bursátil y el *enterprise value* (EV) de los últimos 5 años incluyendo el esperado para este.

Cuadro 27. Cálculo Capitalización Bursátil y *Enterprise Value*

Sandstorm Gold	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	2021E
Precio medio por acción (1)	4,28	4,40	5,81	7,80	8,00
Número acciones (2)	175	191	190,2	196,9	196,9
Capitalización Bursátil (3) = (1) x (2)	748,37	840,59	1105,84	1535,82	1575,20
Caja Neta (4)	30,79	19,83	-30,45	112,76	44,11
Enterprise Value (5) = (3) - (4)	717,58	820,76	1136,29	1423,06	1531,09

Fuente: Elaboración propia, Unidades millones de USD excepto precio medio por acción.

El PER es el menos representativo ya que como hemos explicado anteriormente cuando hemos analizado la cuenta de pérdidas y ganancias, el beneficio neto tiene en cuenta los gastos de agotamiento de las reservas cuando Sandstorm no los está asumiendo directamente.

Ahora podemos encontrar en los estados financieros las principales partidas para calcular las ratios de valoración relativa:

PER de Sandstorm Gold:

Cuadro 28. Cálculo PER

Sandstorm Gold	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	2021E
Capitalización Bursátil (1)	748,37	840,59	1105,84	1535,82	1575,20
Beneficio Neto (2)	8,10	8,50	16,36	14,25	37,71
PER (3) = (1) / (2)	92,36	98,86	67,61	107,76	41,77
Earnings Yield (4) = (2) / (1)	1,1%	1,0%	1,5%	0,9%	2,4%

Fuente: Elaboración propia. Unidades millones de USD

P/Book Value de Sandstorm Gold:

Cuadro 29. Cálculo P/Book Value

Sandstorm Gold	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	2021E
Capitalización Bursátil (1)	748,37	840,59	1105,84	1535,82	1575,20
Patrimonio Neto (2)	527,31	651,67	583,40	570,90	638,14
P/Book Value (3) = (1) / (2)	1,42	1,29	1,90	2,69	2,47

Fuente: Elaboración propia. Unidades millones de USD

EV/EBITDA de Sandstorm Gold:

Cuadro 30. Cálculo EV/EBITDA

Sandstorm Gold	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	2021E
Enterprise Value (1)	717,58	820,76	1136,29	1423,06	1531,09
EBITDA (2)	40,28	42,80	46,33	57,00	65,11
EV/EBITDA (3) = (1) / (2)	17,82	19,18	24,53	24,97	23,51

Fuente: Elaboración propia. Unidades millones de USD

EV/FCF de Sandstorm Gold:

Cuadro 31. Cálculo EV/FCF

Sandstorm Gold	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	2021E
Enterprise Value (1)	717,58	820,76	1136,29	1423,06	1531,09
Cash from Operations (2)	38,99	44,77	46,58	57,40	65,60
CAPEX (3)	1,90	2,00	2,50	2,50	2,80
FCF (4) = (2) - (3)	37,09	42,77	44,08	54,90	62,80
EV/FCF (5) = (1) / (4)	19,35	19,19	25,78	25,92	24,38

Fuente: Elaboración propia. Unidades millones de USD

7.2 ¿Cómo utilizar la valoración relativa?

Estos ratios de valoración se suelen utilizar de tres maneras:

- Comparar contra el mercado
- Comparar contra sus comparables
- Comparar contra la media histórica de la compañía

Empezamos comparando con el mercado, utilizando como índice de referencia el S&P 500. Según la base de datos de Bloomberg la media del S&P 500 está cotizando a los siguientes múltiplos:

Cuadro 32. Múltiplos Sandstorm Gold vs S&P 500

Múltiplo	S&P 500	Sandstorm Gold
PER	29,20	41,77
P/Book Value	4,60	2,47
EV/FCF	22,00	24,38

Fuente: Terminal Bloomberg

Con estos datos podemos ver que Sandstorm cotiza a un PER muy superior, aunque este no lo tenemos en cuenta. Según *P/ Book Value* está cotizando con un descuento de casi el 50% y según el EV/FCF cotiza a unos múltiplos parecidos a los del mercado.

A continuación, lo compararemos contra la media de los últimos 5 años para ver si Sandstorm hoy cotiza con prima o descuento según sus múltiplos históricos:

Cuadro 33. Múltiplos Sandstorm Gold históricos

Múltiplo Sandstorm Gold	Actual	Media
PER	41,77	81,67
P/Book Value	2,47	1,95
EV/EBITDA	23,51	22,00
EV/FCF	24,38	22,92

Fuente: Elaboración propia

En la pasada tabla podemos ver que actualmente Sandstorm está cotizando a múltiplos muy parecidos a los que ha estado cotizando estos últimos años.

Finalmente compramos los múltiplos de Sandstorm contra sus principales competidores o *peers*:

Cuadro 34. Múltiplos Sandstorm Gold vs *peers*

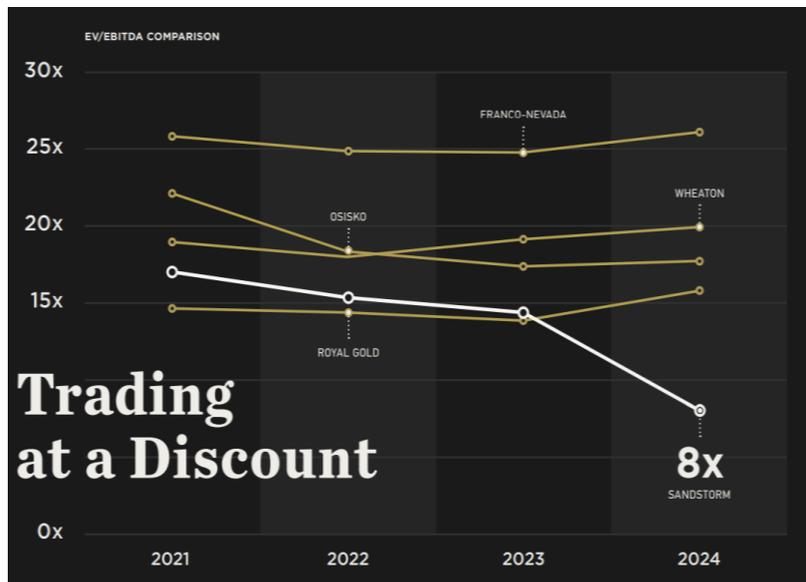
Múltiplos comprables	PER	p/ book value	EV/EBITDA	EV/FCF
Sandstorm Gold	41,77	2,47	23,51	24,38
Franco Nevada	42	5	30,4	33
Osisko Gold	35	1,74	19,35	26
Royal Gold	32	3	14,4	18,4
Maverix	29	2	15,75	18
Abiti Royalties	22	6	35	40
Media de los comparables	33,63	3,37	23,07	26,63

Fuente: Elaboración propia

Analizando los múltiplos a los que cotizan los comparables podemos ver como Sandstorm Gold cotiza a unos múltiplos parecidos a estos.

Sin embargo, la compañía nos ofrece la siguiente gráfica:

Cuadro 35. *Foward EV/EBITDA vs peers*



Fuente: Sandstorm Gold Investors Presentation

Si incluimos el crecimiento esperado a futuro de Sandstorm y sus principales comprables, vemos como Sandstorm en unos 4 años pasará a cotizar con un gran descuento sobre sus *peers*.

7.3 Conclusión Valoración Relativa

A la conclusión que llegamos es que según la valoración relativa Sandstorm no está cotizando a unos múltiplos muy elevados, ya que cotiza a múltiplos similares a los del mercado, a sus comparables y a su media histórica.

Pero si miramos a futuro vemos que Sandstorm puede ser una gran oportunidad, ya que con el crecimiento esperado de la compañía pasará a cotizar a un gran descuento sobre sus comparables.

7.4 Limitaciones de la valoración relativa

La valoración relativa posee varias limitaciones prácticas a la hora de utilizarla. Ya que esta no tiene en cuenta la calidad de la empresa, el crecimiento, el coste de capital, la solvencia... Haciendo que a veces sea bastante subjetiva utilizarla.

Resumen del capítulo

En este capítulo hemos expuesto que es la valoración relativa, que ratios se suelen utilizar y como se deben interpretar. Finalmente hemos aplicados dichos conocimientos a Sandstorm Gold.

8. Valoración Sandstorm Gold mediante el DCF

Introducción al capítulo

En el siguiente capítulo vamos a exponer como realizar un descuento de flujos de caja para determinar el valor intrínseco de Sandstorm Gold.

8.1 ¿Cómo calculamos el valor intrínseco de un activo financiero?

Según la teoría el método más correcto para determinar el valor intrínseco de una acción o activo financiero es un descuento de flujos de caja, popularmente conocido como DCF. El primer financiero en desarrollar esta teoría fue John Burr en su obra, "*Theory of Investment Value (1938), Fraser Publishing*".

Actualmente se reconoce al profesor de la universidad de Nueva York Aswath Damodaran como el mayor experto en el tema. Para realizar el siguiente descuento de flujos de caja nos hemos basado en sus obras: Aswath Damodaran, *Narrative and Numbers (2017), Columbia Business School Publishing*

Aswath Damodaran, *Damodaran on Valuation (2006), John Wiley & Sons*

Aswath Damodaran. *The Little Book of Valuation (2011), Little Books – John Wiley & Sons*

¿Es el DCF un método infalible?

La respuesta es no. Tal y como expone el profesor Damodaran, valor es más un arte que una ciencia exacta. Ya que hacer predicciones futuras es extremadamente complicado. Por eso es importante ser conservador con nuestras estimaciones. Además, debemos tener presente que el valor intrínseco no es un valor fijo, este es estático y cambia con el tiempo. Para invertir con un buen margen de seguridad debemos comprar una acción activa por un precio muy inferior al valor intrínseco.

8.2 Discounted Cash Flow Valuation

Para valorar Sandstorm Gold vamos a realizar un Discounted Cash Flow (DCF). Un descuento de flujos de caja consiste en traer a presente los flujos de caja que va a generar el activo descontadas a una tasa de interés apropiada conocida como WACC. Para calcular el valor presente, debemos utilizar la siguiente formula:

$$Present Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

FC= Flujo de Caja

r= Tasa de descuento

t= Periodo

Los descuentos de flujos de caja poseen tres variables: El flujo de caja, la tasa de descuento (WACC) y el crecimiento esperado. A continuación, explicaremos como estimar cada uno de ellos para Sandstorm Gold.

Sandstorm Gold es una empresa donde realizar estimaciones futuras es aún más complicado de lo habitual. Sus ingresos dependen de dos factores: del número de onzas que reciba y del precio a las que se las pueda vender.

La primera parte es más o menos sencillo ya que las producciones de las minas suelen ser bastante estables y Sandstorm nos proporciona un *guidance* sobre la producción futura estimada. Sin embargo, la parte complicada de estimar es el precio del oro, nadie sabe a ciencia cierta a qué precio va a cotizar el oro. Por eso dibujaremos distintos escenarios y les otorgaremos distintas probabilidades para estimar el valor intrínseco de Sandstorm en cada escenario y el valor intrínseco medio esperado.

Flujo de Caja

El flujo de caja o flujo de caja libre (free cash Flow (FCF)), es la liquidez o efectivo restante que genera una empresa tras haber realizado todos los gastos para operar el negocio como para hacerlo crecer.

¿Cómo se calcula el flujo de caja?

Existe dos formas. Reconstruir el flujo de caja a través del beneficio neto o través del beneficio operativo (EBIT). Nosotros lo haremos a través del beneficio operativo, donde le sumaremos la depreciación al no ser una salida de caja, le restaremos los impuestos y los gastos de capital que realiza la compañía.

Debemos normalizar los beneficios operativos antes de efectuar un DCF, además, no debemos sustraer/incluir los ingresos o gastos no operativos de la compañía.

Net Operating Profit (NOPAT) de Sandstorm Gold

Empezamos calculando el beneficio operativo normalizado de Sandstorm, le añadimos la depreciación/agotamiento al no ser una salida de caja real y ser solo un ajuste contable y le restamos los impuestos pagados, así calculamos el NOPAT. Las compañías nos proporcionan todos estos datos en su memoria anual para realizar estos cálculos.

Reinversión

EL flujo de caja se calcula siempre substrayendo todos los gastos de capital realizados tanto para mantener el negocio, conocido como “CAPEX de Mantenimiento” como para hacerlo crecer de forma orgánica “CAPEX de Crecimiento” como el capital destinado a adquirir otras empresas. La fórmula de la reinversión es la siguiente:

$$\text{Reinversión} = \text{CAPEX} + \text{Adquisiciones} + \text{Variación del Capital Circulante Neto}$$

Las empresas pueden invertir de varias maneras: En activos físicos como comprar máquinas o tiendas, invertir en I+D, invertir en marketing para captar nuevos usuarios o comprar inventarios para revenderlos.

Concretamente Sandstorm Gold principalmente invierte adquiriendo royalties, esto sería CAPEX de Crecimiento, ya que sirve para aumentar el número futura de onzas. El CAPEX de Mantenimiento en Sandstorm es muy bajo, ya que la compañía no posee activos fijos que mantener.

Esta ha sido la reinversión de Sandstorm durante los últimos años:

Cuadro 36. Reinversión Bruta Sandstorm Gold

Sandstorm Gold	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CAPEX	1,5	1,7	1,9	2,0	2,5	2,5
Adquisición Royalties	217	11	4	46	61,3	3,5
Adquisiciones	6	14	48	0	3,0	3,3
Cambios en el WC	0	2	-1	2	3,4	2,7
Venta royalties	-11	-18	-14	-25	-23,0	-56,4
Reinversión Bruta	213	10	39	25	47	-44

Unidades: Millones de USD

Podemos apreciar que su CAPEX (inversiones en inmobiliario) son insignificantes tal y como ya habíamos anunciado. La compañía principalmente invierte comprando royalties (financiando a la mina directamente) o comprando los royalties a otras empresas (adquisiciones).

Durante la época de 2013 a 2015 es cuando más capital se invirtió en el negocio, ya que durante aquellos años el precio del oro estaba muy deprimido por lo que la financiación para nuevos proyectos era escasa haciendo que Sandstorm tuviera muchas oportunidades para hacer inversiones atractivas. Sin embargo, a raíz de 2016 cuando el precio del oro empieza a subir más capital entra en la industria buscando nuevas oportunidades y las buenas oportunidades desaparecen. Aunque a priori parece algo negativo, nos muestra la gran disciplina a la hora de alocar el capital por parte de los directivos de la compañía.

Una vez calculada la reinversión bruta total, debemos comparar contra el dinero generado por la empresa, así poder calcular la tasa de reinversión bruta y ver qué porcentaje de sus flujos de caja reinvierte en el propio negocio.

$$Tasa\ reinversión\ bruta = \frac{Reinversión\ bruta}{Flujo\ de\ caja\ operativo\ (CFO)}$$

En la siguiente tabla calcularemos la tasa de reinversión bruta de los últimos 5 años:

Cuadro 37. Cálculo Tasa Reinversión Bruta

Sandstorm Gold	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CFO	20,9	36,9	39,6	40,6	51,4	59,5
Reinversión Bruta	213	10	39	25	47	-44
Tasa reinversión bruta	1022%	28%	100%	61%	92%	-75%

Unidades: Millones USD

Podemos apreciar que Sandstorm suele reinvertir gran parte de su CFO en su propio negocio para hacerlo crecer, esto explica el gran aumento de activos que ha experimentado. En 2020 no hubo prácticamente inversiones y solo ventas de activos. Sin embargo, en lo que llevamos de año ya ha destinado más de 180M USD en adquirir royalties de otras empresas.

Crecimiento

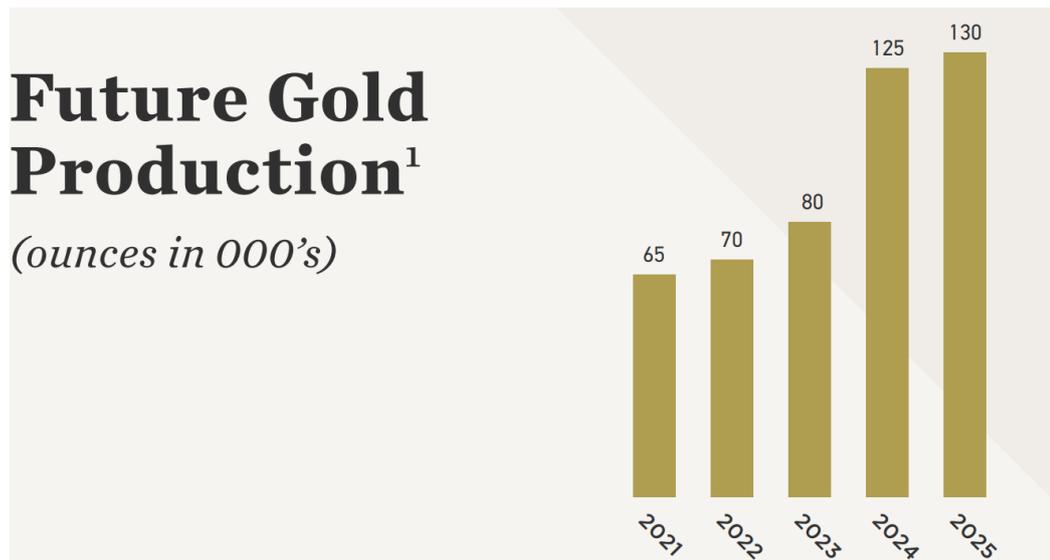
En los DCFs debemos estimar la evolución de los flujos de caja a futura que va a generar la empresa. Para estimarlos, existen varios métodos:

- Consenso analista: Existen bancos de inversión como Berenberg o Goldman Sachs con un equipo de analistas que sigue activamente a las compañías cotizadas, estos analistas se dedican a realizar las estimaciones futuras de ventas, beneficio, reinversión... Desde una terminal Bloomberg u otras terminales podemos ver la media de todas las estimaciones hechas por los analistas. Así que podremos replicar sus estimaciones a futuro.
- Media histórica: Consiste en calcular la tasa de crecimiento media que ha experimentado una empresa y suponer que esta se va a mantener constante o que va a ser parecida a futuro.
- Crecimiento fundamental: Aquí calculamos el crecimiento esperado según la tasa de reinversión y el ROCE esperado.
- Crecimiento según *guidance* empresa: Las empresas a veces dan sus estimaciones de ventas, producción, beneficios... a futuro, si la junta directiva en el pasado ha solido acertar, es una de las mejores formas de estimar los flujos de caja futuros. Como Sandstorm Gold nos da la producción esperada de onzas de los próximos 5 años tomaremos sus estimaciones para dibujar los diferentes escenarios.

Crecimiento Sandstorm Gold

Sandstorm Gold nos proporciona las siguientes estimaciones de onzas para los próximos 5 años.

Cuadro 38. Estimación de producción futura Sandstorm Gold



Fuente: Investors presentation 2021

Debemos tener presente que esta producción de onzas es solo con sus activos actuales, por lo que no vamos a suponer reinversiones futuras para adquirir royalties ya que estas serían altamente especulativas en nuestro modelo.

Como la parte más complicada va a ser estimar el precio del oro, vamos a dibujar tres escenarios:

- 1) Escenario pesimista: El precio del oro va a ser de 1.500 oz (10% probabilidades)
- 2) Escenario neutro: EL precio del oro se mantienen 1.800 oz/USD, este es el escenario que plantea Sandstorm Gold (80% probabilidades)
- 3) Escenario optimista: El precio de oro aumenta hasta 1.950 USD/oz (10% probabilidades)

Para los tres escenarios vamos a suponer que el coste por onza (ASIC) se mantiene en su media 313 USD/oz, el CAPEX de mantenimiento va a ser la media histórica del 2,8% de las ventas y la tasa impositiva va a ser del 20%.

En las siguientes tablas podemos apreciar los flujos de caja esperados para cada escenario durante los próximos 5 años:

Escenario pesimista:

Cuadro 39. Estimación futura de FCF escenario pesimista

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Número onzas (1)	65000	70000	80000	125000	130000
Precio del oro (2)	\$ 1.500	\$ 1.500	\$ 1.500	\$ 1.500	\$ 1.500
Ingresos (3) = (1) x (2)	\$ 97.500.000	\$ 105.000.000	\$ 120.000.000	\$ 187.500.000	\$ 195.000.000
Número onzas (1)	\$ 65.000	\$ 70.000	\$ 80.000	\$ 125.000	\$ 130.000
AISC (4)	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313
Gastos operativos (5) = (1) x (4)	\$ 20.345.000	\$ 21.910.000	\$ 25.040.000	\$ 39.125.000	\$ 40.690.000
EBITDA (6) = (3) - (5)	\$ 77.155.000	\$ 83.090.000	\$ 94.960.000	\$ 148.375.000	\$ 154.310.000
CAPEX (7)	\$ 2.730.000	\$ 2.940.000	\$ 3.360.000	\$ 5.250.000	\$ 5.460.000
NOPAT (8) = (6) - (7)	\$ 74.425.000	\$ 80.150.000	\$ 91.600.000	\$ 143.125.000	\$ 148.850.000
Cash Tax (9) = (8) x 20%	\$ 14.885.000	\$ 16.030.000	\$ 18.320.000	\$ 28.625.000	\$ 29.770.000
FCF (10) = (8) - (9)	\$ 59.540.000	\$ 64.120.000	\$ 73.280.000	\$ 114.500.000	\$ 119.080.000

Fuente: Elaboración propia

Escenario neutro:

Cuadro 40. Estimación futura de FCF escenario neutro

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Número onzas (1)	65000	70000	80000	125000	130000
Precio del oro (2)	\$ 1.800	\$ 1.800	\$ 1.800	\$ 1.800	\$ 1.800
Ingresos (3) = (1) x (2)	\$ 117.000.000	\$ 126.000.000	\$ 144.000.000	\$ 225.000.000	\$ 234.000.000
Número onzas (1)	\$ 65.000	\$ 70.000	\$ 80.000	\$ 125.000	\$ 130.000
AISC (4)	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313
Gastos operativos (5) = (1) x (4)	\$ 20.345.000	\$ 21.910.000	\$ 25.040.000	\$ 39.125.000	\$ 40.690.000
EBITDA (6) = (3) - (5)	\$ 96.655.000	\$ 104.090.000	\$ 118.960.000	\$ 185.875.000	\$ 193.310.000
CAPEX (7)	\$ 3.276.000	\$ 3.528.000	\$ 4.032.000	\$ 6.300.000	\$ 6.552.000
NOPAT (8) = (6) - (7)	\$ 93.379.000	\$ 100.562.000	\$ 114.928.000	\$ 179.575.000	\$ 186.758.000
Cash Tax (9) = (8) x 20%	\$ 18.675.800	\$ 20.112.400	\$ 22.985.600	\$ 35.915.000	\$ 37.351.600
FCF (10) = (8) - (9)	\$ 74.703.200	\$ 80.449.600	\$ 91.942.400	\$ 143.660.000	\$ 149.406.400

Fuente: Elaboración propia

Escenario optimista:

Cuadro 41. Estimación futura FCF escenario optimista

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Número onzas (1)	65000	70000	80000	125000	130000
Precio del oro (2)	\$ 1.950	\$ 1.950	\$ 1.950	\$ 1.950	\$ 1.950
Ingresos (3) = (1) x (2)	\$ 126.750.000	\$ 136.500.000	\$ 156.000.000	\$ 243.750.000	\$ 253.500.000
Número onzas (1)	\$ 65.000	\$ 70.000	\$ 80.000	\$ 125.000	\$ 130.000
AISC (4)	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313	\$ 313
Gastos operativos (5) = (1) x (4)	\$ 20.345.000	\$ 21.910.000	\$ 25.040.000	\$ 39.125.000	\$ 40.690.000
EBITDA (6) = (3) - (5)	\$ 106.405.000	\$ 114.590.000	\$ 130.960.000	\$ 204.625.000	\$ 212.810.000
CAPEX (7)	\$ 3.549.000	\$ 3.822.000	\$ 4.368.000	\$ 6.825.000	\$ 7.098.000
NOPAT (8) = (6) - (7)	\$ 102.856.000	\$ 110.768.000	\$ 126.592.000	\$ 197.800.000	\$ 205.712.000
Cash Tax (9) = (8) x 20%	\$ 20.571.200	\$ 22.153.600	\$ 25.318.400	\$ 39.560.000	\$ 41.142.400
FCF (10) = (8) - (9)	\$ 82.284.800	\$ 88.614.400	\$ 101.273.600	\$ 158.240.000	\$ 164.569.600

Fuente: Elaboración propia

8.2 Tasa de descuento (WACC)

El coste de capital ponderado o en inglés Weight Average CapitalCost (WACC), es la tasa de descuento que utilizaremos para descontar los flujos de caja futuros. Esta es la medida más utilizada para “matematizar” el riesgo de una inversión. La teoría dice que el WACC incluye todos los riesgos que posee invertir en una acción: riesgo mercado, riesgo liquidez, riesgo volatilidad...

Cuanto mayor sea el riesgo o incertidumbres que perciba el inversor. Mayor rendimiento mínimo se le exigirá al activo, por lo que el WACC será mayor.

¿Cómo se calcula el WACC?

El WACC o coste de capital ponderado se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{(K_e \times \text{Fondos Propios})}{(\text{Fondos Propios} + \text{Deuda})} + K_d \times \frac{(1 - \text{Tasa impositiva}) \times \text{Deuda}}{(\text{Fondos propis} + \text{Deuda})}$$

Ke= Coste de capital

Kd= Costes de financiación

Para calcula el coste de capital tenemos que utilizar la fórmula de modelo CAPM de Harry Markowitz.

$$K_e = \beta \times R_m + R_f$$

R_m= Rentabilidad media del mercado. Históricamente se ha ubicado en torno al 6% anual.

R_f= Tasa libre de riesgo. Se suele utilizar el bono americano a 10 años vista.

β= Beta. Mide la volatilidad de la acción respecto a su índice de referencia, en este caso el S&P 500.

$$K_d = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda Financiera}}$$

Calculo WACC Sandstorm Gold

Para calcular el WACC de Sandstorm Gold debemos encontrar todas las variables necesarias para estimar el coste de capital (K_e). Sabemos que la beta es de 1,1 que la rentabilidad media del mercado ha sido del 6% y que el bono americano a 10 años posee un interés del 1,5%, pero este lo normalizamos a su media histórica del 4,5% ya que está muy deprimido debido a las políticas monetarias actuales. Por lo tanto:

$$K_e = 1,1 \times 6\% + 4,5\%$$

$$K_e = 8,9\%$$

Actualmente Sandstorm no posee deuda financiera, lo que significa que no es posible calcular su coste de financiación si apalancamiento financiero. Haciendo que el K_d sea 0 y que el WACC sea igual a su K_e.

$$\text{WACC} = 8,9\% + 0\% = 8,9\%$$

8.4 Valor Terminal Sandstorm Gold

Una vez estimado los flujos de caja esperados en cada escenario y tener calculado el WACC de Sandstorm Gold, solamente queda calcular el valor terminal de Sandstorm Gold. El valor terminal es una simplificación para estimar el valor de los flujos de caja de una compañía desde un punto específico hasta el infinito o liquidación de esta.

Para calcular el valor terminal de Sandstorm Gold vamos a utilizar el método de crecimiento perpetuo, donde suponemos que la compañía va a crecer a una tasa constante hasta el infinito. Para ello utilizaremos la fórmula propuesta por el profesor Aswath Damodaran:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{(\text{FCFn} \times (1 - \text{Tasa reinversión perpetua}))}{(\text{WACC} - g)}$$

FCF n: Flujo de caja libre año 2025

g: Crecimiento perpetuo

WACC: Coste de capital ponderado

Tasa reinversión perpetua: Porcentaje de los flujos de caja que deberá reinvertir para mantener la actividad operativa futura.

$$\text{Tasa reinversión perpetua} = \frac{g}{\text{ROCE}}$$

Esta fórmula consiste en primero estimar el FCF para el año siguiente del último año del modelo. Luego debemos determinar cuál va a ser la tasa de crecimiento perpetua, este valor no puede ser superior al crecimiento medio de la economía, si no la compañía acabaría siendo más grande que la economía, algo imposible. Vamos a suponer un crecimiento del 2%.

La compañía va a seguir reinvertiendo para seguir creciendo al 2%, por eso debemos estimar que tasa de reinversión va a necesitar. Esta tasa está directamente ligada al ROCE.

A continuación, aplicamos esta fórmula a cada uno de los escenarios de Sandstorm Gold.

Sabemos que el CROIC medio de Sandstorm es del 22%, por lo que utilizaremos esta cifra para calcular la tasa de reinversión terminal.

$$\text{Tasa de reinversión perpetua} = \frac{2\%}{22\%} = 9\%$$

$$\text{Valor Terminal Pesimista} = \frac{(119,1 \times (1 - 9\%))}{(8,9\% - 2\%)} = 1.570,74 \text{ M USD}$$

$$\text{Valor Terminal Optimista} = \frac{(164,57 \times (1 - 9\%))}{(8,9\% - 2\%)} = 2.170,4 \text{ M USD}$$

$$\text{Valor Terminal Neutro} = \frac{(149,4 \times (1 - 9\%))}{(8,9\% - 2\%)} = 1.970,34 \text{ M USD}$$

8.6 Valor intrínseco Sandstorm Gold

Una vez tenemos estimado los flujos de caja para los siguientes 5 años, el valor terminal y el WACC de la compañía solo falta traer a presente todos estos flujos, añadir el valor de los activos financieros no operativos y dividir por el número total de acciones de la empresa.

Veamos el valor intrínseco según los diferentes escenarios:

Escenario pesimista:

Cuadro 42. Cálculo valor intrínseco escenario pesimista

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
FCF (1)	\$ 59.540.000	\$ 64.120.000	\$ 73.280.000	\$ 114.500.000	\$ 119.080.000
Discount rate (2)	1,09	1,19	1,29	1,41	1,53
DCF (3) = (1) / (2)	\$ 54.674.013	\$ 54.067.682	\$ 56.741.632	\$ 81.413.039	\$ 77.749.826

Sandstorm Gold Intrinsic Value	
Visible FCF (1)	\$ 324.646.193
Valor Terminal escontado (2)	\$ 1.025.569.047
Otros activos (3)	\$ 282.000.000
Valor Total (4) = (1) + (2) + (3)	\$ 1.632.215.239
Número de acciones (5)	196.900.000
Valor intrínseco por acción (6) = (4) / (5)	8,29

Fuente: Elaboración propia

El potencial respecto al precio actual es del +12%

Escenario neutro:

Cuadro 43. Cálculo valor intrínseco escenario neutro

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
FCF (1)	\$ 74.703.200	\$ 80.449.600	\$ 91.942.400	\$ 143.660.000	\$ 149.406.400
Discount rate (2)	1,09	1,19	1,29	1,41	1,53
DCF (3) = (1) / (2)	\$ 68.597.980	\$ 67.837.234	\$ 71.192.164	\$ 102.146.701	\$ 97.550.568

Sandstorm Gold Intrinsic Value	
Visible FCF (1)	\$ 407.324.646
Valor Terminal descontado (2)	\$ 1.286.476.257
Otros activos (3)	\$ 282.000.000
Valor Total (4) = (1) + (2) +(3)	\$ 1.975.800.903
Número de acciones (5)	196.900.000
Valor intrínseco por acción (6) = (4) / (5)	10,03

Fuente: Elaboración propia

El potencial en un escenario neutro es del +35%.

Escenario optimista:

Cuadro 44. Cálculo valor intrínseco escenario optimista

Sandstorm Gold	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
FCF (1)	\$ 82.284.800	\$ 88.614.400	\$ 101.273.600	\$ 158.240.000	\$ 164.569.600
Discount rate (2)	1,09	1,19	1,29	1,41	1,53
DCF (3) = (1) / (2)	\$ 75.559.963	\$ 74.722.009	\$ 78.417.431	\$ 112.513.531	\$ 107.450.939

Sandstorm Gold Intrinsic Value	
Visible FCF (1)	\$ 448.663.873
Valor Terminal descontado (2)	\$ 1.417.099.621
Otros activos (3)	\$ 282.000.000
Valor Total (4) = (1) + (2) +(3)	\$ 2.147.763.495
Número de acciones (5)	196.900.000
Valor intrínseco por acción (6) = (4) / (5)	10,91

Fuente: Elaboración propia

El potencial en un escenario optimista es del +47%.

Para calcular el valor intrínseco medio vamos a ponderar cada valor intrínseco de los distintos escenarios según su probabilidad asignada.

Cuadro 45. Resumen valores intrínseco

Sandstorm Gold Intrinsic Value	
Valor intrinseco Pesimista (10%)	8,29
Valor Intrinseco Neutro (80%)	10,03
Valor Intrínseco Optimista (10%)	10,91
Valor intrínseco Medio	9,94

Fuente: Elaboración propia

El potencial medio de Sandstorm Gold es del +34% respecto al precio de cotización actual.

Resumen del capítulo

Podemos concluir que actualmente Sandstorm Gold esta infravalorada y que nuestro margen de seguridad es muy amplio ya que incluso en un escenario pesimista donde oro cayese un -20% respecto al precio actual, la compañía seguiría ofreciéndonos un buen margen de seguridad.

Conclusión

El mercado de valores está continuamente fluctuando debido a muchos factores no controlables la mayoría del tiempo. Los inversores modifican sus expectativas sobre la compañía, el crecimiento, el sector, los gobiernos...Haciendo que la bolsa no sea racional a corto plazo.

Este trabajo ha consistido en el estudio y valoración detallada de la empresa de royalties Sandstorm Gold. Hemos estudiado y valorado Sandstorm Gold utilizando el análisis fundamental en cada uno de sus estados financieros para a posterior realizar un descuento de flujo de cajas y utilizar la valoración relativa para hallar su valor intrínseco

La valoración ha sido hecha mediante la suposición de diferentes escenarios para el precio del oro y el número de onzas producidas por Sandstorm Gold durante los próximos 5 años

Tras a ver estimado su coste de capital (WACC) según el riesgo operativo y financiero de la compañía, hemos descontado los flujos de caja esperados de cada escenario para los próximos 5 años y finalmente para calcular el valor terminal hemos utilizado el valor terminal perpetuo en cada uno de los escenarios. Hemos llegado a una valoración final de 1.435M USD, en otras palabras, 9,94 USD/acción.

Este precio sigue siendo superior al actual de 7,4 USD/acción (20/07/2021) por lo que Sandstorm Gold aún sigue infravalorada en el mercado bursátil ofreciéndonos un potencial del +34% a un año vista.

En conclusión, Sandstorm Gold es una empresa de royalties muy bien gestionada, con un balance muy sólido, un gran potencial de crecimiento gracias a los activos ocultos que posee y con un modelo de negocio muy resistente a los distintos escenarios económicos. Por lo tanto, gracias a su actual infravaloración supone una oportunidad atractiva de inversión.

Bibliografía

BRILLIANT, H. (2014). *Why Moats Matter: The Morningstar Approach to Stock Investing*. Willey & Sons

BUFFET&CLARK (2009) *Warren Buffet y la interpretación de estados financieros: Invertir en empresas con ventaja competitiva*. Gestión2000

BUHR, J “*Theory of Investment Value (1938), Fraser Publishing*”.

COLLINS, J. (2011). *Great by Choice* (1.^a ed.). Nueva York: Harper Business.

DAMODARAN, A (2012) *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John& Willey Sons, Inc

DAMODARAN, A (2017) *Narrative and Numbers*. Columbia Business School Publishing

DAMODARAN, A (2011) *The Little Book of Valuation: How to value a company, Pick a stock and Profit*. Willey Finance

DORSEY, P. (2008) *El pequeño libro que genera riqueza*. Deusto

GREENWAL, B (2006) *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy*. Penguin

GREENWALD, B (2001) *Value Investing From Graham to Buffet and Beyond*. Willey Finance

GREENBLAT, J (2016) *El pequeño libro que aún vence al mercado: Descubre la fórmula más rentable para invertir en bolsa*. Deusto

MANKIEL, B (1973) *Un paseo aleatorio or Wall Street*. Alianza Editorial

KLARMAN, S (1991) *Margin of Safety*. HarperCollins

bolsaexpertos (2020, abril). *Daniel Porté*. Altman Z-Score: la fórmula para detectar empresas en riesgo de quiebra

<https://www.bolsaexpertos.com/altman-z-score/>

Michael J. Mauboussin (2016, Noviembre 01). *Credit Suisse*. Measuring the Moat

<https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=V6fkr51AF-WEIY95>

Sandstorm Gold (2020). Sandstorm Gold Annual Report and Accounts 2020

https://www.sandstormgold.com/_resources/financials/2020/SSL-Annual-2020.pdf

Sandstorm Gold (2019). Sandstorm Gold Annual Report and Accounts 2019

https://www.sandstormgold.com/_resources/financials/2019/SSL-Annual-2019.pdf

Sandstorm Gold (2018). Sandstorm Gold Annual Report and Accounts 2018

https://www.sandstormgold.com/_resources/financials/2018/SSL-Annual-2018.pdf

Sandstorm Gold (2017). Sandstorm Gold Annual Report and Accounts 2017

https://www.sandstormgold.com/_resources/financials/2017/SSL-Annual-2017.pdf

Sandstorm Gold Asset Handbook (2021, Agosto 05)

https://www.sandstormgold.com/resources/downloads/Asset_Handbook_2021.pdf

Sandstorm Gold Investors Presentation (2021, Agosto 01)

<https://www.sandstormgold.com/resources/presentations/SSL-Presentation.pdf>

Sandstorm Gold Royalties release 2021 Q2. (2021, Agosto 01)

<https://www.sandstormgold.com/news/press-releases/sandstorm-gold-royalties-to-release-2021-second-quarter-results-on-august-5>

Zona Value (2017, abril 19). *José Iván García*. Piotroski F-Score, el modelo de inversión cuantitativa más rentable

<https://zonavalue.com/estrategia/jose-ivan-garcia/piotroski-f-score-el-modelo-de-inversion-cuantitativa-mas-rentable>