



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

VALORACIÓN DE EMPRESAS: LVMH ALCANZA UN ACUERDO CON TIFFANY & CO.

Autora: Irene Villodas López
Director: Cecilio Moral Bello

MADRID | Abril 2020

ÍNDICE

1. OBJETIVO DEL TRABAJO	7
2. METODOLOGÍA	7
3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	7
3.1. Valor para una empresa	7
3.2. Métodos basados en el balance	9
3.3. Métodos mixtos o compuestos, basados en el fondo de comercio (<i>Goodwill</i>)	10
3.4. Métodos basados en la cuenta de resultados.....	10
3.4.1. Valor de los beneficios	11
3.4.2. Múltiplo de las ventas.....	12
3.4.3. Otros múltiplos	12
3.5. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (<i>Cash Flow</i>)	13
3.5.1. <i>Free Cash Flow</i> (FCF) y <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC)...	14
4. ANÁLISIS DE LA DOCUMENTACIÓN OFICIAL	17
4.1. Análisis LVMH.....	18
4.1.1. Introducción a la compañía.....	18
4.1.2. Adquisiciones del grupo LVMH	18
4.2. Análisis <i>Tiffany & Co.</i>	19
4.2.1. Introducción a la compañía.....	19
4.3. Análisis de la documentación oficial del acuerdo de LVMH y <i>Tiffany & Co.</i>	20
5. PRINCIPALES INDICADORES	26
5.1. Principales indicadores de LVMH.....	26
5.2. Principales indicadores de <i>Tiffany & Co.</i>	30
5.3. Evaluación de resultados de los principales indicadores	32
6. VALORACIÓN Y PROYECCIONES DE LVMH	33
6.1. Proyección de los estados financieros.....	33
6.1.1. Proyección de la Cuenta de Resultados	34

6.2.	Valoración LVMH.....	42
6.2.1.	Valoración por Descuento de Flujos de Caja	42
6.2.2.	Valoración Relativa	46
7.	VALORACIÓN Y PROYECCIONES DE <i>TIFFANY & CO.</i>	49
7.1.	Proyección de los estados financieros.....	49
7.1.1.	Proyección de la Cuenta de Resultados.....	49
7.2.	Valoración <i>Tiffany & Co.</i>	57
7.2.1.	Valoración por Descuento de Flujos de Caja	57
7.2.2.	Valoración Relativa	60
8.	INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS	62
9.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	64
10.	ANEXOS	66
11.	BIBLIOGRAFÍA	71

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Métodos de valoración de empresas	9
Figura 2: Métodos de descuento de flujos de fondos	14
Figura 3: Balance Financiero	15
Figura 4: Ventas Netas del 2018 por Categoría	24
Figura 5: Ventas Netas del 2018 por Región	24
Figura 6: Transformación de la línea de <i>Watches & Jewelry</i> de LVMH	25
Figura 7: Principales indicadores de los últimos tres ejercicios de LVMH	27
Figura 8: Ventas (en millones de €) por divisiones del negocio LVMH	28
Figura 9: Ventas de LVMH por región geográfica en 2019	29
Figura 10: Principales indicadores de los últimos tres ejercicios de <i>Tiffany & Co.</i>	30
Figura 11: Ventas (en millones de \$) por divisiones del negocio <i>Tiffany & Co.</i>	31
Figura 12: Ventas de <i>Tiffany & Co.</i> , por región geográfica en 2018	32
Figura 13: Proyección número de tiendas LVMH	34
Figura 14: Estimación de ventas de LVMH	35
Figura 15: Estimación del Margen Bruto de LVMH	36
Figura 16: Proyección de los gastos de explotación LVMH	37
Figura 17: Proyección del EBITDA LVMH	38
Figura 18: Proyección del EBIT LVMH	39
Figura 19: Proyección del Resultado Financiero LVMH	40
Figura 20: Proyección del Resultado Neto LVMH	41
Figura 21: Coste de los Recursos Propios LVMH	43
Figura 22: Coste efectivo de la deuda LVMH	44
Figura 23: Cálculo del WACC LVMH	44
Figura 24: Descuento de Flujos de Caja Libres y Valor Terminal LVMH	45

Figura 25: Capitalización bursátil empresas comparables	47
Figura 26: Múltiplos empresas comparables	48
Figura 27: Múltiplos LVMH	48
Figura 28: Proyección número de tiendas <i>Tiffany & Co.</i>	49
Figura 29: Estimación de ventas de <i>Tiffany & Co.</i>	50
Figura 30: Estimación del Margen Bruto de <i>Tiffany & Co.</i>	51
Figura 31: Proyección Gastos Explotación de <i>Tiffany & Co.</i>	52
Figura 32: Proyección del EBITDA de <i>Tiffany & Co.</i>	53
Figura 33: Proyección del EBIT de <i>Tiffany & Co.</i>	54
Figura 34: Proyección del Resultado Financiero de <i>Tiffany & Co.</i>	55
Figura 35: Proyección del Resultado Neto de <i>Tiffany & Co.</i>	56
Figura 36: Coste de los Recursos Propios de <i>Tiffany & Co.</i>	57
Figura 37: Coste de la Deuda de <i>Tiffany & Co.</i>	58
Figura 38: Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) de <i>Tiffany & Co.</i>	58
Figura 39: Descuento de Flujos de Caja y Valor Terminal de <i>Tiffany & Co.</i>	59
Figura 40: Capitalización bursátil empresas comparables	61
Figura 41: Múltiplos empresas comparables	61
Figura 42: Múltiplos <i>Tiffany & Co.</i>	62
Figura 43: Resultados finales	63

1. OBJETIVO DEL TRABAJO

El presente Trabajo de Fin de Grado recoge un análisis de los distintos métodos de valoración de empresas, con el fin último de trasladar éstos al grupo francés enfocado en el sector del lujo, LVMH, y a su reciente adquisición, la joyería estadounidense, centrada en el lujo igualmente, *Tiffany & Co.* Es por ello, que el objetivo primero de este trabajo es determinar si dicha adquisición supone una suma para LVMH, además de realizar un análisis de la compra realizada, es decir, si la cantidad ofertada por LVMH es acertada para su nueva incorporación.

Por otro lado, se realizarán recomendaciones previstas para el futuro de ambas firmas, utilizando proyecciones de los estados financieros de ambas firmas, con el fin de analizar las estimaciones de dicha adquisición.

2. METODOLOGÍA

La metodología de este trabajo comprende varios ámbitos.

En primer lugar, se ha revisado exhaustivamente la bibliografía existente sobre la materia objeto de estudio. Ello se realiza sobre los manuales, obras monográficas y artículos tanto nacionales como internacionales que se centran en la cuestión.

En segundo término, se ha recopilado toda la información accesible sobre el grupo LVMH y su operación para alcanzar un acuerdo con *Tiffany & Co.*

Como tercera actuación metodológica, se ha investigado, entre los posibles métodos de valoración cuáles son los más acertados para su uso en la práctica, y cómo debería afrontarse dicho proceso.

Finalmente, se ha comprobado con profesionales expertos la validación de lo realizado.

3. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1. Valor para una empresa

El valor de un bien o un activo es la cantidad de dinero que una persona está dispuesta a pagar por él, y, por consiguiente, viene dado por el grado de utilidad que proporciona (Valls Martínez, 2001). Así pues, el valor de las acciones de una empresa refleja lo que

los inversores estén dispuestos a pagar por ellas. Esto dependerá de las previsiones de futuro de dicha compañía. Sin embargo, no solo es necesario realizar proyecciones o estimaciones de una empresa para calcular el valor de sus acciones en el mercado, sino que, además, es fundamental para determinadas operaciones como pueden ser fusiones, adquisiciones y reestructuraciones, salidas a bolsa o para realizar análisis estratégicos o de inversiones. Por otro lado, la valoración de una compañía permite deducir la creación, o destrucción de valor de ésta. Valorar, por tanto, consiste en estimar un precio por el cual dos partes llegan a un acuerdo, aunque la valoración de dicho activo difiera según quién la realice.

La valoración de un activo, por tanto, va a depender directamente del método elegido, y de quién la realice. Ello quiere decir que, si bien existe un valor razonable para estimar una compañía, el valor final no va a ser el mismo si la llevan a efecto, por ejemplo, aquellos que quieran comprar acciones de una determinada compañía, o aquellos que estén interesados en venderla. Se puede afirmar, por tanto, que la valoración es subjetiva dentro de un marco objetivo, ya que ésta se considerará correcta siempre y cuando los métodos y fundamentos sean razonables, es decir, siempre y cuando estén correctamente justificados y argumentados. Es por ello que la dificultad en determinadas operaciones, como fusiones y adquisiciones, o aquellas de inversión y desinversión, reside en llegar al acuerdo por el que las partes van a intercambiar dichos activos financieros por un precio en concreto, y no en la valoración en sí.

Si se utiliza el valor contable, por ejemplo, el valor de un activo vendrá determinado por los ingresos multiplicado por el múltiplo en cuestión. Sin embargo, en este caso tan solo se tiene en cuenta uno o dos años de proyección. Por otro lado, si se valora utilizando el Descuento de Flujos de Caja (DCF en adelante¹) el valor de una compañía, en este caso, vendrá dado por los flujos de caja futuros descontados a una tasa que refleje el riesgo de estos (Copeland, Koller, & Murrin, 1996).

¹ DCF por sus siglas en inglés *Discounted Cash Flow*.

Si bien existen múltiples métodos de valoración (Figura 1), en este trabajo nos vamos a centrar en los dos más comunes y utilizados habitualmente, el Descuento de Flujos de Caja, y la Valoración por Múltiplos o Valoración Relativa.

Figura 1

Métodos de valoración de empresas

BALANCE	MIXTOS (GOODWILL)	CUENTA DE RESULTADOS	DESCUENTO DE FLUJOS
Valor Contable	Clásico	PER	<i>Free cash flow</i>
Valor Contable Ajustado	Unión de expertos contables europeos	EBITDA Ventas	<i>Cash flow acciones</i> Dividendos
Valor de liquidación	Renta abreviada	Otros múltiplos	<i>Capital cash flow</i>
Valor sustancial	Otros		APV

Fuente: Elaboración propia. Referenciación (Fernández. P, 2005)

Pese a los distintos métodos disponibles para la valoración de empresas, hay que tener en cuenta que la metodología no solo consiste en la obtención de resultados, sino que es necesaria una posterior interpretación de éstos. Ello es debido a que las proyecciones de los flujos de caja son estimaciones, es decir, hipótesis realizadas por expertos. Por tanto, es importante conocer quién realiza las proyecciones y cuál es el propósito; en una adquisición de una compañía, la valoración de ésta la realizarán tanto los compradores como los vendedores de ésta, y todo ello con objetivos diferentes.

3.2. Métodos basados en el balance

El valor contable, el valor ajustado, el valor de liquidación y el valor sustancial son los métodos que consideran que el valor de una empresa radica en el balance de ésta. El valor que proporcionan es un valor estático, es decir, no tiene en cuenta la evolución de la empresa, ni el valor del dinero, ni tampoco otros factores que afectan directamente a la

empresa que no están recogidos en sus cuentas, como puede ser la situación del sector en la economía (Fernández. P, 2005).

3.3. Métodos mixtos o compuestos, basados en el fondo de comercio (*Goodwill*)

El fondo de comercio puede definirse como un activo intangible que proviene de la absorción o fusión de una empresa a un precio superior al valor contable de la misma. Es decir, el fondo de comercio representa el valor de los elementos inmateriales de la empresa, como la reputación, tanto positiva como negativa, la experiencia o la cartera de clientes de dicha compañía. Como se puede observar, es muy difícil cuantificar el valor de estos activos intangibles, por lo que al no haber consenso al respecto, el fondo de comercio no aparece siempre reflejado en los balances de las empresas (Larrán Jorge, Monterrey Mayoral, & Mulero Mendigorri, 2000). Sin embargo, no son tan estáticos como los métodos anteriores, ya que introducen la noción de *Goodwill* como un concepto dinámico en el que realiza una valoración de éste en función de una proyección de las rentas (Labatut Serer, 2005).

3.4. Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos de valoración se basan en determinar el valor de una compañía utilizando datos extraídos de la cuenta de resultados, como pueden ser las ventas, los beneficios, o cualquier otro parámetro (Fernández. P, 2005). El resultado obtenido se mide en “número de veces”, y para poder analizarlo en profundidad es necesario disponer de múltiplos de empresas comparables² dentro de un mismo sector de actividad.

Los métodos de valoración relativos se basan en la hipótesis de que el mercado es eficiente³ y que, a pesar de estimar incorrectamente determinados valores de forma individual, acierta de forma general y en media en términos agregados. La ventaja

² Se entiende por empresas comparables aquellas que sean similares en productos ofrecidos, estructura de capital, calidad de la dirección, experiencia, beneficios, valor contable o calificación crediticia, entre otros, que compitan en un mismo sector o industria (Pratt, 2008).

³ Un mercado eficiente es aquel en el que los precios de los activos reflejan en todo momento la información disponible en el mercado.

principal de los métodos de valoración relativos es que están basados en resultados históricos y futuros, siendo la información más amplia y con mayor exactitud.

Los pasos a seguir a la hora de realizar una valoración por múltiplos son, en primer lugar, establecer aquellos activos comparables que se van a emplear, y obtener el valor de mercado para cada uno de ellos. En segundo lugar, el valor de mercado hay que convertirlo en valores estandarizados, creando así los múltiplos. Finalmente, se compara el múltiplo analizado con el aquel de la empresa comparable para observar en que proporción el activo analizado se encuentra sobre o infravalorado por el mercado (Dapena, 2014).

Los métodos de valoración relativos más comunes utilizados por las empresas son el valor de los beneficios, el múltiplo de las ventas, la ratio *Market to Book*, y la ratio *Precio/Cash flow*. A continuación, se detalla brevemente las características principales de cada múltiplo, así como cuándo es conveniente utilizar cada uno de ellos.

3.4.1. Valor de los beneficios

Este método también es denominado como *Price Earnings Ratio* (PER en adelante). Esta ratio es calculada como el cociente entre la cotización y el beneficio de dicha acción. Además, puede servir como referencia para establecer un plazo de recuperación, ya que, si se parte de la hipótesis de que todos los beneficios se reparten como dividendos, representaría el tiempo medio que un inversor tardará en recuperar dicha inversión. Sin embargo, esto no ocurre en el mercado, ya los beneficios que genera una compañía pueden destinarse a reservas o a reinvertirse en la compañía, es decir, no se destinan a dividendos exclusivamente. Su fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\text{PER} = \frac{P}{\text{BPA}} = \frac{\text{precio}}{\text{beneficio neto por acción}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Beneficio Neto}}$$

De acuerdo con Sanjurjo y Reinoso (2003), el cálculo de este múltiplo puede verse afectado al no disponer de la información del precio o del beneficio por acción (BPA). En ese caso, en su obra *Guía de Valoración de Empresas*, presentan una serie de alternativas válidas para la cotización y el BPA. En primer lugar, proponen utilizar como alternativas para precios magnitudes como el precio actual, el precio medio de los años que sean de interés, el precio o bien máximo, o bien el mínimo del año en cuestión o el

precio futuro estimado. En segundo lugar, para beneficios proponen aquellos acumulados hasta la fecha actual de valoración, el beneficio medio de los últimos años o meses en cuestión, los beneficios del último trimestre, aquellos actualizados hasta la fecha actual, y los beneficios futuros estimados, al igual que con los precios.

En definitiva, el cálculo del PER representa las expectativas futuras de los inversores, utilizando el precio actual, y el Beneficio Por Acción (Martínez Conesa & García Meca, 2005). La interpretación del PER en términos del resultado es que a medida que éste disminuye, la compañía se abarata, y viceversa.

Sin embargo, el PER presenta varias limitaciones, la más destacada que puede considerarse como una gran desventaja respecto a este múltiplo, es que no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, la perspectiva de crecimiento de los beneficios y el perfil de riesgo determinado que tenga dicha compañía.

3.4.2. Múltiplo de las ventas

Este múltiplo añade los ingresos estimados futuros de la compañía. Al contrario que ocurre con el PER, este método de valoración relativo sí tiene en cuenta los ingresos futuros que puede generar la compañía. Su cálculo se detalla a continuación.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{precio}}{\text{ingresos operativos}}$$

Según este parámetro, el valor de una empresa consta del múltiplo apropiado del Precio/Ventas, y de los ingresos operativos proyectados a futuro. Una ventaja añadida respecto a este múltiplo es la utilización del parámetro ventas, ya que se considera un buen estimador del crecimiento futuro de una compañía.

El uso de este múltiplo es aconsejable para aquellas compañías cuya información es limitada o resulta incompleta, dentro de esta categoría se incluyen empresas que no dispongan de información histórica necesaria para otros múltiplos.

3.4.3. Otros múltiplos

Además de los mencionados anteriormente, existen otros múltiplos muy interesantes para la valoración de empresas, pero que no son motivo de estudio en el presente trabajo. Entre ellos se encuentra la ratio *Market to Book* (M/B), cuyo análisis se centra en la

comparación entre el valor de mercado⁴ y el valor contable⁵ del patrimonio neto de la empresa. En definitiva, esta ratio compara la diferencia entre ambas estimaciones; las de los inversores, por una parte, y las del mercado, por otra.

A pesar de que cada múltiplo presenta numerosas ventajas y limitaciones según la información disponible de cada compañía, el uso único de un método en cuestión no dictamina una valoración correcta de una compañía. Para aproximar la valoración y obtener un resultado más cercano a la realidad, es aconsejable utilizar varios métodos, siempre que se disponga de la información necesaria, y comparar los resultados. De esta forma, se logra evitar las desventajas de cada múltiplo, y se tienen en cuenta los aspectos clave para su mejor valoración.

3.5. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (*Cash Flow*)

Estos métodos de valoración se basan en la proyección de flujos de caja que un determinado activo generará en el futuro para, posteriormente, descontar dichos flujos a una tasa de descuento según el riesgo de éstos. Esta tasa de descuento se calcula a partir del riesgo, volatilidad y demanda de dicho activo en el mercado; a mayor riesgo, mayor será la tasa de descuento, y viceversa. Podría definirse como aquella tasa que trae al momento actual de valoración los flujos de fondos utilizados.

El método general para el descuento de flujos parte de la siguiente expresión:

$$Valor\ Empresa = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Siendo: CF_i = flujo de fondos que genera la empresa en el periodo i ; k = tasa de descuento para el riesgo de dichos flujos de caja; VR_n = valor residual en el año n (Fernández. P, 1999)

⁴ El valor de mercado, en este caso, viene determinado por las expectativas futuras de los inversores en relación con la capacidad de la empresa de generar riqueza con su actividad.

⁵ El valor contable es el valor en libros de una compañía, reflejado en el patrimonio neto calculado según los principios y normas contables aceptadas (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

Existen numerosos métodos basados en el descuento de flujos de caja que genera una compañía, así como diferentes tasas de descuento apropiadas para cada flujo de fondos. Estos métodos difieren en los flujos de caja seleccionados para el cálculo de la valoración, pero arrojan el mismo resultado. El siguiente esquema refleja los tres principales flujos utilizados por las empresas para la valoración de activos, así como las tasas de descuento apropiadas. Sin embargo, para el presente trabajo el foco principal se centra en el Flujo de Fondos Libre (FCF por sus siglas en inglés *Free Cash Flow*).

Figura 2

Métodos de descuento de flujos de fondos

<i>CASH FLOW</i>	<i>TASA DE DESCUENTO</i>
FCF: flujo de fondos libre	WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i>
CFac: Flujo de fondos disponible para los accionistas	Ke: rentabilidad exigida al <i>equity</i>
CFd: flujo de fondos disponible para la deuda	Kd: rentabilidad exigida a la deuda

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Fernández. P, 1999)

De acuerdo con este esquema, según el *cash flow* seleccionado, la tasa de descuento que se va a emplear difiere, ya que, para cada flujo, la tasa varía según los parámetros que se utilizan, es decir, si se emplea el método por flujos disponible para la deuda, no sería correcto utilizar otro parámetro que no sea la rentabilidad exigida a la deuda. El error de no utilizar la tasa de descuento apropiada puede resultar en una valoración por encima o por debajo del valor real para ese activo.

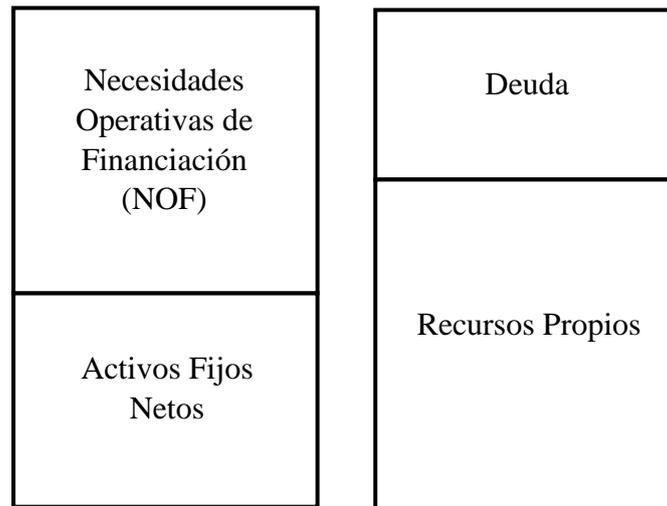
3.5.1. *Free Cash Flow (FCF) y Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Este método de valoración es el más común dentro de los métodos basados en el descuento de flujos de fondos. El FCF es el flujo de fondos operativo, es decir, no tiene en cuenta la deuda financiera de la compañía después de impuestos. Al suponer que no hay cargas financieras en la empresa, los flujos que se van a utilizar parten del dinero que

quedaría disponible en la compañía tras haber cubierto las necesidades operativas de fondos⁶ (NOF en adelante). Al añadir las NOF, el balance que se va a tener en cuenta va a ser el balance financiero.

Figura 3

Balance Financiero



Fuente: elaboración propia. Referenciación (Pacheco. R., 2013)

A la hora de calcular el *Free Cash Flow* de la compañía a valorar, la tasa apropiada para el descuento de los flujos de caja es el coste promedio ponderado de la deuda o acciones (WACC por sus siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*). Es importante señalar que es una tasa de descuento, no una tasa de retorno (Oded & Michel, 2007).

Por tanto, la expresión para calcular el valor de una empresa utilizando el FCF es la siguiente:

$$E + D = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i}$$

El WACC comprende todos los elementos de financiación, incluyendo la deuda y los fondos propios que necesita una compañía para financiar sus necesidades operativas. Se

⁶ Las necesidades operativas de fondos son las denominadas NOF, en inglés, *Working Capital Requirements*. NOF = Tesorería + Deudores + Inventarios - Proveedores

calcula mediante la ponderación del coste de la deuda (Kd) y del coste de las acciones de dicha compañía (Ke), a través de la siguiente expresión:

$$WACC = \frac{[E \times Ke] + [D \times Kd \times (1 - T)]}{E + D}$$

Donde: E = valor de mercado de las acciones; Ke = rentabilidad exigida a los accionistas que refleje el riesgo de estas; D = valor de mercado de la deuda; Kd = coste de la deuda antes de impuestos o rentabilidad exigida a la deuda; T = tasa impositiva

Por otra parte, para poder realizar el cálculo de la tasa de descuento WACC, es necesario calcular previamente el coste de la deuda antes de impuestos (Kd), así como la rentabilidad exigida a los accionistas (Ke).

Existen varios métodos para estimar la rentabilidad exigida a los accionistas. Este valor de mercado de las acciones de la compañía resulta de descontar el *cash flow* de los accionistas a la tasa de rentabilidad exigida por éstos a la empresa en cuestión (Ke).

El primer método consiste en su obtención a partir del modelo de dividendos donde:

$$Ke = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

Siendo: Div_1 = dividendos a percibir por los accionistas en el periodo siguiente; P_0 = el precio actual de cotización de dicha acción; g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003)

En este caso, al analizar compañías públicas como son LVMH y *Tiffany & Co.*, tanto los datos de los dividendos y precios están disponibles para cualquier usuario. Sin embargo, la tasa de crecimiento constante, g, habría que estimarla o bien con datos históricos de crecimiento, o bien a través de fuentes de distintos analistas.

El segundo método válido para calcular la rentabilidad, K_e , parte del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)⁷ sigue así:

$$K_e = R_F + \beta(R_M + R_F)$$

Siendo: R_F = tasa libre de riesgo (bonos del Estado); β = beta de la acción⁸; R_M = tasa de rentabilidad del mercado; $R_M + R_F$ = prima de riesgo del mercado (Damodaran, 1996)

Finalmente, el coste de la deuda, K_d , es el aquel en el que incurre una compañía al endeudarse a través de créditos o préstamos con terceros, y su cálculo se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$K_d = i(1 - T)$$

Siendo: i = la tasa de interés aplicada por la financiación obtenida; T = tipo impositivo

Como se observa, para la valoración de empresas a través del FCF, se necesita calcular previamente los parámetros de los que depende, como son el coste de la deuda y la rentabilidad exigida a los accionistas, y lo que ello implica. Una vez obtenidos estos últimos, la fórmula de expresión del cálculo del valor de una empresa a través del FCF estaría completa.

4. ANÁLISIS DE LA DOCUMENTACIÓN OFICIAL

En este apartado del trabajo, se va a realizar un análisis de la documentación referente al acuerdo que se llevó a cabo el pasado 2019, publicada por el grupo LVMH. Previamente, se detallarán con brevedad los antecedentes, y las líneas de actividad de ambas marcas, así como otros acuerdos similares que hayan tenido lugar y que sean de importancia para el presente trabajo.

⁷ El modelo CAPM, desarrollado por William Sharpe, permite estimar la rentabilidad esperada de un activo financiero en función de su riesgo sistemático. El riesgo total de un activo está compuesto por el riesgo idiosincrático y el riesgo sistemático. Este último es aquel que no puede diversificarse, y se mide a través de la beta.

⁸ La beta de una acción mide la sensibilidad de la rentabilidad de una acción a los movimientos del mercado.

4.1. Análisis LVMH

4.1.1. Introducción a la compañía

Luis Vuitton Moët Hennessy (LVMH en adelante) nace en Francia en 1987 con la fusión de ambas marcas, *Luis Vuitton* y *Moët Hennessy*. Actualmente, la firma engloba setenta y cinco “casas excepcionales”, como denomina su presidente y máximo accionista, Bernard Arnault. Este posee el 47% de las acciones del grupo, además de contar con partes significativas en empresas como *Carrefour* y *Hermès*, donde posee el 8% y 2%, respectivamente. Con este conglomerado de acciones y la adquisición de *Tiffany & Co.*, Bernard Arnault se convirtió en el segundo hombre más rico del mundo, ocupando el puesto entre Jeff Bezos y Bill Gates.

Las actividades principales de LVMH se dividen en cinco sectores:

- Vinos y licores, donde se encuentran marcas como *Moët & Chandon*, *Dom Pérignon* o *Belvedere*.
- El sector enfocado a la moda que incluye firmas como *Christian Dior*, *Kenzo*, *Givenchy* o *Luis Vuitton*.
- La industria de la cosmética y los perfumes, con marcas como *Benefit* o *Guerlain*.
- Relojes y joyería, el último sector en el que el grupo ha diversificado incluye a *Bulgari* y *Zenith*.
- Finalmente, con su reconocida marca *Sephora*, se enfocan en la venta selectiva al por menor.
- LVMH invierte en hoteles como la cadena *Belmond*, o dentro del mundo de la prensa, el periódico francés *Le Parisien*, diversificando y abarcando un amplio y diferenciado abanico de sectores.

4.1.2. Adquisiciones del grupo LVMH

Bernard Arnault, tras adquirir la mayoría de las acciones del grupo LVMH, fue comprando marcas de gran prestigio y lujo, pasando a formar parte del importante grupo empresarial que es ahora LVMH. La adquisición más cara ha sido *Tiffany & Co.*, cuyo desembolso final fue de 135 dólares por acción, con un *equity value* de 16,2 mil millones

de dólares⁹ (LVMH Group, 2020)¹⁰. Sin embargo, hay otras firmas que también han sido un gran desembolso para el mayor accionista del grupo. Entre ellas, destaca la compra de *Christian Dior* por la suma de 19,2 millones de dólares en 2017; *Bulgari* por 7,6 millones de dólares, posicionándose como marca de referencia en el sector de la moda de lujo y ampliando su negocio de joyería; la compra del grupo de viajes y hostelería *Belmond* en 2018 por 4,7 millones de dólares; o la marca italiana *Fendi*, especializada en accesorios y bienes de piel por 1,3 millones de dólares (Menkes, 1999).

Sin duda, las adquisiciones llevadas a cabo por la compañía en el sector del lujo han sido muy numerosas, hasta llegar a la cifra que suma hoy en día; setenta y cinco marcas de diversos sectores donde el grupo ha logrado situarse como principal referencia en los mercados de lujo.

4.2. Análisis *Tiffany & Co.*

4.2.1. Introducción a la compañía

Tiffany nace en 1837 con la inauguración de su primera tienda en Nueva York, fundada por Charles Lewis Tiffany y Teddy Young, dedicada a la joyería y a los metales preciosos. Hoy en día, su actividad económica sigue centrada en ese negocio. Fue la primera marca de joyas de diamantes en Estados Unidos, lo que permitió a los norteamericanos adquirir artículos de lujo sin salir del país. Un dato curioso acerca de la compañía es que en 1885 rediseñó el Sello de los Estados Unidos que hoy en día sigue apareciendo en el billete del dólar, y según la marca *Tiffany* “permite a todo el mundo llevar un diseño de *Tiffany* en la cartera” (Tiffany & Co., 2020).

Actualmente, *Tiffany & Co.*, cuenta con más de 14.000 empleados, y cotiza en la bolsa de Nueva York (NYSE).

⁹ En términos estadounidenses la adquisición fue de 16,2 billones de dólares.

¹⁰ El análisis del acuerdo de LVMH y *Tiffany & Co.*, es el objetivo principal de este trabajo, por lo que sus detalles se exponen más adelante.

4.3. Análisis de la documentación oficial del acuerdo de LVMH y *Tiffany & Co.*

En este apartado del presente trabajo, se va a exponer cronológicamente la información que hizo pública el grupo LVMH referente al acuerdo con *Tiffany & Co.*, ya que dicha información fue divulgada en su totalidad por el grupo francés, y no por la firma estadounidense.

En cuanto al acuerdo acontecido en el pasado 2019, los rumores sobre la posible compra por parte del grupo francés se acallaron cuando éste confirmó el 28 de octubre de ese mismo año, en una carta de prensa, que dichos rumores eran ciertos, y que el grupo estaba planteando una posible negociación con la joyería estadounidense. Así pues, en el mismo comunicado, confirmaron que dichas negociaciones no eran vinculantes y, por tanto, podía resultar en que finalmente no se celebrase ningún acuerdo (LVMH, 2019).

Este comunicado de prensa provocó la compra masiva de acciones de la marca estadounidense, y esto se tradujo en una subida del precio de las acciones. Estas pasaron de 98,55 dólares al cierre del 25 de octubre de 2019, a 129,72 dólares el 28 de octubre (Bloomberg, 2020).

La siguiente información oficial se publicó un mes después, pero a lo largo de noviembre, se produjeron tres ofertas para la adquisición de *Tiffany & Co.*, cuyos detalles se exponen a continuación.

La primera de ellas tuvo lugar a finales de octubre, donde el conglomerado francés lanzó una oferta de 120 dólares por acción, todo en *cash*, con una prima del 22% respecto al cierre del 25 de octubre. El *equity value* en ese momento alcanzaba los 15,5 mil millones de dólares. Sin embargo, desde *Tiffany* concluyeron que los 120 dólares ofrecidos estaban infravalorando la compañía, por lo que desestimaron esta primera propuesta.

La segunda tuvo lugar a mediados de noviembre, LVMH ofrecía a la joyería 130 dólares por acción, es decir, se propuso un aumento de 10 dólares por acción respecto a la primera oferta. A pesar de que ésta también fue rechazada por la firma estadounidense, permitió

al grupo francés acceso a los libros de *Tiffany* para realizar una *due diligence*¹¹ más extensa de la que previamente habían realizado.

La oferta definitiva se produjo el 25 de noviembre de 2019. LVMH aumentó su oferta inicial en un 12,5%, es decir, ofrecían 135 dólares por acción, en *cash*, con una prima del 37% sobre la cotización de las acciones de *Tiffany* del último día antes de hacerse público el acuerdo decisivo, cuyo importe figuraba en 98,55 dólares. Además, el grupo francés incluyó 350 millones de dólares en deuda neta. El *equity value* concluyente ascendía a 16,2 mil millones de dólares, siendo ésta la oferta final que la joyería estadounidense aceptó (Ryan, 2019).

Ese mismo día, LVMH, a través de la publicación de tres documentos oficiales confirmó el acuerdo final. El primero de ellos fue un comunicado de prensa donde afirmaban que habían alcanzado un acuerdo con *Tiffany & Co.* Además, también señalaban que, a las tres de la tarde de ese mismo día, hora de París, se iba a realizar una conferencia para detallar datos del acuerdo, donde iban a incluir una presentación y un documento más extenso con los números finales (LVMH, 2019).

El segundo documento publicado por LVMH en conjunto con *Tiffany & Co.* (2019), confirmaba el acuerdo definitivo entre ambas compañías, donde señalaban los detalles de este. El grupo francés adquiriría la joyería de lujo estadounidense por 135 dólares por acción, todo en *cash*, en una transacción con un *equity value* final de 14,7 billones de euros o 16,2 mil millones de dólares, aproximadamente. A continuación, recorrían brevemente la historia de *Tiffany* en el mercado de la joyería de lujo estadounidense. Igualmente, el grupo francés afirmaba que esta adquisición iba a fortalecer la posición de LVMH en el mercado de la joyería, además de incrementar su presencia en Estados Unidos. Con la incorporación de *Tiffany* a sus ya setenta y cinco distinguidas “Casas”, confirmaban desde LVMH una transformación de su división de relojes y joyería. En palabras de su CEO, Bernard Arnault: “Estaremos orgullosos de que *Tiffany* se sienta junto a nuestras marcas icónicas y esperamos que sea para asegurar que *Tiffany* continúe

¹¹ Una *due diligence* es una evaluación necesaria para verificar una determinada información financiera. Normalmente, se lleva a cabo en operaciones de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones, con el fin último de conocer el valor real de la empresa que se pretende adquirir (T. Shiohama, 2014).

prosperando en los siglos venideros”. Junto con esta declaración en la que aseguran una probable transformación de la marca de Tiffany, su CEO, Alessandro Bogliolo señaló que es un tiempo de priorizar estrategias clave para asegurar su crecimiento sostenible en el largo plazo, y que esta transacción iba a brindarles de apoyo y recursos para lograrlo. Con ambas afirmaciones se puede entrever que dichas firmas planean una transformación de la icónica joyería, pero que su estrategia aun está por evaluarse. En el siguiente subapartado del documento, corroboraban que dicha adquisición había sido aprobada por Junta Directiva de ambas firmas. Sin embargo, la Junta Directiva de *Tiffany* recomendaba a los accionistas de ésta que aprobaran dicho acuerdo. Así, la transacción¹² se cerraría a mediados del año 2020, pero señalaban que estaba sujeta a condiciones habituales de cierre, en las que se incluía la aprobación de los accionistas de *Tiffany*, así como la recepción de las aprobaciones reglamentarias. Por otra parte, recomendaban a sus inversores que leyesen la documentación que les iban a proporcionar, ya que contienen información relevante sobre el acuerdo¹³. Por último, señalaban que el acuerdo final puede diferir de lo discutido en la declaración previa debido a factores, riesgos e incertidumbres sobre las que no poseen un control completo. Esto se limita a:

- i. Las condiciones para la realización de la adquisición propuesta, que incluye la aprobación por parte de los accionistas, y las aprobaciones regulatorias mencionadas, que han de ser obtenidas en las condiciones esperadas y en la fecha determinada;
- ii. La ocurrencia de cualquier acontecimiento, cambio u otra circunstancia que pueda dar lugar a la terminación del acuerdo de adquisición entre las partes;
- iii. El efecto del anuncio de la adquisición propuesta en las relaciones comerciales de *Tiffany*, en sus resultados operativos y de negocios, en general;
- iv. Riesgos de que la adquisición propuesta perturbe los planes y operaciones actuales, así como las posibles dificultades en la retención de los empleados de *Tiffany & Co.*, como resultado de dicha adquisición;

¹² LVMH cuenta con *Citi* y *J.P. Morgan* como asesores financieros y con *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP* como asesores en materia legal del grupo. Por otra parte, *Tiffany & Co.*, cuenta con *Centerview Partners LLC* y *Goldman Sachs Co. LLC* como asesores financieros y con *Sullivan & Cromwell LLP* como asesor legal de la marca.

¹³ Esta información solo está disponible para accionistas e inversores del grupo.

- v. Aquellos riesgos relacionados con la desviación de la atención de la administración de las actividades del grupo LVMH en curso;
- vi. Posibles litigios que se puedan instituir contra *Tiffany & Co.*, o sus directores o empleados relacionados con la adquisición propuesta o el acuerdo entre las partes;
- vii. El importe de los costos, honorarios, gastos y otros cargos relacionados con la adquisición;
- viii. El resto de factores que se establezcan en las presentaciones públicas periódicas de *Tiffany & Co.*, con la SEC¹⁴.

El documento previamente analizado señala las condiciones del éxito de un acuerdo marcado por “declaraciones prospectivas”¹⁵, todavía pendiente de la aprobación de los accionistas de la joyería estadounidense, además de contemplar factores de riesgo que podrían causar el retraso o cancelación de dicho acuerdo (LVMH & Tiffany & Co., 2019).

El tercer documento aportado por LVMH junto con *Tiffany & Co.*, (2019), es una presentación con los datos del acuerdo, en el que figura la cantidad aportada por el grupo francés, así como el *equity value* y el *enterprise value*, de 16,9 mil millones de dólares. Además, en esta presentación, LVMH realiza un análisis de la joyería, remarcando sus ventas (Figura 4 y Figura 5), EBITDA y EBIT en el último año.

Dichas figuras representan las ventas netas del 2018 por categoría y por región de *Tiffany*, destacando su colección de *Jewelry Collections*, y su expansión por América, con un 54% y un 44%, respectivamente.

¹⁴ *Security Exchange Commission.*

¹⁵ Son declaraciones a futuro, es decir, dependen de las condiciones mencionadas en el acuerdo.

Figura 4

Ventas Netas del 2018 por Categoría

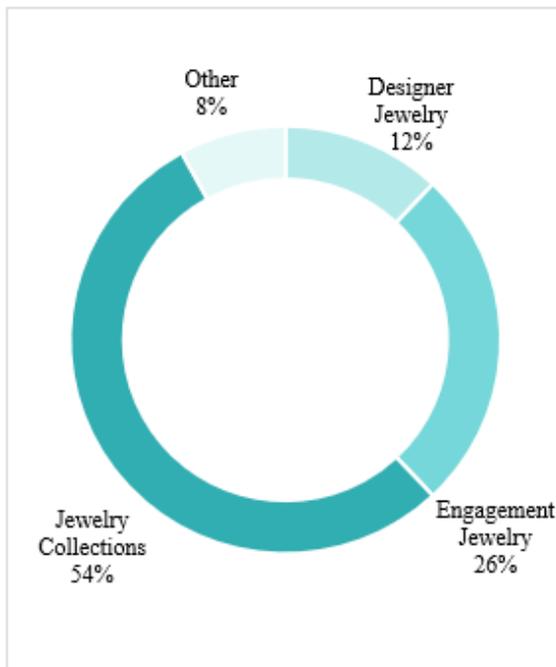
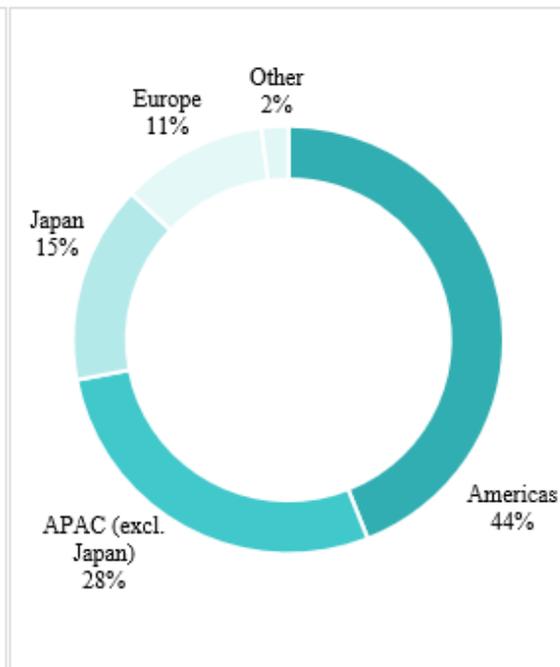


Figura 5

Ventas Netas del 2018 por Región

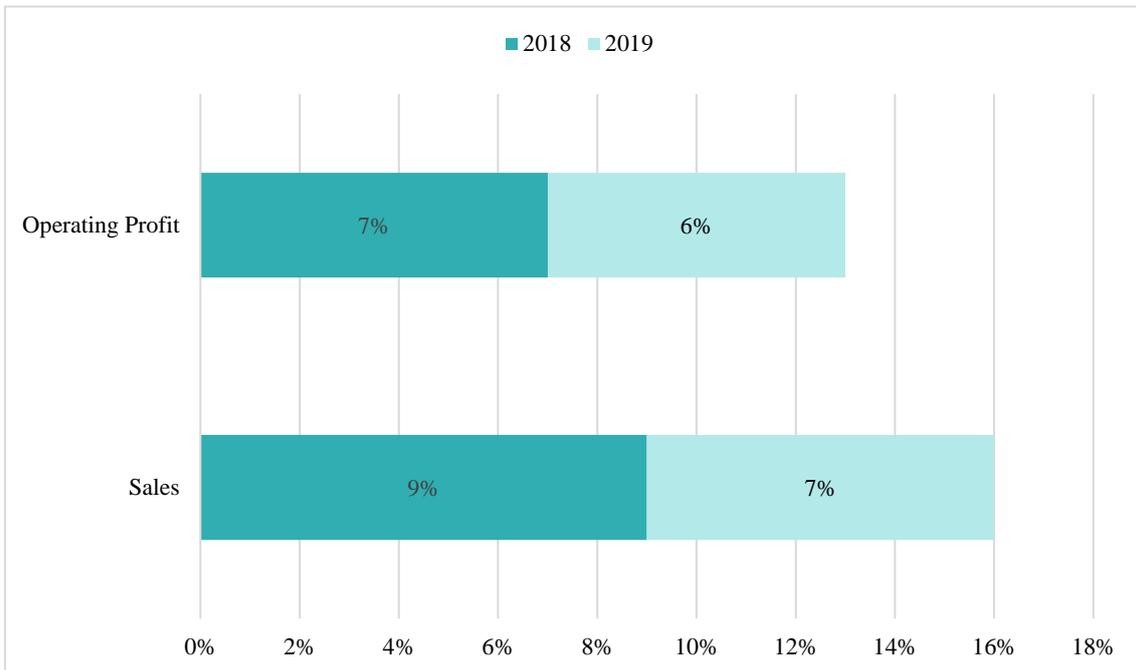


Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH & Tiffany & Co., 2019)

Los datos más relevantes mencionados son las ventas, cuyo importe en 2018 asciendió a 4.442 millones de dólares, un EBITDA de 1.019 millones de dólares (22,9% de margen), y un EBIT de 790 millones de dólares (17,8% de margen). Además, el *e-commerce* representa el 7% de las ventas totales de la compañía, operando en más de veinte países con 321 tiendas físicas propias. En este mismo documento, detallan las actividades, así como los productos principales de la marca, no solo como artículos de lujo, sino como una firma de referencia en el sector, popularizada por lo que significa, emocionalmente, los artículos de *Tiffany & Co.* También hacen referencia a la integración vertical de la que dispone *Tiffany*, así como de sus prácticas de sostenibilidad dentro de la compañía. Por otra parte, en el documento realizan una estimación de lo que podría aportar la adquisición de *Tiffany* a las ventas, por una parte, y a los beneficios operativos, por otra (Figura 6).

Figura 6

Transformación de la línea de *Watches & Jewelry* de LVMH



Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH & Tiffany & Co., 2019)

En esta tabla adjunta, las estimaciones realizadas por el grupo francés suponen un crecimiento de su división de *Watches & Jewelry*, pasando de un 7% en 2018 a un 13% en su beneficio operativo. En cuanto a las ventas, prevén un crecimiento del 7%, es decir, pasa de un 9% actual a un 16%. Posicionando al grupo LVMH como un “jugador global” en el sector de la joyería de lujo.

Estiman que la acreción¹⁶ que supone la adquisición de *Tiffany* será de un 5%, aproximadamente. En cuanto a cómo va a gestionar LVMH la financiación, utilizan tres tipos diferentes de deuda. En primer lugar, a través de un préstamo puente¹⁷ de 8,5 mil millones de dólares, una *back-up line*¹⁸ de 5,75 mil millones de dólares y, por último, una línea de crédito “*revolving*” (RCF por sus siglas en inglés “*Revolving Credit Facility*”)¹⁹, con el objetivo de refinanciarla en el mercado de bonos. Igualmente, el impacto de la

¹⁶ La acreción es el crecimiento que la adquisición de *Tiffany & Co.*, le supone a LVMH.

¹⁷ Es un tipo de deuda de carácter inmediato y temporal.

¹⁸ Es una línea de crédito que protege a los inversores de una compañía si ésta incumple el contrato.

¹⁹ Es un instrumento de financiación con el objetivo de refinanciación de una compañía.

deuda de LVMH queda limitado a 1,6x Deuda Neta/EBITDA en las previsiones del año 2020, y el dividendo cuatrimestral de *Tiffany* queda sujeto a la cantidad de 0,58 dólares por acción mantenida antes del cierre (LVMH & Tiffany & Co., LVMH, 2019).

Hasta la fecha, los siguientes pasos establecidos por ambas firmas son la aprobación de los accionistas de *Tiffany* del acuerdo y las regulaciones pertinentes.

El último documento publicado por el grupo francés a día de hoy es un comunicado de prensa emitido el pasado 4 de febrero de 2020. En esta fecha, queda sellado finalmente el acuerdo entre ambas compañías, cuya aprobación estaba pendiente por los accionistas de *Tiffany & Co.* Tras esta aprobación, en el comunicado oficial de prensa recalcan las cantidades del acuerdo, así como la previsión de la fecha del cierre de la transacción (mediados del 2020), aún sujeta a cambios que puedan ser debidos a las condiciones regulatorias (LVMH, 2020).

5. PRINCIPALES INDICADORES

A continuación, se va a exponer la valoración de ambas compañías utilizando los métodos descritos en los apartados anteriores, así como sus ratios principales. Sin embargo, previamente se van a señalar los principales indicadores de ambas firmas, necesarios para la posterior proyección de sus estados financieros. Para ello, se van a analizar las cuentas anuales consolidadas del grupo LVMH, por una parte, y las de *Tiffany & Co.*, por otra. Finalmente, tras exponer los datos de ambas firmas, se realizará una interpretación de los resultados en el siguiente epígrafe.

5.1. Principales indicadores de LVMH

La siguiente tabla muestra la evolución de los últimos tres ejercicios contables del grupo francés LVMH.

Figura 7

Principales indicadores de los últimos tres ejercicios de LVMH

<i>*millones €</i>	2017	2018	2019
Ventas	42.636	46.826	53.670
<i>% inc.</i>		9,83%	14,62%
Margen Bruto	27.853	31.201	35.547
<i>% inc.</i>		12,02%	13,93%
MB/Ventas	65,33%	66,63%	66,23%
EBITDA	8.293	10.003	11.504
<i>% inc.</i>		20,62%	15,01%
EBITDA/Ventas	19,45%	21,36%	21,43%
EBIT	8.113	9.877	11.273
<i>% inc.</i>		21,74%	14,13%
EBIT/Ventas	19,03%	21,09%	21,00%
Rdo. Neto del Ejercicio	5.365	6.354	7.171
<i>% inc.</i>		18,43%	12,86%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

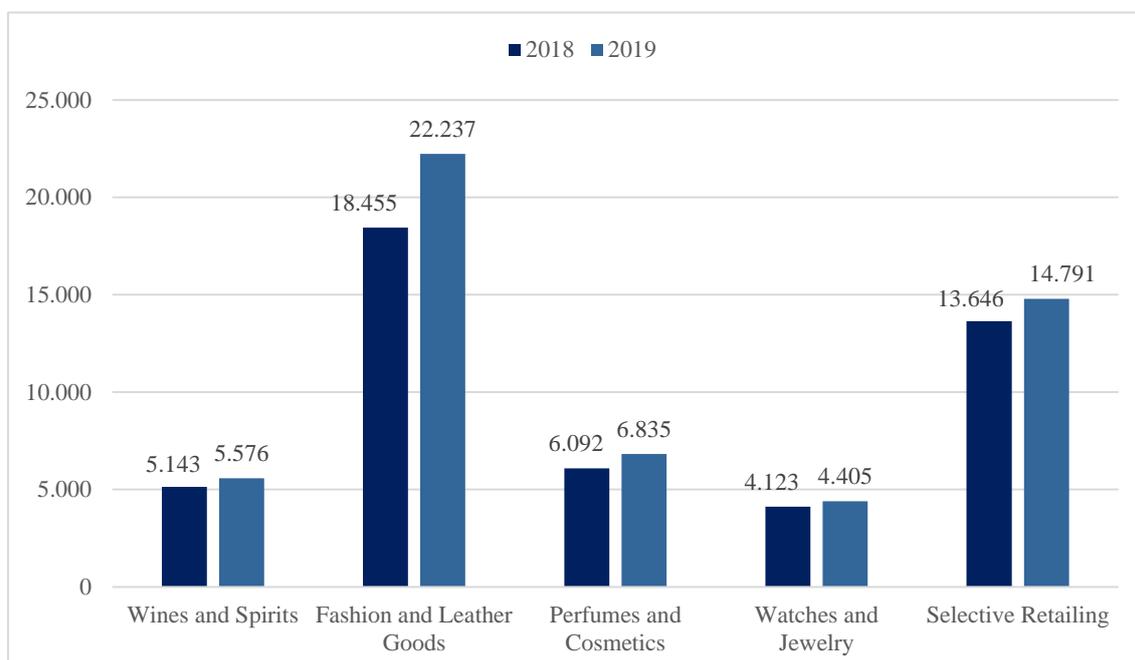
Como se puede observar en la tabla superior, las ventas del grupo en 2018 y 2019 fueron de 46.826 millones de euros, y de 53.670 millones de euros, respectivamente. Lo que supuso un incremento de 9,83% en 2018, y un 14,62% en las ventas de 2019. En el año 2018 ese nivel de cifras fue el más alto de la historia del grupo, que aumentó en 2019 logrando su mejor nivel de ventas. En este crecimiento en el que no está incluido el impacto de las fusiones y adquisiciones realizadas por la firma, destacó fundamentalmente la división de moda²⁰ en mayor medida, y la venta al por menor, en segundo lugar.

En el siguiente gráfico, se puede observar la descomposición de las ventas de este último año por sectores.

²⁰ La marca se refiere a esta división oficialmente como *Fashion and Leather Goods*.

Figura 8

Ventas (en millones de €) por divisiones del negocio LVMH²¹



Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Tal y como muestra el gráfico superior, la división por excelencia del grupo es “*Fashion and Leather Goods*” que supone un 39,41% en las ventas de 2018, y un 41,43% en 2019.

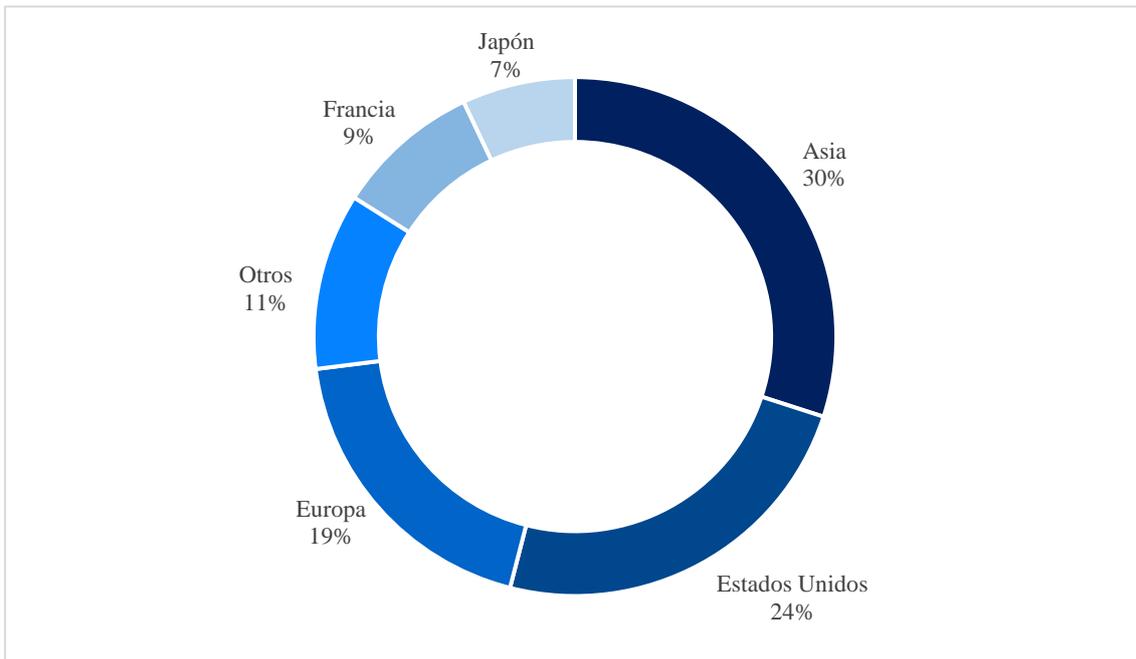
Además, debido a la expansión del grupo y a su modelo de negocio centrado en inversiones concretas, mezclando tradición y modernidad, han logrado alcanzar la cifra más alta de ventas este pasado 2019, logrando incrementar los ingresos en todas las divisiones del grupo.

Su expansión está directamente relacionada con el mercado asiático, que supone un 30% de sus ventas en el último ejercicio, el cual ha ido aumentando a lo largo de los años. El siguiente gráfico muestra un desglose de las ventas del grupo en el ejercicio de 2019 por áreas geográficas.

²¹ Hay una reducción por “Otras actividades y eliminaciones” correspondiente a 633 millones de euros, para alcanzar la suma de 46.826 millones de euros en 2018, y 174 millones de euros en 2019 por la misma cuenta.

Figura 9

Ventas de LVMH por región geográfica en 2019



Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Como se mencionaba anteriormente, el mercado asiático incluyendo Japón, supone un 37% del total de las ventas del grupo. Sin embargo, ante los nuevos acontecimientos acerca del brote del nuevo virus, el COVID-19, notificado por primera vez el 31 de diciembre de 2019 en Wuhan, China, está provocando graves consecuencias para la industria textil en la región. Esto se ve reflejado en el precio de la acción de la compañía, cuya cotización se situaba en 419,15 euros el 2 de enero de 2020, y ahora se encuentra en 370, 85 euros²² (Bloomberg, 2020).

El crecimiento del grupo francés se ve respaldado por el sólido modelo de negocio de la firma, así como por la apertura de nuevas tiendas²³ en todos los mercados. Hoy en día cuentan con 4.915 tiendas por todo el mundo, además de las nuevas adquisiciones de la

²² Cotización consultada el día 28 de febrero de 2020.

²³ En el Anexo 1 se puede ver un resumen de las tiendas de las que disponen actualmente, así como un total del crecimiento de éstas en los últimos tres años.

firma, entre ellas *Tiffany & Co.*, que esperan dotar al grupo de un mayor crecimiento a lo largo de los años.

5.2. Principales indicadores de *Tiffany & Co.*

La siguiente tabla muestra la evolución de los últimos tres ejercicios contables de la joyería estadounidense *Tiffany & Co.*

Figura 10

Principales indicadores de los últimos tres ejercicios de *Tiffany & Co.*

<i>*millones \$</i>	2017	2018	2019
Ventas	4.001,80	4.169,80	4.442,10
% inc.		4,20%	6,53%
Margen Bruto	2.499,00	2.610,70	2.811,00
% inc.		4,47%	7,67%
MB/Ventas	62,45%	62,61%	63,28%
EBITDA	746,40	809,40	790,30
% inc.		8,44%	-2,36%
EBITDA/Ventas	18,65%	19,41%	17,79%
EBIT	676,60	760,50	743,50
% inc.		12,40%	-2,24%
EBIT/Ventas	16,91%	18,24%	16,74%
Rdo. Neto del Ejercicio	446,10	370,10	586,40
% inc.		-17,04%	58,44%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (*Tiffany & Co.*, 2019)

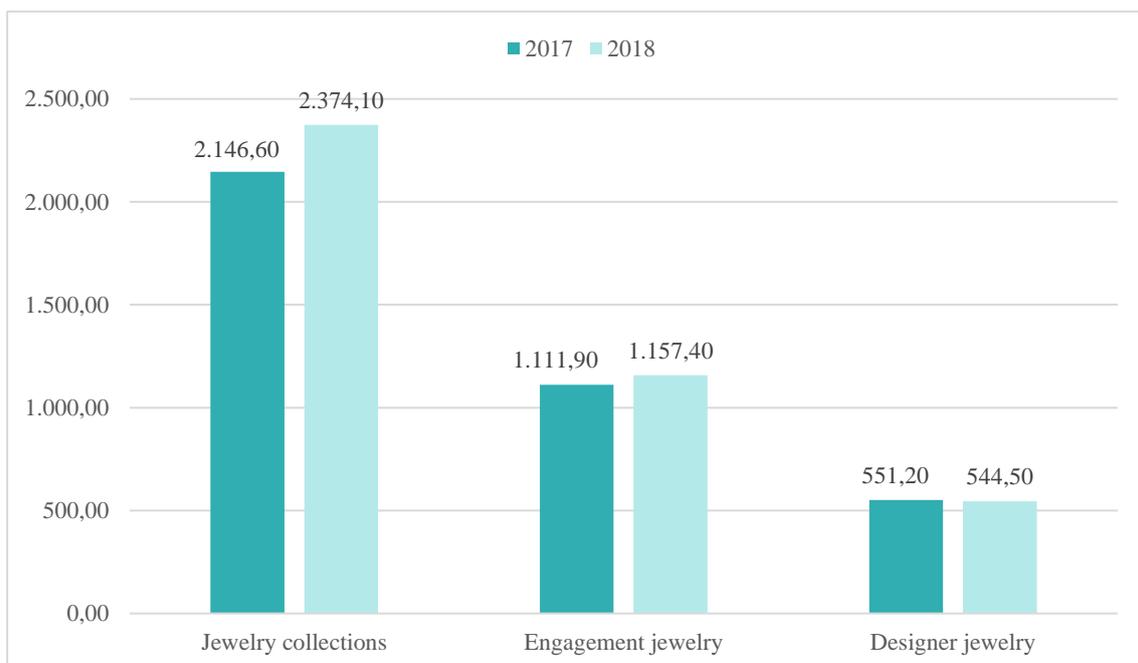
En la tabla superior se muestran los datos correspondientes a los últimos tres ejercicios contables de la marca estadounidense. En este caso, se observa como el incremento en sus principales estadísticos no es tan significativo como ocurría con el grupo LVMH. Sin embargo, si bien el EBITDA y el EBIT presentan incrementos negativos de 2,36% y 2,24%, respectivamente, el Resultado del Ejercicio muestra un crecimiento del 58,44% respecto al año anterior. Durante los últimos años, *Tiffany & Co.*, había visto reducido su

nivel de ventas²⁴, el cual se prevé aumentar tras su adquisición por LVMH. Además, en diciembre de 2019 *Tiffany* preveía un incremento de los ingresos en China, pese al debilitamiento de su economía, ya que estiman que los consumidores realizarán un mayor número de compras en el país que fuera de éste. Por otro lado, es un hecho que el sector de lujo depende en gran medida del mercado asiático, por lo que compañías como *Tiffany & Co.*, y LVMH se ven obligadas a renovar sus estrategias constantemente debido a la volatilidad del yuan (Mackenzie & Sutherland, 2019), además del ya mencionado nuevo contratiempo, el COVID-19.

El crecimiento de la compañía se puede observar en sus variadas divisiones, representado en la Figura siguiente.

Figura 11

Ventas (en millones de \$) por divisiones del negocio *Tiffany & Co.*²⁵



Fuente: elaboración propia. Referenciación (*Tiffany & Co.*, 2019)

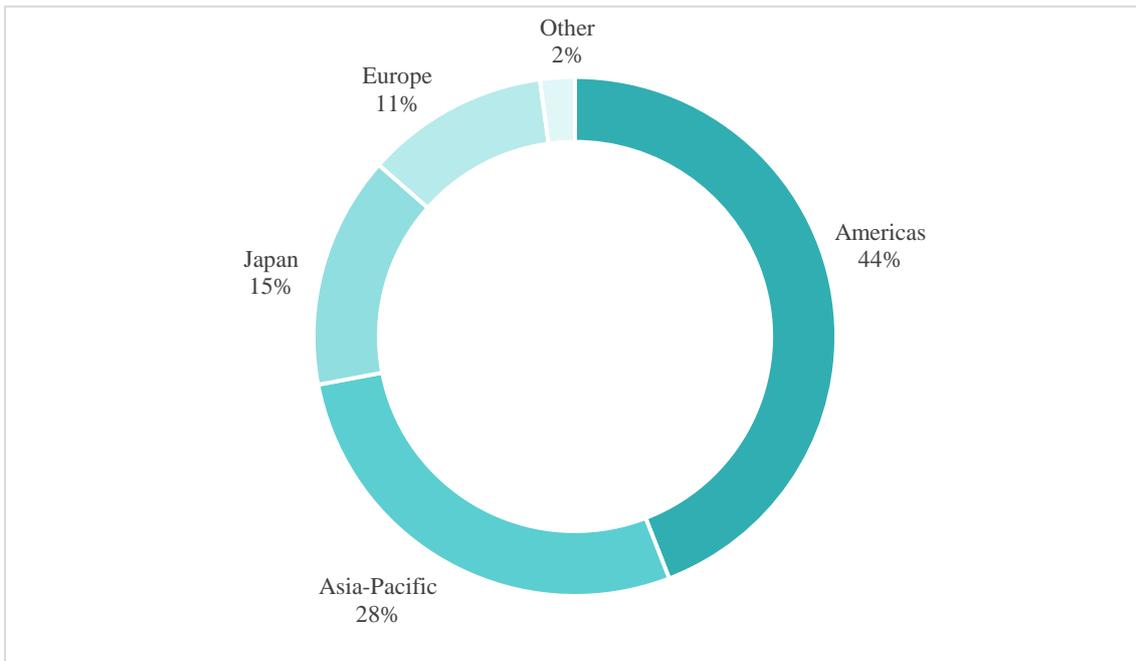
²⁴ En referencia a los años de éxito de la compañía.

²⁵ Los datos pertenecientes a este gráfico comprenden los años 2017 y 2018, ya que los datos del último ejercicio referentes a esta sección no se encuentran disponibles actualmente.

Su crecimiento, al igual que con el grupo francés, está relacionado con la expansión en el mercado asiático y el éxito de la industria de lujo en esta área geográfica. El siguiente gráfico muestra las ventas netas de la joyería estadounidense por regiones.

Figura 12

Ventas de *Tiffany & Co.*, por región geográfica en 2018



Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

Tiffany & Co., presenta su mayor porcentaje de ventas en Estados Unidos²⁶, por delante de sus ventas en Asia. Sin embargo, de acuerdo con su Informe de Cuentas Anuales de 2018, la compañía experimentó un crecimiento del 2% en el mercado asiático, el cual disminuyó de sus ventas locales y europeas (Tiffany & Co., 2019).

5.3. Evaluación de resultados de los principales indicadores

Como se observa en los gráficos superiores, ambas firmas presentan crecimientos en sus últimos ejercicios contables, aunque éste es predominante en las cuentas del grupo francés, lo cual es normal debido a su volumen y aglomeración de marcas de lujo.

²⁶ En el anexo 2 se presenta una tabla con las ventas de *Tiffany & Co.*

En cuanto al crecimiento por divisiones dentro del negocio, ambos experimentan crecimiento en todas ellas de una forma leve, siendo la división de “*Fashion and Leather Goods*” del grupo francés la más beneficiada de este incremento.

Si se observa las ventas por región, tanto LVMH como *Tiffany & Co.*, tienen una similar distribución por áreas geográficas, centrándose en el mercado asiático, y en el estadounidense, respectivamente. Todo ello debido a la expansión de la industria del lujo en Asia.

El leve crecimiento y los puntos fuertes de *Tiffany & Co.*, son un paso clave para la adquisición de ésta por LVMH, la cual pretende explotar al máximo la firma para lograr situar su volumen de ventas en un nivel superior, donde la firma esté, de nuevo junto con el resto de “casas” del grupo francés, a la cabeza del sector de joyería de lujo. Sin embargo, dada la situación actual del nuevo virus COVID-19, las previsiones de futuro de ambas compañías se ven amenazadas por las consecuencias de esta nueva pandemia, ya que, enfocadas ambas en el sector del lujo, sufrirán las negativas secuelas de la crisis.

6. VALORACIÓN Y PROYECCIONES DE LVMH

Entre los métodos de valoración que se mencionan al principio del presente trabajo se basan en el balance, métodos mixtos, en la cuenta de resultados y en el descuento de flujos de caja. A la hora de analizar LVMH, hay que tener en cuenta que el grupo francés es la matriz, es decir, de ella dependen el resto de las marcas adheridas a éste.

6.1. Proyección de los estados financieros

Con el objetivo de realizar un análisis de los flujos de caja venideros que va a generar la compañía se procederá a proyectar la Cuenta de Resultados de LVMH. Para ello se van a utilizar los datos históricos de los ejercicios de 2015 hasta 2020. Se van a plantear tres escenarios, pesimista, neutro y optimista, para estas proyecciones, pero dada la circunstancia ya mencionada en el punto anterior, se van a realizar las estimaciones en base a la situación actual, asumiendo un escenario neutral y de leve crecimiento como ha venido haciendo el grupo tras estos últimos años.

6.1.1. Proyección de la Cuenta de Resultados

6.1.1.1. Margen bruto

Las ventas se han estimado en función del número de tiendas del grupo francés. Para ello, se han proyectado el número de aperturas que va a llevar a cabo LVMH durante los próximos cinco años.

Figura 13

Proyección número de tiendas LVMH

						ESCENARIO NEUTRO				
<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Número Tiendas	3.860	3.948	4.374	4.592	4.915	5223	5551	5899	6269	6662
% inc.		2,28%	10,79%	4,98%	7,03%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%
Aperturas Netas		88	426	218	323	308	328	348	370	393

	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
<i>*en millones de €</i>	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Número Tiendas	5210	5470	5689	5860	5977	5223	5603	6067	6629	7310
% inc.	6,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	6,27%	7,27%	8,27%	9,27%	10,27%
Aperturas Netas	295	260	219	171	117	308	380	463	562	681

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Para realizar las estimaciones se ha asumido un promedio de la tasa de crecimiento de los ejercicios pasados, debido a que, si bien han aumentado el número de tiendas, de 2015 a 2016 el crecimiento fue muy leve, y lo mismo ocurre en los años 2017 y 2018. Sin embargo, no se ha optado por una tasa decreciente, ya que debido a la adquisición de *Tiffany & Co.*, LVMH pasará a incluir este número a su marca, y lo mismo ocurrirá con futuras adquisiciones²⁷. En cuanto al escenario pesimista, se ha optado por una tasa de

²⁷ Esta presunción se toma debido a las numerosas adquisiciones del grupo durante los últimos años.

decrecimiento en el número de aperturas de la firma, al contrario que con el escenario optimista, en el que la tasa de crecimiento es mucho mayor que en el primer escenario.

Las ventas de la compañía se han estimado según los datos obtenidos de las cuentas anuales del grupo LVMH.

Figura 14

Estimación de ventas de LVMH

*en millones de €	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	33.664	37.600	42.636	46.826	53.670	60.316	67.784	76.177	85.609	96.210
% inc.		11,69%	13,39%	9,83%	14,62%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%
Número Tiendas	3.860	3.948	4.374	4.592	4.915	5223	5551	5899	6269	6662
Aperturas Netas		88	426	218	323	308	328	348	370	393
Ventas Medias por tienda	8,72	9,52	9,75	10,20	10,92	11,55	12,21	12,91	13,66	14,44
% inc.		9,20%	2,35%	4,61%	7,08%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%

*en millones de €	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	58500	63473	68551	73692	78850	60316	68387	78223	90255	105041
% inc.	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	12,38%	13,38%	14,38%	15,38%	16,38%
Número Tiendas	5210	5470	5689	5860	5977	5223	5603	6067	6629	7310
Aperturas Netas	295	260	219	171	117	308	380	463	562	681
Ventas Medias por tienda	11,23	11,60	12,05	12,58	13,19	11,55	12,21	12,89	13,61	14,37
% inc.		3,33%	3,85%	4,37%	4,90%		5,70%	5,64%	5,59%	5,54%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Como se observa en la tabla superior, las ventas se han estimado con una tasa de crecimiento ponderada, ya que los datos proporcionados de los últimos cinco ejercicios contables eran crecientes, y debido al éxito del sector del lujo en mercados como el asiático, como se ha mencionado anteriormente, es una industria en auge. Por ello, la tasa es una ponderación de los últimos años, ya que se espera que, con la incorporación de nuevas firmas, como *Tiffany & Co.*, el grupo siga creciendo y expandiéndose como ha venido haciendo hasta hoy. Por otro lado, se ha calculado el promedio de las ventas medias por tienda, para ver el incremento que se produciría en éstas. Para el cálculo de los escenarios pesimista y optimista se ha llevado a cabo el mismo procedimiento, pero

variando la tasa de incremento de las ventas de la firma, siendo decreciente y creciente, respectivamente.

Para poder calcular el Margen Bruto del grupo francés, es necesario estimar los Costes de Ventas. Para ello, se han utilizado los Informes de Cuentas Anuales Consolidados de años anteriores.

Figura 15

Estimación del Margen Bruto de LVMH

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	35.664	37.600	42.636	46.826	53.670	60.316	67.784	76.177	85.609	96.210
% inc.		5,43%	13,39%	9,83%	14,62%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%
Coste de Ventas	-12.553	-13.039	-14.783	-15.625	-18.123	-19.887	-22.021	-24.605	-27.738	-31.547
% inc.		3,87%	13,38%	5,70%	15,99%	9,73%	10,73%	11,73%	12,73%	13,73%
Margen Bruto	23.111	24.561	27.853	31.201	35.547	40.429	45.763	51.572	57.872	64.663
MB/Ventas	64,80%	65,32%	65,33%	66,63%	66,23%	67,03%	67,51%	67,70%	67,60%	67,21%

<i>*en millones de €</i>	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	58500	63473	68551	73692	78850	60316	68387	78223	90255	105041
% inc.	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	12,38%	13,38%	14,38%	15,38%	16,38%
Coste de Ventas	-19887	-22021	-24605	-27738	-31547	-19887	-22021	-24605	-27738	-31547
% inc.	9,73%	10,73%	11,73%	12,73%	13,73%	9,73%	10,73%	11,73%	12,73%	13,73%
Margen Bruto	38613	41452	43946	45954	47304	40429	46366	53618	62517	73494
MB/Ventas	66,01%	65,31%	64,11%	62,36%	59,99%	67,03%	67,80%	68,55%	69,27%	69,97%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

El coste de ventas en la estimación del primer año, 2020, se ha calculado como la tasa ponderada del incremento de los ejercicios anteriores. Sin embargo, debido al aumento de la compañía, en vez de utilizar la misma tasa para el resto de los años estimados, se ha aumentado en un 1% cada año, ya que se puede observar como el coste de ventas de la compañía va aumentando en los últimos cinco años. En segundo lugar, se ha realizado una relación Margen Bruto/Ventas, para ver la proporción de este sobre las ventas anuales. En cuanto a los escenarios pesimista y optimista, se ha optado por utilizar la

misma tasa de coste de ventas del neutro, ya que cada escenario difiere en las ventas de la compañía.

6.1.1.2. EBITDA

Para estimar el EBITDA se va a realizar una proyección de los gastos de explotación. Estos están directamente relacionados con el volumen de producción del grupo, así como con el número de tiendas, por lo que han sido proyectados en función de estos.

Figura 16

Proyección de los gastos de explotación LVMH

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Gastos de Explotación	16493	17538	19557	21221	24071	26465	29230	32430	36142	40460
<i>% inc.</i>		6,34%	11,51%	8,51%	13,43%	9,95%	10,45%	10,95%	11,45%	11,95%
Ventas Medias por Tienda	8,72	9,52	9,75	10,20	10,92	11,55	12,21	12,91	13,66	14,44
Gastos Medios por Tienda	4,27	4,44	4,47	4,62	4,90	5,07	5,27	5,50	5,77	6,07
Gastos/Ventas	48,99%	46,64%	45,87%	45,32%	44,85%	43,88%	43,12%	42,57%	42,22%	42,05%
Tiendas Medias	3.860	3.948	4.374	4.592	4.915	5223	5551	5899	6269	6662

<i>*en millones de €</i>	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Gastos de Explotación	27304	30971	35130	39848	45200	26465	29098	31992	35174	38673
<i>% inc.</i>	13,43%	13,43%	13,43%	13,43%	13,43%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%	9,95%
Ventas Medias por Tienda	11,23	11,60	12,05	12,58	13,19	11,55	12,21	12,89	13,61	14,37
Gastos Medios por Tienda	5,24	5,66	6,17	6,80	7,56	5,07	5,19	5,27	5,31	5,29
Gastos/Ventas	46,67%	48,79%	51,25%	54,07%	57,32%	43,88%	42,55%	40,90%	38,97%	36,82%
Tiendas Medias	5210	5470	5689	5860	5977	5223	5603	6067	6629	7310

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Los gastos de explotación de la Cuenta de Resultados se han proyectado con una tasa de crecimiento constante del 0,5%, excepto el año 2020 que ha sido calculado con una ponderación de los años anteriores, debido a que, como se puede observar en la tabla anterior, los gastos van aumentando progresivamente cada año, por lo que tiene sentido estimar los gastos futuros con una tasa creciente y no la misma tasa en cada proyección. A la hora de realizar esta estimación, se han tenido en cuenta las ventas medias por tienda, para poder estimar adecuadamente los gastos. En cuanto a los otros dos escenarios, para

el pesimista se ha optado por mantener la tasa del último año, 13,43%. Sin embargo, para proyectar el escenario positivo, se ha asumido que el incremento de los gastos de explotación a cinco años vista se mantenía como el promedio de los últimos cinco años. Una vez proyectados los gastos de explotación del periodo correspondiente, se procede a estimar el EBITDA para los mismos años. Esto queda reflejado en la figura siguiente.

Figura 17

Proyección del EBITDA LVMH

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Margen Bruto	23.111	24.561	27.853	31.201	35.547	40.429	45.763	51.572	57.872	64.663
Otros Gastos Explotación	-13	3	-3	23	28					
Gastos de Explotación	-16493	-17538	-19557	-21221	-24071	-26465,3	-29230	-32429,7	-36141,8	-40459,6
EBITDA	6.605	7.026	8.293	10.003	11.504	13.963	16.533	19.143	21.730	24.204
EBITDA/Ventas	19,62%	18,69%	19,45%	21,36%	21,43%	23,15%	24,39%	25,13%	25,38%	25,16%
% inc. EBITDA		6,37%	18,03%	20,62%	15,01%	21,38%	18,40%	15,79%	13,52%	11,38%

<i>*en millones de €</i>	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Margen Bruto	38613	41452	43946	45954	47304	40429	46366	53618	62517	73494
Otros Gastos Explotación										
Gastos de Explotación	-27304	-30971	-35130	-39848	-45200	-26465	-29098	-31992	-35174	-38673
EBITDA	11310	10481	8816	6106	2104	13963	17268	21626	27343	34821
EBITDA/Ventas	19,33%	16,51%	12,86%	8,29%	2,67%	23,15%	25,25%	27,65%	30,30%	33,15%
% inc. EBITDA	-1,69%	-7,33%	-15,89%	-30,73%	-65,54%	21,38%	23,67%	25,24%	26,44%	27,35%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Como se puede observar, se produce un incremento del EBITDA progresivo. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones de los gastos y el Margen Bruto, los incrementos que se producen son cada vez más leves, siendo entre el 22% y el 11% en el escenario neutro.

6.1.1.3. EBIT

Para estimar las proyecciones sobre el EBIT del LVMH ha de tenerse en cuenta la Amortización y Depreciación de la empresa.

Figura 18

Proyección del EBIT LVMH

*en millones de €	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	6.605	7.026	8.293	10.003	11.504	13.963	16.533	19.143	21.730	24.204
Amortización y Depreciación	-221	-122	-180	-126	-231	-263,385	-300,31	-342,412	-390,417	-445,151
% inc.		-44,80%	47,54%	-30,00%	83,33%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%
EBIT	6.384	6.904	8.113	9.877	11.273	13.700	16.232	18.800	21.340	23.758
% inc.		8,15%	17,51%	21,74%	14,13%	21,53%	18,48%	15,82%	13,51%	11,33%
EBIT/Ventas	18,96%	18,36%	19,03%	21,09%	21,00%	22,71%	23,95%	24,68%	24,93%	24,69%

*en millones de €	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	11310	10481	8816	6106	2104	13963	17268	21626	27343	34821
Amortización y Depreciación	-266,81	-308,16	-355,92	-411,09	-474,81	-259,88	-292,36	-328,90	-370,02	-416,27
% inc.	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%
EBIT	11043	10173	8460	5695	1629	13704	16976	21297	26973	34405
% inc.	-2,04%	-7,88%	-16,84%	-32,68%	-71,39%	21,56%	23,88%	25,45%	26,65%	27,55%
EBIT/Ventas	18,88%	16,03%	12,34%	7,73%	2,07%	22,72%	24,82%	27,23%	29,89%	32,75%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

En este caso, como se ve reflejado en la tabla superior, los incrementos de la amortización de la compañía son muy dispares. Esto es debido a que la empresa ha realizado ventas de otras de sus marcas. Por ejemplo, la variación del 47,54% del año 2016 a 2017 corresponde a la venta de *Donna Karan International* al grupo americano *Apparel Group*.

Otro dato sorprendente es el incremento del año 2018 a 2019 en el escenario neutro, debido a la donación del grupo LVMH para la reconstrucción de la catedral de *Notre-Dame* de París, cuyo importe fue de 100 millones de euros. Además, según el informe los gastos de deterioro y amortización registrados corresponden principalmente a las marcas y al fondo de comercio.

Finalmente, se ha establecido una tasa de crecimiento del 14,02%, que corresponde al promedio de años anteriores. Este dato no puede ajustarse a la realidad, ya que la venta

de otras marcas, así como hechos no habituales como el incendio en la catedral de París, no pueden preverse con exactitud.

6.1.1.4. Resultado antes de Impuestos y Minoritarios

El resultado antes de Impuestos se ha calculado a través del Resultado Financiero de la compañía, reflejado en la siguiente tabla.

Figura 19

Proyección del Resultado Financiero LVMH

*en millones de €	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	6.384	6.904	8.113	9.877	11.273	13.700	16.232	18.800	21.340	23.758
Resultado Financiero	-414	-432	-59	-388	-559	-556,76	-554,54	-552,32	-550,11	-547,91
% inc.		-0,25%	-0,03%	-11,15%	-0,37%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Rdo. Antes de Impuestos	5.970	6.472	8.054	9.489	10.714	13.143	15.678	18.248	20.790	23.211
% inc.		0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%

*en millones de €	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	11043	10173	8460	5695	1629	13704	16976	21297	26973	34405
Resultado Financiero	-561	-563	-566	-568	-570	-561	-559	-557	-555	-552
% inc.	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Rdo. Antes de Impuestos	10482	9609	7894	5127	1059	13142	16417	20740	26419	33853
% inc.	-2,2%	-8,3%	-17,8%	-35,1%	-79,3%	22,7%	24,9%	26,3%	27,4%	28,1%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Se ha optado por una tasa de decrecimiento de 0,4%, ya que se prevé que, al asumir la expansión de la firma, sus deudas financieras van a aumentar también, como por ejemplo la concesión de un préstamo para adquirir parte de *Tiffany & Co.* Por otro lado, hay un dato relevante en la tabla superior perteneciente al año 2018, en el que se produce una disminución del Resultado Financiero en un 11,15%, siendo los anteriores no superiores al 0,4%. Según el informe de las cuentas anuales de la compañía, esta reducción tan significativa corresponde al asiento *Ajuste del valor razonable de los activos financieros disponibles para la venta.*

6.1.1.5. Resultado Neto

Por último, se va a hacer una proyección del Resultado Neto de LVMH para finalizar con las estimaciones de la cuenta de resultados.

Para calcular los impuestos sobre el beneficio se ha tenido en cuenta el porcentaje establecido en años anteriores, así como las notas sobre ellos, donde establecen un porcentaje del 27% sobre impuestos. Para el cálculo de los impuestos minoritarios se ha llevado a cabo la misma práctica. El Resultado Neto en el escenario neutro, por tanto, muestra un incremento de entre el 2% y 1% anual.

Con el fin de estimar las proyecciones del Beneficio Por Acción (BPA) se ha tenido en cuenta las acciones sobre las que se ha realizado el cálculo en años anteriores, y observando el porcentaje de incremento anualmente, siendo este de un 20%. Por tanto, se ha proyectado un incremento del 20% en los años estimados de las acciones, produciéndose incrementos desde un 3,97% a un 8,75% en el primer escenario.

Figura 20

Proyección del Resultado Neto LVMH

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Rdo. Antes de Impuestos	5.970	6.472	8.054	9.489	10.714	13.143	15.678	18.248	20.790	23.211
<i>% impuestos</i>	33%	33%	27%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Impuestos sobre el Beneficio	-1.969	-2.109	-2.214	-2.499	-2.932	-3596,8	-4290,43	-4993,72	-5689,28	-6351,81
Rdo. Antes de Minoritarios	4.001	4.363	5.840	6.990	7.782	9.546	11.387	13.254	15.100	16.859
<i>% impuestos</i>	11%	9%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Impuestos Minoritarios	-428	-382	-475	-636	-611	-749,54	-894,08	-1040,64	-1185,59	-1323,66
RESULTADO NETO	3.573	3.981	5.365	6.354	7.171	8.797	10.493	12.213	13.915	15.535
<i>% inc.</i>		0,03%	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
N.º Acciones	502	503	502	503	504	505	506	507	508	509
<i>% inc.</i>		0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
BPA	7,11	7,92	10,68	12,64	14,23	17,43	20,74	24,10	27,40	30,53
<i>% inc.</i>		16%	17%	11%	9%	9%	7%	6%	5%	4%

	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<i>*en millones de €</i>										
Rdo. Antes de Impuestos	10482	9609	7894	5127	1059	13142	16417	20740	26419	33853
% impuestos	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Impuestos sobre el Beneficio	-2830	-2595	-2131	-1384	-286	-3548	-4433	-5600	-7133	-9140
Rdo. Antes de Minoritarios	7652	7015	5763	3743	773	9594	11984	15140	19286	24713
% impuestos	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Impuestos Minoritarios	-612	-561	-461	-299	-62	-768	-959	-1211	-1543	-1977
RESULTADO NETO	7040	6454	5302	3443	711	8826	11026	13929	17743	22736
% inc.	-2%	-8%	-18%	-35%	-79%	23%	25%	26%	27%	28%
N.º Acciones	505	506	507	508	509	505	506	507	508	509
% inc.	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
BPA	13,94	12,76	10,46	6,78	1,40	17,48	21,80	27,48	34,94	44,68
% inc.	-2%	-9%	-18%	-35%	-79%	23%	25%	26%	27%	28%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

6.2. Valoración LVMH

En este apartado, se procederá a valorar la firma LVMH con los métodos explicados en el primer capítulo de este trabajo. En concreto, debido a los numerosos métodos explicados, se emplearán el Descuento de Flujos de Caja y la Valoración por Múltiplos. Finalmente, se realizará un análisis de los resultados obtenidos, así como su representación en gráficos para lograr determinar un valor objetivo, todo ello, basándonos en las estimaciones obtenidas en escenario neutro de las proyecciones anteriores.

6.2.1. Valoración por Descuento de Flujos de Caja

A continuación, se realiza un análisis por Descuento de Flujos de Caja Libres, donde se exponen los resultados obtenidos, así como sus principales conclusiones.

6.2.1.1. Coste de los Recursos Propios

El coste de los recursos propios se ha estimado en función de la rentabilidad exigida a los accionistas del grupo francés, LVMH. Dicho cálculo se ha realizado a través de la fórmula del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que, como se ha explicado en el capítulo uno, permite estimar la rentabilidad esperada de un activo financiero en función de su riesgo

sistemático (Damodaran, 1996). Dicho riesgo sistemático se mide a través de la beta, cuya función es medir la sensibilidad de la rentabilidad de una acción o cartera a los movimientos del mercado. En este caso, la beta ha sido calculada utilizando los datos históricos de los últimos cinco años tanto de LVMH como del NYSE, dividiendo la covarianza de los datos de los últimos tres meses de LVMH entre su varianza, obteniéndose una beta de 0,87. Por otro lado, la rentabilidad anual del índice NYSE²⁸ se sitúa en un 5,99%. Para este cálculo es necesario también la rentabilidad de los activos sin riesgo, para el cual se utilizará la rentabilidad del bono alemán de 10 años, que se sitúa en un -0,545% a 14 de marzo de 2020. El cálculo queda reflejado en la siguiente tabla.

Figura 21
Coste de los Recursos Propios LVMH

Rentabilidad Bono Alemán	-0,545%
Rentabilidad de Mercado	5,99%
Beta apalancada	0,87
Coste Recursos Propios (Ke)	5,14%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

6.2.1.2. Coste de la Deuda

Para estimar el coste de la deuda de LVMH, se ha dividido el resultado financiero del periodo en cuestión entre la deuda financiera total. Además, se ha incorporado el efecto del ahorro fiscal. El cálculo queda resumido en la tabla a continuación.

²⁸ Se han tomado los datos históricos de los últimos cinco años, hasta diciembre de 2019.

Figura 22
Coste efectivo de la deuda LVMH

<i>*millones €</i>	
DF no corriente	5.101
DF Corriente	22.623
Otros Pasivos Financieros	16.233
Otros Pasivos a Largo Plazo	14.185
Deuda Financiera	58.142
Resultado Financiero	559
Coste de la Deuda	0,96%
Tipo Impositivo	27,00%
Coste efectivo de la Deuda (Kd)	0,70%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

6.2.1.3. Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Dada la fórmula del cálculo del WACC explicada en los primeros capítulos, su cálculo queda reflejado en la tabla a continuación.

Figura 23
Cálculo del WACC LVMH

Ke	5,14%
Kd	0,70%
% Recursos Propios	39,75%
% Recursos Ajenos	60,25%
WACC	2,47%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Por tanto, la tasa del WACC 2,47% es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja de LVMH.

6.2.1.4. Flujos de Caja Libres y Valor Terminal

De acuerdo con los criterios explicados en el marco teórico del presente trabajo, se ha procedido al cálculo de los Flujos de Caja Libres y del Valor Terminal del grupo LVMH.

La variación de las Necesidades Operativas de Financiación (NOF) se han calculado en base a su incremento respecto a los últimos cinco años. Por otro lado, en cuanto al CAPEX, se ha empleado el mismo procedimiento, obteniéndose los resultados reflejados en la siguiente tabla. Para ello, se han empleado los datos obtenidos en el escenario neutro, de los tres previamente proyectados.

Figura 24

Descuento de Flujos de Caja Libres y Valor Terminal LVMH

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT (1-t)	6.384	6.904	8.113	9.877	11.273	13.700	16.232	18.800	21.340	23.758
Depreciación y Amortización	-221	-122	-180	-126	-231	-263	-300	-342	-390	-445
Var. NOF	-429	-512	-514	-1.087	-1.154	-1212	-1272	-1336	-1403	-1473
CAPEX	-1.955	-2.265	-2.276	-3.038	-3.294	-3623	-3986	-4384	-4823	-5305
FLUJOS DE CAJA LIBRES	3.779	4.005	5.143	5.626	6.594	8.602	10.674	12.738	14.724	16.535
VALOR TERMINAL	102.352,03									
ENTERPRISE VALUE	160.750,42									
EQUITY VALUE	160.164,42	317,79	€/acción							

g	2%
WACC	2,47%
DF NETA	586

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

El valor terminal ha sido calculado mediante el último flujo de caja estimado, con una tasa de crecimiento a perpetuidad de un 2%. Tras descontar los flujos de caja a la tasa de descuento WACC de 2,47%, se ha obtenido un resultado del Valor del Negocio o *Enterprise Value*, de 160.750,42 millones de euros. En cuanto al cálculo del valor de los recursos propios, o *Equity Value*, se ha descontado la Deuda Financiera Neta de 586 millones de euros, obteniendo un resultado de 160.164,42 millones de euros, equivalente a 317,79 euros por acción.²⁹

6.2.2. Valoración Relativa

En este apartado del trabajo se utilizarán múltiplos de cotización de firmas comparables, con el objetivo de compararlos con los del grupo LVMH. Para ello, se va a emplear la media de la muestra para determinar si la compañía está infra o sobrevalorada.

6.2.2.1. Muestra de compañías comparables

La muestra de empresas comparables está formada por las siguientes compañías, competidores directos del grupo LVMH. El fin es hallar un rango de múltiplos y la media del sector para proceder a analizar el grupo francés. Teniendo en cuenta el sector de lujo y el tamaño de LVMH, las únicas compañías que encajan en este perfil son *Richemont* y *Kering*, las cuales se detallan brevemente a continuación.

Richemont nació en 1988 y es un grupo compuesto por varias de las principales empresas del mundo del sector de lujo, al igual que LVMH. Se centra especialmente en la joyería, los relojes e instrumentos de escritura. Varias de las marcas que acoge *Richemont* son *Cartier*, *Van Cleef & Arpels*, *Panerai*, *Montblanc*, *Dunhill* y *Chloé*. En el pasado 2019, el grupo alcanzó una cifra de ventas de 13.989 millones de euros, a diferencia de LVMH que registró 53.670 millones de euros. Al igual que ocurre con LVMH, las zonas geográficas con más alcance del grupo son el mercado asiático y el europeo (*Richemont*, 2019).

²⁹ Las proyecciones observadas en los apartados anteriores se pueden consultar en una tabla completa en el Anexo.

Kering también es un grupo de lujo global nacida en Francia en 1963. Entre sus renombradas “casas” de moda se encuentran *Gucci*, *Saint Laurent*, *Bottega*, *Balenciaga*, *Alexander McQueen*, *Pomellato*, entre otras. Al igual que *Richemont* y LVMH, están especializados en artículos de moda, artículos de cuero, joyas y relojes. En 2019 este grupo alcanzó una cifra de ventas de 15.884 millones de euros, similar a su competidor *Richemont* (Kering, 2019).

6.2.2.2. Múltiplos del Sector

Los múltiplos que se van a emplear para comparar posteriormente con el grupo francés son los siguientes:

- EV/EBITDA
- EV/EBIT
- PER

Para ello, se han consultado las cuentas anuales consolidadas de *Richemont* y *Kering* del 2019. Además, se ha incluido para ese año el promedio, donde se ha tenido en cuenta la capitalización bursátil de cada compañía para evitar el efecto del tamaño de cada una de ellas. El porcentaje sobre el total de cada compañía según su capitalización bursátil es el siguiente:

Figura 25

Capitalización bursátil empresas comparables

*en millones	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL			Beneficio Neto	EBITDA	EBIT	EV
	Moneda Local	EUR	Ponderación	2019	2019	2019	2019
Kering		59.149	66,38%	2.208	6.024	4.778	61.610
Richemont	31.719 CHF	29.961	33,62%	2.787	8.645	3.168	31.520
TOTAL		89.110	100%				

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

Finalmente se han obtenido los siguientes resultados:

Figura 26

Múltiplos empresas comparables

<i>*en veces</i>	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	PER
Kering	10,23	12,89	26,90
Richemont	3,65	9,95	20,01
Promedio	8,01	11,90	24,58

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

6.2.2.3. Múltiplos de LVMH

Al igual que con los múltiplos de *Kering* y *Richemont*, se han calculado en base a las cuentas anuales de 2019 del grupo LVMH y de la plataforma *Bloomberg*. Tras su cálculo, se procederá a analizar si la empresa se encuentra infra o sobrevalorada por el mercado.

Figura 27

Múltiplos LVMH

<i>*en veces</i>	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	PER
LVMH	13,96	14,25	24,67
Promedio Sector	8,01	11,90	24,58

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019)

Como se puede observar en la tabla anterior, los múltiplos del grupo francés están por encima del promedio del sector. No obstante, hay que tener en cuenta el tamaño superior de este frente a sus competidores, por lo que un PER elevado no constituye ninguna señal de alarma si tenemos en cuenta el crecimiento de su beneficio neto cada año. Ello es debido a que LVMH siempre ha mantenido cifras mucho más elevadas que sus competidores, y a las buenas previsiones de crecimiento de la empresa.

7. VALORACIÓN Y PROYECCIONES DE *TIFFANY & CO.*

Al igual que con el grupo LVMH, se va a llevar a cabo el mismo procedimiento con la joyería *Tiffany & Co.* Para ello, se va a utilizar principalmente las cuentas anuales de los últimos cinco años.

7.1. Proyección de los estados financieros

Con el objetivo de realizar el análisis de la valoración de la firma, en primer lugar, se van a realizar las proyecciones de la Cuenta de Resultados a cinco años vista. Para ello, como se ha mencionado, se emplearán las Cuentas Anuales de los últimos cinco años.

7.1.1. Proyección de la Cuenta de Resultados

7.1.1.1. Margen Bruto

En primer lugar, al igual que con el grupo francés, se van a estimar las ventas en función del número de tiendas de *Tiffany* en tres escenarios; neutro, pesimista y optimista. Para ello, se han realizado proyecciones sobre el número de aperturas que va a llevar a cabo en los próximos años.

Figura 28

Proyección número de tiendas *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Número Tiendas	295	307	313	315	321	321	323	326	329	332
% inc.		4,07%	1,95%	0,64%	1,90%	0,00%	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%
Aperturas Netas		12	6	2	6	0	2	3	3	3

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Número Tiendas	321	322	323	323	324	323	326	329	334	339
% inc.	0,00%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%	1,00%	1,00%	1,50%	1,50%
Aperturas Netas	0	1	1	1	1	2	3	3	5	5

Fuente: elaboración propia. Referenciación (*Tiffany & Co.*, 2019)

En este caso, para realizar las estimaciones se ha asumido que el primer año el incremento sea del 0%, en los tres casos. Esto es debido a la posible crisis debido a las consecuencias negativas del COVID-19 en los mercados, y, por otra parte, podría deberse a que, debido a la adquisición, LVMH reestructurase la estrategia durante el primer año, evaluando los siguientes pasos para la joyería. En los años siguientes, se ha establecido un crecimiento del 0,5% en el escenario neutro, y posteriormente un incremento fijo del 1%, ya que, durante los últimos años, el incremento de aperturas se situaba, de media, en un 1,5%. En cuanto al escenario pesimista se ha optado por una tasa del 0,25% en el resto de los años, y un 1% para el escenario optimista.

Por tanto, las ventas de la compañía se han estimado según los datos de los estados financieros de *Tiffany & Co.*

Figura 29

Estimación de ventas de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	4.249,9	4.104,9	4.001,8	4.169,8	4.442,1	4.708,6	4.991,1	5.290,6	5.608,0	5.944,5
% inc.		-3,41%	-2,51%	4,20%	6,53%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Número Tiendas	295	307	313	315	321	321	323	326	329	332
Aperturas Netas		12	6	2	6	308	328	348	370	393
Ventas Medias por tienda	14,41	13,37	12,79	13,24	13,84	14,67	15,47	16,24	17,04	17,88
% inc.		-7,19%	-4,38%	3,54%	4,54%	6,00%	5,47%	4,95%	4,95%	4,95%

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ventas	4.708,6	4.967,6	5.216,0	5.450,7	5.668,7	4.708,6	5.014,7	5.365,7	5.768,1	6.229,6
% inc.	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%	4,00%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,00%
Número Tiendas	321	322	323	323	324	323	326	329	334	339
Aperturas Netas	0	1	1	1	1	2	3	3	5	5
Ventas Medias por tienda	14,67	15,44	16,17	16,85	17,48	14,60	15,39	16,30	17,27	18,37
% inc.	83,03%	76,82%	73,14%	68,54%	63,04%	75,73%	79,48%	91,43%	96,38%	110,59%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

Como se puede apreciar en la tabla superior, el crecimiento de las ventas se ha estimado con una tasa del 6% en el escenario neutro, ya que se estima un crecimiento al formar parte, a partir de este año, del grupo francés LVMH. Se podría considerar adecuada ya

que, si bien el número de tiendas se puede ver reducido, las ventas serán menores, pero continuarán creciendo. Esto es debido a que la crisis no afectará de igual a toda la población, y considerando el público objetivo de ambas compañías; aquella parte con una renta elevada, no se estima un decrecimiento importante.

Por otro lado, para estimar el Margen Bruto de la firma, es necesario calcular los Costes de Ventas, en primer lugar.

Figura 30

Estimación del Margen Bruto de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	4.249,9	4.104,9	4.001,8	4.169,8	4.442,1	4.708,6	4.991,1	5.290,6	5.608,0	5.944,5
% inc.		-3,41%	-2,51%	4,20%	6,53%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Coste de Ventas	-1.712,7	-1.613,6	-1.502,8	-1.559,1	-1.631,1	-1.613,6	-1.612,4	-1.627,4	-1.658,8	-1.707,4
% inc.		-5,79%	-6,87%	3,75%	4,62%	-1,07%	-0,07%	0,93%	1,93%	2,93%
Margen Bruto	2.537,2	2.491,3	2.499,0	2.610,7	2.811,0	3.095,0	3.378,7	3.663,2	3.949,3	4.237,2
MB/Ventas	59,70%	60,69%	62,45%	62,61%	63,28%	65,73%	67,69%	69,24%	70,42%	71,28%

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ventas	4.708,6	4.967,6	5.216,0	5.450,7	5.668,7	4.708,6	5.014,7	5.365,7	5.768,1	6.229,6
% inc.	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%	4,00%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,00%
Coste de Ventas	-1.615,2	-1.615,6	-1.632,1	-1.665,2	-1.715,5	-1.615,2	-1.615,6	-1.632,1	-1.665,2	-1.715,5
% inc.	-0,98%	0,02%	1,02%	2,02%	3,02%	-0,98%	0,02%	1,02%	2,02%	3,02%
Margen Bruto	3.093,4	3.352,0	3.583,9	3.785,5	3.953,2	3.093,4	3.399,1	3.733,6	4.103,0	4.514,1
MB/Ventas	66%	67%	69%	69%	70%	66%	68%	70%	71%	72%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

En este caso, en el escenario neutro, el coste de ventas se ha proyectado como un promedio de los años anteriores en 2019, sin embargo, para el resto de los años, se ha incrementado esta tasa en un 1%, ya que se estima que debido a la posible reestructuración de la marca los costes vayan a aumentar los primeros años. Por otro lado, se ha realizado la relación Margen Bruto/Ventas para observar la proporción sobre las ventas anuales, siendo este alrededor del 65%.

7.1.1.2. EBITDA

Como se ha realizado previamente con los datos de LVMH, para estimar el EBITDA de *Tiffany & Co.*, se va a estimar los gastos de explotación de 2020 a 2024. Estos gastos, están directamente relacionados con el volumen de producción del grupo, al igual que el número de tiendas, por lo que serán proyectados en función de estas.

Figura 31

Proyección Gastos Explotación de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Gastos de Explotación	1.645,80	1.731,20	1.752,60	1.801,30	2.020,70	2129	2243	2362	2489	2622
% inc.		5,19%	1,24%	2,78%	12,18%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Ventas Medias por Tienda	14,41	13,37	12,79	13,24	13,84	14,67	15,47	16,24	17,04	17,88
Gastos Medios por Tienda	5,58	5,64	5,60	5,72	6,30	6,63	6,95	7,25	7,56	7,89
Gastos/Ventas	38,73%	42,17%	43,80%	43,20%	45,49%	45,21%	44,93%	44,65%	44,38%	44,10%
Tiendas Medias	295	307	313	315	321	321	323	326	329	332

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Gastos de Explotación	2132,72	2261,60	2409,59	2579,31	2773,87	2132,72	2250,94	2375,72	2507,41	2646,41
% inc.	5,54%	6,04%	6,54%	7,04%	7,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Ventas Medias por Tienda	14,67	15,44	16,17	16,85	17,48	14,60	15,39	16,30	17,27	18,37
Gastos Medios por Tienda	6,64	7,03	7,47	7,98	8,56	6,61	6,91	7,22	7,51	7,81
Gastos/Ventas	45,29%	45,53%	46,20%	47,32%	48,93%	45,29%	44,89%	44,28%	43,47%	42,48%
Tiendas Medias	321	322	323	323	324	323	326	329	334	339

Fuente: elaboración propia. Referenciación (*Tiffany & Co.*, 2019)

En este caso, los gastos de explotación de la Cuenta de Resultados se han estimado con una tasa de crecimiento del 5,35%, cuyo cálculo se ha realizado como una ponderación de los años anteriores. Se ha tomado dicha tasa ya que se estima un incremento en los gastos por las mismas causas mencionadas en los apartados anteriores. En primer lugar, por la reestructuración de la estrategia de la compañía, y, en segundo, por la posible crisis y leve incremento de las ventas de ésta.

Una vez proyectados los gastos de explotación, se procede a estimar el EBITDA para los años consecutivos. Esto queda reflejado en la tabla a continuación.

Figura 32

Proyección del EBITDA de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Margen Bruto	2.537	2.491	2.499	2.611	2.811	3.095	3.379	3.663	3.949	4.237
Gastos de Explotación	-1645,8	-1731,2	-1752,6	-1801,3	-2020,7	-2128,7	-2242,5	-2362,4	-2488,7	-2621,8
EBITDA	891,4	760,1	746,4	809,4	790,3	966	1.136	1.301	1.461	1.615
EBITDA/Ventas	20,97%	18,52%	18,65%	19,41%	17,79%	20,52%	22,76%	24,59%	26,04%	27,17%
% inc. EBITDA		-14,73%	-1,80%	8,44%	-2,36%	22,27%	17,58%	14,49%	12,28%	10,60%

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Margen Bruto	3.093,4	3.352,0	3.583,9	3.785,5	3.953,2	3.093,4	3.399,1	3.733,6	4.103,0	4.514,1
Gastos de Explotación	-2.132,7	-2.261,6	-2.409,6	-2.579,3	-2.773,9	-2.132,7	-2.250,9	-2.375,7	-2.507,4	-2.646,4
EBITDA	960,7	1.090,4	1.174,3	1.206,2	1.179,3	960,7	1.148,2	1.357,9	1.595,6	1.867,7
EBITDA/Ventas	20%	22%	23%	22%	21%	20%	23%	25%	28%	30%
% inc. EBITDA	22%	13%	8%	3%	-2%	22%	20%	18%	18%	17%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

Como se puede observar, para el escenario neutro se ha mantenido una ratio de EBITDA y ventas de entre un 20 y un 27%, logrando aumentar dicho parámetro en alrededor de un 15%. En cuanto al escenario pesimista y optimista, la ratio EBITDA/Ventas se sitúa en un 22 y un 25%, respectivamente.

7.1.1.3. EBIT

Para el cálculo de las proyecciones del EBIT, se han estimado previamente las amortizaciones y depreciaciones, manteniendo una tasa de incremento de 10,68% en los tres escenarios previstos, siendo ésta el promedio de los años anteriores.

Figura 33

Proyección del EBIT de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA	891	760	746	809	790	966	1.136	1.301	1.461	1.615
Amortización y Depreciación	-62,9	-50,2	-46	-42	-39,7	-35,5	-31,7	-28,3	-25,3	-22,6
% inc.		-20,19%	-8,37%	-8,70%	-5,48%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%
EBIT	828,5	709,9	700,4	767,4	750,6	931	1.104	1.273	1.435	1.593
% inc.		-14,32%	-1,34%	9,57%	-2,19%	24,01%	18,66%	15,21%	12,79%	10,98%
EBIT/Ventas	19,49%	17,29%	17,50%	18,40%	16,90%	19,77%	22,13%	24,05%	25,59%	26,80%

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	960,7	1.090,4	1.174,3	1.206,2	1.179,3	960,7	1.148,2	1.357,9	1.595,6	1.867,7
Amortización y Depreciación	-35,46	-31,67	-28,29	-25,27	-22,57	-35,46	-31,67	-28,29	-25,27	-22,57
% inc.	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%	-10,68%
EBIT	925,27	1.058,75	1.145,98	1.180,96	1.156,76	925,27	1.116,50	1.329,58	1.570,30	1.845,09
% inc.	23%	14%	8%	3%	-2%	23%	21%	19%	18%	17%
EBIT/Ventas	20%	21%	22%	22%	20%	20%	22%	25%	27%	30%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)³⁰

7.1.1.4. Resultado antes de Impuestos

El resultado financiero se ha proyectado con una tasa constante del 5% para el escenario neutro, pesimista y optimista, como se muestra a continuación.

³⁰ En el anexo se puede encontrar el conjunto de proyecciones de *Tiffany & Co.*

Figura 34

Proyección del Resultado Financiero de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	828,5	709,9	700,4	767,4	750,6	930,8	1.104,5	1.272,5	1.435,3	1.592,9
Resultado Financiero	-91	-1,2	-23,8	-6,9	-7,1	-6,75	-6,41	-6,09	-5,78	-5,49
% inc.		0%	-1653%	-1%	-15%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Rdo. Antes de Impuestos	737,5	708,7	676,6	760,5	743,5	924,1	1.098,1	1.266,4	1.429,5	1.587,4
% inc.		0,13%	0,13%	0,17%	0,13%	0,17%	0,13%	0,11%	0,09%	0,08%

*en millones de \$	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	925,3	1.058,7	1.146,0	1.181,0	1.156,8	925,3	1.116,5	1.329,6	1.570,3	1.845,1
Resultado Financiero	-6,75	-6,41	-6,09	-5,78	-5,49	-6,75	-6,41	-6,09	-5,78	-5,49
% inc.	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Rdo. Antes de Impuestos	918,5	1.052,3	1.139,9	1.175,2	1.151,3	918,5	1.110,1	1.323,5	1.564,5	1.839,6
% inc.	24%	15%	8%	3%	-2%	24%	21%	19%	18%	18%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

7.1.1.5. Resultado Neto

Para el cálculo del Resultado Neto, los impuestos se han fijado con un porcentaje del 21% sobre el resultado antes de impuestos, tal y como señala en las cuentas anuales de la compañía, siendo este la cifra a aplicar en los tres escenarios estudiados.

Por otro lado, a diferencia con LVMH, se ha tenido en cuenta el Beneficio por Acción de las acciones básicas y las diluidas, debido a tal diferencia en las cuentas anuales de la joyería.

Como se puede observar en las tablas siguientes, el crecimiento del Resultado Neto previsto para los próximos cinco años es acorde con el crecimiento histórico de la compañía, aunque más elevado, debido a la adquisición de esta por parte de LVMH.

Figura 35

Proyección del Resultado Neto de *Tiffany & Co.*

<i>*en millones de \$</i>	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Rdo. Antes de Impuestos	738	709	677	761	744	924	1.098	1.266	1.430	1.587
% impuestos	-34%	-35%	-34%	-51%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
Impuestos sobre el Beneficio	-253	-246	-231	-390	-157	-195,26	-232,02	-267,59	-302,05	-335,41
RESULTADO NETO	484,2	462,7	446,1	370,1	586,4	728,8	866,1	998,8	1.127,5	1.252,0
% inc.		0,20%	0,21%	0,19%	0,43%	0,21%	0,16%	0,13%	0,11%	0,10%
N.º Acciones Básicas	129	129	125	125	123	124	125	126	127	128
% inc.		0,77%	0,76%	0,80%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
N.º Acciones Diluidas	130	129	126	125	124	124	125	126	127	128
% inc.		0,77%	0,75%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
BPA Básicas	3,75	3,60	3,57	2,97	4,77	5,88	6,94	7,94	8,89	9,79
% inc.		25,62%	27,55%	23,38%	53,99%	25,84%	20,04%	16,50%	14,11%	12,39%
BPA Diluidas	3,73	3,58	3,55	2,96	4,75	5,86	6,90	7,90	8,85	9,75
% inc.		25,79%	27,67%	23,41%	54,25%	25,97%	20,14%	16,58%	14,18%	12,45%

<i>*en millones de \$</i>	ESCENARIO PESIMISTA					ESCENARIO OPTIMISTA				
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Rdo. Antes de Impuestos	917,8	1.050,9	1.137,8	1.172,3	1.147,7	917,8	1.108,7	1.321,4	1.561,7	1.836,0
% impuestos	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
Impuestos sobre el Beneficio	-192,7	-220,7	-238,9	-246,2	-241,0	-192,7	-232,8	-277,5	-327,9	-385,6
RESULTADO NETO	725,1	830,2	898,8	926,1	906,7	725,1	875,8	1.043,9	1.233,7	1.450,5
% inc.	24%	15%	8%	3%	-2%	24%	21%	19%	18%	18%
N.º Acciones Básicas	124	125	126	127	128	124	125	126	127	128
% inc.	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
N.º Acciones Diluidas	124	125	126	127	128	124	125	126	127	128
% inc.	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
BPA Básicas	5,85	6,65	7,14	7,30	7,09	5,85	7,02	8,30	9,73	11,35
% inc.	23%	14%	7%	2%	-3%	23%	20%	18%	17%	17%
BPA Diluidas	5,83	6,62	7,11	7,27	7,06	5,83	6,98	8,26	9,68	11,29
% inc.	23%	14%	7%	2%	-3%	23%	20%	18%	17%	17%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

7.2. Valoración *Tiffany & Co.*

En este apartado se va a realizar el mismo procedimiento que con el grupo francés, LVMH. Para ello se emplearán las cuentas anuales de la compañía, así como datos necesarios de la plataforma *Bloomberg*.

7.2.1. Valoración por Descuento de Flujos de Caja

A continuación, se realiza un análisis por Descuento de Flujos de Caja Libres, donde se exponen los resultados obtenidos, así como sus principales conclusiones.

7.2.1.1. Coste de los Recursos Propios

El proceso que se va a seguir para el cálculo de los recursos propios coincide con el procedimiento de LVMH, a través del CAPM y de la beta de la compañía, basándonos en datos históricos de 2015 hasta hoy. Dicho cálculo da como resultado una beta apalancada de 1,25. Por otro lado, la rentabilidad anual del NYSE se sitúa en un 5,99%. Finalmente, se obtiene un coste de recursos propios de un 7,62%.

Figura 36

Coste de los Recursos Propios de *Tiffany & Co.*

Rentabilidad Bono Alemán	-0,55%
Rentabilidad de Mercado	5,99%
Beta apalancada	1,25
Coste Recursos Propios (Ke)	7,62%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

7.2.1.2. Coste de la Deuda

Para estimar el coste de la deuda de *Tiffany & Co.*, se ha dividido el resultado financiero del periodo en cuestión entre la deuda financiera total. Los cálculos están reflejados en la tabla siguiente.

Figura 37

Coste de la Deuda de *Tiffany & Co.*

<i>*millones \$</i>	
Deuda Financiera	283
Resultado Financiero	7
Coste de la Deuda	2,51%
Tipo Impositivo	21,00%
Coste efectivo de la Deuda (Kd)	1,98%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

7.2.1.3. Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Dada la fórmula del cálculo del WACC explicada en los primeros capítulos, cálculo queda reflejado en la tabla a continuación.

Figura 38

Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) de *Tiffany & Co.*

Ke	7,62%
Kd	1,98%
% Recursos Propios	58,71%
% Recursos Ajenos	41,29%
WACC	5,29%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

Por tanto, la tasa WACC a la cual se deben descontar los flujos de caja es de un 5,29%.

7.2.1.4. Flujos de Caja Libres y Valor Terminal

De acuerdo con los criterios explicados en el marco teórico del presente trabajo, se ha procedido al cálculo de los Flujos de Caja Libres y del Valor Terminal de *Tiffany & Co.*

Para ello, se ha empleado la variación de las NOF, calculadas en base a su incremento respecto a los últimos cinco años, y el CAPEX, cuyo procedimiento de cálculo ha sido el mismo. Los resultados obtenidos se reflejan en la tabla a continuación.

Figura 39

Descuento de Flujos de Caja y Valor Terminal de *Tiffany & Co.*

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	ESCENARIO NEUTRO				
						2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT (1-t)	655	561	553	606	593	735	873	1.005	1.134	1.258
Depreciación y Amortización	-63	-50	-46	-42	-40	-35	-32	-28	-25	-23
NOF	2.851	2.779	2.941	3.286	3.041					
Var. NOF	420	-72	162	345	-244	-256	-269	-283	-297	-312
CAPEX	-247,4	-252,7	-222,8	-239	-282	-310	-341	-375	-413	-454
FLUJOS DE CAJA LIBRES	764	186	447	670	27	133	230	319	399	470
VALOR TERMINAL	14.566,84									
ENTERPRISE VALUE	15.862,21									
EQUITY VALUE	15.578,81	30,91	€/acción							

g	2%
WACC	5,29%
DF NETA	283

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

7.2.2. Valoración Relativa

Al igual que con LVMH, en este apartado se analizarán los múltiplos de compañías comparables con la joyería estadounidense *Tiffany & Co.* Para ello, se va a utilizar la media de dichas empresas con el objetivo de determinar si esta se encuentra infra o sobrevalorada por el mercado.

7.2.2.1. Muestra de Compañías Comparables

Para el análisis de la valoración relativa, se utilizarán tres empresas comparables, es decir, competidores de *Tiffany & Co.*, con el objetivo de encontrar un rango de múltiplos y su media del sector. Las compañías que se van a tener en cuenta son *Pandora*, *Hermès* y *The Swatch Group*. Esto es debido a que, si bien otros competidores directos serían *Blue Nile*, *Swarovski* o *Cartier* estos no cotizan en bolsa, por lo que múltiplos como el PER no podrían calcularse correctamente³¹.

Pandora fue creada en 1982 en Dinamarca. Actualmente, posee más de diez mil tiendas en más de 55 países, considerada la tercera empresa de joyería más grande, siguiendo a *Cartier* y a *Tiffany & Co.* Por otro lado, *Hermès* fue fundada en Francia en 1837, y está especializada en relojes y joyería de lujo. Finalmente, *The Swatch Group* es un fabricante de relojes y joyas suizo, fundada en 1983.

7.2.2.2. Múltiplos del Sector

Los múltiplos que se van a emplear para comparar posteriormente con *Tiffany & Co.* son los siguientes:

- EV/EBITDA
- EV/EBIT
- PER

³¹ En el Capítulo Uno se explica que, si bien pueden calcularse, se utilizan otros parámetros, distintos a aquellos empleados para empresas cotizadas, ya que no disponen de información histórica accesible.

Para ello, se han consultado las cuentas anuales consolidadas de las empresas comparables, así como la plataforma *Bloomberg*. Los resultados se reflejan en la siguiente tabla.

Figura 40

Capitalización bursátil empresas comparables

<i>*en millones</i>	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL			Beneficio Neto	EBITDA	EBIT	EV
	Moneda Local	USD	Ponderación	2019	2019	2019	2019
Pandora	22.420 DKK	3.284	3,73%	2.945	7.040	3.827	38.220
Hermès	67.754 EUR	74.100	84,10%	1.528	2.060	1.530	67.050
The Swatch Group	10.347 CHF	10.722	12,17%	730	1.023	748	9.270
TOTAL		88.106	100%				

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

Finalmente se han obtenido los siguientes resultados:

Figura 41

Múltiplos empresas comparables

<i>*en veces</i>	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	PER
Pandora	5,43	9,99	7,61
Hermès	32,55	43,82	44,34
The Swatch Group	9,06	12,39	14,17
Promedio	27,58	37,23	37,57

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Bloomberg, 2020)

7.2.2.3. Múltiplos de *Tiffany & Co.*

Los múltiplos calculados para *Tiffany & Co.*, comparados con el promedio del mercado son los siguientes. A través de éstos, se procederá a analizar si la empresa se encuentra infra o sobrevalorada por el mercado.

Figura 42

Múltiplos *Tiffany & Co.*

<i>*en veces</i>	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	PER
Tiffany & Co.	20,07	21,33	26,44
Promedio Sector	27,58	37,23	37,57

Fuente: elaboración propia. Referenciación (*Tiffany & Co.*, 2019)

Como se puede observar en la tabla, los múltiplos de *Tiffany & Co.*, se encuentran por debajo del promedio del sector. Sin embargo, hay que tener en cuenta que se ha utilizado los múltiplos de *Hermès* que, si bien su facturación es similar a la de *Tiffany*, sus múltiplos son más elevados. En cuanto al PER, esto puede ser debido a su gran tamaño de capitalización bursátil, comparado con una cifra de beneficio neto por debajo de lo esperado.

Por otro lado, si bien sus cifras se encuentran por debajo del promedio, las expectativas de crecimiento de la firma son elevadas, así como sus previsiones de expansión gracias al acuerdo con el conglomerado francés, LVMH.

8. INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS

Una vez realizadas las proyecciones a cinco años vista, y realizada su posterior valoración por flujos de caja y valoración relativa de ambas compañías, se van a interpretar los resultados obtenidos, analizando, finalmente, la adquisición de *Tiffany & Co.*, por parte de LVMH.

Para ello, se va a tener en cuenta los resultados obtenidos anteriormente y las proyecciones estimadas del escenario neutro, así como el valor de la adquisición de la joyería, cerrado en 16.200 millones de dólares. Esta cantidad se traduce en 130 dólares por acción, todo en *cash*, con una prima del 37% sobre las acciones de *Tiffany* el día

previo al cierre del acuerdo, cuyas acciones cotizaban a 98,55 dólares, más 350 millones de dólares en deuda neta.

Los resultados finales resumidos quedan reflejados en la siguiente tabla:

Figura 43
Resultados finales

	LVMH	TIFFANY & CO.
ENTERPRISE VALUE	142.543,31	15.862,21
EQUITY VALUE	141.957,31	15.578,81
EV/EBITDA	12,39	20,07
EV/EBIT	12,64	21,33
PER	24,67	26,44

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019) y (Tiffany & Co., 2019)

Para el cálculo de los parámetros de ambas compañías se han utilizado los datos oficiales publicados en sus respectivas cuentas anuales, además de incluir datos de la plataforma *Bloomberg*. El *equity value* reflejado en la oferta final entre ambas firmas consta de 16.200 millones de dólares. Si éste se compara con el obtenido a través de los métodos utilizados se puede observar que éste varía en 621,19 millones de dólares. Esta variación puede deberse a incorporaciones como el *Goodwill*, que en este caso no se ha tenido en cuenta. Por otro lado, si bien ya se ha mencionado al principio de este trabajo, es importante recalcar que las valoraciones pueden diferir según quién las realice. Ello es debido a que el valor final no será el mismo si dicha valoración la realiza la propia empresa, la firma cuyo fin es adquirirla, o una auditoría externa, ya que cada parte tiene objetivos diferentes; venderla, comprarla, o simplemente analizarla con otros fines profesionales.

Finalmente, la adquisición por la cifra de 16.200 millones de dólares, si bien ha sido la más cara de su historia, no se estima sobrevalorada. Por otro lado, aunque las sinergias han de analizarse posteriormente, se puede afirmar que dicha compra presentará ventajas para ambas compañías. LVMH logrará afianzar su posición en el sector de la joyería de

lujo, además de expandir su mercado en Estados Unidos, como se ha visto en los epígrafes anteriores.

9. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El objetivo del presente Trabajo Fin de Grado era determinar si la adquisición de *Tiffany & Co.*, la marca de joyas estadounidense había sido sobrevalorada por LVMH, ofreciendo un valor mayor por ésta del que debería.

Para ello, se ha realizado un profundo estudio, con el fin de determinar un valor para ambas compañías, y observar las sinergias que podían aportar. En primer lugar, se realizó un estudio de ambas compañías, elaborado con sus principales indicadores, tales como las ventas, el beneficio neto o las ventas por sector o región, para cada una de ellas. Tras esto, se procedió a realizar estimaciones, utilizando datos históricos para proyectar sus cuentas de resultados a cinco años vista, para observar el crecimiento o decrecimiento que podrían experimentar, es por ello por lo que se analizaron en tres escenarios diferentes: neutro, pesimista y optimista. Finalmente, se procedió a realizar una valoración por flujos de caja y por múltiplos, donde se optó por emplear las proyecciones del escenario neutro.

Como se mencionó al principio de este trabajo, LVMH realizó tres ofertas a lo largo de los meses de octubre y noviembre, cerrando finalmente el acuerdo el 25 de noviembre de 2019, por una cantidad de 16.200 millones de dólares.

Sin embargo, actualmente nos encontramos en un momento de crisis debido al COVID-19, y si bien no afectan por igual a todos los segmentos de la población, es cierto que las previsiones de los analistas sobre el futuro no son optimistas. En concreto, el sector textil es uno de los que más se va a ver afectado por dichas consecuencias, debido, en parte, al cese de actividad durante estos meses y la priorización de necesidades básicas en los consumidores.

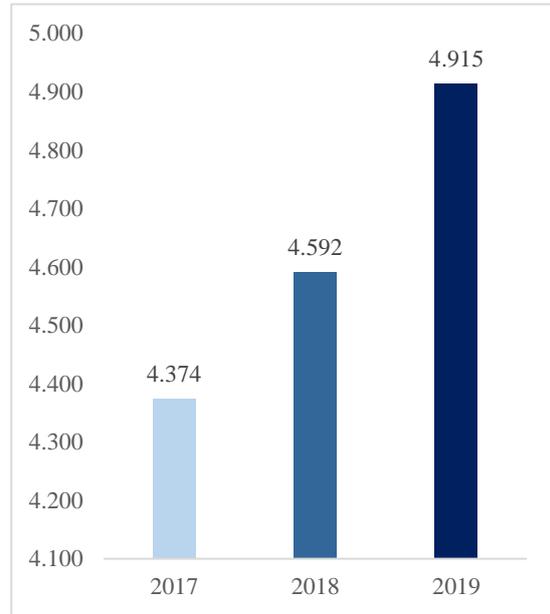
Por otra parte, LVMH aportó a la sanidad en Francia 10 millones de mascarillas quirúrgicas con el objetivo de ayudar al país a solventar dicha situación (LVMH Group, 2020). En cuanto al acuerdo entre ambas compañías, han afirmado que sigue manteniéndose, aunque con incertidumbre sobre cómo les afectará la crisis. Finalmente, si bien el acuerdo está cerrado y ha sido aprobado por los accionistas de *Tiffany*, los

siguientes meses serán decisivos para estimar los daños que esta crisis causará en ambas compañías.

10. ANEXOS

Anexo 1: Número de tiendas de LVMH

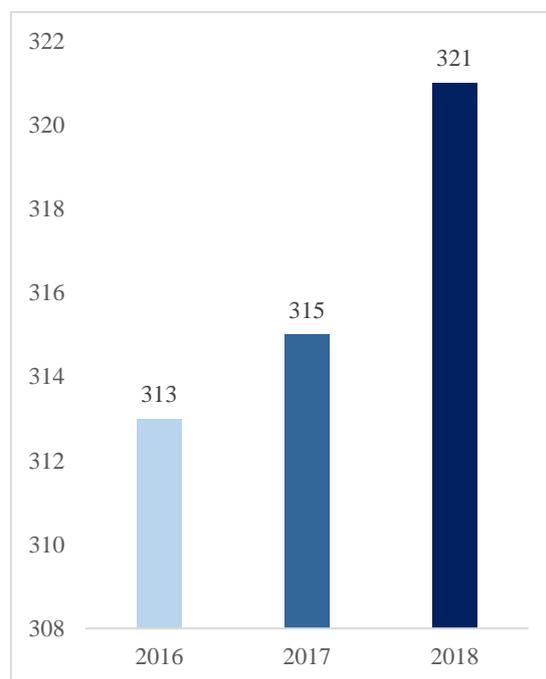
<i>Región geográfica</i>	Número de tiendas (2019)
<i>Asia</i>	1.453
<i>Europa</i>	1.177
<i>Estados Unidos</i>	829
<i>Francia</i>	535
<i>Otros</i>	494
<i>Japón</i>	427
TOTAL	4.915



Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019).

Anexo 2: Número de tiendas de *Tiffany & Co.*

<i>Región geográfica</i>	Número de tiendas (2018)
<i>U.S.</i>	93
<i>Canada & Latin America</i>	31
<i>Asia-Pacific</i>	90
<i>Japan</i>	55
<i>Europe</i>	47
<i>Emerging markets</i>	5
TOTAL	321



Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

Anexo 3: Balance de Situación LVMH Histórico

ASSETS (EUR millions)	2019	2018	2017
Brands and other intangible assets	17.212	17.254	16.957
Goodwill	16.034	13.727	13.837
Property, plant and equipment	18.533	15.112	13.862
Right-of-use assets	12.409	-	-
Investments in joint ventures and associates	1.074	638	639
Non-current available for sale financial assets	915	1.100	789
Other non-current assets	1.546	986	869
Deferred tax	2.274	1.932	1.741
Non-current assets	69.997	50.749	48.694
Inventories and work in progress	13.717	12.485	10.888
Trade accounts receivable	3.450	3.222	2.736
Income taxes	406	366	780
Other current assets	3.264	2.868	2.919
Cash and cash equivalents	5.673	4.610	3.738
Current assets	26.510	23.551	21.061
Total assets	96.507	74.300	69.755
LIABILITIES AND EQUITY	2019	2018	2017
Equity, Group Share	36.586	32.293	28.969
Minority interests	1.779	1.664	1.408
Equity	38.365	33.957	30.377
Long-term borrowings	5.101	6.005	7.046
Non-current lease liabilities	10.373	-	-
Non-current provisions and other liabilities	3.812	3.188	4.989
Deferred tax	5.498	5.036	4.989
Purchase commitments for minority interests' shares	10.735	9.281	9.177
Non-current liabilities	35.519	23.510	24.389
Short-term borrowings	7.610	5.027	4.530
Current lease liabilities	2.172	-	-
Trade accounts payable	5.814	5.314	4.539
Income taxes	722	538	763
Current provisions and other liabilities	6.305	5.954	5.157
Current liabilities	22.623	16.833	14.989
Total liabilities and equity	96.507	74.300	69.755

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019).

Anexo 4: Cuenta de Resultados LVMH (Histórica y estimada)

<i>*en millones de €</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	33.664	37.600	42.636	46.826	53.670	60.316	67.784	76.177	85.609	96.210
<i>% inc.</i>		11,69%	13,39%	9,83%	14,62%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%	12,38%
Coste de Ventas	-12.553	-13.039	-14.783	-15.625	-18.123	-19.887	-22.021	-24.605	-27.738	-31.547
<i>% inc.</i>		3,87%	13,38%	5,70%	15,99%	9,73%	10,73%	11,73%	12,73%	13,73%
Margen Bruto	21.111	24.561	27.853	31.201	35.547	40.429	45.763	51.572	57.872	64.663
Otros Gastos Explotación	-13	3	-3	23	28	0	0	0	0	0
Gastos de Explotación	-16493,00	-17538,00	-19557,00	-21221,00	-24071,00	-26465,27	-29230,01	-32429,72	-36141,85	-40459,60
EBITDA	6.605	7.026	8.293	10.003	11.504	13.963	16.533	19.143	21.730	24.204
<i>% inc. EBITDA</i>		6,37%	18,03%	20,62%	15,01%	21,38%	18,40%	15,79%	13,52%	11,38%
Amortización y Depreciación	-221	-122	-180	-126	-231	-263,39	-300,31	-342,41	-390,42	-445,15
<i>% inc.</i>		-44,80%	47,54%	-30,00%	83,33%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%
EBIT	6.384	6.904	8.113	9.877	11.273	13.700	16.232	18.800	21.340	23.758
<i>% inc.</i>		8,15%	17,51%	21,74%	14,13%	21,53%	18,48%	15,82%	13,51%	11,33%
Resultado Financiero	-414,00	-432,00	-59,00	-388,00	-559,00	-556,76	-554,54	-552,32	-550,11	-547,91
<i>% inc.</i>		-0,25%	-0,03%	-11,15%	-0,37%	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Rdo. Antes de Impuestos	5.970	6.472	8.054	9.489	10.714	13.143	15.678	18.248	20.790	23.211
<i>% inc.</i>		0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
<i>% impuestos</i>	33%	33%	27%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Impuestos sobre el Beneficio	-1.969	-2.109	-2.214	-2.499	-2.932	-3.597	-4.290	-4.994	-5.689	-6.352
Rdo. Antes de Minoritarios	4.001	4.363	5.840	6.990	7.782	9.546	11.387	13.254	15.100	16.859
<i>% impuestos</i>	11%	9%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Impuestos Minoritarios	-428,00	-382,00	-475,00	-636,00	-611,00	-749,54	-894,08	-1040,64	-1185,59	-1323,66
RESULTADO NETO	3.573	3.981	5.365	6.354	7.171	8.797	10.493	12.213	13.915	15.535
<i>% inc.</i>		0,03%	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
N.º Acciones	502	503	502	503	504	505	506	507	508	509
<i>% inc.</i>		0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
BPA	7,11	7,92	10,68	12,64	14,23	17,43	20,74	24,10	27,40	30,53
<i>% inc.</i>		15,65%	17,04%	11,08%	8,91%	8,60%	6,83%	5,60%	4,72%	4,07%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (LVMH, 2019).

Anexo 4: Cuenta de Resultados *Tiffany & CO.* (Histórica y estimada)

*en millones de \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	4.249,9	4.104,9	4.001,8	4.169,8	4.442,1	4.708,6	4.991,1	5.290,6	5.608,0	5.944,5
% inc.		-3%	-3%	4%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Coste de Ventas	-1.712,7	-1.613,6	-1.502,8	-1.559,1	-1.631,1	-1.613,6	-1.612,4	-1.627,4	-1.658,8	-1.707,4
% inc.		-6%	-7%	4%	5%	-1%	0%	1%	2%	3%
Margen Bruto	2.537,2	2.491,3	2.499,0	2.610,7	2.811,0	3.095,0	3.378,7	3.663,2	3.949,3	4.237,2
Gastos de Explotación	1.645,80	1.731,20	1.752,60	1.801,30	2.020,70	2.128,73	2.242,53	2.362,41	2.488,71	2.621,75
EBITDA	891,4	760,1	746,4	809,4	790,3	966,3	1.136,2	1.300,8	1.460,6	1.615,4
% inc. EBITDA		-15%	-2%	8%	-2%	22%	18%	14%	12%	11%
Amortización y Depreciación	-62,90	-50,20	-46,00	-42,00	-39,70	-35,46	-31,67	-28,29	-25,27	-22,57
% inc.		-20%	-8%	-9%	-5%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%
EBIT	828,5	709,9	700,4	767,4	750,6	930,8	1.104,5	1.272,5	1.435,3	1.592,9
% inc.		-14%	-1%	10%	-2%	24%	19%	15%	13%	11%
Resultado Financiero	-91,00	-1,20	-23,80	-6,90	-7,10	-6,75	-6,41	-6,09	-5,78	-5,49
% inc.		0%	-1653%	-1%	-15%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Rdo. Antes de Impuestos	737,5	708,7	676,6	760,5	743,5	924,1	1.098,1	1.266,4	1.429,5	1.587,4
% inc.	0,00%	0,13%	0,13%	0,17%	0,13%	0,17%	0,13%	0,11%	0,09%	0,08%
% impuestos	-34%	-35%	-34%	-51%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
Impuestos sobre el Beneficio	-253	-246	-231	-390	-157	-195	-232	-268	-302	-335
RESULTADO NETO	484,2	462,7	446,1	370,1	586,4	728,8	866,1	998,8	1.127,5	1.252,0
% inc.		0,20%	0,21%	0,19%	0,43%	0,21%	0,16%	0,13%	0,11%	0,10%
N.º Acciones	129	129	125	125	123	124	125	126	127	128
% inc.		0,77%	0,76%	0,80%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
BPA	3,75	3,60	3,57	2,97	4,77	5,88	6,94	7,94	8,89	9,79
% inc.		26%	28%	23%	54%	26%	20%	16%	14%	12%

Fuente: elaboración propia. Referenciación (Tiffany & Co., 2019)

11. BIBLIOGRAFÍA

- Bloomberg. (18 de 02 de 2020). *Bloomberg*. Obtenido de <https://www.bloomberg.com/quote/TIF:US>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1996). *VALUATION. Measuring and Managing the Value of Companies*. EEUU: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. Estados Unidos: John Wiley & Sons.
- Dapena, J. P. (2014). Valor de mercado y valor contable de la firma: Activos intangibles y valor llave. *Serie Documentos de Trabajo, No. 549, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA)*, 1-35.
- Fernández, P. (1999). *Valoración de Empresas*. Barcelona : Gestión 2000.
- Fernández, P. (2005). *Guía Rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Kering. (2019). *Financial Document*. París: Agence Marc Praquin.
- Labatut Serer, G. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Técnica Contable*, Vol. 57, N°676, pp 18-31.
- Larrán Jorge, M., Monterrey Mayoral, J., & Mulero Mendigorri, E. (2000). Una Evaluación Empírica del Fondo de Comercio. *Revista de Contabilidad*, Vol. 3, N°5, PP 101-126.
- LVMH. (2019). *Consolidated Financial Statements*. Francia.
- LVMH. (28 de Octubre de 2019). *LVMH*. Obtenido de <https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/10/lvmh-press-release.pdf>
- LVMH. (25 de Noviembre de 2019). *LVMH*. Obtenido de <https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/11/lvmh-tiffany-conference-telephonique-en.pdf>
- LVMH. (2019). *Translation of the French Financial Documents*. Francia.
- LVMH. (4 de Febrero de 2020). *LVMH*. Obtenido de <file:///C:/Users/irene/Desktop/TFG%20ADE/documentacion%20oficial/cp-lvmh-stockholder-approval-press-release-eng.pdf>

- LVMH Group. (4 de Febrero de 2020). *LVMH*. Obtenido de <https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/02/cp-lvmh-stockholder-approval-press-release-eng.pdf>
- LVMH, & Tiffany & Co. (25 de Noviembre de 2019). *LVMH*. Obtenido de <https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/11/lvmh-tiffany-press-release-en.pdf>
- LVMH, & Tiffany & Co. (25 de Noviembre de 2019). *LVMH*. Obtenido de <https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/11/presentation-tiffany-25-11-2019.pdf>
- Mackenzie, T., & Sutherland, J. (19 de Diciembre de 2019). *Bloomberg*. Obtenido de Tiffany anticipa crecimiento de dos dígitos en China en 2020: <https://www.bloomberg.com/latam/blog/tiffany-anticipa-crecimiento-de-dos-digitos-en-china-en-2020/>
- Martínez Conesa, I., & García Meca, E. (2005). *Valoración de Empresas Cotizadas*. Madrid: Aeca.
- Menkes, S. (13 de Octubre de 1999). Prada and LVMH Join Forces to Buy Italian Fashion House Fendi. *New York Times*.
- Oded, J., & Michel, A. (2007). Reconciling DCF Valuation Methodologies. *Journal of Applied Finance*, 21-32.
- Pratt, S. P. (2008). *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Estados Unidos: Mc Graw-Hill.
- Renaun Pacheco, R. (2013). El balance financiero en la empresa. *Pensamiento Crítico Vol.18 N°2*, 61-75.
- Richemont . (2019). *Annual Report and Accounts 2019*. Londres: SALTERBAXTER.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. Nueva York: McGraw-Hill .
- Ryan, C. (26 de Noviembre de 2019). Tiffany Accepts a Sparklier Proposal. *The Wall Street Journal*, pág. Digital Edition.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. d. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. Madrid: Prentice Hall.
- T. Shiohama, L. (2014). Due Diligence Laboral: Herramienta Imprescindible en los Procesos de Fusiones y Adquisiciones. *Themis - Revista de Derecho*, 259-267.

Tiffany & Co. (2019). *Informe Cuentas Anuales* . Nueva York.

Tiffany & Co. (2020). *Tiffany & Co.* Obtenido de <https://www.tiffany.es/>

Valls Martínez, M. (2001). Métodos Clásicos de Valoración de Empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, N°3, pp 49-66.