



Facultad De Ciencias Económicas Y Empresariales

APLICACIÓN DEL ESTILO DE INVERSIÓN CONOCIDO COMO VALUE INVESTING AL UNIVERSO EUROPEO DE RENTA VARIABLE

Clave: 201809743

Resumen

El objetivo de este trabajo es aplicar los principios analíticos en que se basa la inversión en valor al universo europeo de renta variable. Se determinan los factores psicológicos que amplifican la divergencia entre el valor y el precio de los títulos en el mercado de valores, se argumenta la lógica de la inversión en valor por medio del marco teórico de la Escuela Austriaca de Economía y se aplican los criterios de esta estrategia en la búsqueda de oportunidades de inversión en empresas cotizadas en Europa. Las empresas seleccionadas para incluir en una cartera de inversión en febrero de 2022 son Groupe Guillin y Unieuro. Los resultados muestran que existe una mayor ineficiencia del mercado en las empresas de pequeña capitalización. Se concluye que la inversión en valor funciona en cualquier entorno de mercado. Los inversores pueden esperar pacientemente hasta que se presente una oportunidad en la que concentrar gran cantidad del capital de su cartera sin arriesgarse a sufrir una pérdida permanente de capital.

Palabras clave

Inversión en valor; Anomalía del valor; Foso económico; Valor intrínseco; Margen de seguridad.

Abstract

The objective of this work is to apply the analytical principles on which value investing is based to the European universe of equities. We determine the psychological factors that amplify the divergence between the value and price of securities in the stock market, we argue the logic of value investing through the theoretical framework of the Austrian School of Economics and we apply the criteria of this strategy in the search for investment opportunities in listed companies in Europe. The companies selected to be included in an investment portfolio in February 2022 are Groupe Guillin and Unieuro. The results show that there is greater market inefficiency in small-cap stocks. We conclude that value investing works in any market environment. Investors can wait patiently until an opportunity arises and concentrate large amounts of capital of their portfolio in that single stock without risking a permanent loss of capital.

Keywords

Value investing; Value Anomaly; Economic moat; Intrinsic value; Margin of safety.

Índice

1. Introducción	3
2. Teoría de la inversión en valor	4
2.1. Definición y características de la inversión en valor	4
2.2. Operaciones alternativas a la inversión en el mercado de valores	5
3. La anomalía del valor	6
3.1. Fundamentos teóricos de la Hipótesis del Mercado Eficiente	6
3.2. Crítica de la Hipótesis del Mercado Eficiente	7
3.3. La psicología del especulador y el comportamiento de los precios	8
4. La acción humana y la inversión en valor	11
4.1. La función empresarial y los elementos de la acción humana	11
4.2. El cálculo económico	12
4.3. Teoría del capital	14
4.4. Los fosos económicos	15
4.5. Cálculo del valor intrínseco de un negocio	16
4.6. Errores de inversión y margen de seguridad	17
5. Aplicación de la inversión en valor a empresas cotizadas en Europa	18
5.1. Groupe Guillin S.A. (ALGIL)	18
5.1.1. Modelo de negocio	18
5.1.2. Métodos y direcciones de desarrollo	19
5.1.3. Riesgos	20
5.1.4. Foso económico	22
5.1.5. Pronóstico financiero	23
5.1.6. Cálculo del valor intrínseco	27
5.2. Unieuro S.p.A. (UNIR)	29
5.2.1. Modelo de negocio	29
5.2.2. Métodos y direcciones de desarrollo	31
5.2.3. Riesgos	32
5.2.4. Foso económico	33
5.2.5. Pronóstico financiero	34
5.2.6. Cálculo del valor intrínseco	39
6. Objetivos	40
7. Metodología	40
8. Conclusión	41
9. Referencias	43

1. Introducción

La inversión en valor ha deparado a los profesionales una rentabilidad superior a la media del mercado con el transcurso del tiempo. En efecto, la estrategia de comprar un negocio (o una fracción de un negocio) a un precio sustancialmente inferior a su valor económico subyacente ha de generar una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo. Sin embargo, el largo mercado alcista posterior a la crisis financiera del 2008 ha puesto en duda la validez de esta filosofía inversora. El extraordinario rendimiento que ha conseguido una nueva generación de acciones tecnológicas en los últimos años mientras inversores insignes como Warren Buffett y Charles Munger atesoraban gran cantidad de efectivo en su cartera de inversiones de Berkshire Hathaway parece confutar los principios analíticos en que se fundamenta su estilo de inversión. No obstante, los inversores en valor se han abstenido de efectuar inversiones porque no encuentran acciones subvaloradas en este entorno de mercado. De hecho, la ratio CAPE del índice S&P500 se ha mantenido por encima de 25x desde 2017, a pesar de que su media histórica es igual a 16x. Desafortunadamente, no es la primera vez que los especuladores se dejan llevar por el optimismo exagerado y menosprecian las enseñanzas de B. Graham y D. Dodd. Entre 1995 y 2000, el alza de los precios de las acciones de Internet provocó que se desdeñara a los inversores en valor ya que preferían quedarse quietos observando las cotizaciones dispararse, empero, tras la explosión de la burbuja puntocom entre 2001 y 2002 se restableció el interés por esta filosofía de inversión.

A la luz del largo mercado alcista posterior al desplome de las cotizaciones en 2008, este trabajo pretende: indagar en los rasgos de la psique humana que amplifican la divergencia entre el valor y el precio de las acciones ocasionando la formación de burbujas especulativas en el mercado de valores; ofrecer una explicación basada en la teoría económica de los principios esenciales de la inversión en valor; presentar oportunidades de inversión en el mercado de renta variable europeo en el presente que demuestren la validez de la aplicación de este estilo de inversión en cualquier entorno de mercado.

Este texto consta de cuatro bloques diferentes. En el primer bloque se define la inversión en valor en contraposición a la especulación y se exponen tres operaciones alternativas a la inversión en el mercado de valores, a saber: análisis técnico, análisis macrofundamentalista y análisis microfundamentalista. En el segundo bloque se realiza una crítica de la Hipótesis del Mercado Eficiente y se exponen los rasgos psicológicos de los seres humanos que causan el comportamiento errático de los precios de las acciones. En el tercer bloque se emplea el marco teórico de la Escuela Austríaca de Economía para argumentar la lógica de la inversión en valor y se desarrollan los conceptos de foso económico, valor intrínseco y margen de seguridad. En el cuarto bloque se presentan dos tesis de inversión: Groupe Guillin, compañía líder en soluciones de envasado y transporte para productos alimenticios en el mercado europeo; Unieuro, compañía líder en la distribución minorista de electrónica de consumo y electrodomésticos en Italia. Cada

tesis de inversión comprende los siguientes aspectos: modelo de negocio, métodos y direcciones de desarrollo, riesgos, foso económico, pronóstico financiero y cálculo del valor intrínseco.

2. Teoría de la inversión en valor

2.1. Definición y características de la inversión en valor

La *inversión en valor* es un estilo de inversión desarrollado por Benjamin Graham y David Dodd en las décadas de 1920 y 1930. Esta filosofía de inversión se basa en tres características de los mercados financieros. (i) Los precios de los títulos que se intercambian en el mercado de valores están sujetos a variaciones constantes e impredecibles (Greenwald et al., 2020). Según Peter Lynch (2015) es inútil tratar de adivinar los movimientos de las cotizaciones a corto plazo, aun cuando existe cierta relación entre la bolsa y los factores económicos. Si bien los tipos de interés mantienen una fuerte correlación con los precios de las acciones, no es posible predecir con asiduidad el rumbo que tomarán en el futuro. (ii) Sin embargo, la mayoría de los activos financieros poseen un valor económico subyacente que cambia de manera paulatina (Greenwald et al., 2020). En efecto, Warren Buffett (1999) explica que, a largo plazo, ningún activo puede incrementar su valor más rápido de lo que crecen sus beneficios. Por ende, un inversor diligente debería ser capaz de calcular con un nivel de precisión razonable el valor intrínseco de estos títulos si ignora los vaivenes que sufren las cotizaciones (Greenwald et al., 2020). Aunque el precio y el valor de un activo financiero suelen divergir en el corto plazo, el valor actúa como una fuerza que dirige al precio en el largo plazo. (iii) Por consiguiente, una estrategia adecuada para conseguir una rentabilidad superior a la media del mercado radica en comprar títulos cuyo precio sea sustancialmente inferior al valor intrínseco calculado por el inversor. Graham denominaba *margen de seguridad* a la brecha existente entre el valor y el precio (Greenwald et al., 2020). Cuanto más amplio es el margen de seguridad en una inversión, más alta es la rentabilidad potencial esperada por el inversor y, lo que es aún más importante, mayor es la garantía de conservar el capital invertido.

Invertir consiste en renunciar a la disponibilidad de una determinada cantidad de dinero en el presente para ganar una suma mayor en el futuro en términos reales, esto es, después de deducir la tasa de inflación (Buffett et al., 1999). La definición más sencilla y frecuente de inversión en valor es “estilo de inversión basado en la compra de gangas, es decir, activos cuyo precio es significativamente inferior a su valor intrínseco” (Greenwald et al., 2020). Por supuesto, los inversores que se mantienen fieles a los principios de inversión de B. Graham y D. Dodd buscan diferencias notables entre el valor de una empresa y el precio al que cotizan sus acciones con el fin de obtener una rentabilidad satisfactoria a largo plazo aprovechando esas discrepancias. No obstante, esta definición es imprecisa o, cuando menos, incompleta porque todo aquel que opera en el mercado de valores intenta “comprar barato y vender caro” (Greenwald et al., 2020). La

primera tarea que nos ayuda a establecer las diferencias que existen entre los inversores en valor y los demás agentes que intercambian títulos en los mercados financieros es formular una definición rigurosa del término. A este respecto, usaremos la definición de inversor en contraposición a especulador que formula Graham para designar a los inversores en valor. “Una operación de inversión es aquella que, tras efectuar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas” (Graham, 2009:33). A pesar de la disparidad de estilos de inversión, la psicología del inversor en valor estriba en comprar un negocio (o una fracción de un negocio), en lugar de comprar un título en el mercado de valores (Buffett, 1984). Esta es la idea esencial en torno a la cual gira el concepto de inversión que describe Graham. Antes de comprar acciones de una empresa es necesario llevar a efecto un análisis minucioso del negocio, adoptar medidas de protección frente a las pérdidas y aspirar a un rendimiento *adecuado*, esto es, que permita al inversor actuar con perspicacia sin dejarse llevar por las emociones. En contraste con la actividad que desarrolla el inversor, el *especulador* apuesta que el precio de una acción subirá ya que piensa que existen otras personas en el mercado dispuestas a adquirir esa acción por un precio superior (Graham et al., 1934).

2.2. Operaciones alternativas a la inversión en el mercado de valores

La anterior definición inserta a los *analistas técnicos* dentro de la categoría de especuladores puesto que eluden el análisis fundamental que atañe a cualquier inversor en valor. Los analistas técnicos se centran en el estudio de las fluctuaciones del precio y del volumen de intercambios de un determinado título sin tener en cuenta su valor económico. Esta estrategia consiste en analizar patrones en los movimientos de los precios a lo largo de su historia con el objetivo de inferir hacia dónde se desplazarán en el futuro y emplear esas predicciones para realizar operaciones rentables (Greenwald et al., 2020). Ahora bien, el análisis técnico y la inversión en valor no son mutuamente excluyentes en tanto en cuanto el inversor base su tesis en un cuidadoso cálculo del valor intrínseco del activo que se dispone a comprar y use las predicciones del comportamiento futuro de los precios de forma complementaria para lograr un rendimiento superior.

Atendiendo a la definición que propone Graham, no podemos calificar las operaciones de los macrofundamentalistas como inversiones por razones obvias. Los *macrofundamentalistas* estudian el entorno económico y su influencia sobre el mercado de valores a nivel nacional o, incluso, internacional. El crecimiento económico, la inflación, los tipos de interés, los tipos de cambio o la tasa de desempleo son, entre otros, factores que forman parte del análisis macroeconómico que concierne a esta clase de analista. Con esta información el macrofundamentalista elabora pronósticos sobre la evolución de la economía a fin de identificar

los títulos que se verán más favorecidos por las perspectivas económicas, si bien soslaya el cálculo de su valor económico fundamental (Greenwald et al., 2020).

Por su parte, los *microfundamentalistas* toman el precio actual de una acción como punto de partida. Estos inversores investigan la historia del título teniendo en cuenta cómo han afectado los cambios en diversas variables al precio de la acción en el pasado. Los beneficios, las condiciones de la industria, el apalancamiento financiero, las inversiones en activos no corrientes, las adquisiciones o desinversiones, el lanzamiento de nuevos productos, las innovaciones tecnológicas o el equipo directivo forman, junto a otros, una constelación de factores que inciden en las cotizaciones. Los microfundamentalistas tratan de averiguar los cambios que se van a producir en esas variables para predecir el futuro movimiento del precio de la acción. Los beneficios son, por antonomasia, la variable que emplean los analistas en sus pronósticos. En este sentido, las expectativas agregadas del mercado sobre los beneficios futuros de las empresas están incorporadas en el precio actual de las acciones. No obstante, en caso de que las estimaciones del analista sobre los beneficios futuros de una empresa (y las demás variables que determinan el precio de sus acciones) sean más optimistas que la predicción del mercado, las acciones de esa empresa supondrán una oportunidad de ganancia (Greenwald et al., 2020).

Excluiremos también a los microfundamentalistas de la categoría de inversores en valor por no cumplir los requisitos que exige la definición de Graham, aun cuando ambos comparten su interés por el análisis fundamental. En primer lugar, estos inversores pretenden anticipar los cambios en las cotizaciones ignorando la relación actual entre el precio y el valor económico subyacente. En segundo lugar, este enfoque no requiere un margen de seguridad que sirva como protección ante los acontecimientos adversos que pueden acaecer en el futuro y alterar la dirección esperada de los precios. Este análisis se aplica por igual a acciones que cotizan a 5 o 50 veces respecto de los beneficios estimados, empero, ningún inversor en valor consideraría que estos escenarios son equiparables (Greenwald et al., 2020). Sin duda, las valoraciones actuales influyen de manera decisiva sobre las rentabilidades futuras (Buffett et al., 1999).

3. La anomalía del valor

3.1. Fundamentos teóricos de la Hipótesis del Mercado Eficiente

Existe una óptica de la inversión desde la cual se descarta cualquier estrategia activa de operativa bursátil en la medida que rechaza la posibilidad de obtener un rendimiento superior al conjunto del mercado. Este planteamiento acepta la *Hipótesis del Mercado Eficiente*, que parte de la premisa de que los precios de las acciones incorporan de forma precisa la información disponible sobre las perspectivas futuras de las empresas y la economía (Greenwald et al., 2020). Podemos distinguir tres niveles de eficiencia en el mercado: débil, semifuerte y fuerte. El nivel de *eficiencia débil* supone que las cotizaciones recogen la información pública disponible en el mercado. El

nivel de *eficiencia semifuerte* asume que los precios se ajustan inmediatamente a la nueva información de índole pública que aparece en el mercado, a saber: la publicación de los resultados trimestrales, la entrada de un nuevo competidor en una industria, el aumento del precio de las materias primas o el cambio en la regulación. Por último, el nivel de *eficiencia fuerte* supone que los precios reflejan tanto la información pública como la información privada en su totalidad (Fama, 1970).

Con arreglo a la Hipótesis del Mercado Eficiente, es imposible encontrar acciones subvaloradas en el mercado de valores (Buffett, 1984). Las impresiones erróneas y las decisiones ilógicas son sencillamente aleatorias de modo que el optimismo exagerado de algunos inversores es compensado con el pesimismo dramático de otros. Sin embargo, existen analistas sagaces que emplean toda la información disponible en el mercado para determinar correctamente los precios de las acciones. En consecuencia, los movimientos futuros del precio dependen del comportamiento aleatorio de los inversores o del anuncio de nueva información relevante que ningún analista podría haber previsto (Greenwald et al., 2020). La habilidad de *batir al mercado* reiteradamente que han demostrado tener los inversores en valor solo puede explicarse como resultado de la suerte si se acepta esta teoría (Buffett, 1984).

Desde esta perspectiva, el inversor debería ceñirse a minimizar los costes de transacción y gestionar el riesgo de su cartera. A este respecto, la primera tarea estriba en rehuir el *riesgo específico* de cada empresa por medio de una diversificación apropiada. En el caso de las acciones, esta estrategia requiere la compra de la parte proporcional de todos los títulos disponibles a fin de lograr la rentabilidad media del mercado. En segundo lugar, a efectos de gestionar el *riesgo sistemático*, que no puede sortearse mediante la diversificación porque afecta a la totalidad del mercado, el inversor debe integrar en su cartera el activo libre de riesgo, esto es, deuda del gobierno a corto plazo. El inversor selecciona el peso del activo libre de riesgo en su cartera conforme al nivel de riesgo que está dispuesto a tolerar, así pues, el inversor conservador tenderá a aumentar su exposición al activo libre de riesgo, en tanto el inversor agresivo tenderá a disminuirla. En definitiva, la Hipótesis del Mercado Eficiente reduce el proceso de inversión a un ejercicio de asignación de activos que, por un lado, persigue la combinación óptima entre el activo libre de riesgo y los títulos del mercado según el perfil de aversión al riesgo del inversor y, por otro, intenta minimizar los costes de transacción gracias a los fondos de inversión indexados y los Exchange Traded Funds (ETFs) (Greenwald et al., 2020).

3.2. Crítica de la Hipótesis del Mercado Eficiente

Con todo, Warren Buffett (1984) asevera que existe una enorme ineficiencia en el mercado de valores en vista de que los inversores que han proseguido la tradición inversora de B. Graham y D. Dodd como Walter Schloss, Tom Knapp, Bill Ruane, Charlie Munger, Rick Guerin o Stan

Perlman, entre otros, han explotado con éxito la brecha entre precio y valor. “Si los precios de las acciones se determinan por las personas más viscerales, avariciosas o depresivas en virtud de la próxima subida, es difícil sostener el argumento de que el mercado siempre fija los precios de modo racional” (Buffett, 1984:11). La vasta evidencia empírica refuta el nivel de eficiencia fuerte de la Hipótesis del Mercado Eficiente. En efecto, las carteras compuestas por acciones de empresas poco conocidas, ubicadas en sectores sin crecimiento, cuyo negocio se puede calificar de aburrido, desagradable o deprimente y, por tanto, “baratas” han ganado de manera reiterada al conjunto del mercado, así como a las carteras constituidas por acciones de empresas seguidas por un gran número de analistas, localizadas en sectores de alto crecimiento, cuya actividad resulta intrincada, extravagante o emocionante y, por ende, “caras”. Asimismo, las empresas que figuran entre las menos atractivas para los inversores a juzgar por su baja rentabilidad sobre el capital, el escaso incremento de sus beneficios o la contracción de sus márgenes, entre otras variables, tienden a conseguir rentabilidades futuras inmejorables como consecuencia de sus precios notablemente bajos (De Bondt & Thaler, 1989; Fama & French, 1992; Greenwald et al., 2020; Lakonishok et al., 1994).

Tabla 1. Comparación del rendimiento de gestores en valor

Gestor	Rentabilidad Anual Total	N.º de Años	Rentabilidad Total en % vs. Media del Mercado (Anual)
Warren Buffet	23,8%	13	+16,4
Pacific Partners	23,6%	19	+15,8
Stan Perlman	19,0%	18	+12,0
Sequoia Fund	18,2%	13 3/4	+9,0
Walter Schloss	16,1%	28 1/4	+8,7
Tweedy, Browne	16,0%	15 3/4	+8,2
Charles Munger	13,7%	14	+7,7

NOTA: Los resultados no son estrictamente comparables. Los períodos totales difieren y las fechas finales varían entre el 31/12/1969 para un fondo y el 31/12/1983 para la mayoría. Además, algunos usan el Dow Jones como índice de referencia, mientras que otros usan el S&P. Por último, se emplean las rentabilidades de las sociedades, calculadas después de descontar la comisión de éxito del gestor. Por ende, se subestiman los resultados "limpios" de las inversiones, si bien no se dispone del rendimiento antes de comisiones, y no se cree que esos ajustes influyesen en las conclusiones generales (Buffett, 1984).

3.3. La psicología del especulador y el comportamiento de los precios

Aunque se ha puesto de manifiesto que existen acciones subvaloradas capaces de producir un rendimiento más elevado que las acciones con mayores expectativas de crecimiento, la siguiente pregunta que debemos responder es si esta situación persistirá con el transcurso del tiempo. Una vez que los inversores se percatan de que las acciones subvaloradas logran una rentabilidad

superior a las acciones sobrevaloradas parece razonable pensar que la ventaja del valor desaparecerá, empero, esta clase de inversores no ha cesado de ganar al mercado. La *anomalía del valor* reside en ciertas características inherentes al comportamiento de los seres humanos, cuyas decisiones a menudo violan cualquier cálculo económico racional. Tres de estos patrones de conducta amplifican la divergencia entre el valor y el precio de los títulos en el mercado de valores (Greenwald et al., 2020).

En primer lugar, los seres humanos son proclives a pagar un sobreprecio para cumplir su sueño de enriquecerse rápidamente. Por ejemplo, la lotería es un negocio exitoso a pesar de que la gran mayoría de los jugadores saben, incluso antes de comprar sus décimos, que la probabilidad de ganar es exigua. En lo que respecta a la renta variable, las acciones sobrevaloradas, que suelen denominarse de diversas formas (v. gr., acciones de alto crecimiento, acciones de moda, acciones disruptivas, etc.), prometen el mismo rendimiento disparatado que los décimos de lotería. Si bien estas acciones cotizan a precios exorbitantes en relación con su valor económico subyacente, algunos analistas, motivados por el deseo de obtener una rentabilidad extraordinaria, sucumben a su encanto (Greenwald et al., 2020). En este sentido, Peter Lynch (2015) apercibe que “es mucho más probable que las acciones sean vistas como inversiones prudentes en el momento en que menos lo son” debido al *efecto rebaño* al que alude Warren Buffett.



Fuente: TIKR.com

El caso de *KUKA (KU2)* ilustra como especuladores ávidos de pingües ganancias estaban dispuestos a pagar precios irracionales por acciones de una empresa en un *sector de moda*. KUKA

es una compañía especializada en la industria de la automatización con presencia internacional que ofrece sus productos y servicios a clientes en sectores diversos: automovilístico, electrónico, plásticos, metales, minorista, comercio electrónico, bienes de consumo y sanitario. KUKA finalizó el año 2012 con un PER de 17x, en diciembre la cotización de las acciones oscilaba en torno a 28€ y la empresa ganó un beneficio por acción de 1,64€ en el ejercicio completo. En octubre de 2017 KUKA llegó a cotizar a un PER de 116x, el precio de las acciones había alcanzado la desorbitada cifra de 257€ tras multiplicarse por más de 9x en 5 años. Sin embargo, la empresa declaró un beneficio por acción de 2,22€ en el ejercicio completo. Esto quiere decir que el beneficio por acción de la empresa se había incrementado paulatinamente desde 2012 hasta 2017 a una tasa de crecimiento anual compuesto del 6,24% mientras el precio se disparaba. La especulación acerca del brillante futuro de la industria de la automatización indujo a inversores incautos a comprar las acciones de KUKA, cuya cotización terminó desplomándose desde 257€ hasta 120€ en poco menos de dos meses y continuó su descenso hasta 22€ en marzo de 2020. Esta causa de la anomalía del valor perdurará en tanto en cuanto existan especuladores sin la disciplina suficiente para realizar operaciones de inversión en el mercado de valores.

En segundo lugar, los seres humanos evitan las situaciones de aspecto desagradable, problemático o arriesgado si carecen de la sensación de ebriedad que producen formas de riesgo atípicas como los deportes extremos (Greenwald et al., 2020). Este rasgo de la personalidad recibe el nombre de *aversión a las pérdidas*. En lo que atañe a la mayoría de los inversores, la intensidad del sufrimiento provocado por anticipar una pérdida es mayor que el placer de conseguir una ganancia equivalente. Conviene puntualizar que la aversión al riesgo y la aversión a las pérdidas son dos conceptos distintos. La *aversión al riesgo* se refiere a la capacidad para soportar el decrecimiento del nivel de riqueza respecto de las necesidades mientras que la aversión a las pérdidas está relacionada con la tolerancia a la merma del nivel de riqueza en términos absolutos. Aun cuando un aumento de la riqueza total atenúa la aversión al riesgo del inversor, la aversión a las pérdidas se mantiene estable. A modo de ilustración, los inversores rehúsan analizar acciones de empresas susceptibles de declararse en concurso de acreedores sin estimar el enorme rendimiento potencial que, en última instancia, puede generar la minoría que sobrevive (Greenwald et al., 2020). No obstante, Peter Lynch (2015) opina que los éxitos ocasionales en las empresas recuperables hacen que la inversión en esta clase de acciones sea de lo más rentable en su conjunto. Habida cuenta de que los analistas repelen las candidatas para una recuperación y desechan ipso facto las acciones en cartera que han sufrido reveses sin evaluar detenidamente el aparente deterioro de su valor, la subvaloración es el mal crónico de estas acciones (Greenwald et al., 2020).

En último lugar, el exceso de confianza es consustancial a la conducta de los seres humanos, que tienden a ampararse en la certidumbre y rechazar las posibilidades alternativas. Este sesgo cognitivo encarece todavía más las acciones sobrevaloradas ya que los analistas descartan toda

posibilidad de que acontezcan sucesos desfavorables. Asimismo, el exceso de confianza refuerza la discrepancia entre el valor y el precio de las acciones subvaloradas puesto que los analistas piensan que nunca se recuperarán. Por consiguiente, la anomalía del valor no perecerá hasta que el proceso evolutivo no elimine este factor psicológico de la naturaleza humana (Greenwald et al., 2020).

4. La acción humana y la inversión en valor

4.1. La función empresarial y los elementos de la acción humana

Una vez se han expuesto los principios de la inversión en valor es preciso argumentar la ventaja de esta filosofía de inversión por medio de la teoría económica. A tal efecto se empleará el marco teórico de la *Escuela Austriaca de Economía*, cuyas enseñanzas se centran en el ejercicio de la *función empresarial*, que coincide, en sentido lato, con la *acción humana*. Según Huerta de Soto (1992) “la acción humana es todo comportamiento o conducta deliberada”, es decir, una movilización consciente de la voluntad humana dirigida a perseguir objetivos (Mises, 1986). A partir de esta definición de función empresarial se deduce que cualquier ser humano que actúa para alcanzar el estado de satisfacción que dimana de la consecución de los fines que considera valiosos está inserto dentro del término *empresario*. Las valoraciones son subjetivas porque están determinadas por la intensidad psíquica con que los hombres aprecian las *metas* en el contexto de sus acciones, de ahí que sea imposible cuantificar de forma objetiva los juicios de valor, si bien pueden expresarse en términos comparativos (Huerta de Soto, 1992). Los seres humanos advierten la existencia de objetos en el mundo exterior que resultan adecuados para lograr fines y, al llevar a cabo una acción, estos bienes devienen medios; así pues, denominamos *medio* a todo aquello que los sujetos creen que es útil para conseguir metas (Mises, 1986). En este sentido, la *utilidad* depende del valor de los objetivos que los hombres piensan que los medios a su disposición les permitirán lograr y, por tanto, también es subjetiva (Huerta de Soto, 1992).

El ser humano siempre estima que los medios son insuficientes para alcanzar la totalidad de fines que anhela. La *escasez* es consustancial a la acción humana. Podemos clasificar los bienes en dos categorías: *bienes económicos* y *bienes libres*. Los bienes libres no se contemplan al actuar porque abundan en el entorno natural en que habitan los hombres; en cambio, los bienes económicos o medios constituyen un elemento fundamental de la acción humana (Mises, 1986). El conjunto de bienes escasos no está dado, sino que la escasez aviva la creatividad de los hombres para producir aquello que subjetivamente estiman insuficiente (Huerta de Soto, 1992). Dentro de los bienes económicos existen dos grupos: *bienes de consumo* o *bienes de primer orden* y *factores de producción* o *bienes de orden superior*. Los bienes de consumo son aquellos que satisfacen las necesidades humanas directamente. Por el contrario, los factores de producción requieren la

intervención de otros bienes y el transcurso de un proceso para satisfacer las necesidades humanas (Mises, 1986).

4.2. El cálculo económico

La economía de mercado está protagonizada por la figura del empresario, que podemos calificar de especulador de acuerdo con la acepción etimológica original del término, pues nos referimos a aquellos sujetos que se anticipan a los acontecimientos de manera denodada. En un entorno de incertidumbre inexorable, los empresarios tratan de pronosticar la demanda de los bienes y servicios que satisfarán en mayor medida las necesidades de los consumidores al tiempo que procuran estimar los precios a los que podrán colocar esos bienes y servicios en el mercado. Los empresarios competirán a fin de adquirir los factores productivos indispensables para producir bienes y servicios en la medida que piensan que serán demandados por los consumidores en un futuro más o menos lejano. El precio de los bienes de orden más elevado o *coste* se fija en este proceso de competencia. Solo los empresarios que aciertan en su predicción cosechan beneficios, esto es, el precio de venta de los bienes y servicios que ofertarán en el futuro será mayor que el precio de los factores productivos que demandaron en el pasado. Por ende, los precios determinan los costes (Mises, 1986).

La teoría del mercado nos ayuda a dilucidar las diferencias que existen entre la *justipreciación* y la *valoración*. Mises (1986) explica que la justipreciación no denota el valor subjetivo que el bien tiene para el individuo, sino el precio que los empresarios prevén que los consumidores estarán dispuestos a pagar por ese bien en el futuro, en tanto la valoración se refiere al sentimiento de aprecio más o menos intenso que suscita ese bien. Ahora bien, si los intercambios son fruto de la desigualdad de valoraciones subjetivas que no pueden calcularse objetivamente porque corresponden al mundo interior del hombre (ordinal) hemos de explicar cómo surgen los precios en el mundo exterior (cardinal). El problema del cálculo económico se soluciona gracias a la existencia de dos instituciones sociales: el dinero, entendido como “un medio de intercambio comúnmente aceptado” (Mises, 1986), y los cambios interpersonales libres. Por medio del dinero y los intercambios voluntarios, las apreciaciones psíquicas de las partes en relación con el bien que constituye objeto de cambio se plasman en un precio de mercado, “una relación histórica de intercambio en unidades monetarias”, susceptible de expresarse numéricamente (Huerta de Soto, 1992). Los precios de los bienes y servicios que se registraron ayer en el mercado facilitan a los empresarios información provechosa a efectos de estimar los precios de mercado que se registrarán mañana (Mises, 1986).

Este análisis de los precios constituye una primera aproximación a la noción de valor intrínseco de los factores productivos en que se fundamenta la inversión en valor. La valoración de los bienes de consumo y la valoración de los factores productivos no pertenecen a realidades distintas. La

utilidad de los bienes de primer orden es la proyección del valor de las apetencias que el consumidor cree que esos bienes le permitirán satisfacer. Por su parte, la utilidad de los factores productivos depende de la utilidad que el consumidor confiere a los bienes de primer orden, en cuyo proceso de producción intervienen los bienes de orden más remoto. En consecuencia, el valor de los factores de producción es subjetivo y, en última instancia, está supeditado a los juicios de valoración de los consumidores respecto de los bienes de primer orden. Asimismo, las variaciones en el valor de los bienes de consumo influyen en el valor de los factores productivos. Si un bien de consumo se revaloriza considerablemente, el valor de los bienes de orden superior necesarios para producir ese bien se incrementará; en el caso opuesto, si un bien de primer orden deviene infructuoso para satisfacer las necesidades de los consumidores, los bienes de orden más elevado que no puedan ser reutilizados en el proceso de producción de otros bienes se desvalorizarán.

La cooperación social se asienta sobre la *ley de la división del trabajo (conocimiento)* y la *ley de asociación de David Ricardo*. Los seres humanos descubren que son capaces de lograr un incremento de la productividad si se especializan en lo que poseen una *ventaja comparativa* mayor. Esto significa que, desde el punto de vista vertical, el conocimiento es cada vez más profundo y, desde el punto de vista horizontal, el conocimiento es cada vez más vasto (Huerta de Soto, 1992). La eficiencia derivada de la acción cooperativa surge a causa de la diversidad de las aptitudes humanas para desempeñar tareas específicas, la distribución desigual de los recursos naturales sobre la faz de la tierra y la limitada capacidad laboral de los hombres. A este respecto, la ley de asociación de David Ricardo demuestra la reciprocidad de los beneficios derivados de la división del trabajo, incluso en el supuesto de que un individuo o región aventaje en absolutamente todas y cada una de las áreas de conocimiento a los demás individuos o regiones (Mises, 1986). En definitiva, los agentes económicos se focalizan en la producción de bienes y servicios en los que disfrutan de una ventaja comparativa mayor en términos relativos e intercambian esos bienes y servicios en el mercado. En efecto, los miembros de una sociedad caracterizada por la división del conocimiento consumen infinidad de bienes y servicios, aun cuando se concentran en la producción de un único bien o servicio. De hecho, los bienes económicos que se ofertan en el mercado son bienes de orden superior para su productor porque gracias al comercio le permiten hacerse con los bienes de consumo que precisa para lograr sus fines. Por consiguiente, el productor aspirará a conocer el valor que los demás agentes económicos confieren a los artículos que es capaz de producir y, a su vez, tratará de estimar el valor de los bienes de orden más remoto imprescindibles para la producción de los bienes que se demandan en el mercado.

4.3. Teoría del capital

El análisis de las características de la función empresarial que acabamos de realizar constituye el punto de partida para desarrollar los principios esenciales de la teoría de valoración del capital. Huerta de Soto (2009) define *bien de capital* como “cada una de las etapas intermedias, subjetivamente consideradas como tal, en las que se materializa todo proceso productivo emprendido por el actor [...] por las que el actor cree que es preciso pasar antes de alcanzar el fin de su acción”. La condición indispensable para producir bienes de capital es el *ahorro* ya que los hombres solo pueden aumentar la complejidad y el número de etapas que exige el proceso de producción si previamente han renunciado a emprender acciones dirigidas a la consecución de fines más próximos en el tiempo (*consumo*) (Huerta de Soto, 2009). Por medio del *cálculo económico*, el actor distingue entre los bienes de primer orden que satisfacen sus apetencias inmediatas y los bienes de orden más remoto que le permitirán cubrir las necesidades que experimente en el futuro después la sucesión de una serie de etapas (Mises, 1986). Según Mises (1986) “distinguir entre medios y fines nos lleva a diferenciar entre invertir y consumir”. Denominaremos *capital* al valor de los bienes de capital estimado a precio monetario de mercado por los empresarios conforme a la renta que permiten generar mediante la producción de bienes y servicios que se venderán en el mercado de manera previsible (Menger, 2007). Esta definición concuerda plenamente con el origen etimológico del término capital, que procede del latín *capitalis* y significa *perteneciente a la cabeza*, debido a que el cálculo del valor de los bienes de capital requiere el uso del ingenio humano. El capital de una empresa coincide con su *activo* y su valor está subordinado al valor de los bienes de consumo en cuyo proceso de producción han de intervenir forzosamente. Con todo, el capital nunca llega a igualarse con el precio de los bienes de orden inferior (Böhm-Bawerk, 1998).

El motivo subyacente a este fenómeno radica en la *ley de la preferencia temporal*, que establece que, a igualdad de circunstancias, los seres humanos prefieren lograr sus fines en el menor tiempo posible o, de forma aún más breve, “los bienes presentes siempre se prefieren a los bienes futuros” (Huerta de Soto, 2009). En consecuencia, el actor emprenderá acciones que exigen una mayor duración temporal en tanto en cuanto estén encaminadas a conseguir objetivos con más valor. La categoría lógica de la preferencia temporal comprende tanto la impaciencia inherente a la acción humana como la aversión al riesgo que deriva de la incertidumbre inexorable del futuro. A pesar de la propensión del hombre a valorar los bienes presentes en mayor medida que los bienes futuros, la intensidad con que es sentida esta preferencia temporal difiere de una persona a otra, y para una misma persona en cada momento. Gracias a esta disparidad de valoraciones subjetivas, surgen múltiples oportunidades de beneficio para los agentes económicos que intercambian bienes presentes por bienes futuros en el *mercado de tiempo*. Los *ahorradores* o *capitalistas* ofertan bienes en el presente, privándose de su consumo, a cambio de bienes en mayor cantidad

y/o calidad en el futuro. Por el contrario, los demandantes de bienes presentes renuncian a la propiedad de bienes cuyo proceso de producción finalizará en el futuro, a cambio de bienes en menor cantidad y/o calidad en el presente. En estos intercambios se fija “el precio de mercado de los bienes presentes en relación con los bienes futuros”, que recibe el nombre de *tipo de interés* (Huerta de Soto, 2009). Expresado de otro modo, el tipo de interés se refiere a la tasa de descuento que emplean los agentes económicos para calcular el *valor actual* de las rentas futuras en función de la impaciencia y la aversión al riesgo del mercado. Por tanto, los agentes económicos exigirán un tipo de interés mayor si son impacientes y temerosos mientras que, si son pacientes y arriesgados, demandarán un tipo de interés menor.

4.4. Los fosos económicos

El tipo de interés es un precio de mercado, así pues, de la misma forma que los demás precios de mercado, debería tender a igualarse. La función empresarial es siempre competitiva dado que los empresarios rivalizan entre sí por descubrir y aprovechar las oportunidades latentes de ganancia en que se materializan los desajustes del proceso social antes de que dichas oportunidades sean totalmente eliminadas (Huerta de Soto, 1992). En este supuesto, los altos retornos sobre el capital deberían disminuir tan pronto como asome la competencia dado que las empresas con bajos retornos sobre el capital tenderán a abandonar las líneas de negocio menos rentables y penetrar en las industrias de retornos superiores (Dorsey, 2008). Sin embargo, existen empresas que generan retornos sobre el capital sensiblemente dispares, aun cuando invierten con un horizonte temporal y un nivel de riesgo similares. Warren Buffet acuñó el término *foso económico* para referirse a las características estructurales propias de una empresa con altos retornos sobre el capital que empecen la emulación de su modelo de negocio por parte de los potenciales rivales. En este sentido, la existencia de sólidas ventajas sobre la competencia preserva los retornos sobre el capital de las empresas del mismo modo que la presencia de un foso defensivo defiende un castillo del asalto de los ejércitos enemigos. El foso económico de una empresa se puede clasificar como *ancho* o *estrecho* dependiendo de cuán duraderas sean las ventajas competitivas que lo componen (Dorsey, 2008).

Según Pat Dorsey (2008), “las cuatro fuentes de ventaja competitiva son los activos intangibles, los costes de sustitución, el efecto red y las ventajas de costes”. Las empresas escudadas de la competencia por fosos defensivos son capaces de reinvertir los flujos de caja a una tasa de retorno superior al tipo de interés durante un periodo de tiempo prolongado, de ahí que sean más valiosas que los negocios que se pueden reproducir con facilidad. Por consiguiente, los inversores dotados de la perspicacia empresarial necesaria para identificar negocios que gocen de sólidas ventajas competitivas conseguirán una rentabilidad superior al conjunto del mercado si adquieren las acciones de estas empresas a un precio con descuento respecto de su valor económico subyacente.

Si la tasa de retorno de una empresa es inferior al tipo de interés, los capitalistas no percibirán una retribución acorde con la tasa de preferencia temporal, que comprende tanto la impaciencia como la aversión al riesgo y, por ende, ese negocio cesará su actividad, aunque produzca beneficios.

4.5. Cálculo del valor intrínseco de un negocio

Una vez un empresario ha detectado una oportunidad latente de beneficio en el mercado se apresurará a trazar un plan de negocio, entendido como un ejercicio de arbitraje entre el precio de los factores de producción (coste) y el precio de los bienes de consumo (Fekete, 1996), con el objetivo de explotarla antes de que sea eliminada por otros empresarios en el proceso social. La condición sine qua non para invertir en los factores productivos que precisa cualquier proyecto empresarial es el ahorro, que previamente hemos definido como la “renuncia al consumo inmediato” (Huerta de Soto, 2009). En caso de carecer de ahorro propio suficiente para llevar a cabo su plan de negocio, el empresario podrá acudir al mercado de capitales a fin de captar ahorro ajeno de forma fraccionada, es decir, de un gran número de ahorradores al mismo tiempo. Los capitalistas que apuesten por el éxito del proyecto empresarial pueden invertir su ahorro de dos maneras diferentes. Por un lado, pueden convertirse en *acreedores* por medio de la compra de *bonos*, títulos de deuda emitidos por la empresa, y recibir periódicamente un interés fijo; por otro, tienen la posibilidad de devenir copropietarios (*accionistas*) del negocio mediante la compra de una participación accionarial en la empresa y recibir una renta variable conforme a sus resultados futuros.

Denominamos *valor intrínseco* de un negocio al “valor descontado de los flujos de caja que generará hasta el cese de su actividad” (Buffett, 1999). No obstante, el valor intrínseco varía en función de la previsión de los flujos de caja futuros y del tipo de interés. Si la intensidad con que los agentes económicos prefieren los bienes presentes en relación con los bienes futuros aumenta, el valor actual de los flujos de caja futuros disminuirá; por el contrario, si se reduce, el valor actual de los flujos de caja futuros se incrementará. Si el analista espera que los flujos de caja excedan su previsión, la estimación del valor del negocio se incrementará; en cambio, si pronostica un decremento de los flujos de caja, la estimación del valor del negocio se reducirá. En consecuencia, el valor económico subyacente de un negocio no es una cifra precisa sino una estimación que diferirá de modo inevitable del cálculo de un analista a otro (Buffett, 1999). En realidad, el conocimiento exclusivo de las circunstancias que puede usar un actor para conseguir beneficios no existe de forma concentrada sino como pedazos dispersos de conocimiento incompleto que todos los seres humanos poseen de manera individual (Hayek, 1945). En efecto, un analista sagaz puede valorar un negocio con mayor precisión que el mercado por medio de un minucioso análisis fundamental.

La estrategia que siguen los inversores en valor consiste en comprar acciones que cotizan a un precio sustancialmente inferior a su estimación del valor intrínseco y esperar pacientemente a que la cotización se aproxime a la valoración. Si bien el mercado es ineficiente en el corto plazo, los precios de las acciones convergen hacia su valor intrínseco en el largo plazo. Los inversores en valor desempeñan una función esencial en el proceso social puesto que contribuyen a valorar el capital de un modo correcto. Gracias a la valoración del capital que efectúan estos inversores se crea nueva información en el mercado que indica a los empresarios en qué industrias deben desplegar su ingenio empresarial. En el caso contrario, si el precio de un determinado activo se dispara, la cifra de especuladores proclives a invertir su ahorro en ese activo aumentará con rapidez a pesar de que ese súbito ascenso del precio se trate de una *burbuja financiera*. En este supuesto, los analistas que se percaten de la formación de una burbuja en el mercado pueden pincharla mediante la venta al descubierto de ese activo al tiempo que evitan que otros inversores sean impedidos a incidir en graves errores de inversión.

4.6. Errores de inversión y margen de seguridad

Podemos distinguir tres clases de errores de inversión. En primer lugar, es posible que el inversor descuide variables relevantes en su análisis fundamental que desvíen su estimación del verdadero valor intrínseco del negocio. En segundo lugar, los elementos que forman parte del cálculo del valor intrínseco pueden ser manipulados por la intervención del Estado en el proceso social como sucede durante el proceso de expansión crediticia bancaria no respalda por un aumento del ahorro. A este respecto, el Estado concede a la banca el privilegio de operar con reserva fraccionaria, lo que supone un incumplimiento del contrato de depósito irregular de dinero (Huerta de Soto, 2009). El proceso de expansión artificial del crédito consiste en un incremento de la oferta de préstamos por encima del ahorro real acompañada de un decremento del tipo de interés. El valor actual de los bienes de capital aumenta en vista de que el tipo de interés al que se descuentan los flujos de caja futuros se ha reducido de manera artificial y, por tanto, surgen oportunidades de beneficio ficticias en proyectos empresariales que precisarían un incremento del ahorro voluntario para ser culminados. No obstante, la expansión económica que resulta de la concesión de préstamos bancarios sin respaldo de ahorro es insostenible (Huerta de Soto, 2009). El optimismo exagerado durante la burbuja puede inducir al analista a equivocarse en la valoración de un negocio. En último lugar, es posible que el inversor se comporte de modo irracional a causa de la intervención de factores de carácter psicológico en la toma de decisiones de inversión (Paramés, 2016). Los principales sesgos del pensamiento que pueden empujar al analista a cometer errores en la estimación del valor de un negocio comprenden el sesgo del exceso de confianza, el sesgo de la ilusión de control, el sesgo de anclaje, el sesgo de autoridad, el efecto halo, el sesgo de la prueba social, el sesgo del descuento hiperbólico, el sesgo de la aversión a las pérdidas y el efecto de miopía.

Habida cuenta de cuán probable es equivocarse en mayor o menor medida en el cálculo del valor intrínseco de un negocio, el inversor ha de adoptar medidas de protección frente a las potenciales pérdidas que resulten de una valoración errónea. Denominamos *margen de seguridad* a la diferencia que existe entre el valor intrínseco de un negocio y el precio al que cotizan sus acciones. El estilo de inversión desarrollado por B. Graham y D. Dodd exige un amplio margen de seguridad o, expresado de otro modo, los inversores en valor compran acciones en tanto en cuanto coticen visiblemente por debajo del valor económico subyacente del negocio (Greenwald et al., 2020).

5. Aplicación de la inversión en valor a empresas cotizadas en Europa

5.1. Groupe Guillin S.A. (ALGIL)

Gráfico 2. Evolución del precio de Groupe Guillin S.A.



Fuente: TIKR.com

5.1.1. Modelo de negocio

Fundada en 1972, *Groupe Guillin S.A. (ALGIL)* es una compañía líder en soluciones de envasado y transporte para productos alimenticios en el mercado europeo. Las actividades de la compañía se clasifican en dos líneas de negocio diferentes: los envases y los equipos de transporte (Groupe Guillin SA, 2021a).

El negocio de *envases* comprende las actividades de diseño, fabricación y distribución de recipientes y productos semielaborados para empresas en distintas etapas de la industria alimentaria. En primer lugar, la compañía fabrica envases de materiales diversos (PET, PP, cartón, pulpa de papel, etc.) destinados tanto a los distribuidores minoristas como a los productores de

alimentos. El grupo atiende la demanda de una gran variedad de detallistas (carniceros, charcuteros, pasteleros, pescaderos, etc.) por medio de gamas de envases estandarizadas para cada segmento de mercado. Los envases destinados a los productores de alimentos se emplean principalmente en los sectores de las carnes rojas, las aves de corral, los platos preparados, las galletas y la pastelería. En segundo lugar, la compañía fabrica recipientes de plástico termoconformado y cartón para los productores de frutas y verduras en Europa y fuera de Europa. Las empresas que forman la División de Frutas y Verduras colaboran con los productores con el fin de lograr una respuesta rápida a la demanda estacional del sector. La oferta de recipientes para frutas y verduras frescas está constituida por envases enteramente reciclables y compostables. En último lugar, el grupo fabrica y comercializa láminas de plástico para el termoconformado destinadas a la fabricación de recipientes alimentarios (Groupe Guillin SA, 2021a). En FY2020 el 93,2% de la cifra de ventas de la compañía, que ascendió a €577,0 millones, procedió del negocio de envases. El EBIT montó €76,2 millones y el margen operativo se elevó al 13,2% de manera excepcional a causa del decremento de los precios de las materias primas utilizadas en la producción de envases.

El negocio de *equipos de transporte* integra las actividades de diseño, fabricación y distribución de máquinas para transportar alimentos fríos y calientes en condiciones óptimas de higiene, seguridad y presentación desde la cocina de los establecimientos (hospitales, colegios, prisiones, residencias de la tercera edad, etc.) hasta el consumidor final. La oferta de equipos incluye máquinas de sellado y envasado para enfriar y almacenar los alimentos hasta su consumo, hornos de convección para el sector de la restauración en Francia y carritos de transporte de alimentos calientes para hospitales y clínicas (Groupe Guillin SA, 2021a). En FY2020 el 6,9% de la cifra de ventas de la compañía, que ascendió a €42,6 millones, procedió del negocio de equipos de transporte. El EBIT montó €5,3 millones y el margen operativo fue igual al 12,5%. Las restricciones de movilidad impuestas por los gobiernos europeos durante el año 2020 afectaron al negocio, especialmente a las actividades destinadas a las cocinas de los centros escolares.

En FY2020 el 93% de la cifra de ventas de la compañía procedió de Europa (Groupe Guillin SA, 2021a). El 35,9%, que ascendió a €222,4 millones, provino de Francia, el 18,8%, que montó €116,1 millones, procedió de Reino Unido, el 10,4%, que ascendió a €64,2 millones, provino de Italia y, el 34,9%, que montó €216,2 millones, procedió de otros países. Las plantas de producción del grupo se encuentran en Francia, España, Italia, Alemania, Polonia, Rumanía y Reino Unido (Groupe Guillin SA, 2021a).

5.1.2. Métodos y direcciones de desarrollo

El principal método de desarrollo del grupo consiste en adquirir compañías que forman parte de la misma industria. Esta estrategia permite a la compañía crecer en dos direcciones distintas:

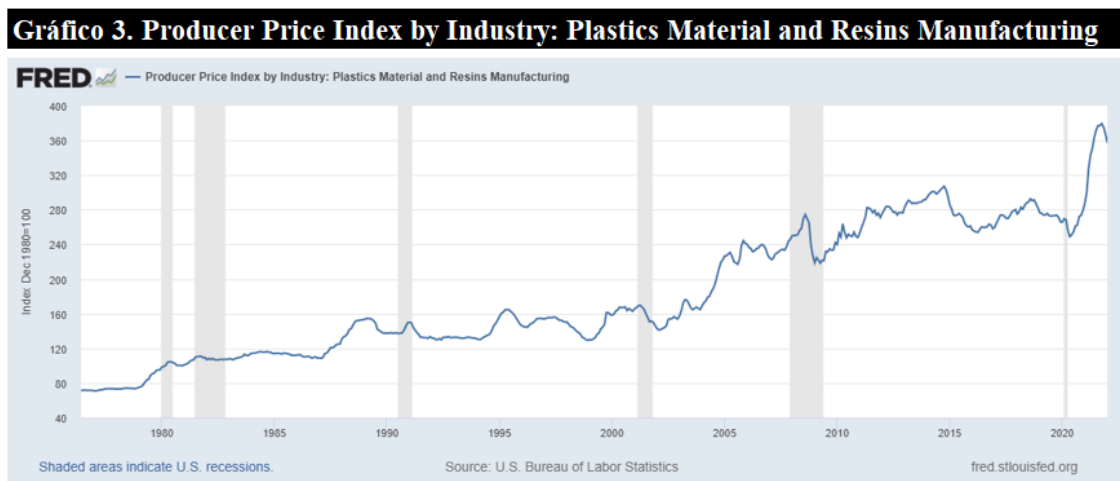
desarrollo de nuevos productos y desarrollo de nuevos mercados geográficos o internacionalización. Por una parte, las adquisiciones amplían los recursos y capacidades del grupo para desarrollar nuevos productos que requieren el dominio de procesos y/o materiales desconocidos; por otra, extienden el ámbito geográfico de las actividades del grupo. En marzo de 2020, Transalpack SA, filial suiza de reciente creación, adquirió el 67% de Thermoflex SA, una compañía distribuidora de envases alimentarios en el mercado suizo (Groupe Guillin SA, 2021a). En junio de 2021, la filial Alterecopack SAS adquirió el 100% de Groupe Gault & Frémont, compañía líder en el diseño, producción y distribución de bolsas de papel, cajas de cartón y papel de horno en Francia y Bélgica que alcanzó una cifra de ventas aproximada de €63 millones en FY2020 (Groupe Guillin SA, 2021b). El grupo también crece de forma orgánica aspirando a aumentar su cuota en los mercados existentes con una oferta de productos respetuosa con el medio ambiente. No obstante, el negocio de equipos de transporte goza de mejores perspectivas de crecimiento en vista de que se encuentra en una fase de desarrollo más temprana para el grupo que el negocio de envases (Groupe Guillin SA, 2021a).

5.1.3. Riesgos

La compañía emplea materias primas diferentes en función de la actividad. Los envases se fabrican principalmente con resinas plásticas, tanto vírgenes como recicladas, y cartón, en tanto los equipos de transporte se fabrican con acero inoxidable (Groupe Guillin SA, 2021a). Por consiguiente, el margen bruto depende de los precios mundiales de las materias primas. Después del ascenso en 2017 y los primeros nueve meses de 2018, los precios del plástico iniciaron un descenso en el cuarto trimestre de 2018 que continuó hasta el segundo trimestre de 2020. Gracias a los bajos precios del plástico durante el segundo y el tercer trimestre de FY2020, el margen EBIT de la compañía se elevó al 13,8%, un aumento de 3,5 puntos con respecto a FY2019. En cambio, a partir del tercer trimestre de 2020 los precios del plástico se dispararon hasta alcanzar nuevos máximos históricos en el primer trimestre de 2021 debido a una merma en la oferta de plásticos acompañada del alza de los precios del petróleo (Groupe Guillin SA, 2021a, 2021b). El margen EBIT de la compañía disminuyó al 12,1% en la primera mitad de FY2021 y es probable que la tendencia persistiese durante la segunda mitad a la luz de la subida continua de los precios del plástico. El plástico reciclado también sigue encareciéndose a raíz de la escasez derivada de cuestiones de índole medioambiental (Groupe Guillin SA, 2021a).

El grupo trabaja con un gran número proveedores repartidos en distintas geografías a efectos de minimizar el riesgo de desabastecimiento de materias primas, de ahí que no dependa de ningún proveedor para abastecer sus plantas de producción y desarrollar su actividad fabril. Sin embargo, la compañía no puede sortear con facilidad el impacto del alza de los precios de las materias primas sobre el margen bruto por medio de la política de precios. Esto quiere decir que el grupo

solo puede trasladar parcialmente el incremento de los costes a los clientes en virtud de las características estructurales de la industria. En efecto, el margen EBIT oscila cada ejercicio con arreglo al movimiento de los precios mundiales de las materias primas. En FY2018 el margen EBIT descendió al 8,6% en línea con la subida de los precios de las materias primas y, una vez se había revertido la tendencia, ascendió hasta alcanzar el 13,8% en FY2020, un aumento de 5,2 puntos en dos años. Aunque en el corto o medio plazo la evolución de los precios de las materias primas puede afectar a los beneficios, no supone un riesgo elevado para el buen desempeño de la compañía en el largo plazo.



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED)

En los últimos años, los ataques legislativos contra el plástico del gobierno francés y los demás gobiernos europeos han desconcertado a la industria de los envases alimentarios, si bien ello no es óbice para que los fabricantes suspendan su actividad o para que esta sea gravemente menoscabada (Groupe Guillin SA, 2021a). La incertidumbre en torno a los envases de plástico que suscitaron los gobiernos europeos en 2018 y 2019 se disipó con la *Directiva (UE) 2019/904 relativa a la reducción del impacto de determinados productos de plástico en el medio ambiente*, que restringía la introducción en el mercado de recipientes alimentarios hechos de poliestireno expandido (Directiva (UE) 2019/904, 2019). En Francia, la *Ley n.º 2020-105 relativa a la lucha contra los residuos y la economía circular* suprimió la prohibición de comercializar cajas, ensaladeras, tarrinas de helado y bandejas de comida a base de plástico (LOI n.º 2020-105, 2020). Con el fin de eliminar los envases de plástico de un solo uso de forma progresiva, el gobierno francés planea decretar tres objetivos (reducción, reutilización y reciclaje) cada cinco años hasta 2040. El primer decreto establece las metas de reducir el 20% de los envases de plástico de un solo uso, suprimir los envases de plástico de un solo uso de carácter innecesario y reciclar la totalidad de envases de plástico de un solo uso para 2025.

La Directiva (UE) 2019/904 no incidió de manera negativa en la actividad de la compañía puesto que no emplea el poliestireno expandido en la producción de sus recipientes alimentarios. De igual modo, el grupo es capaz de eludir los efectos de la Ley n.º 2020-105 gracias a su política medioambiental. El grupo está totalmente integrado en la economía circular mediante una oferta de productos compuesta únicamente de envases alimentarios reciclables, reutilizables y compostables (Groupe Guillin SA, 2021a). Aun cuando la legislación en contra del plástico no entraña riesgo alguno en el corto y medio plazo, la compañía está expuesta a las restricciones que los gobiernos pueden establecer de forma arbitraria respecto del plástico en el largo plazo. Por ende, es preciso comprender las consecuencias que trae consigo la sustitución del plástico en la producción de envases para medir el potencial riesgo de intervención del gobierno en la industria. El reemplazo total de los recipientes de plástico por cualquier material alternativo implicaría multiplicar por 3,6x el peso, por 2,2x el consumo de energía y por 3,7x las emisiones de gases de efecto invernadero, esto es, emitir 61 millones de toneladas más de CO₂ al año en Europa. Además, si se recoge, clasifica y recicla, el plástico se convierte en un material propio de la economía circular (Groupe Guillin SA, 2021a). En consecuencia, es poco probable que los gobiernos europeos se ensañen con los fabricantes de envases de plástico a largo plazo con el pretexto de preservar el medio ambiente.

5.1.4. Foso económico

El foso defensivo del grupo está constituido por *patentes y licencias regulatorias*, que se pueden reunir bajo la categoría de *activos intangibles*. Las patentes ofrecen protección legal a la compañía dado que impiden a los competidores vender los productos que ha desarrollado. Ahora bien, las patentes tienen una vida finita y no son irrevocables. Según Pat Dorsey (2008), las patentes constituyen una ventaja competitiva duradera en tanto en cuanto la compañía disfrute de una amplia variedad de productos patentados o posea un historial de innovación que pueda continuar con certeza. En la actualidad, el grupo gestiona una cartera diversificada que recoge más de 400 títulos de propiedad industrial, así pues, no depende de un número pequeño de productos patentados para defenderse del ataque de los competidores (Groupe Guillin SA, 2021a). El historial de éxitos de la compañía demuestra la innovación constante en el diseño inspirada por los valores de respeto del medio ambiente. Por ejemplo, en 2020 se produjeron los lanzamientos de Ecosoft, una solución reciclable de gran durabilidad para el envasado de frutos de baya, y de Dualipack, la bandeja reciclable y sin sustancias adhesivas hecha de cartón y PET separables. De hecho, la política de investigación y desarrollo del grupo estatuye la asignación anual de un 1% y un 2% de los ingresos al negocio de envases y al negocio de equipos de transporte, respectivamente, con el objetivo de ampliar su oferta de productos (Groupe Guillin SA, 2021a).

Pat Dorsey (2008) explica que una colección de aprobaciones regulatorias difíciles de obtener también puede establecer una ventaja competitiva duradera. En este caso, los productos de la compañía han de cumplir con la normativa aplicable a los envases destinados a entrar en contacto con productos alimenticios, que comprende el *Reglamento (CE) n.º 1935/2004 sobre los materiales y objetos destinados a entrar en contacto con alimentos* y el *Reglamento (CE) n.º 2023/2006 sobre buenas prácticas de fabricación de materiales y objetos destinados a entrar en contacto con alimentos* (Groupe Guillin SA, 2021a). Por tanto, las barreras regulatorias impuestas por la Unión Europea son suficientemente onerosas como para limitar el número de empresas relevantes en la industria.

5.1.5. Pronóstico financiero

Desde FY2016 hasta FY2020, la cifra de ventas ha aumentado un 8,83%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 2,14%. Si excluimos FY2020 a fin de suprimir la caída en los ingresos ocasionada por acontecimientos excepcionales acaecidos durante el año, desde FY2016 hasta FY2019, la cifra de ventas se ha incrementado un 15,61%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 4,95%, en línea con el desarrollo de la industria. Por tanto, es probable que el crecimiento de los ingresos del grupo durante los próximos años se sitúe en el rango medio o bajo de un solo dígito. En el supuesto de que la compañía arroje la misma cifra de ventas en la segunda mitad que en la primera mitad de FY2021, la facturación aumentará un 11,22% respecto de FY2020. A partir de FY2022 proyectaremos una tasa de crecimiento anual compuesto de los ingresos del 4%, inferior a la tasa previa del 4,95% excluyendo el impacto de la pandemia en FY2020.

Tabla 2. Cuenta de pérdidas y ganancias de Groupe Guillin

€ in thousands	2016	2017	2018	2019	2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027
Revenues	568.725	599.598	612.015	657.503	618.954	688.372	715.907	744.543	774.325	805.298	837.510	871.010
% Change YoY		5%	2%	7%	-6%	11%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
EBITDA	101.539	96.564	80.784	100.430	119.764	100.593	89.823	100.862	112.639	125.198	138.581	152.834
EBITDA Margin %	18%	16%	13%	15%	19%	15%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Depreciation & Amortization	-27.279	-26.574	-27.967	-32.812	-34.332	-38.182	-39.710	-41.298	-42.950	-44.668	-46.455	-48.313
EBIT	74.260	69.990	52.817	67.618	85.432	62.410	50.113	59.563	69.689	80.530	92.126	104.521
EBIT Margin %	13%	12%	9%	10%	14%	9%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
Interest Expense	-1.486	-724	-405	-551	-467	-516	-492	-463	-429	-389	-343	-290
EBT	72.774	69.266	52.412	67.067	84.965	62.926	50.606	60.027	70.118	80.919	92.469	104.811
Income Tax Expense	-19.449	-18.519	-15.880	-21.158	-21.628	-20.972	-12.651	-15.007	-17.530	-20.230	-23.117	-26.203
Effective Tax Rate %	-27%	-27%	-30%	-32%	-25%	-33%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Net Income to Company	53.325	50.747	36.532	45.909	63.337	41.954	37.954	45.020	52.589	60.689	69.352	78.608
Minority Interest	18	122	26	195	392	476	495	515	535	557	579	602
Net Income Normalized	53.307	50.625	36.506	45.714	62.945	41.478	37.459	44.505	52.053	60.132	68.772	78.006
Net Income Margin %	9%	8%	6%	7%	10%	6%	5%	6%	7%	7%	8%	9%
EPS Normalized in €	2,88	2,74	1,97	2,47	3,41	2,24	2,03	2,41	2,82	3,25	3,72	4,22
Diluted Shares Outstanding	18.485	18.488	18.487	18.485	18.485	18.483	18.481	18.479	18.477	18.475	18.473	18.471

Elaboración propia

Desde FY2016 hasta FY2020, el margen EBIT ha fluctuado con arreglo a la evolución de los precios de las materias primas. La compañía registró el margen operativo más bajo en FY2018, igual al 8,63%, y el margen operativo más alto en FY2020, igual al 13,8%. El promedio del margen operativo durante el periodo fue igual al 11,49%. En vista del alza de los precios de las materias primas en FY2021, es probable que el margen EBIT de la compañía disminuya en la segunda mitad del año todavía más de lo que lo ha hecho en la primera mitad. Por consiguiente, pronosticaremos una reducción del margen operativo de más de 6 puntos, desde el 12,13% hasta el 6%, en el segundo semestre de FY2021 y el margen operativo del año completo ascenderá al 9,07%. A partir de FY2022 proyectaremos un aumento del margen operativo de un punto cada año, desde el 7% hasta el 12% en FY2027, suponiendo que la tendencia inflacionaria se revierte paulatinamente.

Desde FY2021 hasta FY2027, preveremos un incremento de los beneficios normalizados del 88,07%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 11,1%, después de descender un 34,1% en FY2021 por el efecto del alza de los precios de las materias primas durante el segundo semestre del año. Los beneficios normalizados por acción crecerán a un ritmo algo superior puesto que la compañía recompra una pequeña fracción de sus acciones asiduamente. Desde FY2021 hasta FY2027, pronosticaremos un aumento de los beneficios normalizados por acción del 88,19%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 11,11%, después de descender en 2021.

Tabla 3. Unlevered Free Cash Flow de Groupe Guillin

€ in thousands	2016	2017	2018	2019	2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027
EBIT	74.260	69.990	52.817	67.618	85.432	62.410	50.113	59.563	69.689	80.530	92.126	104.521
<i>Effective Tax Rate %</i>	-27%	-27%	-30%	-32%	-25%	-33%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
NOPAT	54.414	51.277	36.814	46.286	63.685	41.610	37.585	44.673	52.267	60.397	69.095	78.391
Depreciation & Amortization	27.279	26.574	27.967	32.812	34.332	38.182	39.710	41.298	42.950	44.668	46.455	48.313
Change in Net Working Capital	-9.810	-5.869	-6.843	3.640	-3.606	-4.498	-4.498	-4.498	-4.498	-4.498	-4.498	-4.498
Capital Expenditure	-34.237	-39.737	-41.691	-32.219	-23.089	-37.860	-39.375	-40.950	-42.588	-44.291	-46.063	-47.906
Free Cash Flow to Firm	37.646	32.245	16.247	50.519	71.322	37.435	33.422	40.523	48.132	56.276	64.989	74.301
<i>% Change YoY</i>		-14%	-50%	211%	41%	-48%	-11%	21%	19%	17%	15%	14%
FCFF per share in €		1,74	0,88	2,73	3,86	2,03	1,81	2,19	2,60	3,05	3,52	4,02
Diluted Shares Outstanding	18.485	18.488	18.487	18.485	18.485	18.483	18.481	18.479	18.477	18.475	18.473	18.471

Elaboración propia

Desde FY2016 hasta FY2020, el flujo de caja libre para la empresa se ha incrementado un 89,46%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 17,32%. La compañía invierte entre el 4% y el 7% de la cifra de ventas cada año a efectos de mantener el negocio en funcionamiento y mejorar la eficiencia en sus instalaciones industriales, si bien en FY2020 la inversión se redujo al 3,73% de la cifra de ventas a la luz de los acacimientos que sobrevinieron

durante el año (Groupe Guillin SA, 2021a). Entre FY2016 y FY2020 el promedio de la inversión en capital de la compañía fue igual al 5,62% de los ingresos. Si excluimos FY2020, el promedio de la inversión en capital fue igual al 6,09% de los ingresos. A partir de FY2021 preveremos un CAPEX del 5,5% de la cifra de ventas del grupo. La inversión en el fondo de maniobra operativo varía cada año, de ahí que la cifra proyectada, que asciende a €4,5 millones, resulte de calcular el promedio del periodo comprendido entre FY2016 y FY2020. Desde FY2021 hasta FY2027, pronosticaremos un aumento del flujo de caja libre para la empresa del 98,48%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 12,1%, tras desplomarse en FY2021 un 47,51%.

En FY2020 la compañía contaba con €118,45 millones de efectivo y la deuda financiera ascendía a €114,33 millones. Restando el efectivo menos la deuda financiera obtenemos que el efectivo neto del grupo era de €4,11 millones. Si efectuamos una comparación de la situación de liquidez en FY2020 con respecto a FY2016, comprobamos que ha mejorado significativamente. En FY2016 la compañía contaba con €36,83 millones de efectivo y la deuda financiera ascendía a €69,16 millones. Restando la deuda financiera menos el efectivo obtenemos que la deuda neta del grupo era de €32,33 millones. Desde FY2016 hasta FY2020, la compañía ha mantenido la ratio Deuda Neta/EBITDA por debajo de 1x como parte de un enfoque prudente. En FY2020 el grupo gozaba de una situación financiera fuerte dado que el efectivo era superior a la deuda financiera. A partir de FY2021 pronosticaremos que la compañía destina un 15% del flujo de caja libre a devolver la deuda financiera y otro 15% a atesorar efectivo. Consideraremos que la compañía no necesita financiar su crecimiento por medio de la emisión de deuda para lograr una tasa de crecimiento anual de los ingresos del 4% desde FY2022. Conforme a la suposición anterior, en FY2027 el grupo contará con €171,71 millones de efectivo y la deuda financiera ascenderá a €61,07 millones. Restando el efectivo menos la deuda financiera obtenemos que el efectivo neto del grupo ascenderá a €110,63 millones. La ratio Deuda Neta/EBITDA será igual a -0,72x.

Tabla 4. Deuda neta de Groupe Guillin

€ in thousands	2016	2017	2018	2019	2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027
Cash & Equivalents	36.834	44.431	61.197	84.058	118.445	124.060	129.074	135.152	142.372	150.813	160.562	171.707
% Change YoY		21%	38%	37%	41%	5%	4%	5%	5%	6%	6%	7%
Total Debt	69.161	63.929	126.489	115.826	114.334	108.719	103.705	97.627	90.407	81.966	72.217	61.072
% Change YoY		-8%	98%	-8%	-1%	-5%	-5%	-6%	-7%	-9%	-12%	-15%
Short-term Debt w/ Leases	24.247	19.544	25.659	26.225	25.888							
Long-term Debt w/ Leases	44.914	44.385	100.830	89.601	88.446							
Net Debt	32.327	19.498	65.292	31.768	-4.111	-15.341	-25.368	-37.525	-51.965	-68.847	-88.344	-110.634
Net Debt/EBITDA	0,32	0,20	0,81	0,32	-0,03	-0,15	-0,28	-0,37	-0,46	-0,55	-0,64	-0,72

Elaboración propia

El retorno sobre el capital invertido (ROIC) de la compañía varía de acuerdo con el margen operativo. Desde FY2016 hasta FY2018, el ROIC con fondo de comercio disminuyó 7,8 puntos, desde el 16,59% hasta el 8,78%, a causa del decremento del beneficio operativo después de impuestos (NOPAT) acompañado de un aumento de la deuda neta. La subida de los precios de las resinas plásticas y el cartón afecta especialmente a los fabricantes de envases de menor tamaño. En cambio, esta coyuntura brinda a las empresas de mayor escala la oportunidad de realizar adquisiciones. Desde FY2018 hasta FY2020, el ROIC con fondo de comercio aumentó 5,8 puntos, desde el 8,78% hasta el 14,53%, como consecuencia del incremento del NOPAT acompañado de una reducción de la deuda neta. El promedio del ROIC con fondo de comercio desde FY2016 hasta FY2020 fue igual al 13,08%, un buen ROIC a pesar de los descensos puntuales ocasionados por el alza de los precios de las materias primas.

Tabla 5.1 ROE y ROIC de Groupe Guillin					
€ in thousands	2016	2017	2018	2019	2020
Net Income	53.307	50.625	36.506	45.714	62.945
Total Equity	295.749	331.765	354.019	391.943	442.296
ROE	18,02%	15,26%	10,31%	11,66%	14,23%
NOPAT	54.414	51.277	36.814	46.286	63.685
Net Debt	32.327	19.498	65.292	31.768	-4.111
Goodwill	60.491	60.213	90.364	91.029	100.029
Invested Capital	328.076	351.263	419.311	423.711	438.185
ROIC w/ Goodwill	16,59%	14,60%	8,78%	10,92%	14,53%
Invested Capital w/o Goodwill	267.585	291.050	328.947	332.682	338.156
ROIC w/o Goodwill	20,34%	17,62%	11,19%	13,91%	18,83%

Elaboración propia

A pesar de que existen varios fabricantes relevantes en la industria de los envases a nivel global, el modelo de negocio difiere en gran medida de uno a otro. Las principales empresas comparables del grupo son Amcor plc (AMC), Berry Global Group, Inc. (BERY), Sealed Air Corporation (SEE) y Wipak Ltd. (WPK). El promedio del ROIC sin fondo de comercio entre FY2016 y FY2020 de Groupe Guillin fue igual al 16,38%, el de Amcor fue igual al 22,46%, el de Berry Global Group fue igual al 14,85%, el de Sealed Air Corporation fue igual al 30,16% y el de Wipak fue igual al 19,38%. El promedio del ROIC sin fondo de comercio de las empresas comparables en el periodo fue igual al 21,71%, superior al 16,38% de Groupe Guillin.

El retorno sobre los fondos propios (ROE) de la compañía se comporta de forma similar al ROIC. El promedio del ROE entre FY2016 y FY2020 de Groupe Guillin fue igual al 13,9%, el de Amcor fue igual al 40,87%, el de Berry Global Group fue igual al 45,31%, el de Sealed Air Corporation fue igual al 143,39% y el de Wipak fue igual al 12,32%. El promedio del ROE de las empresas

comparables (excluyendo a Sealed Air Corporation) en el periodo fue igual al 32,84%, superior al 13,9% de Groupe Guillin.

Tabla 5.2 ROE y ROIC de Groupe Guillin y empresas comparables						
	2016	2017	2018	2019	2020	Mean
ROE						
ALGIL	18,02%	15,26%	10,31%	11,66%	14,23%	13,90%
<i>AMC</i>	<i>32,36%</i>	<i>66,80%</i>	<i>84,35%</i>	<i>7,70%</i>	<i>13,14%</i>	40,87%
<i>BERY</i>	<i>106,79%</i>	<i>33,50%</i>	<i>34,59%</i>	<i>24,97%</i>	<i>26,72%</i>	45,31%
<i>SEE</i>	<i>79,78%</i>	<i>535,06%</i>	<i>-55,39%</i>	<i>-134,05%</i>	<i>291,54%</i>	143,39%
<i>WPK</i>	<i>14,88%</i>	<i>14,55%</i>	<i>11,77%</i>	<i>11,08%</i>	<i>9,33%</i>	12,32%
ROIC w/o Goodwill						
ALGIL	20,34%	17,62%	11,19%	13,91%	18,83%	16,38%
<i>AMC</i>	<i>24,37%</i>	<i>26,79%</i>	<i>30,26%</i>	<i>13,08%</i>	<i>17,78%</i>	22,46%
<i>BERY</i>	<i>14,31%</i>	<i>15,95%</i>	<i>21,01%</i>	<i>9,62%</i>	<i>13,34%</i>	14,85%
<i>SEE</i>	<i>18,71%</i>	<i>11,96%</i>	<i>25,62%</i>	<i>44,68%</i>	<i>49,84%</i>	30,16%
<i>WPK</i>	<i>21,67%</i>	<i>22,69%</i>	<i>18,90%</i>	<i>17,43%</i>	<i>16,20%</i>	19,38%

Elaboración propia

5.1.6. Cálculo del valor intrínseco

El método que emplearemos con el fin de determinar un precio objetivo para las acciones del grupo es la valoración por múltiplos. El valor intrínseco no es una cifra precisa sino una estimación que puede variar en función de la previsión del analista, así pues, usaremos tanto los múltiplos históricos de la compañía como los múltiplos de la industria para obtener un rango de valores que nos permita efectuar una recomendación de compra o de venta.

El promedio de la ratio P/E entre 2017 y 2021 de Groupe Guillin fue igual a 10,2x, el de Amcor fue igual a 16,1x, el de Berry Global Group fue igual a 12,6x, el de Sealed Air Corporation fue igual a 15,7x y el de Winpak fue igual a 20,5x. El promedio de la ratio P/E de las empresas comparables en el periodo fue igual a 16,2x. El promedio de la ratio EV/EBITDA entre 2017 y 2021 de Groupe Guillin fue igual a 5,5x, el de Amcor fue igual a 13,1x, el de Berry Global Group fue igual a 9,3x, el de Sealed Air Corporation fue igual a 11,6x y el de Winpak fue igual a 10x. El promedio de la ratio EV/EBITDA de las empresas comparables en el periodo fue igual a 11x.

Los múltiplos que utiliza el mercado para valorar Groupe Guillin son inferiores a los múltiplos de sus comparables. Son dos los motivos que explican esta discrepancia en las valoraciones. En primer lugar, la ineficiencia del mercado en *small-caps* como Groupe Guillin, cuya capitalización bursátil asciende a €425 millones, es mayor que en *large-caps* como Amcor, cuya capitalización bursátil asciende a más de US\$17.000 millones. En segundo lugar, los flujos de caja futuros de

Groupe Guillin son más difíciles de predecir que los de empresas comparables como Berry Global Group por el hecho de que sus márgenes son más sensibles al alza de los precios mundiales de las materias primas.

Presumiremos que el inversor compra la acción en 2022 a un precio de 23€. Si valoramos la empresa con una ratio P/E igual a 10x y sumamos el efectivo neto, que asciende a 5,99€ por acción, obtenemos un precio objetivo de 48,2€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 109,7% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 16%. Si valoramos la empresa con una ratio EV/EBITDA igual a 6x obtenemos un precio objetivo de 55,6€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 141,9% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 19,3%. Si valoramos la empresa con una ratio EV/FCFF igual a 10x obtenemos un precio objetivo de 46,2€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 100,9% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 15%. Si calculamos el promedio de las tres valoraciones, obtenemos un precio objetivo de 50€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 117,5% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 16,8%. De acuerdo con la valoración, el precio objetivo de Groupe Guillin en 2027 se situará entre 46,2€ y 55,6€, de ahí que un precio inferior a 25€ proporcione al inversor un margen de seguridad suficientemente amplio para protegerse frente a la incertidumbre inexorable del futuro.

Tabla 6. Valoración por múltiplos de Groupe Guillin

	2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	5Y Return	CAGR
Price target (P/E)	34,3	23,3	21,6	26,1	31,0	36,3	42,0	48,2	109,7%	16,0%
Price target (EV/EBITDA)	39,1	33,5	30,5	34,8	39,4	44,4	49,8	55,6	141,9%	19,3%
Price target (EV/FCFF)	38,8	21,1	19,5	24,0	28,9	34,2	40,0	46,2	100,9%	15,0%

P/E	10x
EV/EBITDA	6x
EV/FCF	10x

Elaboración propia

5.2. Unieuro S.p.A. (UNIR)

Gráfico 4. Evolución del precio de Unieuro S.p.A.



Fuente: TIKR.com

5.2.1. Modelo de negocio

Unieuro S.p.A. (UNIR) es la compañía líder en la distribución minorista de electrónica de consumo y electrodomésticos en Italia. Los productos y servicios de la compañía están clasificados en cinco categorías distintas. La *categoría gris* comprende móviles, tablets, informática, cámaras y tecnología vestible. En FY2021 el 48,8% de la cifra de ventas, que ascendió a €1.309,6 millones, procedió de la categoría gris (Unieuro Spa, 2021a). La *categoría blanca* está compuesta por electrodomésticos grandes (lavadoras, secadoras, frigoríficos, congeladores, placas de cocina), electrodomésticos pequeños (aspiradoras, robots de cocina, hervidores, cafeteras) y climatización (aires acondicionados). En FY2021 el 27,1% de la cifra de ventas, que montó €728,8 millones, provino de la categoría blanca (Unieuro Spa, 2021a). La *categoría marrón* incluye televisores, dispositivos de almacenamiento y accesorios para vehículos. En FY2021 el 15,1% de la cifra de ventas, que ascendió a €404,4 millones, procedió de la categoría marrón (Unieuro Spa, 2021a). La *categoría de otros productos* está compuesta por entretenimiento (consolas, videojuegos, música, películas) y otros productos no electrónicos (bicicletas, drones, movilidad urbana). En FY2021 el 5% de la cifra de ventas, que montó €134,1 millones, provino de la categoría marrón (Unieuro Spa, 2021a). La *categoría de servicios* comprende el reparto, la instalación, las garantías extendidas y la financiación al cliente. En FY2021 el 4% de la cifra de ventas, que ascendió a €108,4 millones, procedió de la categoría marrón (Unieuro Spa, 2021a).

La compañía comercializa sus productos a través de cinco canales diferentes. El *canal directo* comprende los puntos de venta gestionados directamente por la compañía. El formato varía de una tienda a otra. Los establecimientos tienen un tamaño medio de 1.500 m² y están ubicados tanto en los centros comerciales como en las zonas céntricas de las ciudades. Aunque el canal directo se extiende por todo el país, los puntos de venta están concentrados en las regiones más ricas del norte de Italia (Unieuro Spa, 2021b). Los acuerdos de colaboración con minoristas para un mercado masivo han permitido a la compañía localizar tiendas directas en el interior de varios hipermercados de Gruppo Finiper (Iper, La grande i) y CIA-Conad (Spazio Conad). A 30 de noviembre de 2021, el canal directo incluía 271 puntos de venta (Unieuro Spa, 2021c). El canal directo registró un crecimiento insignificante en FY2021 como consecuencia de las restricciones de movilidad impuestas por el gobierno italiano a la luz de la emergencia sanitaria. En FY2021 el 63,7% de la facturación, que montó €1.711,6 millones, provino del canal directo (Unieuro Spa, 2021a).

El *canal online* está compuesto por dos plataformas digitales: unieuro.it y monclick.it. En 2017, la compañía adquirió el 100% de Monclick S.r.l, un minorista en línea de electrónica de consumo y electrodomésticos en Italia (Unieuro Spa, 2021a). El canal online registró un crecimiento excepcional en FY2021 dado que las restricciones de movilidad favorecieron el comercio electrónico en detrimento de las tiendas físicas. En FY2021 el 19,6% de la facturación, que ascendió a €525,2 millones, procedió del canal online (Unieuro Spa, 2021a).

El *canal indirecto* comprende los puntos de venta afiliados. Los acuerdos de colaboración con detallistas permiten a la compañía llegar a zonas más pequeñas y remotas de Italia donde parece improbable que las tiendas directas sean rentables. La compañía se hace cargo de la provisión de los productos, de la gestión de la marca, del marketing y de la formación de los empleados mientras que los socios asumen la dirección de las operaciones, el pago del alquiler, la gestión del personal y los costes de apertura. Las tiendas afiliadas suelen ser negocios familiares (Pratti & Irwin, 2017). En 2019, la compañía se introdujo en el sector de la distribución minorista para un mercado masivo gracias a un acuerdo con Gruppo Finiper, que llevó a la apertura de 21 tiendas afiliadas en el interior de los hipermercados Iper, La grande i. Sin embargo, en 2020 la compañía finalizó la internalización de las 21 tiendas afiliadas que previamente habían sido gestionadas por Gruppo Finiper (Unieuro Spa, 2021a). A 30 de noviembre de 2021, el canal indirecto incluía 271 puntos de venta (Unieuro Spa, 2021c). El canal indirecto sorteó el impacto de la emergencia sanitaria y registró un alto crecimiento en FY2021 gracias a las características distintivas de las tiendas afiliadas y el lanzamiento de la marca Unieuro en Nápoles a través de un acuerdo con Partenope Group. En 2021, el 11,5% de la facturación, que montó €307,5 millones, provino del canal indirecto (Unieuro Spa, 2021a).

El canal B2B se dirige a empresas locales o extranjeras que ofrecen productos de electrónica a sus empleados como parte de programas de incentivos (hoteles y bancos) o a sus clientes habituales como parte de planes de fidelización (operadores de telefonía móvil). La gestión del segmento B2B2C se realiza a través de Monclick (Unieuro Spa, 2021a). La compañía se vale de las empresas con que hace negocios para acceder a sus clientes e interactúa directamente con ellos en el momento de la venta. Por ejemplo, en 2020 la compañía estableció un acuerdo con UniCredit por medio del cual se comprometía a ofrecer grandes descuentos en los productos de electrónica de consumo a los empleados del banco (Unieuro Spa, 2021a). El canal B2B registró un fuerte descenso en los ingresos en FY2021. Los ingresos del canal B2B son inciertos porque dependen de múltiples factores exógenos. En FY2021 el 4,4% de la facturación, que ascendió a €116,9 millones, procedió del canal B2B (Unieuro Spa, 2021a).

El canal de viajes comprende las tiendas ubicadas en los principales centros de transporte público como aeropuertos, estaciones de tren y de metro. El canal de viajes se vio especialmente afectado en FY2021 a causa del desplome en el tráfico aéreo y el cierre parcial o total de algunos aeropuertos italianos (Unieuro Spa, 2021a). A 30 de noviembre de 2021, el canal de viajes incluía 11 puntos de venta (Unieuro Spa, 2021c). En FY2021 el 0,9% de la facturación, que montó €24,1 millones, provino del canal de viajes (Unieuro Spa, 2021a).

5.2.2. Métodos y direcciones de desarrollo

El principal método de desarrollo de la compañía consiste en adquirir cadenas detallistas y tiendas individuales de electrónica de consumo. El sector de la venta al por menor de electrónica de consumo está más fragmentado en Italia que en el resto de Europa. Los dos detallistas líderes del mercado italiano (Media World y Unieuro) poseen una cuota de mercado combinada del 40%. La consolidación está teniendo lugar en todos los mercados europeos a medida que los autónomos, las asociaciones de compra, los minoristas para un mercado masivo y los grandes almacenes reducen su exposición o abandonan la industria. La cuota de mercado combinada de los cinco minoristas de electrónica de consumo más relevantes ha aumentado progresivamente hasta el 70% en gran parte de Europa. Las fusiones de Dixons Retail con Carphone Warehouse en 2014 y de Darty con FNAC en 2016 son dos ejemplos importantes de la consolidación en el sector (Pratti & Irwin, 2017).

El número de tiendas de electrónica de consumo ha disminuido de manera considerable en la mayoría de los países europeos a excepción de Italia. Los márgenes bajos y la transición al comercio electrónico han empujado a un gran número de minoristas de ladrillo y mortero a cesar su actividad. La mayoría de los mercados europeos ya han presenciado la salida de los detallistas de menor tamaño y la tendencia en curso de la industria es continuar consolidándose hasta que el número de empresas dominantes se reduzca a dos o tres en cada país. Los minoristas más grandes

se están consolidando y algunos de ellos como Dixons Retail, Darty o FNAC se han marchado del mercado italiano (Pratti & Irwin, 2017).

Unieuro es el único detallista de electrónica de consumo con un largo historial de consolidación que ha propiciado quince años de crecimiento consecutivo en Italia (Unieuro Spa, 2021b). La estrategia basada en adquisiciones ha permitido a la compañía ofrecer sus productos en nuevos segmentos y geografías del mercado italiano. En 2015, la compañía estableció el canal de viajes mediante la compra de ocho tiendas de Dixons Travel S.r.l. localizadas en los aeropuertos de Roma y Milán. En 2017, la compañía consolidó su canal online e inició su actividad en el segmento B2B2C a través de la adquisición del minorista en línea Monclick. En 2019, la compañía penetró en Sicilia por medio de la compra de doce tiendas de Pistone S.p.A., empresa integrante de la asociación de compra Expert (Unieuro Spa, 2021a). Con frecuencia, las tiendas objeto de adquisición no son rentables y la compañía logra expandir su margen de beneficio explotando las sinergias que resultan de un modelo de negocio altamente centralizado (Pratti & Irwin, 2017). En consecuencia, la red de tiendas de la compañía se expande al mismo tiempo que la cifra de puntos de venta de las marcas de la competencia (Media World, Euronics, Trony, Expert) se reduce.

Las alianzas estratégicas constituyen otro método de crecimiento para la compañía. Los acuerdos con detallistas para un mercado masivo han facilitado la entrada de la compañía a un nuevo segmento de mercado. En 2019, la compañía estableció una alianza con Gruppo Finiper, que llevó a la apertura de 21 tiendas afiliadas en el interior de los hipermercados Iper, La grande i. En 2020, la compañía abrió 5 tiendas directas dentro de los hipermercados Spazio Conad gracias al acuerdo con CIA Conad (Unieuro Spa, 2021a). Los puntos de venta afiliados que surgen de las alianzas con pequeños minoristas permiten a la compañía acceder a zonas más pequeñas y remotas del mercado italiano.

Por último, la compañía crece de forma orgánica aspirando a incrementar su cuota de mercado en Italia centrándose en tres pilares estratégicos: la presencia local, la experiencia del cliente y el catálogo de productos. Aun cuando la emergencia sanitaria frenó la expansión de la red de puntos de venta en FY2021, la compañía registró un crecimiento orgánico del 9,8%, superior al crecimiento del 8,2% de la industria (Unieuro Spa, 2021a). Por ende, la compañía incrementó su cuota de mercado en detrimento de sus competidores. El crecimiento en las ventas de las tiendas comparables (o like-for-like) ascendió al 8,7% en FY2021 (Unieuro Spa, 2021a).

5.2.3. Riesgos

La venta al por menor de electrónica de consumo es una industria madura en la mayoría de los países de Europa occidental. Si bien existen focos de crecimiento en determinadas categorías (dispositivos conectados, vestibles, forma física), en términos generales, se espera un crecimiento

modesto del sector en el largo plazo (Pratti & Irwin, 2017). La consolidación está ocurriendo en todos los mercados europeos debido a la presión en los márgenes, que empuja a los detallistas más débiles a salir de la industria. Sin embargo, el sector está más fragmentado en Italia que en el resto de Europa y, por tanto, se prevé que el espacio continúe reduciéndose hasta que solo queden dos o tres empresas dominantes (Pratti & Irwin, 2017). Aunque la compañía se encuentra en una industria altamente competitiva en virtud de unas perspectivas de crecimiento poco favorables, su extenso historial de consolidación pone de manifiesto la excelencia de su estrategia basada en el crecimiento externo, que ha posicionado a la marca Unieuro como líder del mercado italiano. Por consiguiente, es probable que la compañía desempeñe un papel preponderante en el futuro de la industria si sigue efectuando adquisiciones de modo exitoso.

5.2.4. Foso económico

El foso defensivo de la compañía está constituido esencialmente por dos clases de ventajas de costes: procesos más baratos y mayor escala. La compañía gestiona un único centro logístico de 104.000 m² de superficie situado en Piacenza que atiende la demanda de los cinco canales de venta (Unieuro Spa, 2021a). La centralización del modelo logístico permite a la compañía evitar costes superfluos, limitar los tiempos de inactividad, minimizar el riesgo de obsolescencia del inventario y optimizar el reparto de los productos tanto a los puntos de venta como a los domicilios de los clientes en línea. La plataforma logística de Piacenza facilita la eficiencia y flexibilidad de las operaciones de la compañía e incrementa el valor para los proveedores porque coadyuva a reducir sus costes de distribución. A modo de ejemplo, las asociaciones de compra (Euronics, Trony, Expert) requieren el envío de los artículos de electrónica de consumo a múltiples almacenes en vista de que cada miembro gestiona sus propias operaciones logísticas (Pratti & Irwin, 2017). Las ventajas de costes que resultan de procesos más baratos pueden crear un foso defensivo por un periodo de tiempo limitado si las empresas establecidas no son capaces de replicar el proceso de forma inmediata, empero, el foso es susceptible de volverse más estrecho o desaparecer en el momento en que los rivales lo copien o desarrollen uno por ellos mismos (Dorsey, 2008).

La ventaja de escala de la compañía procede de su dominio del mercado italiano. Aun cuando una empresa no sea grande en términos absolutos, tener un tamaño relativamente mayor que la competencia en un mercado específico puede ser una fuente de ventaja competitiva (Dorsey, 2008). La distribución de electrónica de consumo en Italia no es una industria colosal con capacidad para albergar un gran número de competidores. Asimismo, las cadenas minoristas que aspiren a entrar en Italia necesitarán destinar gran cantidad de recursos para ajustar sus operaciones a las características estructurales que definen a este mercado. La población en Italia está bastante dispersa a pesar de que algunas ciudades estén densamente pobladas (Roma, Milán,

Nápoles), de ahí que el modelo de distribución especializada a gran escala (o category killer) no sea tan eficaz como en otros mercados. No obstante, la compañía ha diseñado una estrategia omnicanal para llegar a las zonas más remotas de Italia donde parece poco probable que una tienda de electrónica de consumo a gran escala sea rentable. El éxito de la compañía en estos lugares se debe a canales de venta innovadores como los puntos de venta afiliados y las tiendas en el interior de hipermercados (o shop-in-shops). La compañía también ha adquirido algunas de los establecimientos cuyo principal competidor, Media World, había tenido que cerrar a raíz de las pérdidas que generaban y los ha transformado en puntos de venta rentables por medio de una reducción del espacio y del alquiler. El modelo logístico apoya la estrategia omnicanal de la compañía porque permite mejorar la eficiencia de las actividades de reparto y ofrecer servicios como la recogida en la tienda. Las asociaciones de compra se benefician de mejores condiciones en la compra al por mayor de sus existencias. Aun así, no pueden aprovechar muchas de las ventajas de las economías de escala de que disfrutaban grandes cadenas detallistas dado que están formadas por pequeñas cadenas minoristas o, incluso, por tiendas individuales que necesitan agruparse para permanecer competitivas (Pratti & Irwin, 2017). En consecuencia, es poco probable que estas empresas dispongan de los recursos necesarios para implementar una estrategia omnicanal efectiva.

5.2.5. Pronóstico financiero

Desde FY2017 hasta FY2021, la cifra de ventas ha aumentado un 61,15%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 12,67%. Desde FY2021 hasta FY2026, se estima una tasa de crecimiento anual compuesto del sector entre el 1% y el 2%, si bien la compañía prevé una tasa de crecimiento anual compuesto de la facturación entre el 4% y el 6%. Unieuro espera lograr un crecimiento de los ingresos offline del 3% p.a. frente al crecimiento estimado del 1% p.a. del mercado y un crecimiento de los ingresos online entre el 15% y el 20% p.a. frente al crecimiento estimado del 10% p.a. del mercado. La compañía pronostica una cifra de ventas entre €3.200 y €3.300 millones en FY2026 (Unieuro Spa, 2021b, 2021c). Un crecimiento de la facturación en el rango medio de un solo dígito parece asequible para la compañía. En el supuesto de que la compañía arroje una cifra de ventas de €718,09 mil millones en el cuarto trimestre de FY2022, que resulta de calcular el promedio de los ingresos de los tres primeros trimestres del año, la facturación se incrementará un 6,93% respecto de FY2021. A partir de FY2023 proyectaremos una tasa de crecimiento anual compuesto de la cifra de ventas del 4%, en línea con el pronóstico más negativo de la compañía.

Los detallistas de electrónica de consumo tienen los peores márgenes operativos de la industria de la distribución minorista. En Europa continental, los márgenes EBIT se sitúan generalmente entre el 2 y el 3% (Pratti & Irwin, 2017). Desde FY2017 hasta FY2021, el beneficio operativo ha

aumentado un 258,76%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 37,63%. El margen EBIT ha ascendido 1,5 puntos, desde el 1,21% en FY2017 hasta el 2,69% en FY2021. En FY2021 el desarrollo del comercio electrónico en detrimento de las tiendas físicas provocó un cambio temporal en la estructura de costes que trajo consigo un ascenso notable del margen operativo. Unieuro prevé un EBIT entre €85 y €95 millones en FY2026, que equivale a un margen operativo entre el 2,6% y el 3% respecto de la estimación de la cifra de ventas (Unieuro Spa, 2021b, 2021c). A partir de FY2022 proyectaremos un incremento del margen EBIT de 10 puntos básicos cada año, desde el 2,11% hasta el 2,41% en FY2028, después de descender 58 puntos básicos en virtud de la normalización del negocio tras la emergencia sanitaria. Este pronóstico arroja un beneficio operativo de €84,39 millones, en línea con la previsión más negativa de la compañía. Desde FY2022 hasta FY2028, estimaremos un aumento de los beneficios normalizados del 69,3%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 9,17%, después de disminuir un 24,55% en FY2022.

Tabla 7. Cuenta de pérdidas y ganancias de Unieuro

€ in thousands	2017	2018	2019	2020	2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028
Revenues	1.666.855	1.880.187	2.108.862	2.450.023	2.686.129	2.872.349	2.987.243	3.106.733	3.231.002	3.360.242	3.494.652	3.634.438
% Change YoY		13%	12%	16%	10%	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
EBITDA	38.084	41.013	57.202	129.385	163.390	158.152	167.465	177.270	187.592	198.456	209.889	221.919
EBITDA Margin %	2%	2%	3%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Depreciation & Amortization	-17.958	-21.728	-27.568	-88.802	-91.186	-97.508	-101.408	-105.464	-109.683	-114.070	-118.633	-123.378
EBIT	20.126	19.285	29.634	40.583	72.204	60.644	66.057	71.806	77.909	84.386	91.256	98.541
EBIT Margin %	1,21%	1,03%	1,41%	1,66%	2,69%	2,11%	2,21%	2,31%	2,41%	2,51%	2,61%	2,71%
Interest Expense	-6.222	-7.933	-4.252	-14.299	-13.365	-12.917	-11.194	-9.455	-7.700	-5.927	-4.135	-2.324
EBT	13.904	11.352	25.382	26.284	58.839	47.727	54.863	62.351	70.210	78.459	87.121	96.217
Income Tax Expense	-2.675	-697	1.925	-779	-5.365	-7.383	-13.167	-14.964	-16.850	-18.830	-20.909	-23.092
Effective Tax Rate %	-19%	-6%	8%	-3%	-9%	-15%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%
Net Income to Company	11.229	10.655	27.307	25.505	53.474	40.344	41.696	47.387	53.359	59.629	66.212	73.125
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Income Normalized	11.229	10.655	27.307	25.505	53.474	40.344	41.696	47.387	53.359	59.629	66.212	73.125
Net Income Margin %	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
EPS Normalized in €	0,56	0,53	1,37	1,28	2,67	1,97	2,03	2,31	2,60	2,91	3,23	3,57
Diluted Shares Outstanding	20.000	20.000	20.000	20.000	20.016	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508

Elaboración propia

Desde FY2017 hasta FY2021, el flujo de caja libre ajustado para la empresa se ha incrementado un 327,08%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 43,76%. La compañía realiza (1) inversiones en el rediseño de la distribución de las tiendas, en la ampliación o reducción de su superficie y en su traslado a lugares más estratégicos; (2) inversiones en la apertura de nuevas tiendas fuera del alcance actual de la compañía y en la remodelación de las tiendas adquiridas; (3) inversiones extraordinarias de poca importancia en el mantenimiento y en la introducción de pequeñas mejoras en las tiendas; (4) inversiones en la plataforma logística, (5)

inversiones en el software de gestión; e (6) inversiones en el desarrollo y actualización de las páginas web (Unieuro Spa, 2021a). Aunque algunas de estas inversiones están dirigidas a desarrollar el negocio y no son indispensables para mantenerlo en funcionamiento, a efectos prácticos consideraremos que todas ellas están insertas dentro del CAPEX ya que la compañía no efectúa tal distinción. A partir de FY2022 estimaremos un CAPEX de €50 millones al año, en línea con la previsión de la compañía. La desinversión en el fondo de maniobra operativo varía cada año, de ahí que la cifra proyectada, que asciende a €36,04 millones, resulte de calcular el promedio del periodo comprendido entre FY2017 y FY2021. El fondo de maniobra operativo (o net working capital) es negativo de modo que la compañía disfruta de entradas de efectivo extraordinarias mientras sigue creciendo. A partir de FY2022 pronosticaremos un decremento de los pasivos derivados de los arrendamientos (o leases) de €55,17 millones al año, esto es, el promedio de las cifras de los ejercicios en que se ha aplicado la nueva normativa IFRS 16. Desde FY2022 hasta FY2028, estimaremos un aumento del flujo de caja libre ajustado para la empresa del 70,79%, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 9,33%, tras reducirse un 33,18% en FY2022 por el efecto de la normalización de la estructura de costes.

Tabla 8. Unlevered Free Cash Flow de Unieuro

€ in thousands	2017	2018	2019	2020	2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028
EBIT	20.126	19.285	29.634	40.583	72.204	60.644	66.057	71.806	77.909	84.386	91.256	98.541
<i>Effective Tax Rate %</i>	-19%	-6%	8%	-3%	-9%	-15%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%
NOPAT	23.998	20.469	27.387	41.786	78.788	70.025	81.911	89.039	96.607	104.638	113.157	122.190
Depreciation & Amortization	17.958	21.728	27.568	88.802	91.186	97.508	101.408	105.464	109.683	114.070	118.633	123.378
Change in Net Working Capital	19.635	51.629	27.766	19.104	62.081	36.043	36.043	36.043	36.043	36.043	36.043	36.043
Capital Expenditure	-27.898	-42.887	-32.147	-27.847	-32.252	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Free Cash Flow to Firm	33.693	50.939	50.574	121.845	199.803	153.575	169.362	180.547	192.333	204.752	217.833	231.612
<i>% Change YoY</i>		51%	-1%	141%	64%	-23%	10%	7%	7%	6%	6%	6%
IFRS 16 Leases	0	0	0	-54.435	-55.907	-55.171	-55.171	-55.171	-55.171	-55.171	-55.171	-55.171
Adjusted Free Cash Flow to Firm	33.693	50.939	50.574	67.410	143.896	98.404	114.191	125.376	137.162	149.581	162.662	176.441
<i>% Change YoY</i>		51%	-1%	33%	113%	-32%	16%	10%	9%	9%	9%	8%
Adjusted FCF per share in €		2,55	2,53	3,37	7,19	4,80	5,57	6,11	6,69	7,29	7,93	8,60
Diluted Shares Outstanding	20.000	20.000	20.000	20.000	20.016	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508	20.508

Elaboración propia

En FY2021 la compañía contaba con €219,37 millones de efectivo y la deuda financiera ascendía a €516,49 millones. Restando el efectivo menos la deuda financiera obtenemos que la deuda neta del grupo era de €297,13 millones. La ratio Deuda Neta/EBITDA era igual a 0,05x. Si efectuamos una comparación de la situación de liquidez en FY2021 con respecto a FY2017, comprobamos que ha empeorado sustancialmente. En FY2017 la compañía contaba con €36,67 millones de efectivo y la deuda financiera ascendía a €38,63 millones. Restando la deuda financiera menos el efectivo obtenemos que la deuda neta del grupo era de €1,96 millones. La ratio Deuda

Neta/EBITDA era igual a 1,82x. Sin embargo, el aumento de la deuda financiera se debe a los cambios en la contabilidad de los leases introducidos por la nueva normativa contable IFRS 16. Con todo, una ratio Deuda Neta/EBITDA inferior a 2x en una empresa con perspectivas de crecimiento favorables dentro de una industria que genera ingresos recurrentes constituye un indicador de una situación financiera adecuada. A partir de FY2022 pronosticaremos que la compañía destina un 5% del flujo de caja libre a devolver la deuda financiera, además de los €55,17 millones al año destinados a reducir los pasivos derivados de los leases, y otro 10% a atesorar efectivo. Consideraremos que la compañía no necesita financiar su crecimiento por medio de la emisión de deuda para lograr una tasa de crecimiento anual de los ingresos del 4% desde FY2023. Conforme a la suposición anterior, en FY2028 el grupo contará con €315,75 millones de efectivo y la deuda financiera ascenderá a €82,1 millones. Restando el efectivo menos la deuda financiera obtenemos que el efectivo neto del grupo ascenderá a €233,64 millones. La ratio Deuda Neta/EBITDA será igual a -1,05x.

Tabla 9. Deuda neta de Unieuro

€ in thousands	2017	2018	2019	2020	2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028
Cash & Equivalents	36.666	61.414	84.488	96.712	219.366	229.206	240.626	253.163	266.879	281.837	298.104	315.748
% Change YoY		67%	38%	14%	127%	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
Total Debt	38.625	65.930	64.021	555.114	516.491	456.400	395.519	334.079	272.050	209.400	146.096	82.103
% Change YoY		71%	-3%	767%	-7%	-12%	-13%	-16%	-19%	-23%	-30%	-44%
Short-term Debt w/ Leases	8.402	13.217	20.138	78.939	77.861							
Long-term Debt w/ Leases	30.223	52.713	43.883	476.175	438.630							
Net Debt	1.959	4.516	-20.467	458.402	297.125	227.193	154.894	80.916	5.171	-72.437	-152.007	-233.644
<i>Net Debt/EBITDA</i>	<i>0,05</i>	<i>0,11</i>	<i>-0,36</i>	<i>3,54</i>	<i>1,82</i>	<i>1,44</i>	<i>0,92</i>	<i>0,46</i>	<i>0,03</i>	<i>-0,37</i>	<i>-0,72</i>	<i>-1,05</i>

Elaboración propia

Desde FY2017 hasta FY2019, el ROIC con fondo de comercio aumentó 11,3 puntos, desde el 27,6% hasta el 38,9%, gracias al incremento del NOPAT acompañado de un decremento de la deuda neta. En FY2020, el aumento de la deuda neta procedente de los leases provocó una disminución del ROIC con fondo de comercio hasta el 7,53%. En FY2021, el ROIC con fondo de comercio ascendió hasta el 17,49% debido al atesoramiento de efectivo, que permitió reducir la deuda neta.

A pesar de que varios detallistas de electrónica de consumo realizan su actividad en Italia, Unieuro es la única compañía cotizada en este mercado. Por consiguiente, seleccionaremos las principales empresas comparables de la compañía a nivel global, aun cuando puedan existir algunas diferencias significativas en sus modelos de negocio. Las principales empresas comparables del minorista son Ceconomy AG (CEC), Fnac Darty SA (FNAC) y Best Buy Co., Inc. (BBY). Se usará el periodo comprendido entre FY2020 y FY2021 para establecer una comparación del ROIC

de la empresa en relación con los de sus comparables porque reduce considerablemente la distorsión de los datos. El promedio del ROIC sin fondo de comercio entre FY2020 y FY2021 de Unieuro fue igual al 20,46%, el de Ceconomy fue igual al 27,18%, el de Fnac Darty fue igual al 20,48% y el de Best Buy fue igual al 64,78%. El promedio del ROIC sin fondo de comercio de las empresas comparables en el periodo fue igual al 37,48%, superior al 20,46% de Unieuro.

El promedio del ROE entre FY2017 y FY2021 de Unieuro fue igual al 23,69%, el de Ceconomy fue igual al 32,97%, el de Fnac Darty fue igual al 6,5% y el de Best Buy fue igual al 36,31%. El promedio del ROE de las empresas comparables (excluyendo a Sealed Air Corporation) en el periodo fue igual al 25,26%, superior al 23,69% de Unieuro.

Tabla 10.1 ROE y ROIC de Unieuro					
€ in thousands	2017	2018	2019	2020	2021
Net Income	11.229	10.655	27.307	25.505	53.474
Total Equity	84.979	77.216	90.877	96.158	153.295
ROE	13,21%	13,80%	30,05%	26,52%	34,88%
NOPAT	23.998	20.469	27.387	41.786	78.788
Net Debt	1.959	4.516	-20.467	458.402	297.125
Goodwill	151.396	174.843	177.965	170.767	188.039
Invested Capital	86.938	81.732	70.410	554.560	450.420
ROIC w/ Goodwill	27,60%	25,04%	38,90%	7,53%	17,49%
Invested Capital w/o Goodwill	-64.458	-93.111	-107.555	383.793	262.381
ROIC w/o Goodwill	-37,23%	-21,98%	-25,46%	10,89%	30,03%

Elaboración propia

Tabla 10.2 ROE y ROIC de Groupe Guillin y empresas comparables						
	2017	2018	2019	2020	2021	Mean
ROE						
UNIR	13,21%	13,80%	30,05%	26,52%	34,88%	23,69%
<i>CEC</i>	<i>172,26%</i>	<i>-22,26%</i>	<i>20,28%</i>	<i>-38,87%</i>	<i>33,42%</i>	32,97%
<i>FNAC</i>	<i>3,40%</i>	<i>11,89%</i>	<i>7,43%</i>	<i>-0,44%</i>	<i>10,24%</i>	6,50%
<i>BBY</i>	<i>26,08%</i>	<i>27,69%</i>	<i>44,28%</i>	<i>44,29%</i>	<i>39,20%</i>	36,31%
ROIC w/o Goodwill						
UNIR				10,89%	30,03%	20,46%
<i>CEC</i>				<i>46,61%</i>	<i>7,75%</i>	27,18%
<i>FNAC</i>				<i>18,04%</i>	<i>22,91%</i>	20,48%
<i>BBY</i>				<i>37,48%</i>	<i>92,08%</i>	64,78%

Elaboración propia

5.2.6. Cálculo del valor intrínseco

El método que emplearemos con el fin de determinar un precio objetivo para las acciones del grupo es la valoración por múltiplos. El valor intrínseco no es una cifra precisa sino una estimación que puede variar en función de la previsión del analista, así pues, usaremos tanto los múltiplos históricos de la compañía como los múltiplos de la industria para obtener un rango de valores que nos permita efectuar una recomendación de compra o de venta.

El promedio de la ratio P/E entre 2019 y 2021 de Unieuro fue igual a 8,6x, el de Ceconomy fue igual a 11,5x, el de Fnac Darty fue igual a 18,6x y el de Best Buy fue igual a 14,5x. El promedio de la ratio P/E de las empresas comparables en el periodo fue igual a 13,3x. El promedio de la ratio EV/EBIT entre 2019 y 2021 de Unieuro fue igual a 11,7x, el de Ceconomy fue igual a 8,5x, el de Fnac Darty fue igual a 9,7x y el de Best Buy fue igual a 10,5x. El promedio de la ratio EV/EBIT de las empresas comparables en el periodo fue igual a 10,1x. El múltiplo P/E de Unieuro es inferior a los múltiplos P/E de sus comparables; el múltiplo EV/EBIT de Unieuro es similar a los múltiplos EV/EBIT de sus comparables.

Best Buy es el mejor negocio de la lista de empresas comparables, si bien las perspectivas de crecimiento de una cadena minorista que opera en mercados consolidados (Estados Unidos y Canadá) son menos favorables que las de una cadena detallista que domina un mercado fragmentado (Italia). Por tanto, el mercado debería emplear múltiplos más altos para valorar Unieuro. Son dos las razones que lastran la valoración de esta compañía. En primer lugar, la ineficiencia del mercado en *small-caps* como Unieuro, cuya capitalización bursátil asciende a €350 millones, es mayor que en *large-caps* como Best Buy, cuya capitalización bursátil asciende a más de US\$23.000 millones. En segundo lugar, los flujos de caja futuros de Unieuro son más inciertos que los de Best Buy por el hecho de que es difícil prever qué detallistas de electrónica de consumo dominarán el mercado italiano tras la consolidación de la industria. Las acciones de negocios con una incertidumbre alta suelen cotizar con descuento respecto de las acciones de negocios con una incertidumbre baja, incluso si el nivel de riesgo es bajo en ambos casos (Pabrai, 2007).

Presumiremos que el inversor compra la acción en 2022 a un precio de 17€. Si valoramos la empresa con una ratio P/E igual a 10x y sumamos el efectivo neto, que asciende a 11,39€ por acción, obtenemos un precio objetivo de 47€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 176,8% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 22,6%. Si valoramos la empresa con una ratio EV/EBIT igual a 8x obtenemos un precio objetivo de 49,8€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 193,1% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 24%. Si valoramos la empresa con una ratio EV/FCFF igual a 8x obtenemos un precio objetivo de 80,2€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor

es igual al 371,9% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 36,4%. Esta ratio nos permite tener en consideración las entradas de efectivo extraordinarias que resultan de la variación positiva en el fondo de maniobra operativo. Si calculamos el promedio de las tres valoraciones, obtenemos un precio objetivo de 59€ en 2027. La rentabilidad potencial del inversor es igual al 247,3% en 5 años, que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 27,7%. De acuerdo con la valoración, el precio objetivo de Unieuro en 2027 se situará entre 47€ y 80,2€, de ahí que un precio inferior a 31€ proporcione al inversor un margen de seguridad suficientemente amplio para protegerse frente a la incertidumbre inexorable del futuro.

Tabla 11. Valoración por múltiplos de Unieuro

	2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	5Y Return	CAGR
Price target (P/E)	26,7	19,7	20,3	23,1	26,0	32,6	39,7	47,0	176,8%	22,6%
Price target (EV/EBIT)	14,0	12,6	18,2	24,1	30,1	36,5	43,0	49,8	193,1%	24,0%
Price target (EV/FCFF)	42,7	27,3	37,0	45,0	53,3	61,9	70,9	80,2	371,9%	36,4%

P/E	10x
EV/EBIT	8x
EV/FCF	8x

Elaboración propia

6. Objetivos

El objetivo de este trabajo ha sido: (i) determinar las causas de la anomalía del valor; (ii) explicar la ventaja de la inversión en valor por medio de la teoría económica; (iii) demostrar la validez de los principios de la inversión en valor mediante su aplicación a empresas cotizadas en Europa.

7. Metodología

En primer lugar, se realizó una lista de inversores que siguen o comparten el estilo de inversión desarrollado por B. Graham y D. Dodd. En segundo lugar, se estudiaron las publicaciones más relevantes de estos inversores con el fin de determinar los principios esenciales de la inversión en valor. En tercer lugar, se estableció la relación entre el marco teórico de la Escuela Austríaca de Economía y el cálculo del valor intrínseco de un negocio. Por último, se efectuó un ejercicio práctico de búsqueda de oportunidades reales de inversión en el universo europeo de renta variable en tres fases:

Primera fase. Se generaron ideas de inversión de dos formas distintas: examinando las carteras de inversión en las que habían invertido gestoras de activos europeas; empleando la función *screener* que facilita la terminal TIKR (<https://tikr.com/>) para ajustar los criterios de búsqueda.

Segunda fase. Se llevo a cabo un análisis fundamental de las ideas de inversión seleccionadas que comprendía los siguientes aspectos: modelo de negocio, métodos y direcciones de desarrollo, riesgos, foso económico, pronóstico financiero y cálculo del valor intrínseco.

Tercera fase. Se escogieron las dos empresas que ofrecían al inversor mayor margen de seguridad (durante el mes de febrero de 2022) para demostrar la aplicación práctica de los fundamentos teóricos de la inversión en valor.

8. Conclusión

La validez de los principios analíticos en que se fundamenta la inversión en valor perdurará con el transcurso del tiempo, aun cuando los inversores sean conscientes de que el rendimiento de las acciones subvaloradas es superior al rendimiento de las acciones sobrevaloradas en el largo plazo (Greenwald et al., 2020). En este sentido, los precios de las acciones seguirán comportándose de forma errática en el corto plazo siempre que las decisiones de inversión se basen en factores de carácter psicológico. Aunque un analista puede disponer de los conocimientos técnicos necesarios para llevar a la práctica las enseñanzas de B. Graham y D. Dodd, si no es capaz de templar sus impulsos más primarios cometerá errores que le condenarán ineludiblemente a generar un rendimiento mediocre (Paramés, 2016). Por consiguiente, cualquier inversor que aspire a generar una rentabilidad superior a la media del mercado ha de poseer el temperamento adecuado.

La situación del mercado de valores carece de relevancia para los inversores en valor, cuya misión consiste en comprar las acciones de negocios protegidos por un foso defensivo con un amplio margen de seguridad. Si bien la sobrevaloración de los mercados reduce temporalmente el número de oportunidades de inversión disponibles, los inversores no deberían preocuparse de ello (Lynch, 2015). Un inversor en valor debería comprar las acciones de una empresa en tanto en cuanto exista una alta probabilidad de que su razonamiento sea correcto y una baja probabilidad de que el valor económico fundamental del negocio sea menoscabado por causas inevitables. Esto significa que los inversores pueden concentrar una gran cantidad del capital de su cartera en una única posición cuando se presente una de estas oportunidades tan infrecuentes y, el resto del tiempo, esperar pacientemente. El inversor puede encontrar mejores oportunidades entre las acciones de empresas de pequeña capitalización gracias a su falta de popularidad en relación con las acciones de gran capitalización. No tiene sentido tratar de averiguar la dirección que tomarán las acciones en el corto plazo (Lynch, 2015). Ahora bien, los inversores deben estar preparados en el aspecto emocional para tolerar circunstancias adversas de mercado.

Siempre que un inversor compra una acción porque espera una rentabilidad potencial superior a la media del mercado, existe otro inversor que la vende porque espera una rentabilidad potencial inferior a la media del mercado. En realidad, “la rentabilidad media del conjunto de los inversores, ponderada por los activos que poseen, en cualquier categoría ha de ser igual a la rentabilidad

media de los activos que componen esa categoría” (Greenwald et al., 2020). A modo de ilustración, la rentabilidad media del conjunto de inversores que mantienen en cartera acciones del S&P500 ha de ser exactamente igual a la rentabilidad media del índice. Esto quiere decir que el rendimiento superior de los inversores que han vencido al S&P500 en un determinado periodo de tiempo será idéntico al rendimiento inferior de los inversores que han sido vencidos por el índice en ese mismo periodo. En definitiva, un inversor que opte por la selección de acciones específicas deberá tener una fuerte convicción de que se encontrará en el lado correcto del intercambio en la mayoría de las ocasiones dado que, en el caso opuesto, será preferible que invierta su capital a través de un fondo indexado (Greenwald et al., 2020).

9. Referencias

- Böhm-Bawerk, E.v. (1998). *Teoría positiva del capital*. (J.A. de Aguirre, Trad.) Aosta. (Obra original publicada en 1889)
- Buffett, W. E. (1984). The superinvestors of Graham-and-Doddsville. *Hermes*, 4-15
- Buffett, W. E. (1999). An Owner's Manual. A Message from Warren E. Buffett, Chairman and CEO. *Berkshire Hathaway Inc.*
- Buffett, W. E., Cunningham, L., Jaffe, T., & Loomis, C. (1999). Mr. Buffett on the Stock Market. The Most Celebrated of Investors Says Stocks Can't Possibly Meet the Public's Expectations. As for the Internet? He Notes How Few People Got Rich from Two Other Transforming Industries, Auto and Aviation. *Fortune Magazine*
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1989). Anomalies: A mean-reverting walk down Wall Street. *Journal of Economic Perspectives*, 3(1), 189-202
- Directiva (UE) 2019/904 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de junio de 2019, relativa a la reducción del impacto de determinados productos de plástico en el medio ambiente. (2019). *Diario Oficial de la Unión Europea*, 155, de 12 de junio de 2019, 1 a 19. <https://www.boe.es/doue/2019/155/L00001-00019.pdf>
- Dorsey, P. (2008). *The little book that builds wealth: The knockout formula for finding great investments*. John Wiley & Sons.
- Fama, E. F., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 385-417
- Fekete, A. E. (1996). Towards a Dynamic Microeconomics. *Laissez-Faire*, 5, 1-14
- Graham, B., Dodd, D. L., & Cottle, S. (1934). *Security analysis*. New York: McGraw-Hill
- Greenwald, B. C., Kahn, J., Bellissimo, E., Cooper, M. A., & Santos, T. (2020). *Value investing: from Graham to Buffett and beyond*. John Wiley & Sons
- Groupe Guillin SA. (2021a). *Rapport Annuel 2020*
- Groupe Guillin SA. (2021b). *Comptes Consolidés Résumés 1^{er} Semestre 2021*
- Hayek, F. A. (1945). The use of knowledge in society. *The American economic review*, 35(4), 519-530
- Huerta de Soto, J. (1992). *Socialismo cálculo Económico y Función Empresarial*. Unión Editorial

- Huerta de Soto, J. (2009). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Unión editorial
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The journal of finance*, 49(5), 1541-1578
- LOI n.º 2020-105 du 10 février 2020 relative à la lutte contre le gaspillage et à l'économie circulaire. (2020). *Journal Officiel de la République Française*, 1, de 11 de febrero, 1 a 65. https://www.legifrance.gouv.fr/download/file/tIvIngK1-pPYKGFzbZJvgnB0La5rYk6ys5dm_FwTPZs=/JOE_TEXTE
- Paramés, F. G. (2016). *Invirtiendo a largo plazo: mi experiencia como inversor*. Deusto
- Pabrai, M. (2007). *The Dhandho investor: the low-risk value method to high returns*. John Wiley & Sons
- Pratti, P., & Irwin, S. (2017). *Unieuro SpA (UNIR.MI)*. Credit Suisse. https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=emgpm&document_id=1074871671&serialid=WGHtpG6W05odJP1bDMhhEnGVlgng7PNi8mCWKg8%2Be8%3D&cspId=null
- Menger, C. (2007). Sobre la teoría del capital. *Revista Procesos de Mercado*, 177-228
- Mises, L.v. (1986). *La acción humana*. Unión editorial
- Unieuro SpA. (2021a). *Annual Financial Report as at 28 February 2021*. https://unieurospa.com/wp-content/uploads/2021/05/UNIEURO_FY2021_ITA_ENREL.pdf
- Unieuro SpA. (2021b). *The Undisputed Italian Leader In Ce Retail*. https://unieurospa.com/wp-content/uploads/2021/10/UNIEURO_InvestorPresentation_Oct2021.pdf
- Unieuro SpA. (2021c). *Interim Directors' Report As At 30 November 2021*. https://unieurospa.com/wp-content/uploads/2022/01/UNIEURO_InterimDirectorsReport_30.11.2021-1.pdf