



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO LVMH

Autor: Fernando Cerrada Lastra
Director: Alfredo Ibáñez Rodríguez

MADRID | Abril 2019

Resumen

El objetivo principal de este trabajo es realizar un análisis exhaustivo de los diferentes métodos de valoración de empresas utilizados en la actualidad. Se abordan los métodos de valoración basados en la cuenta de resultados, en el balance de las compañías y los métodos de descuento de flujos. De forma complementaria, el trabajo incluye una valoración de una compañía del sector del lujo cotizada, el grupo LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) con una recomendación de posición frente al precio de mercado.

Palabras Clave: Métodos de valoración, cuenta de resultados, balance, compañía, mercado.

Abstract

The main purpose of this research paper is to make a detailed analysis of different company valuation methods. This paper approaches to valuation methods based on the P&L, on the balance sheet and cash flows methods. Furthermore, this paper includes the valuation of a quoted company from the luxury sector, the LVMH group (Louis Vuitton Moët Hennessy), and a recommendation regarding the current market price.

Key Words: Valuation methods, P&L, balance sheet, company, market.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Mercado de los bienes personales de lujo por área geográfica	44
Gráfico 2: Variación del PIB	46
Gráfico 3: Evolución de las ventas LVMH	47
Gráfico 4: Ventas geográfica LVMH	49
Gráfico 5: Evolución EBITDA.....	50
Gráfico 6: Fondo de maniobra LVMH	51

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Balance ejemplo 1	30
Tabla 2: Balance ejemplo 2	32
Tabla 3: Ventas por segmento LVMH	48
Tabla 4: Ratios de liquidez	51
Tabla 5: Ratios.....	52
Tabla 6: WACC LVMH	56
Tabla 7: Coste de la deuda neto de impuestos.....	57
Tabla 8: CAPM LVMH.....	57
Tabla 9: Flujos de caja libres descontados lvmh	58
Tabla 10: Resumen valoración lvmh	58
Tabla 11: Análisis de sensibilidad	59
Tabla 12: EV/EBITDA comparables.....	60
Tabla 13: Resumen valoración comparables	61

ÍNDICE DE ECUACIONES

Ecuación 1:Modelo Descuento de Flujos	15
Ecuación 2: Flujo de caja operativo	18
Ecuación 3: Flujo de caja libre	18
Ecuación 4: NOF	19
Ecuación 5: WACC	20
Ecuación 6: CAPM.....	20
Ecuación 7: Valor residual	22
Ecuación 8: Equity Cash Flow	23
Ecuación 9: Gordon Saphiro.....	24
Ecuación 10: Flujo de caja de deuda	25
Ecuación 11: WACC antes de impuestos	26
Ecuación 12: Flujo de caja de capital	27
Ecuación 13: Beta desapalancada.....	27
Ecuación 14: Escudo fiscal.....	28
Ecuación 15: Valor total	28
Ecuación 16: PER.....	35
Ecuación 17: PER capitalización bursatil.....	35
Ecuación 18: Valor de la acción, BPA	36

Ecuación 19: Valor de la acción, DPA	37
Ecuación 20: Ratio de ventas.....	37

ÍNDICE

CAPÍTULO 1 INTRODUCCIÓN

1.	<i>Introducción</i>	8
1.1.	Objetivos y metodología	8
1.2.	Estructura	9

CAPÍTULO 2 MÉTODOS DE VALORACIÓN

1.	<i>Marco Teórico: Métodos de Valoración de empresas</i>	11
1.1.	PRECIO VS VALOR	13
2.	<i>MÉTODOS POR DESCUENTO DE FLUJOS</i>	14
2.1	Método de los Flujos de Caja Libres	16
2.1.1	Principio de devengo	16
2.1.2	Flujo de caja libre	17
2.1.3	WACC	19
2.1.4	Valor Residual	22
2.2	Método de los Flujos de Caja de los accionistas.....	23
2.2.1	Equity value.....	23
2.2.2	Flujo de Caja de los accionistas y su tasa de descuento (k_e).....	23
2.3	Método de los Flujos de Caja de la deuda	25
2.4	Método Capital Cash Flow	25
2.5	APV (<i>Adjusted Price Value</i>).....	27
3.	<i>MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE</i>	29
3.1	Valor contable.....	30
3.2	Valor Contable Ajustable.....	31
3.3	Valor de Liquidación	32
3.4	Valor Sustancial	33
4.	<i>MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS</i>	34
4.1	Valor en función de los beneficios. Ratio PER (<i>Price Earnings ratio</i>).....	35
4.2	Valor de los dividendos.....	36
4.3	Ratio de ventas	37
4.4	Otros ratios.....	38
5.	<i>VALORACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO</i>	38

CAPÍTULO 3 INFORME DE VALORACIÓN LVMH

1.	<i>Introducción a la compañía</i>	40
2.	<i>Análisis sector del lujo</i>	41
3.	<i>Análisis macroeconómico</i>	45
4.	<i>Análisis financiero</i>	46
5.	<i>Valoración LVMH</i>	54
5.1	Descuento de Flujos de Caja.....	54
5.1.1	Proyecciones	54
5.1.2	Valoración	56
5.2	Múltiplos comparables.....	59

CAPÍTULO 4 CONCLUSIONES

1.	<i>Conclusiones</i>	62
----	---------------------------	----

CAPÍTULO 5 BIBLIOGRAFÍA

1.	<i>Bibliografía</i>	64
----	---------------------------	----

	<i>Anexos</i>	66
--	---------------------	----

INTRODUCCIÓN CAPÍTULO 1

1. INTRODUCCIÓN

“Einstein estaba en lo cierto sobre la relatividad, pero habría tenido dificultades para aplicar una valoración relativa en los mercados financieros actuales” (Damodaran, 2011, pág. 62).

Vivimos en una sociedad en constante movimiento, cambiante y llena de nuevos desafíos que surgen cada día. El conocimiento y la capacidad de adaptación a nuevos entornos se convierten en habilidades esenciales. El entorno impulsa la competitividad empresarial. Las empresas son conscientes de los nuevos retos que afrontan, por ello, las operaciones de compraventa de compañías toman un protagonismo especial como solución para resolver problemas estratégicos y facilitar la adaptación a los cambios. En este marco, la valoración es crítica para llevar a cabo todo tipo de movimientos corporativos, ya sean salidas a bolsa, operaciones de fusiones y adquisiciones o bien reestructuración de la deuda de una corporación.

Ahora bien, al observar los mercados financieros, es fácil percibir la complejidad y subjetividad que los acompaña. Cada empresa es un mundo diferente, por ello a la hora de aplicar métodos de valoración, se deberán tener en cuenta múltiples factores que permitan adaptar la valoración.

En conclusión, las valoraciones son técnicas subjetivas, cambiantes y desafiantes como el entorno en el que fluctúan, como si de una operación quirúrgica se tratase, consiste en inspeccionar un paciente, en este caso compañías, y aplicar las soluciones correspondientes, cabe preguntarnos entonces, ¿una valoración es técnica, arte o parte de ambas?

1.1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

Los objetivos del presente trabajo se centran en el estudio detallado de las diferentes técnicas de valoración de empresas, haciendo especial énfasis en el método de descuento de flujos de caja, dada su repercusión en el panorama financiero actual.

De forma complementaria, se ha valorado una compañía cotizada francesa, el grupo LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), con la intención de demostrar de forma práctica el uso de las técnicas de valoración, y realizar una valoración real.

El objetivo último es resaltar la importancia de las valoraciones, entender de forma precisa conceptos de complejidad financiera y extraer conclusiones a partir de los distintos métodos, suscitando el interés del lector por la materia.

La metodología empleada ha sido inductiva, en un primer momento se ha realizado la tarea de recogida de datos, se han analizado tal información, y se ha expuesto de forma descriptiva en el trabajo.

El enfoque ha sido principalmente cualitativo, en cuanto a que se han descrito las múltiples técnicas de valoración. Por otro lado, de forma empírica con carácter experimental demostrativo, se ha llevado a cabo una valoración real de la empresa LVMH, con el fin de exponer los pasos de un proceso de valoración en un ámbito, no sólo teórico, sino práctico.

1.2. ESTRUCTURA

La estructura del trabajo se ha dividido en cuatro capítulos principales:

Capítulo 1: De carácter introductorio se ha planteado el tema de exposición, así como los objetivos y la metodología empleada.

Capítulo 2: El capítulo segundo expone las distintas técnicas de valoración, las basadas en el descuento de flujos, aquellas que parten del balance de situación, los métodos que se surgen a partir de la cuenta de pérdidas y ganancias y, por último, el valor del fondo de comercio.

Capítulo 3: De carácter experimental, aborda la valoración del grupo francés LVMH desde la perspectiva del descuento de flujos de caja libres y el múltiplo EV/EBITDA con relación a compañías cotizadas comparables.

Capítulo 4: Capítulo final a modo de conclusión donde se recoge la conclusión en si misma.

Capítulo 5: Destinado a recoger la bibliografía empleada en la elaboración del presente trabajo.

En la parte final del trabajo se encuentran los anexos pertinentes.

MÉTODOS DE VALORACIÓN CAPÍTULO 2

1. MARCO TEÓRICO: MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de empresas es un proceso técnico y subjetivo de análisis y estudio de las compañías, con el fin último de determinar el valor más preciso posible de las mismas.

El término valor se define, según la Real Academia de la Lengua Española, como el grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite. Con esta definición podemos afirmar que el objetivo último de la valoración de empresas es calcular su grado de utilidad.

Debemos de tener en cuenta que cuando hablamos del valor de las empresas, este es un término mucho más subjetivo que su definición en si misma. Las compañías no gozan de un valor correcto o incorrecto, sino que, en función de la perspectiva desde que se observe la compañía este valor será diferente. No es lo mismo el valor de una compañía desde el punto de vista del comprador que del vendedor. Un comprador entenderá el valor de la empresa en función de las razones que le lleven a evaluar la operación de compra, es decir, si el inversor busca entrar en un nuevo país, valorará la marca, el prestigio y las condiciones de la empresa frente a los competidores del país en concreto. Por otro lado, la otra parte, como pudieran ser los propietarios de la compañía objeto de venta, evaluarán el valor de su compañía en función de factores más internos, como son las capacidades productivas, el talento y los recursos que posea dicha compañía.

En la actualidad, los mercados y las empresas juegan un papel esencial en el desarrollo de la sociedad. En ámbitos financieros, las operaciones donde la valoración de empresas está presente ocupan un papel fundamental, y es que, las empresas son objeto de valoraciones continuamente por multitud de fines

diversos. Los drivers que pueden motivar a la valoración de una compañía (Fernández P. , 2008):

1. Por motivos estratégico: Este es el *driver* principal para las operaciones de este tipo, son múltiples las empresas que por motivos estratégicos de todo tipo necesitan realizar valoraciones de compañías para evaluar potenciales fusiones o adquisiciones. En el caso de que una compañía busque expandir su negocio a otro país, es muy frecuente que busquen compañías de su sector con las que fusionarse y así acceder a nuevos mercados. Este motivo se puede extender a otras situaciones, como, por ejemplo, conseguir acceso a nuevas líneas de negocio, obtener una cierta tecnología o simplemente por la búsqueda de economías de escala. Además, es importante la valoración incluso para valorar la continuidad de la propia empresa.

Antes de evaluar una fusión o adquisición, las empresas deben poner sobre la mesa las sinergias de la operación y proceder en caso de que las sinergias resultantes sean de carácter positivo.

2. Valoración de empresas cotizadas en bolsa: La razón por la que se realizan valoraciones de compañías cotizadas es para el diseño de una correcta cartera de valores, para comparar el valor de mercado de ciertos valores con el valor obtenido por distintos métodos, con el fin de encontrar acciones infravaloradas y consecuentemente comprarlas o lo contrario, detectar valores sobrevalorados y venderlos.
3. Salidas a bolsa: El precio de las acciones de una empresa al salir al mercado bursátil tiene que ser justificado de alguna manera, y por ello en esta situación se deben valorar las compañías de forma precisa.

4. Herencias: En situaciones en las que ha de repartirse una herencia, la valoración de las compañías familiares es un aspecto importante para realizar una correcta repartición.
5. Sistemas de remuneración: Es frecuente que los gerentes y directivos de ciertas compañías sean recompensados en función del valor que la hagan aumentar, así como determinar cuales son las causas de tales aumentos.

1.1. PRECIO VS VALOR

La diferencia entre el término valor y precio tiene una relevancia especial en esta materia. Cuando hablamos del precio de una compañía hablamos de la cantidad pagada por el comprador y recibida por el vendedor de la empresa en cuestión. Esta cantidad se fija en función de la oferta y la demanda, y difiere de lo que realmente es su valor, ya que es fruto de una serie de negociaciones y dependerá de lo que el comprador esté dispuesto a pagar como máximo y lo que el vendedor esté dispuesto a aceptar como mínimo. Este es, por lo tanto, el valor monetario de una compañía a la hora de realizar una transacción.

El concepto valor, como comentamos en el apartado anterior, es el grado de utilidad de las cosas para producir satisfacción o proporcionar bienestar. Y es que, en la realidad, son pocas las ocasiones donde los mercados asignan a los bienes un precio correspondiente a su valor. A la hora de buscar el valor verdadero de una empresa, este depende de múltiples factores y perspectivas, como es el lugar que ocupe en la negociación y el perfil de quien la realice. Por esta razón, podemos afirmar que no hay un valor correcto, sino que es algo subjetivo que depende de distintos factores, como la metodología empleada y los objetivos personales de la persona o grupo que realice la valoración.

Un ejemplo donde se observan claramente estas diferencias es, en una clásica operación de *corporate finance*, donde una empresa X busca vender su compañía contactando con un amplio abanico de *private equities*. En este tipo

de operaciones, por lo general, la empresa X otorga un valor a su compañía y un precio mínimo que estaría dispuesto a aceptar para deshacerse de la compañía. Por otro lado, los fondos, o *private equities*, interesados en la compra de la empresa X, solicitan a los intermediarios toda la información correspondiente para realizar sus respectivas valoraciones, de cara a realizar una oferta formal y entrar en proceso de *due dilligence* si correspondiera. En esta ocasión, la negociación toma una relevancia importante, ya que generalmente el valor calculado por la empresa suele ser mayor al calculado por los fondos, y consecuentemente, el precio ofertado por ellos será menor al demandado por la propia compañía.

Considerando que ambos términos son diferentes, surge la oportunidad de invertir en base a la búsqueda de empresas que tengan un precio inferior a su valor calculado, de tal forma serán operaciones positivas, pues como dijo Machado (1912) “sólo el necio confunde valor y precio”.

2. MÉTODOS POR DESCUENTO DE FLUJOS

El objetivo principal de estos métodos de valoración es calcular el valor mediante la estimación de los flujos de caja que generará la compañía en el futuro, descontándolos a una tasa de descuento determinada, y añadiendo su valor terminal. para obtener el valor en el momento actual de la compañía. Hoy en día, estos métodos son considerados los más precisos para realizar valoraciones y, por ende, los más popularizados. El valor de un negocio quedará determinado en función de su capacidad para generar recursos financieros en el futuro, susceptibles de ser detraídos del negocio sin comprometer la estructura financiera. Por lo general, se suele establecer un horizonte temporal de generación de flujos, en el final de este horizonte, calcular un valor terminal y descontarlo como si de otro flujo se tratase.

Las principales ventajas de estos métodos son:

- Basan el valor en la generación de recursos.
- Incorporan el concepto de “riesgo”, pues al utilizar una tasa de descuento para actualizar los flujos, esta será mayor cuan mayor sea la inestabilidad de los flujos futuros generados por la empresa.
- Contemplan el valor temporal del dinero, es decir, cualquier empresa hoy tendrá distinto valor en el futuro, debido a las expectativas sobre la compañía y tasa de inflación, dado un riesgo determinado.
- Consideran las inversiones requeridas para la generación de recursos.
- Facilitan la valoración por unidades de negocio.
- Evitan la falta de homogeneidad de la información contable, derivada de la existencia de criterios alternativos aceptables (criterios de amortización, provisión, etc.)

Sin embargo, estos métodos son adecuadamente aplicados cuando la empresa objetivo tiene expectativas de continuidad y crecimiento a futuro, pues, refleja las expectativas de los inversores y *stakeholders* en general sobre el crecimiento de la rentabilidad y oportunidades de crecimiento (BILYCH, 2013).

La fórmula que se utiliza para realizar el descuento de flujos es la siguiente:

ECUACIÓN 1: MODELO DESCUENTO DE FLUJOS

$$V = \frac{FF_1}{(1+k_w)^1} + \frac{FF_2}{(1+k_w)^2} + \frac{FF_3}{(1+k_w)^3} + \dots + \frac{FF_n + VR_n}{(1+k_w)^n}$$

V = Valor de la empresa en t_0

FF_i = flujo de fondos esperado en “T”, con $0 \leq i \leq n$

K_w = Tasa de descuento que determina el profesional que valorará la empresa

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Observamos en la fórmula que el valor de la empresa en el momento 0 es la suma de n flujos de caja descontados al momento actual, añadiendo el valor residual en t descontado también al momento 0.

El horizonte temporal se establece bajo la premisa de que el negocio tiene una vida ilimitada y se divide en dos periodos:

- Determinado: Un periodo suficiente para dar estabilidad a la rentabilidad de las inversiones y conseguir un R.O.I (*Return On Investments*) mayor que el coste promedio de capital con el objetivo de crear valor.

- Indeterminado: A partir del periodo anterior, se asume una estabilidad permanente del negocio y se calcula mediante el método de renta perpetua.

Ahora bien, dependerá del tipo de compañía y de los objetivos de la valoración que se determinen unos flujos de caja u otros, una tasa de descuento y un horizonte temporal.

2.1 MÉTODO DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRES

2.1.1 PRINCIPIO DE DEVENGO

El flujo de caja de un negocio es la cantidad de dinero en efectivo que la propia empresa genera. Este concepto difiere de las ventas o del EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) que aparecen en una cuenta de resultados y una de las causas de este diferencial es el principio de devengo que se utiliza en el sistema contable.

El principio de devengo registra los hechos económicos en el periodo que ocurran independientemente de cuando se produzcan los ingresos o cobros generados por los mismos (Orcera, 2013).

Acudiendo a un ejemplo, en caso de que una empresa venda productos de su stock por valor de 5.000€ no significa de ningún modo que la empresa haya cobrado en ese momento 5.000€, sino que dependerá de las condiciones de pago que se hayan acordado con el cliente, en función de si se le ha otorgado un crédito, se ha pagado a plazos, etc. En este caso, en nuestra contabilidad

aparecerán unas ventas por valor de 5.000€, pero un flujo de caja de 0€, ya que no ha entrado dinero físico a la caja de la empresa.

En términos de valoración mediante descuento de flujos, lo que realmente nos interesa es la caja generada por la compañía y es por esa razón por la que nos centramos en el cálculo de los flujos de caja, omitiendo así el principio de devengo utilizado en contabilidad.

2.1.2 FLUJO DE CAJA LIBRE

A la hora de tener en cuenta el valor de una empresa, es muy importante considerar la capacidad que tiene la compañía de generar liquidez con sus operaciones, pues, al fin y al cabo, tener liquidez es esencial en una compañía, de cara a potenciales remuneraciones a los accionistas y a solventar las deudas a corto plazo. Además, si la liquidez proviene de la parte operativa de la compañía, es un dato relevante, ya que la actividad operativa es la razón de ser de la propia empresa. Recordemos que también se puede generar liquidez por otras vías como son las inversiones financieras.

El Flujo de Caja Libre, conocido en inglés como *Free Cash Flow*, son los flujos de caja operativos generados por la compañía, sin tener en consideración el financiamiento y calculados después de impuestos (Terra, 2008). En términos brutos, es la cantidad de dinero que queda en la empresa para devolver la deuda o retribuir a los accionistas a través de dividendos. Aunque realmente, este es el efectivo resultante para retribuir a los accionistas en caso de que la empresa no tuviese deuda (Fernández P. , 2008).

En muchas ocasiones se confunde el término Flujo de Caja Operativo (FCO) y el Flujo de Caja Libre, pero a pesar de que ambos están orientados a la liquidez de las operaciones, el cálculo es diferente:

a) FCO

ECUACIÓN 2: FLUJO DE CAJA OPERATIVO

EBIT (Beneficio antes de impuestos e intereses) + amortización – impuestos.

b) FCF

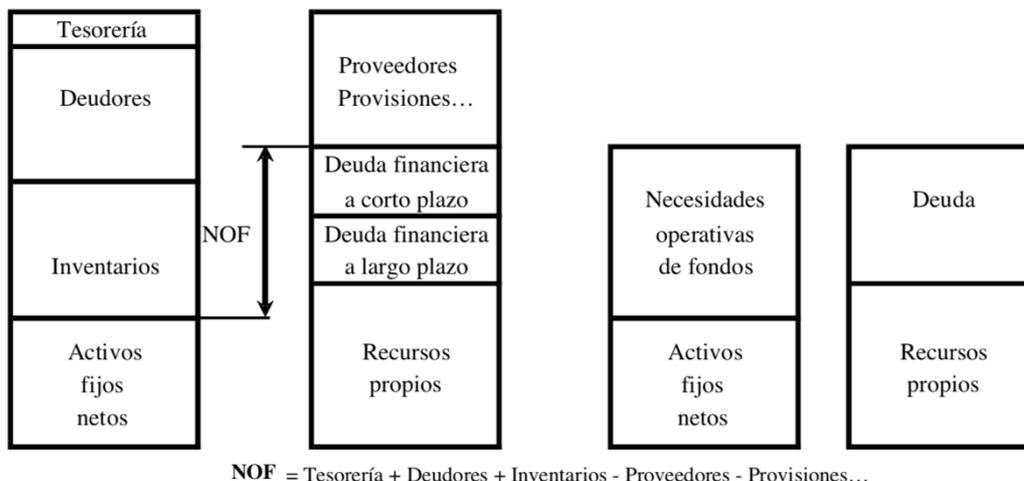
ECUACIÓN 3: FLUJO DE CAJA LIBRE

Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
-Impuestos sobre el BAIT (30%)
Beneficio neto de la empresa sin deuda
+Amortización
-Incremento de activos fijos
-Incremento de NOF
<i>Free cash flow</i>

Es un concepto similar, a diferencia del FCO, el FCF nos da un resultado después de extraer el importe de las inversiones en activos fijos y en las inversiones destinadas a proteger su operativa con el NOF (Necesidades Operativas de Financiación).

“Las NOF son las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes que realiza la empresa, una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones. Las NOF constituyen, por lo tanto, un concepto de activo. Es decir, son una inversión” (Calleja, 2008, pág. 4). Si acudimos al balance contable y financiero para obtener una interpretación de las NOF, el resultado sería el siguiente:

ECUACIÓN 4: NOF



Fuente: Elaboración en base a (Fernández, 2008).

Para determinar los flujos de caja que la empresa va a generar, se deben hacer estimaciones precisas, proceso que supone la mayor dificultad de este modelo. La estimación de ingresos debe centrarse en las estrategias que la empresa va a acometer y que vayan a tener un efecto en los flujos de caja generados, así como las inversiones a realizar. Por otro lado, los costos variables se estimarán en función de un porcentaje frente a los ingresos, mientras que para los costos fijos se estudiará a partir de qué nivel de ingresos, los costos fijos varían. Por lo general, las proyecciones se suelen hacer entorno a los 5 años, pues con lo cambiante que es el mercado, proyecciones mucho mas amplias se convierten en poco realistas.

2.1.3 WACC

Una vez calculados los Flujos de Caja Libres, el siguiente paso que se debe tener en cuenta es la tasa de descuento que se aplicará al modelo para actualizar. En el mundo financiero, la tasa de descuento establecida por consenso para este método de valoración es el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) o coste medio ponderado de capital, al considerarse el mejor indicador, por ser un calculo

ponderado de los costes de financiación. Definimos WACC como el coste medio ponderado de los recursos de la compañía, y su fórmula matemática es la siguiente:

ECUACIÓN 5: WACC

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

E: *Equity*

D: Deuda

R_e: Coste del *equity*

R_d: Coste de la deuda

t: tipo impositivo

A través del WACC tomamos en consideración tanto el coste de la deuda antes de impuestos como de los recursos propios, ambos de forma ponderada. Esta fórmula la podemos descomponer en dos partes:

1. Coste de los recursos propios: Se calcula, por lo general, a través del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Mediante el cálculo del CAPM se obtiene la rentabilidad mínima exigida por los accionistas de una compañía.

ECUACIÓN 6: CAPM

$$R_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_s: Retorno esperado

R_f: Retorno esperado en un activo libre de riesgo, se suele tomar como referencia la rentabilidad del bono del estado a diez años. La principal razón de selección de este producto financiero como referencia es la durabilidad similar a los flujos de caja.

R_m: Rentabilidad esperada en el mercado.

(R_m-R_f): Prima de riesgo, en términos informales, es el premio que otorga el mercado por asumir el riesgo de invertir en un mercado con riesgo frente a los mercados sin riesgo.

B (Beta apalancada): Este parámetro mide la relación de la empresa frente a los movimientos del mercado. Si la beta fuera 1, la relación sería perfecta y el valor se movería exactamente igual que el mercado en general y, el caso contrario ocurriría si fuera igual a menos 1.

Entre las ventajas del modelo CAPM encontramos que la fórmula incluye implícitamente el riesgo y que se puede aplicar a todas las compañías. Por otro lado, en cuanto a sus desventajas hay que estimar las rentabilidades del mercado y que las betas en ocasiones son inestables. De hecho, autores como Haugen (1972), Heins (1975) y Fama y French (1992), ponen en duda en sus obras la relación directa entre volatilidad y rentabilidad implícita.

2. Coste de los recursos ajenos: Se refiere al coste de toda financiación ajena que utiliza una empresa para desarrollar su actividad.

El coste de la deuda dependerá de:

- El riesgo de los tipos de interés, entendiendo este como el riesgo de que los tipos de interés cambien, dada su volatilidad y que estos cambios tengan efectos en los agentes económicos.
- El plazo, es decir, por lo general a mayor plazo mayor coste tendrá la financiación.
- El riesgo de crédito: Este factor se establecerá en función de la calidad crediticia del deudor. Se evaluará la estabilidad operativa de la compañía, el nivel de apalancamiento y su rating crediticio, además del tipo de deuda en concreto (subordinada, senior...).

Una vez establecida esta descomposición del WACC, y calculado el coste de ambas fuentes de financiación simplemente, como se puede observar en la fórmula, debemos ponderar ambas y obtener el resultado del coste medio ponderado de capital, que utilizaremos como tasa de descuento.

2.1.4 VALOR RESIDUAL

El valor residual es el último elemento que se incorpora al método de descuento de flujos de caja y trata de reflejar la vida infinita de la empresa a partir del último flujo de caja libre estimado. No podemos olvidar, que estamos trabajando bajo la premisa de empresa en funcionamiento y, es necesario limitar un horizonte temporal para la estimación de los flujos de caja, el valor residual nos da el valor de la compañía con un horizonte infinito. Podemos definirlo como “el valor futuro de los flujos de efectivo esperados por la empresa en el resto de su vida infinita tras el período discreto” (Ramirez, 2012).

Para determinar el valor residual, debemos aplicar una tasa de crecimiento constante, g . Sin embargo, antes de establecer esta tasa, cabe tener en cuenta que dependiendo del sector en el que opere la compañía, puede que los flujos de caja evolucionen de una forma u otra, por ello, es común tomar como referencia el crecimiento del PIB (Producto Interior Bruto), es decir, de la economía en general, para establecer un estimador de crecimiento.

ECUACIÓN 7: VALOR RESIDUAL

$$VR = \frac{F_n \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$$

VR= Valor Residual

g = Tasa de crecimiento del PIB

En la actualidad, el valor residual y su importante peso en el valor, ha generado cierta incertidumbre entre economistas, como Penmanm (1998) que ponen en duda la certeza de un flujo con un horizonte tan amplio.

Una vez estudiados todos los componentes de la fórmula, el siguiente y último paso, es aplicar el cálculo expuesto en la ecuación 1 y descontar los flujos de caja libres para obtener el *Enterprise Value* de la compañía.

2.2 MÉTODO DE LOS FLUJOS DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS

La principal diferencia entre el método de descuento de flujos de caja de los accionistas (FCacc) y el método de los flujos de caja libres reside en el resultado que se obtiene. En el primer método obtendremos el *Equity Value* (EqV), que sumado al valor de la deuda resultará el *Enterprise Value* (EV), mientras que en el segundo obtenemos directamente el *Enterprise Value*, o valor total de la compañía.

2.2.1 EQUITY VALUE

Entendemos el concepto *Equity Value* como el valor del capital de una empresa, es decir, de los fondos propios. El cálculo correspondiente se puede realizar mediante la multiplicación del número de acciones por su precio de cotización, en caso de que sean empresas cotizadas. Sin embargo, a través del FCacc podemos obtener este valor, descontando flujos de caja y así obtener el valor de los fondos propios de la compañía, que a fin de cuentas es la cantidad que se deberá pagar a los accionistas en caso de comprar la compañía.

2.2.2 FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS Y SU TASA DE DESCUENTO (KE)

A la hora de calcular el valor del *equity* de la compañía, el primer paso que debemos realizar es obtener el valor de los flujos de caja de los accionistas, es decir, la cantidad de dinero que queda disponible para los accionistas en forma de dividendos o recompra de acciones. Para ello, utilizaremos la siguiente fórmula:

ECUACIÓN 8: EQUITY CASH FLOW

$$\begin{array}{r} \text{EBIT} \\ - \text{ Impuestos sobre EBIT} \\ + \text{ Depreciación y amortización} \\ +/- \blacktriangle \text{ en el capital de trabajo (WK)} \\ - \text{ Intereses} \\ - \text{ Aumentos en los activos fijos} \\ +/- \blacktriangle \text{ en la deuda} \\ \hline \text{(ECF) Equity cash flow} \end{array}$$

Esta fórmula difiere de la fórmula del método de los flujos de caja libres en que, en este caso, se tiene en cuenta el coste de la deuda financiera de la empresa, los intereses, los incrementos de deuda en signo positivo y los pagos de principal en signo negativo. Ahora bien, no debemos olvidar que este método está incluido en los métodos de descuento de flujos y consecuentemente, debemos determinar la tasa de descuento adecuada.

Como el valor final que vamos a obtener es el valor de las acciones de la compañía, la tasa de descuento apropiada para este método es el retorno exigido por los accionistas o coste de los recursos propios (k_e). Al tratar en el punto 2.1.3 la tasa de descuento que usamos para descontar los flujos de caja libres, el WACC, vimos como este se descomponía en dos, por un lado, el coste de los recursos propios y por otro, el coste de la deuda, ambos ponderados. En cuanto al coste de los recursos propios, observamos su obtención mediante el modelo CAPM, sin duda, el más utilizado en el entorno financiero. Sin embargo, cabe otra vía para el cálculo del coste de los recursos propios, el conocido como el modelo Gordon Saphiro, que incluye los dividendos en su cálculo.

La fórmula correspondiente a este modelo es la siguiente:

*ECUACIÓN 9: GORDON
SAPHIRO*

$$K_e = \left(\frac{Div_1}{P_0} \right) + g$$

K_e : Rentabilidad exigida por los accionistas.

Div_1 : Dividendo correspondiente al primer periodo.

P_0 : Precio teórico en la actualidad.

g : Tasa anual constante de crecimiento de los dividendos.

Por lo general, se trabaja con el CAPM para la obtención de K_e , principalmente por la complejidad de estimar los dividendos a futuro de una compañía, ya que están sujetos a múltiples factores que en ocasiones pueden ser poco predecibles.

2.3 MÉTODO DE LOS FLUJOS DE CAJA DE LA DEUDA

Como explica la economista Nohemí Boal Velasco, los flujos de caja de los acreedores representan las salidas de caja de la empresa para atender los intereses y la devolución del principal de las deudas.

La fórmula que se debe aplicar en este caso es la siguiente:

ECUACIÓN 10: FLUJO DE CAJA DE DEUDA

$$FCd = GF - \Delta D$$

GF: Gastos financieros

ΔD : Variaciones de deuda financiera, en caso de producirse una disminución, irán en signo negativo al tratarse de una salida de caja de la empresa y viceversa.

Cabe comentar, en línea con lo expuesto por Nohemí Boal Velasco, que las deudas de las que hablamos en la fórmula son las deudas financieras, no incluimos las de carácter operativo, es decir, aquellas como los préstamos bancarios, las emisiones de empréstitos, deudas por préstamos de terceros, etc.

Ahora bien, una vez calculados los flujos de caja y realizadas correctamente las proyecciones de dichos flujos se deberán descontar utilizando, en este caso, el coste de los recursos ajenos (K_d), que se realizará como anteriormente hemos expuesto en la ecuación 6, para obtener el valor de mercado de la deuda.

2.4 MÉTODO CAPITAL CASH FLOW

El método de *Capital Cash Flow* surge como alternativa para valorar empresas con altos niveles de endeudamiento y con estructuras de capital cambiantes (Ruback, 2000). El nombre de este método se debe a que sus *cash flows*, es

decir, el flujo de caja de los accionistas y el flujo de caja de deuda, incluyen todo el efectivo disponible para todos los acreedores, incluyendo el escudo fiscal.

El escudo fiscal “es la estrategia para reducir los impuestos mediante desgravaciones fiscales. Por ejemplo, como el pago de los intereses de la deuda es un gasto desgravable, endeudarse puede servir de escudo fiscal” (Fernández P. , 2005, pág. 5), en otros términos, es la cantidad de efectivo que podemos ahorrar en el pago de impuestos por pagar más intereses.

La principal razón diferenciadora de este método reside en la tasa de descuento seleccionada, se utilizará el WACC antes de impuestos. Al utilizar el WACC antes de impuestos, podemos confirmar que el *Capital Cash Flow* resulta de la suma de los flujos de caja libres añadiendo el valor del escudo fiscal. Por el hecho de incluir el escudo fiscal en el *Capital Cash Flow*, la tasa de descuento que utilizamos en este caso será el WACC antes de impuestos (Dumrauf, 2001).

Por lo tanto, si queremos calcular el WACC antes de impuestos, o tasa de descuento que aplicaremos a los Flujos de Caja de Capital, aplicaremos el siguiente cálculo:

ECUACIÓN 11: WACC ANTES DE IMPUESTOS

$$WACC_{\text{antes impuestos}} = \frac{(E \cdot K_e) + (D \cdot K_d)}{E + D}$$

E: *Equity* o Recursos Propios

K_e: Coste de los Recursos Propios

D: Deuda

K_d: Coste de la deuda

E+D: Estructura de capital

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, el siguiente paso a realizar para calcular el valor de la compañía mediante el descuento de flujos, es el valor de los flujos de caja, que se obtienen a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Flujo de Caja de Capital} = FC_{\text{accionistas}} + FC_{\text{deuda}}$$

2.5 APV (ADJUSTED PRICE VALUE)

El método APV de valoración consiste en separar la valoración de los flujos de caja en dos partes, por un lado, aquellos flujos de caja correspondientes directamente a la operativa de la empresa, para obtener el valor de la empresa sin deuda, por otro lado, aquellos flujos de caja correspondientes a los ahorros del escudo fiscal por el hecho de utilizar deuda financiera.

En línea con lo expuesto por el profesor y economista del MIT, Stewart Myers (1974), el valor de una compañía con deuda se corresponde al valor de una empresa sin deuda, añadiéndole el valor de los ahorros fiscales. Ahora bien, para desarrollar este modelo debemos distinguir dos partes:

- a) Cálculo del valor de la empresa sin deuda: El valor de la compañía sin deuda lo calcularemos a través del descuento de los flujos de caja libres. La diferencia con el modelo de descuento de flujos de caja libres es que utilizaremos la tasa de descuento con una beta desapalancada, ya que como hemos comentado anteriormente, trabajamos bajo el supuesto de que la compañía no tiene deuda.

La beta desapalancada la calcularemos de la siguiente manera:

ECUACIÓN 13: BETA
DESAPALANCADA

$$\beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta_{\text{current}}}{1 + (1 - t) \frac{D}{E}}$$

$B_{\text{unlevered}}$: Beta desapalancada.

B_{current} : Beta apalancada utilizada para calcular el coste de los recursos propios, mediante el CAPM.

t: Tasa impositiva.

D: Deuda.

E: *Equity*.

Una vez calculada la beta desapalancada, obtendremos la rentabilidad exigida por los accionistas, suponiendo la inexistencia de deuda. Esta tasa conocida como K_u coincidiría con el WACC en el caso de que no exista deuda y será la tasa de descuento que se usará en este modelo.

- b) Cálculo del valor del escudo fiscal: El valor del escudo fiscal será la cantidad de impuestos que la compañía se ahorre a causa del pago de intereses por contraer deuda financiera. La fórmula para su cálculo es entonces:

ECUACIÓN 14: ESCUDO FISCAL

$$ITS = D * K_d * T$$

D: Deuda financiera

K_d : Coste de la deuda financiera

T: Tipo impositivo

A través de esta fórmula, se calcula el pago de intereses que la empresa va a afrontar dado su nivel de deuda financiera, multiplicado por la tasa impositiva, lo que dará el valor del ahorro fiscal. Una vez calculado y realizadas las pertinentes estimaciones, deberán descontarse a la tasa de mercado de la deuda K_d .

Una vez elaborados ambos cálculos de forma independiente, el último paso que debemos realizar para obtener el valor de la compañía es la suma de ambos:

ECUACIÓN 15: VALOR TOTAL

$$V_L = V_U + V_T$$

La principal ventaja de este método es que permite estudiar el valor de una compañía sin deuda, así como analizar el valor añadido de la deuda al valor total de la compañía. Es un método muy popular en operaciones como *Leveraged Buyouts* (LBO), son operaciones donde se compra una compañía con un alto grado de apalancamiento, es decir, gran parte del precio de adquisición se paga con deuda (Uribarri, 2017), donde es muy interesante valorar el aporte que tiene la deuda al valor de la compañía. Sin embargo, este método puede ser engañoso ya que, si nos guiamos exclusivamente de la fórmula podemos confirmar que, a mayor deuda financiera, mayores serán los intereses, mayor será el escudo fiscal y, por consiguiente, mayor será el valor de la empresa. Esta afirmación no es del todo cierta, ya que a mayor deuda mayor será el riesgo y podría darse la situación de encontrar dificultades en su devolución, por lo que se debe de tener especial cuidado con el uso de este método.

3. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE

Los métodos de valoración basados en el balance son los métodos de valoración más antiguos y centran su foco en el valor patrimonial de la compañía, sin tener en cuenta la evolución del negocio, el valor del dinero en el tiempo, problemas de la compañía o estrategias y planes de la empresa.

Podríamos decir que el balance es una foto de la compañía en un momento determinado, por lo que a este tipo de métodos también se les conoce como métodos estáticos.

El valor de una compañía calculado por métodos estáticos siempre será menor al valor calculado por los métodos dinámicos de descuento de flujos puesto que, si no fuera así, estaríamos afirmando que las inversiones de la compañía y sus expectativas no van a incrementar el valor de esta.

Este tipo de métodos de valoración se utilizan especialmente en empresas que tienen resultados negativos o están en fase de liquidación, empresas con activos fijos muy importantes y de mucho peso en el balance, para valorar pequeños negocios y, por último, en negocios donde sea complicado realizar previsiones a futuro (Serer, 2005). Según Pricer y Johnson (1997) “no tiene en cuenta los ingresos variables potenciales de los activos o no reconoce el hecho de que la contabilización de los activos y su depreciación varían ampliamente entre las empresas”.

3.1 VALOR CONTABLE

El método conocido como valor contable o *book value*, obtiene el valor de la compañía mediante la extracción del valor patrimonial, disponible en el balance de situación, es decir, el valor a obtener reflejará aquella parte de la compañía perteneciente a los accionistas, también conocido como fondos propios.

Para ilustrarlo con un ejemplo vamos a tener en cuenta el siguiente balance de situación:

TABLA 1: BALANCE EJEMPLO 1

ACTIVO		PASIVO+PN	
Activos Fijos	1000 u.m.	Capital y Reservas	85 u.m.
Inventarios	20 u.m.	Deuda Financiera LP	20 u.m.
Deudores	6 u.m.	Deuda Financiera CP	7 u.m.
Tesorería	4 u.m.	Proveedores	18 u.m.
Total	130 u.m.	Total	130 u.m.

Fuente: Elaboración propio

El valor contable de esta compañía lo obtendremos al obtener la diferencia entre el Activo ($100+20+6+4$) y el Pasivo ($20+7+18$), lo que nos dará un resultado de 85 u.m. que representa el *book value* de esta compañía en un momento concreto.

El valor contable de una empresa está sujeto a diversos principios contables que ponen en duda su credibilidad, como es el registro de valores históricos. Si dividimos el valor contable por el número de acciones, es posible compararlo con el valor de mercado de las acciones y poder concluir si una acción está sobrevalorada o infravalorada en el mercado.

Se ha de tener en cuenta que el precio de las acciones en el mercado tiene en cuenta las perspectivas de futuro de la compañía, por lo que el hecho de ser un método estático debilita su credibilidad.

3.2 VALOR CONTABLE AJUSTABLE

El método Valor Contable Ajustado es un método de valoración de empresas que surge como alternativa al método de Valor Contable corrigiendo las deficiencias causadas por los principios de la contabilidad. Obtiene el valor del Patrimonio Neto, actualizado a los precios de mercado.

En línea con el ejemplo anterior, podemos hacer varias suposiciones:

1. En la partida de inventarios, 10 u.m. han quedado obsoletos y tienen un valor de mercado nulo.
2. En cuanto a los activos fijos, hay una inversión por valor de 500 u.m. en acciones a largo plazo de una empresa que han caído a las 100 u.m.
3. En la cuenta de deudores, aparecen unas cuentas pendientes de cobro por parte de un cliente que se ha declarado insolvente. Representan 1 u.m. de las 6 u.m. contabilizadas.

Una vez ajustado el balance a las correcciones previas, el resultado que obtenemos como valor contable ajustado pasa a ser de 34 u.m. respecto a los 85 u.m. de valor que observamos en el ejemplo de Valor Contable.

Este método es útil cuando detectamos que los valores de mercado se alejan de los valores contables y, en definitiva, surge como corrección al método de Valor Contable.

TABLA 2: BALANCE EJEMPLO 2

ACTIVO		PASIVO+PN	
Activos Fijos	600 u.m.	Capital y Reservas	34 u.m.
Inventarios	10 u.m.	Deuda Financiera LP	20 u.m.
Deudores	5 u.m.	Deuda Financiera CP	7 u.m.
Tesorería	4 u.m.	Proveedores	18 u.m.
Total	79 u.m.	Total	79 u.m.

Fuente: Elaboración propio

3.3 VALOR DE LIQUIDACIÓN

El método de valoración conocido como valor de liquidación calcula el valor de la empresa bajo el supuesto de liquidación, es decir, valorando los activos y la deuda de la compañía como si la empresa fuese a cesar su actividad, incluyendo los gastos de liquidación y omitiendo el principio de continuidad de la compañía.

Para realizar este método, podemos partir del balance ajustado, y sustraer los gastos de liquidación del patrimonio neto de la compañía. Como precisa Fernández (2008), entre los gastos de indemnización encontraríamos indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación.

Esta metodología será útil para aquellas empresas en fase de liquidación, o bien para conocer el valor mínimo de tu empresa, ya que correspondería al valor que

se obtendría con la enajenación inmediata menos los correspondientes pagos (Brilman & Claude, 1990).

A modo de ejemplo, si se toma como referencia el balance utilizado en el punto 3.2, el valor de liquidación sería 34 u.m. menos un gasto hipotético de 7 u.m. por el proceso de liquidación, por lo que el valor resultante es de 27 u.m. Podemos afirmar que el valor de liquidación siempre será inferior al reflejado por los precios de mercado a causa de los gastos derivados de la liquidación.

3.4 VALOR SUSTANCIAL

“El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando” (Fernández P. , 2008). A la hora de considerar el Activo y el Pasivo de la compañía para obtener el valor sustancial, sólo se tendrán en cuenta aquellos elementos que correspondan a la explotación de la empresa. Se excluyen de consideración tanto el valor de las participaciones en otras compañías como de los terrenos o inmuebles no pertenecientes directamente a proceso de explotación.

Dentro del método del Valor Sustancial podemos distinguir entre:

- Valor Sustancial Bruto: Formado por los activos directamente relacionados con la actividad de explotación de la empresa.
- Valor Sustancia Neto: Es el resultado del Valor Sustancia Bruto menos el pasivo exigible relacionado con la operativa.

Es un método discutido entre los analistas financieros, pues como señala Ansón Lapeña (1997), este método propone el valor de los capitales productivos de la empresa, que no coincide con el valor de los accionistas, pues estos pueden estar financiados con fuentes ajenas a la empresa.

4. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Los métodos de valoración procedentes de la cuenta de resultados son los también conocidos como múltiplos de valoración. La valoración por múltiplos consiste en encontrar relaciones entre el valor de la compañía y las magnitudes de la cuenta de resultados.

El uso de los múltiplos como método de valoración se puede observar de dos formas diferentes:

- a) Enfoque histórico: Consiste en observar la evolución de los ratios seleccionados de la compañía, evaluar su evolución con el paso del tiempo y calcular medias históricas para hacer valoraciones aproximadas de la empresa. Un factor a tener especialmente en cuenta en este enfoque es la observación de la evolución del negocio, ya que es posible que este haya cambiado en un momento determinado y los ratios hayan sufrido algún efecto derivado.

- b) Enfoque de compañías comparables: Consiste en seleccionar, en primer lugar, el múltiplo o los múltiplos para tener en cuenta para la valoración de la empresa, y luego, compañías similares en función del sector, operaciones, magnitud, cuota de mercado, etc. Los principales puntos para llevar a cabo este método son, detectar las compañías correctas, cuyo precio dado sea similar al de la compañía a comparar y, realizar los ajustes financieros correspondientes para que las compañías sean semejantes. El objetivo es alinear las compañías para que la valoración no esté distorsionada por razones financieras. Este es el enfoque más común y útil a la hora de valorar.

Este método de valoración puede dar lugar a confusiones debido a la complejidad de encontrar empresas realmente comparables, que no siempre son aquellas de la competencia directa, como podríamos imaginar. Es un método útil

para contrastar valoraciones realizadas con otros métodos, como puede ser el descuento de flujos de caja libres. Antes de seleccionar múltiplos al azar, debemos preguntarnos qué múltiplos son los más importantes a la hora de realizar una valoración.

4.1 VALOR EN FUNCIÓN DE LOS BENEFICIOS. RATIO PER (*PRICE EARNINGS RATIO*)

El ratio PER es el ratio más utilizado por los analistas en el entorno financiero. Este ratio también conocido como P/E ratio, se calcula de una forma muy sencilla a través de la siguiente fórmula:

ECUACIÓN 16: PER

$$PER = P/Bpa$$

P: Precio

BPA: Beneficio por acción

La capitalización bursátil resulta de la multiplicación del precio de la acción por el número de acciones en circulación y, que el beneficio por acción multiplicado por el número de acciones resulta el Beneficio Neto. Por consecuencia es posible afirmar que:

ECUACIÓN 17: PER CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio Neto}}$$

Ahora bien, si procediéramos a realizar una interpretación del ratio, podemos decir que el PER indica cuánto se tiene que pagar por cada euro de beneficios de la compañía. Desde otra perspectiva, es el número de años que se tardará en generar los beneficios suficientes para cubrir la inversión de comprar todas las acciones de la compañía.

El PER es un indicador muy sencillo para decir si una empresa está sobrevalorada o infravalorada. Este ratio ha de ser puesto en comparación con el resto de compañías comparables, ya que dependerá del sector que se considerará que el valor del ratio es alto u bajo. Por ejemplo, si hablamos del sector bancario, suelen tener un ratio PER mucho más bajo que una empresa del sector tecnológico. A partir de este ratio, se podrá calcular el valor de la empresa multiplicando el PER por el beneficio neto.

Como el resto de los métodos, este no es la excepción y también cuenta con desventajas que debemos considerar. A la hora de introducir el beneficio neto en la fórmula, debemos tener en cuenta que este es un dato histórico mientras que el precio es actual del momento en el que se tome dicho dato. A raíz de esto, surge el debate de la elección correcta del beneficio, pudiendo ser éste el correspondiente al último año financiero, a los últimos cuatro cuartos o el del año siguiente conocido como *Forward PER* (Damodaran, 2012).

4.2 VALOR DE LOS DIVIDENDOS

El ratio en base a los dividendos es útil en empresas cuyos dividendos son estables, ya que se utiliza el dividendo como base para la obtención del valor de la empresa. Dado que el dividendo es prácticamente el único flujo que reciben los accionistas de las empresas, tiene sentido utilizarlo como magnitud para el cálculo de las acciones de una compañía.

La fórmula es la siguiente, en caso de que la política de dividendos sea constante:

*ECUACIÓN 18: VALOR DE LA ACCIÓN,
BPA*

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{DPA}}{i}$$

DPA: Dividendo por acción

i: Tasa de retorno exigida a los accionistas

En caso de que la empresa tenga una política de dividendos crecientes, será la expuesta por Gordon Saphiro:

*ECUACIÓN 19: VALOR DE LA ACCIÓN,
DPA*

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{DPA}}{i - g}$$

g: Tasa de crecimiento de los dividendos

Este ratio es útil para empresas que operan en sectores maduros con políticas de reparto de dividendos bastante establecidas, pese a ello, cabe considerar que aún en el mismo sector es posible que las políticas de dividendos cambien mucho de una empresa a otra.

4.3 RATIO DE VENTAS

A través del ratio de ventas, ponemos en relación el valor de la empresa con las ventas. La fórmula es la siguiente:

ECUACIÓN 20: RATIO DE VENTAS

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}}$$

Sin embargo, Pablo Fernández apoyado con el estudio de Smith Barney demostró que no hay relación entre el ratio de ventas y la rentabilidad de las acciones. Este ratio se puede descomponer en dos (Fernández P. , 2008):

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

Siendo el primer elemento el PER y el segundo elemento la rentabilidad sobre ventas. Es un ratio útil para empresas con márgenes similares.

4.4 OTROS RATIOS

- a) Ratio *EV/Cash Flow* Operativo: Es un ratio muy frecuente, utilizado para evitar las diferencias por criterios contables que puedan afectar al resultado como pueden ser las amortizaciones. Además, es un ratio que relaciona el rendimiento de caja operativo de la compañía con su valor, lo cual lo convierte en un ratio muy indicativo.

- b) Ratio *EV/ EBITDA*: Los resultados obtenidos a partir de este ratio son considerados de los más representativos en el ámbito financiero, ya que muestran el valor de la empresa tanto para los poseedores de deuda como para los accionistas, por el hecho de coger el EBITDA.

5. VALORACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO

Según Colley y Volkan (1988) el fondo de comercio se puede observar desde dos perspectivas. La primera es desde un punto de vista financiero, donde se define como la capacidad de la empresa de generar beneficios anormales en el futuro, mientras que la segunda es desde el punto de vista contable, definido como el valor de aquellos activos omitidos de la contabilidad (Larrán, Mulero, & Monterrey, 2000).

Y es que, el fondo de comercio en términos brutos es la reputación, prestigio, cuota de mercado y el resto de los factores que no tienen un valor numérico en el balance de una compañía. Estos elementos no tienen una valoración unánime en el mundo de la contabilidad, por ello surgen algunas medidas para valorar compañías teniendo en cuenta el fondo de comercio.

Método clásico: $V = A + (n \times B)$ o $V = A + (z \times F)$, donde A es el valor del activo neto; n es un coeficiente entre 1,5-3; B es el beneficio neto; F es la facturación z es el porcentaje de la cifra de ventas. Estas fórmulas extraídas de los estudios de Pablo Fernández se utilizarían para comercios industriales o minoristas respectivamente.

Como podemos observar es una valoración un tanto subjetiva que variará significativamente en función de la persona que realice la valoración y de los aspectos que considere más relevantes a incluir en el fondo de comercio.

INFORME DE VALORACIÓN LVMH

CAPÍTULO 3

1. INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA

La compañía LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) es una empresa francesa líder en el sector del lujo que nace a partir de la fusión entre Moët Hennessy y Louis Vuitton en el año 1987. Figura como la única firma de lujo que reúne 70 casas de los principales sectores del lujo como son los vinos y licores, relojes y joyería, moda, perfumes y cosmética y, por último, venta selectiva al por menor. Hoy en día, la empresa cuenta con 156.000 colaboradores distribuidos a lo largo del mundo y más de 4.590 tiendas. Su sede se encuentra en París, Francia y su presidente y máximo accionista, Bernard Arnault, es considerado el tercer hombre más rico del mundo según la revista Forbes.

El grupo LVMH se compone de las siguientes marcas clasificadas según los sectores en los que está presente:

Vinos y licores: Champagne Moët & Chandon, Dom Pérignon, Veuve Clicquot Ponsardin, Krug, Mercier, Ruinart, S.A. du Château d'Yquem, Jas Hennessy & Co, The Glenmorangie Company, Belvedere, Domaine Chandon California Inc., Bodegas Chandon, Domaine Chandon Australia Green Point Pty Ltd, Cloudy Bay Vineyards Ltd, Cape Mentelle Vineyards Ltd, Newton Vineyard, Terrazas de los Andes, Cheval des Andes, 10 Cane Rum, Wenjun y Numanthia.

Productos de moda: Louis Vuitton, Céline, Loewe, Berluti, Kenzo, Givenchy, Marc Jacobs, Fendi, Emilio Pucci, Thomas Pink, Donna Karan y Nowness.

Perfumes y cosméticos: Parfums Christian Dior, Guerlain SA, Parfums Givenchy, Kenzo Parfums, BeneFit Cosmetics LLC, Fresh Inc., MAKE UP FOR EVER S.A., Acqua di Parma, Perfumes Loewe S.A., Emilio Pucci Parfums y Fendi Perfumes.

Relojes y joyería: TAG Heuer, Zenith, Hublot, Dior montres, Chaumet, Bulgari, Debeers y FRED.

Venta al por menor selectiva: DFS group, Cruise Line Holdings Co, Sephora, Le Bon Marché y La Samaritaine.

El grupo se caracteriza por tener una estructura muy descentralizada, lo que les permite dar un trato cercano a sus clientes, tomar decisiones de forma más rápida y eficiente y garantizar autonomía a las 70 casas que conforman el grupo. Sus firmas se caracterizan por el saber hacer obtenido tras años de historia envueltos en el mundo del lujo, por ello, integran sistemas de transmisión de sinergias entre las firmas para transmitir aspectos positivos bajo el emblema del arte de saber vivir que todas comparten. LVMH mantiene un espíritu familiar con la vista puesta en el largo plazo, desarrollando cada una de sus marcas respetando su autonomía y poniendo a su disposición todos los recursos necesarios para la creación, fabricación y distribución selectiva de sus productos y servicios. Sus tres valores son, ser creativo e innovador, ofrecer excelencia y cultivar el espíritu de empresa.

La firma cuenta con una fundación cercana al mundo del arte y la cultura, bajo la denominación Fundación LVMH. A través de la fundación se financian conciertos y exposiciones, promueven, mediante becas, el estudio de las artes y realizan donaciones de arte a museos.

2. ANÁLISIS SECTOR DEL LUJO

El análisis sectorial realizado a continuación se ha elaborado con la ayuda de informes de analistas publicados en Bloomberg, así como de informes realizados por Deloitte, EY y Bain sobre el desarrollo de la industria de lujo.

La industria del lujo ha sido conocida en tiempos de crisis como la industria inmune a los efectos negativos en la economía. Cuando hablamos de este sector en concreto, nos referimos tanto a los bienes personales como a los coches y a los servicios de hospitalidad de lujo. En términos generales, este sector ha

crecido un 5% en 2018 alcanzando un valor de 1.2 trillones de euros en todo el mundo.

El sector del lujo está liderado por la venta de coches de alta gama alcanzando una cifra de 495 billones de euros en el 2018, seguido de los bienes personales de lujo que suman 260 billones de euros, servicios de hospitalidad y bebidas espirituosas y vinos.

Si observamos el segmento de los bienes personales, donde se ubica la firma LVMH, cabe destacar la cifra alcanzada en 2018 de 260 billones de euros, mostrando un crecimiento del 6% respecto al año anterior. Este crecimiento se debe principalmente al aumento de las compras locales, ya que las compras de clientes extranjeros han sufrido un crecimiento muy pequeño este último año. Los zapatos y la joyería han sido los dos productos más destacados en este crecimiento con un 7% adicional respectivamente y seguidos de los bolsos y los productos de belleza.

El crecimiento de este sector está abanderado por China y su gusto por los productos de lujo, que gobierna la tendencia alcista del sector en todo el mundo. El gasto de los chinos en este sector significó un 31% del total en 2018, es decir un 1% más respecto al año anterior y confirmando así la tendencia creciente de esta región. Entre 2015 y 2018 el gasto local en este sector de los consumidores chinos contribuyó en términos absolutos el doble que su gasto en el extranjero.

En Europa, dada la fortaleza del Euro, el poder adquisitivo de los turistas se ha limitado y eso ha conllevado un ligero atraso en el crecimiento. Sin embargo, el consumo local ha sido positivo, sobre todo en la venta minorista con un crecimiento del 3% hasta los 84 billones de euros.

En las Américas (región formada por América del Norte, Sur, Central y Canadá), el crecimiento ha sido del 5%, sin embargo, dado el tipo de cambio actual este ha resultado sufrir un retraso del -1% hasta alcanzar los 80 billones de euros. La

tendencia positiva de la economía americana ha impulsado el consumo local en bienes de lujo, sin embargo, la fuerza del dólar ha reducido las compras de extranjeros. Brasil y Canadá han sido siempre áreas clave en esta región, pero la incertidumbre política brasileña ha hecho que este mercado quede ligeramente estancado.

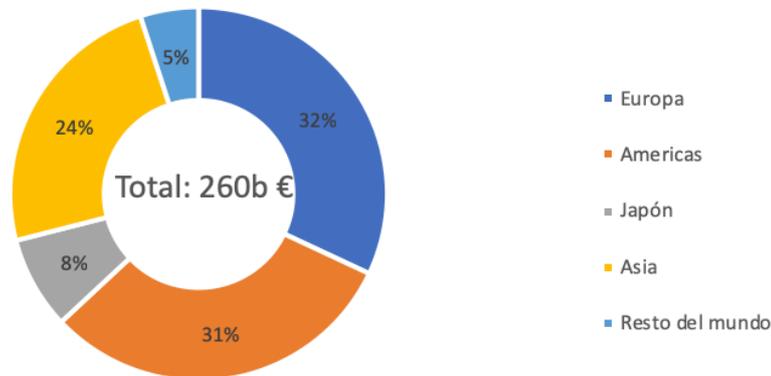
En Asia (excluyendo Japón), las ventas han incrementado un 9% que representan un 11% a la tasa de cambio. Este crecimiento se debe principalmente al impulso de Corea del Sur, Tailandia, Taiwán, Vietnam y Singapur en el consumo local. Por su parte, Hong Kong y Macao se han beneficiado del consumo extranjero.

Japón ha presentado un crecimiento del 6% entendido como un 3% a las tasas de cambio actuales, principalmente impulsado por los turistas y los bajos precios de los vuelos a las ciudades principales de compras como son Kioto, Tokio y Osaka.

En el resto de las zonas del mundo como Oriente Medio, las ventas representan 12 billones de euros y no han presenciado un crecimiento pronunciado debido a la caída en los precios del aceite y las restricciones de gasto de los gobiernos. Además, la inseguridad de las zonas ha reducido enormemente el turismo.

Podemos reafirmar que la tendencia mundial de este sector ha sido históricamente creciente salvo ligeros retrocesos en los años 2003, 2008, 2009 y 2016, pero que ha conseguido recuperarse con fuerza.

GRÁFICO 1: MERCADO DE LOS BIENES PERSONALES DE LUJO POR ÁREA GEOGRÁFICA



Fuente: Elaboración propio

Si atendemos a la evolución de los canales de venta, observamos que el 62% de las ventas de este sector proceden de la venta mayorista. Aún así, los puntos de venta físicos han visto incrementada su cifra en un 4%, mientras que la venta mayorista sólo un 1%. Las ventas en aeropuertos y en *outlets* han ganado un 7% respectivamente.

Los canales de venta online han crecido un 22% y han conseguido una penetración del 10% en el total de ventas. Las ventas procedentes de los canales online principalmente proceden de accesorios de lujo, seguidas de artículos de ropa. Esto supone un desafío para los *retailers*, que ya no serán simplemente puntos de venta sino buscarán ser una segunda casa para los clientes y así medir la huella de todos ellos para ofrecer un servicio extremadamente ajustado a las preferencias del consumidor.

Por último, en este análisis sobre el sector del lujo cabe mencionar la irrupción de los *millenials* en el mercado. Las firmas de lujo buscan rejuvenecer su imagen y sus campañas de marketing para alcanzar esta demanda creciente y cada vez más representativa en el sector.

En vista de la situación del sector podemos observar el panorama que se avecina a través de los siguientes puntos principales:

- 1) Se espera un crecimiento de entre el 3% y el 5% hasta 2025 alcanzando los 320b€-365b€ de ventas en los bienes personales de lujo.
- 2) El mercado chino representará el 46% en el año 2025.
- 3) Los *millenials* continuarán incrementando su peso en el sector representando un 55% de los consumidores en 2025.
- 4) Los canales de venta online pasarán de protagonizar un 10% a un 25% en 2025.
- 5) Según un estudio realizado por EY, ya no sólo se valora la calidad, exclusividad y artesanía, sino que aparece un nuevo concepto de mayor relevancia conocido como *sexiness*. Un concepto que se entiende como la habilidad de expresar una habilidad sensual imaginativa, íntima y delicada.

La competencia del grupo LVMH es muy alta, pese a ello, su capitalización bursátil, supera por más del doble al valor de sus competidores como son Kering, Hermés o Richemont.

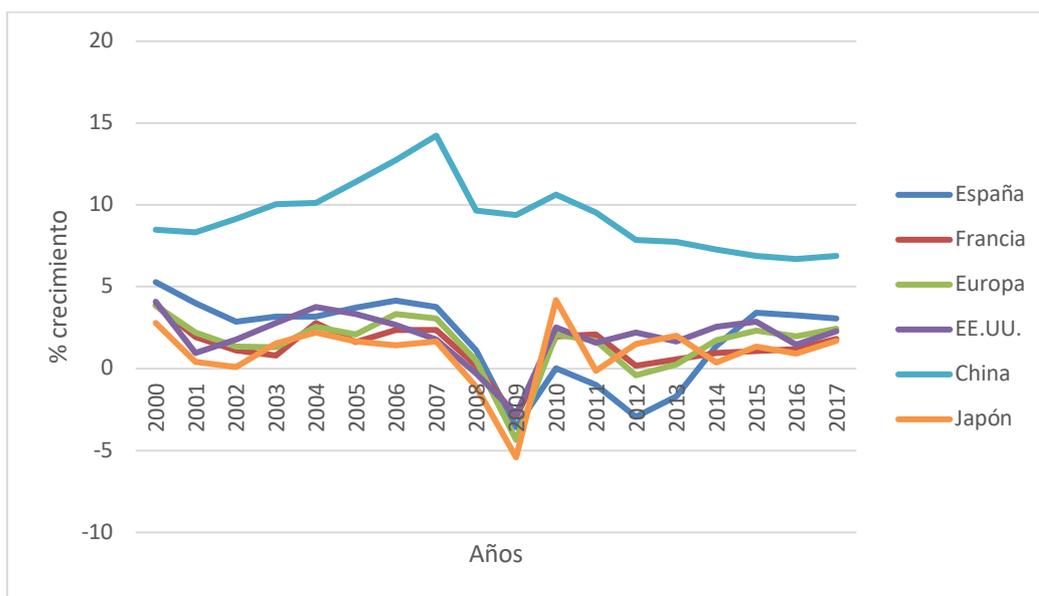
3. ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El entorno macroeconómico se encuentra en un panorama de inestabilidad política protagonizado principalmente por los conflictos comerciales entre EE. UU. y China, como venimos presenciando a lo largo del 2018. Los aranceles comerciales impuestos por el presidente de EE. UU. Donald Trump, avecinaban dificultades en las ventas del grupo LVMH, sin embargo, el impacto no se ha percibido en cuanto a ventas.

Dado el carácter internacional del grupo, en la siguiente gráfica podemos observar la evolución del PIB (Producto Interior Bruto) de los países donde tiene una presencia importante. La tendencia de este indicador es alcista en todas las regiones, con un crecimiento del 3,15% del PIB mundial, lo que se traduce en un

factor determinante en el crecimiento del grupo en los últimos años. (datos extraídos del Banco Mundial). En la siguiente gráfica se puede observar como ha variado el PIB en las regiones principales del grupo LVMH, donde se observa claramente la recesión del año 2008-09. La tendencia actual es creciente de forma moderada y discreta.

GRÁFICO 2: VARIACIÓN DEL PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

De forma paralela, cuando hablamos del entorno macroeconómico es importante observar la evolución de los tipos de interés. Partiendo de Estados Unidos, después de situarse en 0 entre 2010 hasta 2016 a causa de la crisis económica, han empezado a recuperarse hasta alcanzar el 2,25% esta subida sirve para frenar la inflación y proteger su divisa. En la zona Euro los tipos se mantienen en cero. Esto se debe a que, pese a la recuperación, la inflación se mantiene nula. El BCE (Banco Central Europeo) pretende comenzar a subir los tipos a finales de 2019 hasta 0,10% progresivamente. Los tipos de interés en China se mantienen en 4,35% desde 2015 y no se prevén grandes fluctuaciones.

4. ANÁLISIS FINANCIERO

La información utilizada para realizar el informe financiero ha sido extraída de la web corporativa de LVMH, de Bloomberg y de Capital Markets.

Para realizar nuestro estudio, hemos cogido los datos históricos de la compañía desde el año 2013, es decir, desde hace cinco años.

Ventas y EBITDA

Las ventas de la compañía han progresado desde el año 2013 hasta ahora, el crecimiento ha sido del 61% desde dicho año. Respecto a la evolución de las ventas en el último año, el crecimiento ha sido del 11% hasta alcanzar un valor de 46.826€ (en millones).

En la siguiente gráfica podemos observar la evolución de las ventas del grupo en los últimos cinco años.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS LVMH



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

El crecimiento de las ventas se ha visto impulsado por todos los segmentos donde opera el grupo como podemos observar en la siguiente tabla, donde, por segmentos, se indica el crecimiento porcentual de las ventas respecto al año 2017.

TABLA 3: VENTAS POR SEGMENTO LVMH

	2017	2018	Crecimiento orgánico (con las tasas de cambio)
En millones de euros			
Vinos y Licores	5.084	5.143	5%
Moda	15.472	18.455	15%
Perfumes y cosméticos	5.560	6.092	14%
Relojes y Joyería	3.805	4.123	12%
Distribución selectiva	13.311	13.646	6%
Otras actividades	-596	-633	
TOTAL	42.636	46.826	11%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Las causas que han impulsado este crecimiento son las siguientes:

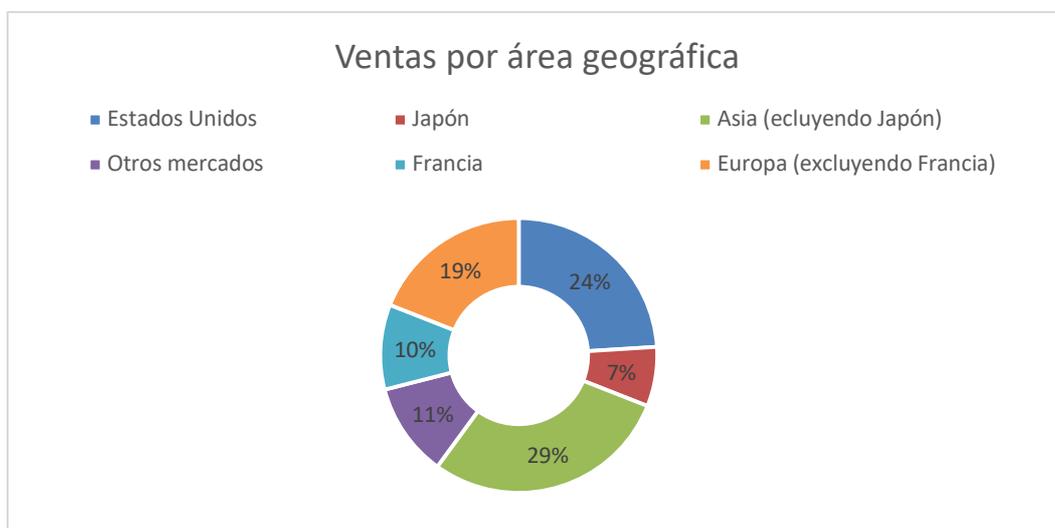
Vinos y licores: A pesar de las dificultades de aprovisionamiento por las inestabilidades comerciales, buen rendimiento de las ventas en EE. UU. y gran impulso de las ventas en Asia.

Moda: Crecimiento abanderado por el progreso de Louis Vuitton dadas sus colaboraciones artísticas este último año y la adaptación de muchas de sus boutiques. Excelente rendimiento de Dior y buena recepción de las nuevas colecciones de Fendi en el mercado. Cuyo crecimiento del 15% en un año ha sido el mayor de todos los segmentos.

Perfumes y cosméticos: Rápido crecimiento en Asia con Dior y Guerlain como mejores posicionadas.

Relojes y joyería: Segmento dinámico con gran éxito de los relojes icónicos del grupo sobretodo Tag Heuer y Bulgari. En el siguiente gráfico podemos observar las ventas del grupo en las regiones geográficas donde opera:

GRÁFICO 4: VENTAS GEOGRÁFICA LVMH

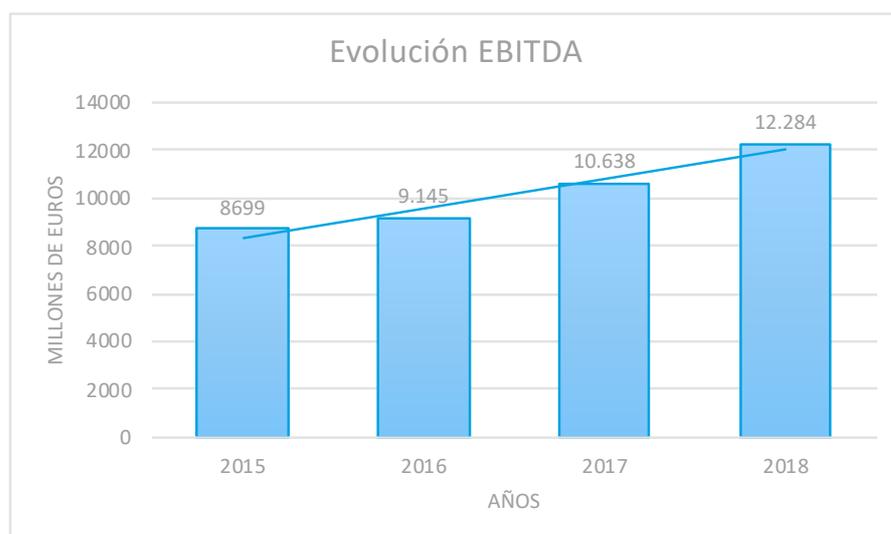


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Cabe remarcar la importancia del mercado asiático en el grupo representando el 29% de las ventas totales, aún así no tiene una dependencia geográfica extrema, las ventas están bien distribuidas por las diferentes zonas geográficas.

El EBITDA, como indicador de resultado operativo del grupo excluyendo las depreciaciones y las amortizaciones, ha evolucionado de forma paralela a las ventas con una ligera bajada en el año 2014 pero una subida más pronunciada ligeramente que las ventas.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN EBITDA



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Liquidez

El análisis de la liquidez se ha realizado con el apoyo de una serie de ratios adecuados para dicho estudio y de la evolución de la caja de la compañía.

En primer lugar, al observar el balance de la compañía y tomar la partida de caja, se observa como ha ido creciendo año tras año con el paso del tiempo hasta alcanzar un valor de 5.288€ (en millones). Sin embargo, acudiendo al análisis *common-size*, donde cada partida representa un porcentaje del total del balance confirmamos que, pese a la subida de la cifra de caja, el porcentaje fluctúa entre el 6-8% del total del activo, lo que indica que la caja ha aumentado proporcionalmente al aumento de los activos totales.

El ratio de liquidez se calcula a través de la siguiente fórmula (Activo Corriente/Pasivo Corriente), toma valores de entre 1,4-1,5x en los últimos cinco años, es decir, por un euro de pasivo corriente, la empresa tiene 1,5 euros de activo corriente. El valor de este ratio asegura a priori, una solvencia a corto plazo adecuada, de todas formas, la compañía no puede descuidar este ratio.

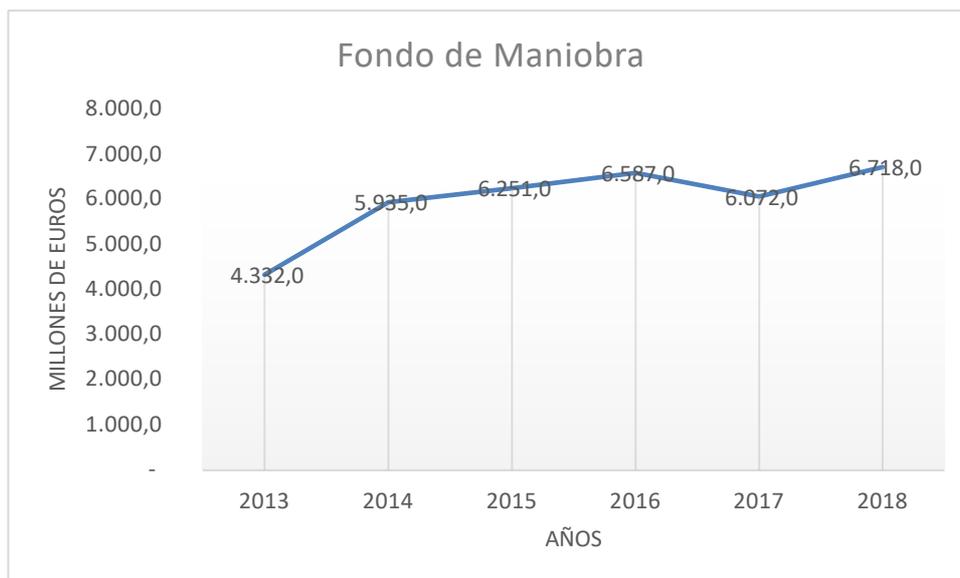
TABLA 4: RATIOS DE LIQUIDEZ

Short Term Liquidity						
Current Ratio (current assets/current liabilities)	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x	1,4x	1,4x
Quick Ratio (current assets- inventory-prepaid expenses/current liabilities)	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Avg. Cash Conversion Cycle	215,5	223,2	204,3	204,6	182,6	191,8

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

El fondo de maniobra de la empresa es la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente, ha evolucionado de la siguiente manera (datos en millones de euros):

GRÁFICO 6: FONDO DE MANIOBRA LVMH



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

El fondo de maniobra ha visto una tendencia creciente que coincide además con la evolución de la caja de la compañía, en el año 2018 ha alcanzado el valor de 6.718 € (en millones).

Por último, un indicador positivo para la liquidez de la compañía es la reducción de su ciclo medio de conversión de caja, pasando de 215 días en el año 2013 a los 191,8 días que registró al cierre de 2018. Este dato mide el tiempo que tarda

la compañía desde que paga las materias primas para la fabricación hasta el momento en el que cobra de sus clientes, por lo que es positiva la disminución del tiempo transcurrido.

Ratios

TABLA 5: RATIOS

Profitability	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Return on Assets % (EBIT/AT)	7,1%	6,5%	7,4%	7,4%	7,9%	8,6%
Return on Capital % (NOPAT/invested capital)	10,9%	10,3%	12,4%	12,6%	13,3%	14,3%
Return on Equity %. (Net Income/ Average Shareholders Equity)	14,8%	24,0%	16,4%	16,6%	20,0%	21,7%
Margin Analysis						
Gross Margin %	65,5%	64,7%	64,8%	65,3%	65,3%	66,6%
EBITDA Margin %	24,3%	22,5%	22,5%	22,4%	23,1%	25,0%
EBITA Margin %	21,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,8%	21,8%
EBIT Margin %	20,8%	18,6%	18,5%	18,5%	19,3%	21,3%
Earnings from Cont. Ops Margin %	13,6%	19,9%	11,2%	11,8%	13,7%	14,9%
Net Income Margin %	11,8%	18,4%	10,0%	10,8%	12,6%	13,6%
Asset Turnover						
Total Asset Turnover (total sales/total assets)	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x
Fixed Asset Turnover (net sales/ fixed assets)	3,2x	3,1x	3,3x	3,2x	3,3x	3,2x
Accounts Receivable Turnover	14,0x	13,8x	14,9x	14,4x	15,7x	15,7x
Inventory Turnover	1,2x	1,2x	1,3x	1,3x	1,4x	1,3x
Long Term Solvency						
Total Debt/Equity	31,7%	40,2%	32,1%	26,5%	38,2%	32,5%
Total Debt/Capital	24,1%	28,7%	24,3%	20,9%	27,6%	24,6%
Total Liabilities/Total Assets	50,3%	56,9%	55,2%	53,2%	56,5%	54,3%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Análisis de la rentabilidad: Para estudiar la rentabilidad de la compañía vamos a centrarnos en el ROA (*Return On Assets*) y ROE (*Return On Equity*). En primer lugar, el ROA es la relación entre el beneficio logrado en un periodo y los activos totales de la empresa, es decir, mide la capacidad que tienen los activos de la compañía de generar renta. La evolución en términos generales de este ratio ha sido positiva alcanzando su máximo valor en 2018 de 8,6%. El quorum del mercado sobre este ratio gira entorno al 5%, por lo que el grupo LVMH se sitúa por encima sustancialmente.

El ROE mide la rentabilidad que obtienen los accionistas por los fondos invertidos en la empresa. Es un ratio de especial relevancia en términos de rentabilidad, pues todos los accionistas esperan obtener como mínimo una rentabilidad superior a la inversión realizada. Este ratio ha observado un importante crecimiento si observamos la diferencia de su valor en 2013 y la de el año 2018 de 21,7% con tendencia al alza, un valor excepcional comparado con el sector y el resto del mercado. No olvidemos que el objetivo de las empresas es crear valor para los accionistas.

Análisis de márgenes: Con este análisis el objetivo es determinar qué porcentaje de los distintos escalones de la cuenta de resultados corresponden al total de las ventas. Observamos con especial atención como el nivel del EBITDA representa un 24-25% de las ventas durante los últimos cinco años, alcanzando su mayor porcentaje este último año, manteniendo la tendencia creciente como las ventas. Este margen tiene especial relevancia ya que parte del EBITDA, una partida que no aparece como tal en la cuenta de pérdidas y ganancias, sino que la extraemos para saber el flujo de caja que genera el negocio. Si nos trasladamos al nivel del beneficio neto, observamos que representan el 11-13% de las ventas, atendiendo en el año 2018 a la confirmación de una recuperación de este margen, ya que en 2015 alcanzó un mínimo de 10% principalmente acusados por su descenso en los resultados financieros, pero que ha sabido recuperarse hasta el 13,6% en 2018.

Análisis de rendimiento de los activos: Mediante este análisis vamos a determinar cómo están rindiendo los activos del grupo. Para ello tomaremos el ratio de rentabilidad sobre activos, este valor se ha mantenido creciente durante los últimos cinco años, partiendo de 0.5x hasta los 0.7x que alcanzan en el año 2018, es decir, indica que por cada euro de activo la empresa genera 0.7 de ventas. El rendimiento del activo fijo, evaluado con el ratio de rentabilidad sobre activos fijos, se ha mantenido mas estable durante este periodo entorno a 3.2x. El rendimiento del inventario es importante que sea bajo ya que estamos en la industria de la moda, en este caso toma valor entorno a 1.3x durante los cinco

años y representa la rapidez con la que el grupo vende el inventario en un periodo de tiempo determinado, en este caso un año.

Análisis de la estructura de capital: El ratio de endeudamiento del grupo fue de 32,5% en el año 2018, lo que nos lleva a afirmar que es una empresa conservadora en cuanto a estructura de capital hablamos, pues por cada euro de equity la empresa tiene 0,32 de deuda financiera, es una cifra pequeña para este ratio. El ratio deuda/capital nos muestra el grado de endeudamiento tanto a corto como a largo plazo que tiene la compañía respecto al total del capital, toma valores alrededor del 24% sin ningún avance o retroceso pronunciado en los cinco años, es decir, el 24% del capital de la empresa es deuda con coste.

5. VALORACIÓN LVMH

5.1 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

La valoración del grupo se realizará, en un primer lugar, por el método de los descuentos de flujos de caja explicados en detalle en el capítulo dos del trabajo. El modelo en Excel elaborado para la valoración se encuentra en el Anexo 1, 2 y 3.

5.1.1 PROYECCIONES

Las proyecciones se han hecho con información extraída de Bloomberg y se han realizado ajustes pertinentes para cada partida en base a informes de analistas publicados en la plataforma, centrando el estudio en analistas de tres bancos principalmente, J.P Morgan, Morgan Stanley y Citi. Las proyecciones se han realizado con un horizonte temporal de cinco años.

Ventas: En base a la evolución observada de las ventas en los últimos cinco años, podemos observar la tendencia alcista de la cifra, pese a ello, Mr Arnault, presidente del grupo, se mantiene precavido con el crecimiento y llama a la calma, ya que tras llegar al record histórico este año, subraya la inestabilidad política del momento, y los problemas de comercio internacional existentes entre EE. UU. y Asia, dos mercados claves. Por ello y con el consenso de los analistas,

confiamos en un crecimiento sostenido de las ventas en 2019, de un 8,8% y un crecimiento más precavido para los años siguientes de entorno al 6% para comenzar a aumentar cercanos al 7% en los dos últimos años proyectados. De una forma u de otra, la tendencia general es creciente, ya que según publica el grupo en sus informes, están trabajando en proyectos donde el cliente sea el centro principal y la oferta sea personalizada a cada cliente. Además, inciden en la importancia de digitalizar los puntos de venta y modernizar los procesos sin perder su esencia tradicional.

EBITDA: Para obtener las proyecciones de gastos operativos hemos tomado como referencia el promedio histórico de Gastos/ventas cuyo resultado es 35% aproximadamente, por lo que se puede estimar un crecimiento del EBITDA en línea con la evolución de las ventas.

Amortización: Una compañía como LVMH con cifras elevadas de inmovilizado fijo, va siempre ligado a una alta cifra de amortización. Para realizar las proyecciones se ha tomado la evolución de las ventas como referencia, además del crecimiento estimado del CAPEX. Tomando el promedio histórico amortización/ventas 3,93%. Además, la tendencia creciente de esta partida va en línea con el crecimiento del CAPEX del grupo.

Tasa impositiva: Se ha incluido la tasa impositiva corporativa de Francia que es del 33%.

CAPEX: Para calcular las estimaciones de CAPEX se ha tomado como referencia el promedio histórico con las ventas 5,68%. LVMH no ha publicado ninguna intención de aumentar su activo fijo de forma excepcional por lo que dicha proporción es un indicador representativo para realizar las estimaciones.

Variación del fondo de maniobra: Las estimaciones sobre la evolución del fondo de maniobra se han realizado teniendo en cuenta el periodo medio de cobro y periodo medio de pago, así como el consenso de los analistas.

Es importante remarcar que, a partir del quinto año, asimismo un crecimiento de las partidas a perpetuidad cuya $g=3\%$ por consenso de los analistas financieros.

5.1.2 VALORACIÓN

Una vez realizadas las estimaciones a cinco años, el siguiente paso realizado es el cálculo de los flujos de caja libres. Los flujos de caja libres se han calculado añadiendo el valor de las amortizaciones, la variación del NOF y sustrayendo el CAPEX o inversiones en activo fijo, del EBIT después de impuestos.

Como se puede observar en el Anexo 2, se ha calculado el flujo de caja libre de 2018 hasta 2023, teniendo en cuenta las proyecciones realizadas con anterioridad. La columna de Normalizado muestra el valor de los flujos del quinto año, añadiendo la tasa de crecimiento a perpetuidad, comentada en el anterior apartado, del 3% y respetando el principio de empresa en funcionamiento. El principio de perpetuidad es importante a la hora de valorar la compañía, ya que, una vez alcanzado nuestro horizonte de proyección de cinco años, calculamos el valor del grupo del quinto año en adelante, bajo el principio de perpetuidad.

Una vez calculados los flujos de caja libres de la compañía, hemos realizados los cálculos correspondientes para determinar el valor de la tasa de descuento, que en este caso es el WACC. El WACC es el coste medio ponderado de capital, el concepto está explicado con más detalle en la parte uno.

En la siguiente tabla se observa el cálculo realizado para obtener el WACC de LVMH.

TABLA 6: WACC LVMH

Coste de la deuda neto de impuestos	=	2,7%
Coste de los recursos propios	=	8,6%
Deuda/ (Fondos Propios + Deuda)	=	11,1%
Fondos Propios/ (Fondos Propios + Deuda)	=	88,9%
WACC	=	7,9%

Coste de la deuda neto de impuestos: En primer lugar, se ha obtenido el coste de la deuda. Para ello se han utilizado una serie de parámetros extraídos de Bloomberg detallados en el Anexo 4. El 4% de coste de deuda se ha obtenido a través de la suma del Swap USD a 15 años y el spread de deuda. Posteriormente le hemos restado los impuestos correspondientes para obtener así el coste de la deuda después de impuestos necesario para el cálculo de la tasa de descuento.

TABLA 7: COSTE DE LA DEUDA NETO DE IMPUESTOS

Coste de la deuda neto de impuestos				
Coste de la deuda antes de impuestos	=		4,0%	
Tipo Impositivo	=		33,0%	
Coste de la deuda neto de impuestos (Kd)	=		2,7%	Cost of debt x (1-tax rate)

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Coste de los recursos propios: Para calcular el coste de los recursos propios hemos utilizado el modelo CAPM.

TABLA 8: CAPM LVMH

Coste de los recursos propios - Capital Asset Pricing Model ("CAPM")				
Tasa libre de riesgo (Rf)	=		1,0%	
Beta apalancada (β)	=		0,91	
Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)	=		6,5%	
Coficiente Alpha (α)	=		1,7%	
Coste de los recursos propios (Ke)	=		8,6%	
$Ke = Rf + CRP + \beta \times (Rm - Rf) + \alpha$				

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

- Tasa libre de riesgo: obtenida por la suma del bono alemán a quince años mas la prima de riesgo propia del país, en este caso de Francia.
- Beta apalancada: Esta beta ha sido extraída del portal Yahoo! finance.
- Prima de riesgo del mercado: Retorno medio de los títulos cotizados sobre retorno de deuda pública a largo plazo. En base a estudios públicos de Pablo Fernández y datos del Banco Mundial.
- Coficiente Alpha: Riesgo específico de la compañía, en función de su capitalización de mercado. Dato extraído de un informe elaborado por la compañía especializada en valoraciones, Duff & Phelps.

Una vez calculados los costes, se ha realizado una ponderación en función del peso de los recursos ajenos y propios para obtener una tasa de descuento de 7,9%, una cifra moderada que se debe a la conservadora estructura de capital del grupo.

Una vez calculados los flujos de caja, establecida la tasa de descuento y fijada la tasa de crecimiento a perpetuidad, se han realizado los correspondientes descuentos para obtener el *Enterprise Value*.

TABLA 9: FLUJOS DE CAJA LIBRES DESCONTADOS LVMH

Millones de euros	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Normalizado	V. Residual
Flujos Libres de Caja (FLC)	6.976	7.811	8.561	9.310	9.837	10.627	216.340
Periodo de descuento	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0		5,0
Factor de descuento	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7		0,7
Valor presente Flujos Libres de Caja	6.464	6.707	6.812	6.865	6.722		147.839

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

TABLA 10: RESUMEN VALORACIÓN LVMH

Valoración LVMH 27/03/2019	
Millones de euros	
Valor presente Flujos Libres de Caja	33.571
Valor presente valor residual	147.839
Enterprise Value (EV)	181.410
Posición financiera neta	(3.124)
Otros activos y pasivos	(4.962)
Equity Value (EqV)	173.324
Numero de acciones (millones)	503
Precio por acción	344,6
Cotización a 27/03/2019	322,9
Recomendación	COMPRAR

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Una vez obtenido el valor de la compañía, le restamos todo aquello que no ha sido aportado por los accionistas y obtenemos el equity value o valor del capital de la empresa. Si lo dividimos por el número de acciones en circulación obtenemos el precio por acción que sugiere el modelo, en este caso 344,6. Al comparar dicho valor con el valor de cotización a 27/03/2019, día de la

valoración, observamos que según el modelo el mercado está infravalorando la acción y consecuentemente la recomendación sería comprar acciones de LVMH.

Por último, para concluir la valoración por el método de valoración por descuento de flujos de caja, se ha realizado un análisis de sensibilidad para evaluar como evolucionaría el precio recomendando de la acción con ciertos movimientos, tanto del WACC como de la tasa de crecimiento a perpetuidad.

TABLA 11: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Rango Sensibilidad				
		Tasa de crecimiento (g)		WACC		
		1pp		0,5pp		
precio por acción en euros	bn	WACC				
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
1,0%		267,3	261,4	255,5	250,0	244,6
2,0%		306,1	299,1	292,5	286,2	279,9
3,0%		360,7	352,6	344,6	337,1	329,7
4,0%		443,2	433,2	423,3	414,1	404,9
5,0%		582,4	569,2	556,1	543,9	531,7

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

5.2 MÚLTIPLOS COMPARABLES

La valoración basada en los múltiplos comparables se centra en valorar la empresa, en este caso LVMH, en base a una serie de múltiplos de un listado de empresas comparables. Para el análisis valorativo se ha calculado el múltiplo EV/EBITDA como referencia para obtener conclusiones, ya que es el más común y aceptado por la comunidad financiera mundial y además nos permite ver el valor completo de la compañía tanto para los tenedores de deuda como para los fondos propios.

En esta ocasión, la selección de empresas comparables se ha basado en encontrar compañías que operen en el sector de lujo y que sean cotizadas. Se han seleccionado un total de ocho empresas que realizan las distintas actividades donde opera LVMH.

Laurent-Perrier: Es una firma de champagne francesa.

Brown-Forman Corp: Líder americana en venta de bebidas alcohólicas.

Willamette Valley Vineyards: Es una bodega americana.

Cranswick: Empresa británica de distribución de alimentos Premium.

Richemont: Compañía suiza de distribución de bienes de lujo.

Kering: Grupo francés de marcas de lujo, entre ellas Gucci.

Prada: Firma de moda de lujo italiana.

Burberry: Firma británica de moda de lujo.

Para realizar el cuadro de múltiplos se ha recogido la información correspondiente al año 2018 y se ha elaborado el siguiente cuadro:

TABLA 12: EV/EBITDA COMPARABLES

Compañías cotizadas	País	Capitalización bursátil	Margen EBITDA (%)	Valor del negocio (EV)	EBITDA	Múltiplo EV / EBITDA
Laurent-Perrier	Francia	546	20%	853	46,2	18,5x
Brown-Forman Corp	Estados Unidos	24.890	34%	27.138	1.103,0	24,6x
Willamette Valley Vineyards I	Estados Unidos	36	25%	54	5,9	9,2x
Cranswick PLC	Reino Unido	1.374	9%	1.372	126,2	10,9x
Cie Financiere Richemont SA	Suiza	40.906	22%	39.207	2.383,0	16,5x
Kering SA	Francia	63.392	31%	65.755	4.224,4	15,6x
PRADA SpA	Italia	60.516	17%	63.460	543,7	116,7x
Burberry Group PLC	Reino Unido	7.803	20%	7.161	541,6	13,2x
Límite superior						18,5x
Valor central						16,2x
Límite inferior						13,2x

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

En el cuadro podemos observar la capitalización bursátil de las compañías, el margen de EBITDA, el Enterprise Value y el múltiplo comentado anteriormente.

Una vez realizado el cuadro, se toma el valor central, entendido como la media de los múltiplos de todas las empresas comparables, extrayendo del cálculo los valores máximo y mínimo para no distorsionar el cálculo.

*TABLA 13: RESUMEN VALORACIÓN
COMPARABLES*

a) EBITDA	12.284
b) EV/EBITDA	16,2x
a*b=EV	199.011

FUENTE; ELABORACIÓN PROPIA

En este caso el valor central del múltiplo EV/EBITDA, que es el que vamos a utilizar para la valoración, es 16,2x. Este múltiplo se ha multiplicado por el EBITDA del grupo LVMH publicado en 2018 y se ha estimado un Enterprise Value de 199.001 euros, un valor superior al obtenido antes por descuento de flujos de caja. Este método es un método sencillo y rápido de valoración para hacernos una idea sobre el valor de la compañía, sirve como apoyo al descuento de flujos, pero, sin embargo, el método de descuento de flujos es más preciso.

CONCLUSIONES CAPÍTULO 4

1. CONCLUSIONES

Vivimos rodeados de un entorno cambiante, en constante movimiento, donde el tiempo se ha convertido en fugaz. La irrupción de la tecnología y la presencia del dato obligan a la sociedad a adaptarse al entorno a ritmos muy elevados. Los métodos de valoración de empresas forman parte de este cambio y afrontan el desafío evolutivo sin excepción. Y es que, las técnicas que se han profundizado en este trabajo no son de ninguna manera fijas, sino que, con el paso del tiempo, va incluyendo ajustes y correcciones que generan un debate constante en la comunidad financiera.

En la primera parte del presente trabajo, se han desarrollado las principales técnicas de valoración desde los diferentes enfoques. Con ello se ha llegado a la conclusión de la subjetividad a la hora de escoger el método correcto, pues, no hay algo correcto o incorrecto, sino que será en función del objetivo de la valoración y el objeto a valorar, que se realice una elección u otra. Pues como dijo Warren Buffet “Directivos e inversores deben entender que los números de la contabilidad son el principio, no el final, de una valoración.”

De forma complementaria, se ha desarrollado un informe de valoración real de la compañía LVMH, mostrando así los desafíos que supone esta actividad, los pasos necesarios para realizar un informe detallado y abordar una valoración precisa. En este caso, el paciente LVMH, en línea con la metáfora planteada en la introducción, ha sido seleccionado por un interés personal en el sector dado su comportamiento durante épocas de crisis, el potencial del grupo LVMH y la representatividad de una empresa de un volumen tan importante. Una valoración que ha resultado en una recomendación de compra de la acción con la información disponible el 27/03/2019, considerando que el mercado infravalora al grupo.

Por último, retomando la cuestión planteada en la introducción, "¿una valoración es técnica, arte o parte de ambas?", desde la opinión, la valoración es un proceso técnico, a la vez que interpretativo, con cierto carácter artístico. Para la elaboración de un modelo, no sólo se han de aplicar una serie de fórmulas, sino que, se ha de indagar a fondo sobre la compañía, conocer los detalles e ir mas allá, por lo tanto, creo que es un proceso mixto de técnica, investigación y arte.

BIBLIOGRAFÍA CAPÍTULO 5

1. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Mundial*. (s.f.). Obtenido de <http://www.bancomundial.org/>
- BILYCH, A. (2013). *Theoretical and practical aspects of business valuation based on DCF-method*.
- Brilman, J., & C. M. (1990). *Manual de valoración de empresas*. Madrid: Díaz de Santos S. A.
- Buffet, W. (1949). *El inversor inteligente*. Deusto.
- Calleja, J. L. (2008). *EL FONDO DE MANIOBRA Y LAS NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS*. Madrid: Departamento de Publicaciones del IE Business School.
- Colley, J., & Volkan, A. (1988). *Accounting for Goodwill*.
- Damodaran, A. (2011). *THE LITTLE BOOK OF VALUATION: HOW TO VALUE A COMPANY PICK A STOCK AND PROFIT*.
- Damodaran, A. (2012). *Price Earnings Ratio: Definition*.
- Duff & Phelps*. (s.f.). Obtenido de <https://www.duffandphelps.es/>.
- Dumrauf, G. L. (2001). *MÉTODOS DE VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS: PERPETUIDADES*.
- Española, R. A. (2001). *Diccionario de la lengua española*. Madrid.
- Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The journal of finance*.
- Fernández, P. (2005). *Guía para calcular el valor de los escudos fiscales*. IESE.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*.
- Fernández, P. (2018). *EY Luxury and cosmetics financial factbook 2018*.
- Haugen, E. (1972). *The ecology of language*.
- Heins, J. (1975). Risk and the Rate of Return on Financial Assets: Some Old Wine in New Bottles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Lapeña, A. (1997). *Valoración de empresas: análisis de los métodos utilizados en la práctica*.
- Larrán, M., Mulero, E., & Monterrey, J. A. (2000). Una evaluación empírica del fondo de comercio. *Revista de Contabilidad*.
- LVMH. (2018). *LVMH investors*. Obtenido de <https://www.lvmh.com/investors/>
- Machado, A. (1912). *Campos de Castilla*.
- Murakami, H. (2002). *Kafka en la orilla*.
- Orcera, R. M. (2013). *Fundamentos de Contabilidad*. Madrid: International Technical & Financial Institute.
- Pasamón, F. (2018). *Deloitte Global Powers of Luxury Goods 2018*.
- Penman, S. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation.

- Pricer, R., & Jhonson, A. (1997). *The Accuracy of Valuation Methods in Predicting the Selling Price of Small Firms*.
- Ramirez, A. R. (2012). El papel del Valor Residual en el Valor de la empresa. *Revista Española de Capital Riesgo*, 23.
- Ruback, R. S. (2000). *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*. Boston: Harvard.
- Serer, G. L. (2005). El valor de las empresas. *TÉCNICA CONTABLE*.
- Terra, M. P. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. .
- Uribarri, M. (16 de Junio de 2017). *Auren*. Obtenido de <https://www.auren.com/es-ES/blog/corporate/2017-06-16/operaciones-de-leveraged-buyout-lbos>
- Velasco, N. B. (s.f.). Capital Cash Flow. *Diario Expansión*.
- Ware, K. (2018). *Bain & Company's annual luxury study identifies seven trends that will define the future of luxury*. Milán.

ANEXOS

Anexo 1:

Flujos Libres de Caja LVMH Millones de euros	2015	2016	2017	2018
Total ingresos	35.664	37.600	42.636	46.826
Crecimiento (%)	<i>n.a.</i>	5,4%	13,4%	9,8%
Gastos	(12.553)	(13.039)	(14.783)	(15.625)
MARGEN BRUTO	23.111	24.561	27.853	31.201
OPEX	(16.493)	(17.559)	(19.591)	(21.219)
EBITDA	8.699	9.145	10.638	12.284
<i>Margen EBITDA (%)</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,3%</i>	<i>25,0%</i>	<i>26,2%</i>
- Depreciación y amortización	(2.081)	(2.143)	(2.376)	(2.302)
EBIT	6.618	7.002	8.262	9.982
<i>Margen EBIT (%)</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>21,3%</i>
Impuesto operativo	(2.184)	(2.311)	(2.726)	(3.294)
Tipo impositivo	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Beneficio operativo neto de impuestos (NOPLAT)	4.434	4.691	5.536	6.688
+ Depreciación y amortización	2.081	2.143	2.376	2.302
+/- Variación del fondo de maniobra	565	76	747	271
+/- Inversiones en inmovilizado (Capex)	(1.739)	(2.150)	(1.889)	(2.604)
Flujos Libres de Caja (FLC)	5.341	4.760	6.770	6.657
<i>Periodo de descuento</i>				
<i>Factor de descuento</i>				
Valor presente Flujos Libres de Caja				

Flujos Libres de Caja LYMH Millones de euros	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Normalizado	V. Residual
Total Ingresos	50.925	54.157	57.673	62.075	66.721	68.722	
<i>Crecimiento (%)</i>	8,8%	6,3%	6,5%	7,6%	7,5%	3,0%	
Gastos	(17.146)	(18.213)	(19.388)	(21.106)	(22.685)	(23.366)	
MARGEN BRUTO	33.778	35.944	38.285	40.970	44.036	45.357	
OPEX	(22.869)	(24.119)	(25.461)	(27.405)	(29.456)	(25.984)	
EBITDA	13.155	14.143	15.374	16.456	17.688	19.373	
<i>Margen EBITDA (%)</i>	25,8%	26,1%	26,7%	26,5%	26,5%	26,5%	
- Depreciación y amortización	(2.246)	(2.319)	(2.550)	(2.891)	(3.108)	(3.696)	
EBIT	10.909	11.824	12.824	13.565	14.580	15.017	
<i>Margen EBIT (%)</i>	21,4%	21,8%	22,2%	21,9%	21,9%	21,9%	
Impuesto operativo	(3.600)	(3.902)	(4.232)	(4.476)	(4.811)	(4.956)	
Tipo impositivo	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	
Beneficio operativo neto de impuestos (NOPLAT)	7.309	7.922	8.592	9.088	9.769	10.062	
+ Depreciación y amortización	2.246	2.319	2.550	2.891	3.108	3.696	
+/- Variación del fondo de maniobra	375	526	489	607	549	565	
+/- Inversiones en inmovilizado (Capex)	(2.954)	(2.956)	(3.071)	(3.277)	(3.588)	(3.696)	
Flujos Libres de Caja (FLC)	6.976	7.811	8.561	9.310	9.837	10.627	216.340
Periodo de descuento	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0		5,0
Factor de descuento	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7		0,7
Valor presente Flujos Libres de Caja	6.464	6.707	6.812	6.865	6.722		147.839

Anexo 3:

Tasa de crecimiento (g)	3,00%
WACC	7,91%
Tax	33,0%

Valoración LVMH 27/03/2019	
Millones de euros	
Valor presente Flujos Libres de Caja	33.571
Valor presente valor residual	147.839
Enterprise Value (EV)	181.410
Posición financiera neta	(3.124)
Otros activos y pasivos	(4.962)
Equity Value (EqV)	173.324
Numero de acciones (millones)	503
Precio por acción	344,6

Cotización a 27/03/2019 **322,9**
 Recomendación **COMPRAR**

Anexo 4:

Parámetros de cálculo			
Beta desapalancada	=		0,84
Beta apalancada	=		0,91
% deuda total [Deuda/(FP + Deuda)]	=		11,1%
Tasa impositiva	=		33,0%
Swap USD 15 años	=		1,04%
Riesgo país (Country Risk Premium)	=		0,61%
Tasa libre de riesgo (Rf)	=		0,38%
Prima de riesgo de mercado (Rm - Rf)	=		6,5%
Spread de Deuda	=		3,0%
Coste de la deuda antes de impuestos	=		4,0%
Coefficiente Alpha (α)	=		1,7%
Ajustes adicionales	=		