



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA.

Autor: Ana Monforte Pérez-Angulo
Director: Prof. Ignacio Cervera Conte

INDICE GENERAL

RESUMEN	3
ABSTRACT.....	4
1. Introducción	5
1.1. Justificación del tema escogido y objetivos	6
1.2. Metodología	7
2. Concepto de creación de valor y métodos de valoración: Marco teórico	8
2.1. Concepto de creación de valor	8
2.2. Principales métodos de valoración.....	10
2.2.1. Descuento de Flujos de Caja	10
2.2.2. Múltiplos.....	19
2.3. Métodos para cuantificar el valor creado para el accionista	24
2.3.1. Beneficio Económico	24
2.3.2. <i>Economic Value Added</i>	25
2.3.3. <i>Market Value Added</i>	27
2.3.4. <i>Cash Value Added</i>	28
2.3.5. Creación de valor para el accionista.....	28
3. Concepto de <i>value driver</i>.....	30
3.1. Principales value drivers	31
3.1.1. Mejora de márgenes	31
3.1.2. Crecimiento	32
3.1.3. Estabilidad del crecimiento a largo plazo	33
3.1.4. Coste del capital	35
4. Ejemplo práctico: análisis de valor, <i>Prosegur</i>	39
4.1. Presentación de la compañía	39
4.2. Análisis macroeconómico	40
4.2.1. Europa	40
4.2.2. Latinoamérica.....	41
4.2.3. Asia, Oceanía y Sudáfrica	42
4.3. Análisis por sector.....	45
4.4. Análisis fundamental de la compañía	48
4.5. Análisis de creación de valor de Prosegur	50
4.6. Valoración de la compañía por el DDM	56
4.7. Conclusiones del análisis	59
5. Conclusión	60
6. Bibliografía	62
7. Anexos	65

INDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

GRÁFICOS	
i. Gráfico 1: Evolución PIB China	44
ii. Gráfico 2: Nikkei 225 contra Shanghái Composite	45
iii. Gráfico 3: Shanghái Composite contra Dow Jones.....	46
iv. Gráfico 4: Evolución PIB de China, India y Sudáfrica	47
v. Gráfico 5: Comparación entre la rentabilidad exigida a las acciones y la rentabilidad total.....	55
TABLAS	
i. Tabla 1: Bonos del Estado Español	53
ii. Tabla 2: <i>Risk Premium</i> de Prosegur	53
iii. Tabla 3: Rentabilidad exigida de Prosegur	54
iv. Tabla 4: Creación de valor para el accionista	55
v. Tabla 5: Cálculo del total del valor creado	56
vi. Tabla 6: Tasa de crecimiento estimado por la media aritmética	59
vii. Tabla 7: Tasa de crecimiento estimado por la media geométrica	59

RESUMEN

A lo largo del presente proyecto se analizarán los diferentes métodos de valoración de empresas junto con las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos. En el mercado de capitales el precio de una compañía en una fecha concreta refleja lo que el mercado está descontando a valor presente de las expectativas a futuro de dicha empresa. En relación a lo anterior, se realizará una valoración por el *Dividend Discount Model* de la compañía Prosegur. El precio obtenido será comparado con el valor de mercado de la empresa y, en el caso de obtener diferencias entre ambos precios, trataremos de conocer las causas por las que el mercado presenta un valor distinto.

Además, al valorar una empresa hay que tener en cuenta otro factor además del precio obtenido en la valoración en comparación con el mercado. Este factor a tener en consideración es la creación de valor para el accionista. Por tanto, se exponen los diferentes procesos de cuantificación del valor generado en las empresas con el fin de conocer si su precio de mercado está justificado por su creación de valor en dicho año. Junto con estos procesos de medición de la creación de valor, se estudian los distintos *value drivers* que afectan a dicha creación de valor. En el ejemplo práctico se cuantificará la creación de valor de Prosegur con el fin de conocer si es una compañía que genera o no valor y su relación con el precio de mercado.

Palabras Clave: Creación de valor, *Value driver*, métodos de valoración, descuento de flujos de caja, Modelo de descuento de dividendos, *Shareholder Value*, Análisis de valor, Crecimiento.

ABSTRACT

The present Project aims to describe and analyze the different corporate strategies related to the shareholder value creation among listed companies in the stock market. The different valuation methods will be studied during this Project and the advantages and disadvantages of each of the methods. In the Stock market, the Price shown at a specific date represents what the market is the future expectations the market discounting to the present moment from a certain company. A practice case is developed in this paper, where the company Prosegur will be valued through the *Dividend Discount Model*. The resulting figures will be compared to the price of the stock at that specific moment and in case there are differences, they will be analyzed to explain that difference in price.

On the other hand, it is important to take into account another factor when analyzing a company, apart from comparing the price obtained from the valuation and the market price. This factor is the creation of shareholder value. The different methodologies in the quantification of shareholder value creation will be exposed, in order to know if its market price is justified through the value created by the company. Apart from that, the value drivers affecting this creation of value in the company will be explained. In the practice case Prosegur's value will be quantified in order to know if the company is creating value and if that value is consistent with its market price.

Key words: Value Creation, value driver, valuation methods, Discounted Cash Flows, Dividend Discount Model, Shareholder Value, Value creation analysis, growth.

1. Introducción

El presente trabajo de investigación está orientado a la descripción y consiguiente análisis de las distintas estrategias corporativas desarrolladas por las organizaciones cotizadas en el mercado bursátil.

A lo largo del proyecto se expondrán las distintas metodologías de valoración de empresas además de estudiar las ventajas e inconvenientes que cada modelo presenta. Con este análisis pretendemos determinar qué metodologías de valoración resultan ser las más aptas para hallar el valor intrínseco de una compañía. Es importante destacar que cuando se invierte en las acciones de una determinada entidad no estamos adquiriendo parte de su capital como tal, si no una parte del negocio. En este sentido no es suficiente con realizar un análisis financiero para obtener el valor de una corporación, sino que es necesario conocer las ventajas, los puntos débiles y las estrategias de negocio que plantean, así como los factores externos que rodean a la empresa.

En segundo lugar, se estudiarán las diferentes formas de cuantificar el valor que una compañía es capaz de generar durante un ejercicio económico. Es decir, cómo medir la rentabilidad que una empresa genera para sus accionistas. Tras presentar los distintos procesos escogeremos el más apto para medir el valor creado por la organización. Esta rentabilidad generada no debe confundirse con el coste del capital que sería la rentabilidad que se exige a las acciones de la empresa por invertir en ella.

En tercer lugar, se realizará una descripción de los distintos impulsores de la creación de valor (o *value drivers*), imprescindibles para el buen funcionamiento de una empresa. Actualmente ya no se mide el valor que una compañía genera únicamente a través de sus ventas o su beneficio, si no que hay otros muchos factores que condicionan esta creación de valor. Las empresas desarrollan estrategias tanto en el corto como en el largo plazo con el fin de generar valor de manera consistente en el tiempo.

Por último, el proyecto se centrará en el análisis de una compañía cotizada en el mercado de valores. La empresa a estudiar será Prosegur Alarmas S.A.. El análisis se

centrará en un primer estudio de la compañía en sí misma junto con los factores externos que la condicionan. A continuación se realizará un estudio de la creación de valor de la compañía mediante su cuantificación a lo largo del tiempo. En relación a lo anterior, este caso práctico tratará de analizar y determinar los principales factores que aportan o no valor añadido a la entidad. Midiendo esta creación de valor conoceremos cómo se está comportando la empresa en cuanto a si cumple o no con las exigencias de sus accionistas. Contaremos con datos históricos de la propia compañía y se empleará el método que se considere el más preciso y acertado de los expuestos en el marco teórico. En concreto, a lo largo de este proceso se analizarán las estrategias (estudiadas anteriormente) llevadas a cabo por la compañía junto con el fin de conocer su influencia en el valor añadido, su efectividad y su impacto en la compañía.

Por otro lado, se realizará además una valoración de Prosegur con el fin de realizar una estimación del valor por acción a diciembre de 2018. Esta valoración se realizará a través del modelo de Descuento de Flujos en concreto, de dividendos (*Dividend Discount Model*). Por último, se expresarán las conclusiones.

1.1. Justificación del tema escogido y objetivos.

En la actualidad existen numerosos métodos de valoración de empresas. Estos métodos son aplicados por inversores y analistas con el fin de conocer el valor real de una compañía. Sin embargo, en muchas ocasiones estos métodos son aplicados de manera errónea o quienes los utilizan no tienen verdaderamente en cuenta cuáles son las desventajas de dichos modelos que pueden ocasionar valoraciones erróneas. Por otra parte, muchos asumen que: el hecho de que una empresa tenga un valor elevado en el mercado, implica que dicha empresa esté creando valor. Lo que supone una suposición poco acertada.

De esta manera, el presente trabajo tiene como objetivo estudiar cuáles son los modelos de valoración más aptos para el análisis de compañías cotizadas. Además se busca comparar el resultado de la valoración realizada más adelante con el valor que realmente se ha creado. Invertir buscando valor (*value investing*) implica que lo que el inversor busca en una empresa es que sea capaz de generar valor a largo plazo. Por tanto,

el objetivo final será observar si el análisis de la empresa que se va a valorar se encuentra en línea con el valor creado por la compañía.

1.2. Metodología.

La metodología a seguir en este proyecto consistirá en una revisión de la literatura existente en relación a la creación de valor para el accionista y en particular dentro del sector analizado, con el fin de dar una explicación clara del significado del término creación de valor y la metodología para analizar dicho valor en una compañía. Para ello emplearé la base de datos de ICADE, mediante la cual revisaré publicaciones académicas, libros relacionados con este ámbito de investigación en la base de datos Econlit, así como otras fuentes relacionadas. Con esta lectura redactaré un marco teórico relacionado con los métodos de valoración y cuantificación del valor creado sobre el que elaborar las bases de este trabajo. Por otro lado, tendré en cuenta la bibliografía empleada en la revisión de literatura con el fin de ampliar los conocimientos sobre este tema y aplicarlos al estudio del proyecto.

En cuanto al análisis financiero que llevaré a cabo con un ejemplo práctico (Prosegur), utilizaré la base de datos SABI además de una recopilación de publicaciones acerca de la empresa en cuestión con el fin de relacionar sus cuentas con la estrategia desarrollada en cada momento. Esto incluirá acceder a sus cuentas anuales, así como organismos oficiales como la CNMC o la CNMV entre otros. Con todo esto, pretendo desarrollar la idea en cuestión relacionando cada una de las fuentes empleadas para llegar a una conclusión.

2. Concepto de creación de valor y métodos de valoración: Marco Teórico.

2.1. Concepto de Creación de Valor.

Antes de comenzar a explicar las diferentes metodologías de valoración de empresas, debemos explicar qué significa el término valor. Generar el máximo valor para el accionista es el principal objetivo de una empresa. No obstante, en los últimos años se ha criticado la orientación de las empresas la creación de valor para el accionista, dejando de lado a otros “*stakeholders*”. Estos *stakeholders* también poseen una gran influencia dentro de la organización. Sin embargo, cuando se crea valor para los accionistas, implica que se ha creado valor para los *stakeholders*. Para que los accionistas perciban beneficio se ha de pagar antes todas las deudas incurridas con los diferentes *stakeholders* dado que existen restricciones sobre el pago de dividendos.

Sin embargo, ¿qué es realmente lo que conocemos como creación de valor? La creación de valor en una empresa consiste en el desarrollo de la actividad económica de la compañía de manera que el “*output*” no sólo debe igualar al “*input*”. Nos referimos al “*input*” como aquellas fuentes de financiación, obligaciones y otras reinversiones y costes en los que la empresa incurre a lo largo de su actividad. La empresa debe generar (*output*) un valor mayor que al de los costes incurridos.

La siguiente pregunta que debemos responder es cómo identificar este valor implícito de la empresa. Desde la perspectiva del mercado de *equities*, nos centraremos en el “*value investing*”. El *value investing* es una estrategia de inversión basada en la identificación de compañías infravaloradas que poseen un gran valor añadido y con unas expectativas de crecimiento y, por tanto, de creación de valor, elevadas. El inversor buscará comprar valores en empresas con estas características e invertirá el capital de su cartera en función del valor implícito que estas generen. Resulta interesante destacar en este punto la diferencia entre las expectativas de crecimiento y expectativas de creación de valor. El gestor de una cartera (centrada en el *value investing*) busca hallar valor en las inversiones

que realiza. Aunque generalmente podemos considerar que el crecimiento de una organización genera una consiguiente creación de valor, hay ocasiones en las que éste puede no ser el caso. Y por tanto, el hecho de que una empresa tenga oportunidades de crecimiento, como tal, no implica de manera directa que esta vaya a crear valor para el accionista. Por ello, es importante saber diferenciar cuándo se está creando valor y cuando no (Mauboussin, 2006).

Para poder implementar este método de inversión de valor, el inversor debe realizar un análisis exhaustivo de la compañía empleando distintos métodos de valoración para ello. Los métodos que destacaremos a lo largo del presente trabajo serán por tanto los relacionados con la medición del valor: basados en el DCF (*Discounted Cash Flow*), y en la valoración por múltiplos; cabe decir que, este último no se centra tanto en el valor sino en la rentabilidad que la empresa ofrece a sus accionistas.

2.2. Principales métodos de valoración

2.2.1 Descuento de Flujos de Caja (DCF)

Una de las definiciones más conocidas de la palabra valor es que el valor de un activo, en este caso de una compañía, es el resultado de la suma en valor presente de los flujos de caja que se espera que genere dicha compañía (Damodaran, 1999). Esta definición está vinculada al método de valoración por Descuento de Flujos de Caja (*DCF*, *Discounted Cash Flows*).

A la hora de emplear un método de valoración u otro y de desarrollar un modelo de valoración, debemos saber que: un modelo demasiado complejo implica que las estimaciones a realizar son mucho mayores que si se emplea un modelo simplificado. Un modelo demasiado complejo aumenta las probabilidades de realizar valoraciones erróneas. Con esto, lo que queremos indicar es que en la elaboración de un modelo de descuento de flujos, debemos ser capaces de ponderar la relevancia de los factores que influyen a la empresa y su grado de influencia en esta. Por otro lado, este tipo de modelos hay que actualizarlos de manera periódica debido a la continua entrada de nueva información y a la publicación de sus cuentas, entre otros. Toda esta información tendrá que ser incluida en el modelo, por lo tanto, la simplicidad se impondrá sobre la complejidad siempre y cuando se tengan en cuenta los verdaderos condicionantes de valor de la empresa.

Este método es uno de los más empleados aunque es cierto que, para realizar un análisis exhaustivo de una compañía se deben llevar a cabo distintos métodos de valoración, y no solo uno en exclusividad, debido a que esto supondría una pérdida de información relevante para calcular el precio que debería tener una compañía.

En este proyecto además se pretende dar una perspectiva distinta al método de descuento convencional. El método DCF busca encontrar un valor objetivo que debería tener una compañía y comparar dicho valor con el de mercado. Sin embargo cuando más útil resulta no es buscando directamente el valor objetivo de la compañía, sino analizando

qué estimaciones ha empleado el mercado para que el valor actual de la empresa sea el que es. En este punto habrá que determinar si lo que el mercado ha estimado tiene argumentos fundamentados o si por el contrario se considera que la acción está infravalorada (el mercado ha empleado unas estimaciones pesimistas), en cuyo caso sería el momento de comprar.

La valoración por DCF cuenta con una gran variedad de métodos entre los que Pablo Fernández, profesor de finanzas del IESE, incluye en su libro “*Valoración y Sensatez*”. Entre ellos destacan cuatro metodologías principales en las que se calcula el valor presente de una empresa. Cada metodología emplea diferentes suposiciones en cuanto a los flujos descontados y a las distintas tasas de descuento, lo que genera incongruencias entre ellos.

2.2.1.1. Capital para el accionista

El primer método que Pablo Fernández expone es el Capital para el accionista mediante el *Cash Flow* para las acciones (CFac), el cual consiste en hallar el valor presente de las acciones calculando el valor actual de las mismas descontado mediante la rentabilidad exigida de las acciones (K_e) (Fernández, 2017).

Por otro lado, se calcula también el flujo de caja esperado para la deuda descontándolo mediante el coste de la deuda (K_d).

2.2.1.2. Free Cash Flow

Entre los más comunes, como ya hemos mencionado anteriormente se encuentra el descuento de Flujo de Caja Libre o *Free Cash Flow* (FCF). Para explicar este método de valoración debemos tener en cuenta varios factores:

El FCF consiste en los flujos de caja esperados de una empresa calculados como si la empresa no tuviese deuda. Esto quiere decir que se estiman los flujos de caja relacionados con las actividades operativas y de inversión de la empresa, pero sin tener

en cuenta las actividades de financiación. Lo que implica el término FCF es la capacidad de la empresa de generar ingresos únicamente con el desarrollo de su actividad principal.

Los flujos deben descontarse generalmente utilizando la rentabilidad exigida ponderada de la entidad también conocida como *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*. Se trata de traer a valor presente estos flujos mediante el coste del capital de la empresa, la fórmula que se emplea en la calculación del *WACC* es la siguiente:

$$WACC = (K_e \times W_e) + (K_d \times W_d) \quad (1)$$

Siendo:

K_e : coste del patrimonio neto

K_d : coste de la deuda después de impuestos

W_e : porcentaje de Patrimonio neto

W_d : porcentaje de deuda

Esta fórmula se encuentra muy simplificada ya que habría que tener en cuenta el tipo de deuda y *equity* que posee la empresa, ya sean bonos, créditos bancarios, acciones preferentes, minoritarias... Estos elementos deben ser tenidos en cuenta en el cálculo del *WACC* ya que dependiendo del tipo de fuente de financiación tendrán unas características u otras y por tanto mayor o menor coste. El nivel de coste está determinado por el riesgo que supone para quien invierte capital en la empresa (a mayor riesgo, mayor coste).

En este entorno nos encontramos ante dos factores importantes: por un lado, la rentabilidad exigida de la compañía (K_e), este término se puede confundir con el coste del patrimonio neto, sin embargo no quieren decir lo mismo (Fernández, 2016); y por otro, el coste de las obligaciones de la empresa.

Debemos tener en cuenta además que se trata de un análisis limitado a un periodo de tiempo de, por ejemplo, cinco años. No obstante, transcurridos esos cinco años se asume que la empresa continuará con sus operaciones, con lo cual se necesitará un valor terminal de la misma para poder llegar al valor actual presente. El valor terminal se

calcula estimando un crecimiento continuo a perpetuidad a partir del último año estimado una vez ajustado, es decir, en este caso el valor terminal se calcularía al final del quinto año.

2.2.1.3. Capital Cash Flow

El siguiente método a mencionar sería el *Capital Cash Flow*, el cual puede ser definido como “el *cash flow* para todos los poseedores de títulos de la empresa (deuda y acciones), y equivale al *cash flow* para las acciones más el *cash flow* que corresponde a los tenedores de deuda” (Fernández, 2016).

2.2.1.4. Adjusted Present Value

Por último, el cuarto método mencionado por Pablo Fernández es el Valor actual ajustado (APV). El APV centra su atención en que debido al pago de intereses generados por la deuda, se produce un ahorro en los impuestos a pagar por la empresa (VTS, *Value of Tax Shields*), ya que en la cuenta de resultados reducen el beneficio antes de impuestos. Como consecuencia, se puede establecer que el valor de la deuda junto con el de las acciones de la empresa apalancada equivale al valor de la empresa sin apalancar más el valor actual del ahorro de impuestos mencionado anteriormente (Fernández, 2016). El VTS puede ser calculado de diversas maneras, Modigliani y Miller proponen el empleo de la rentabilidad libre de riesgo (*Risk-free Rate*), mientras que Luehrman y Damodaran son partidarios de emplear el coste de la deuda. (Fernández, 2007).

Las opiniones en relación a cómo desarrollar el APV son variadas, hay quienes se encuentran a favor de emplear como tasa de descuento el WACC y quienes opinan que la valoración por DCF descontado por el WACC resulta, en los últimos años obsoleta. En este sentido, el WACC sigue siendo muy común en términos de valoración no por su efectividad, sino porque se ha convertido en el estándar (Luehrman, 1997).

Las ventajas que implica una valoración mediante el APV es que se trata de un procedimiento mucho más versátil, que se basa en la valoración de los activos de la

empresa capaces de generar influjos de caja futuros, es decir, de generar valor. La importancia del APV se centra en la idea de que no sólo se analiza lo que vale un activo, sino de dónde procede este valor. Este procedimiento puede resultar muy útil para discernir cuáles son las posibles ventajas competitivas de un negocio (o cuáles son sus puntos débiles) ya que el APV se caracteriza por analizar y valorar cada parte operativa de la empresa como si estuviera financiada enteramente por patrimonio neto, para más tarde añadir el valor de las actividades financieras como la deuda.

Principalmente, el tipo de descuento que se emplea en este tipo de proceso difiere del resto. Según Luehrman, como tasa de descuento debe emplearse el coste de oportunidad que supondría para los inversores de la empresa invertir en otro tipo de activo. En este caso, por tanto, generalmente se emplea la rentabilidad empleada de una empresa comparable en el sector (Luehrman, 1997). El APV necesita al igual que en el caso del FCF, un valor terminal para la entidad, lo que implica que asume que la empresa no cesará su actividad tras la estimación de los flujos de caja.

2.2.1.5. Modelo de Descuento de Dividendos (*Dividend Discount Model*)

Aparte de los métodos que Pablo Fernández expone, destacamos otro muy empleado: el *Dividend Discount Model*. Este método no difiere de los anteriores en cuanto al descuento de flujos de caja futuros, sin embargo, lo hace desde una perspectiva distinta. El DDM se centra en estimar los dividendos futuros que percibirán los accionistas de una compañía.

El *Dividend Discount Model*, también conocido como Gordon Model (1962), ha sido analizado y desarrollado a lo largo de los años por numerosos estudiosos. Campbell y Shiller (1988) desarrollaron una perspectiva más dinámica, empleando como base el modelo de Gordon. Realizaron un estudio de la validez del modelo relacionando el descuento de las expectativas futuras de dividendos con la rentabilidad del dividendo (D/P) a través de funciones logarítmicas.

“We have proposed in a dividend-ratio model that expresses the log dividend-price ratio as the rational expectation of the present value of future dividend growth rates and discount rates” (Campbell & Shiller, 1988)¹

Sin embargo, el problema que entraña este modelo es la alta variabilidad del precio de la acción en el mercado, lo que modifica considerablemente la ratio de rentabilidad del dividendo y que a su vez hacía más predecibles el precio de estos valores. Por otro lado, la mayor limitación que presenta su estudio es que el logaritmo de la ratio D/P no permite estimar las tasas de descuento, lo que desmonta su idea de que el precio de los stocks depende de las tasas estimadas de descuento futuras.

La expresión refleja el cálculo de descuento de dividendos:

$$D_1 = \frac{D_0 + (1+g)}{(1+r)} \quad (2)$$

Teniendo en cuenta que nos encontramos en el año 0, descontamos el dividendo del primer año asumiendo una tasa de crecimiento del dividendo (g) y lo descontamos a una tasa de tipos de interés (r). Dicho esto, nos desplazamos a la siguiente ecuación en la que descontamos todos los dividendos futuros de la empresa. En relación a esto último, hay que añadir que, en línea con los métodos anteriores, se valora a perpetuidad.

Al tratarse de una expresión a perpetuidad, el valor total de la compañía que resulte de esta estimación será muy sensible a las expectativas de crecimiento del dividendo en el largo plazo y a variaciones en la tasa de descuento (Andrle, 2019). De tal manera que resulta conveniente dividir la expresión entre el corto o medio plazo y el largo plazo. Como ya sabemos, los tipos de interés a largo plazo se mantienen por lo general estables, sin embargo, en el corto plazo se pueden producir grandes fluctuaciones en los tipos de interés que afectan en gran medida al valor obtenido. Debido a ello, es necesario diferenciar entre nuestras expectativas en el corto y largo plazo. La tasa de capitalización a emplear en la valoración deberá ser una estimación que dependa del tipo

¹ Hemos propuesto un modelo de la ratio del dividendo que expresa el logaritmo de la rentabilidad por dividendo como la expectativa racional a valor presente de las futuras tasas de crecimiento y tasas de descuento. (Fuente: Elaboración propia)

de interés a largo plazo junto con el consiguiente *Equity Premium* de la compañía y el crecimiento esperado de los dividendos (Andrle, 2019).

Uno de los inconvenientes de este método es que se estiman unas tasas de descuento que en el corto plazo puede que sean más precisas, debido a que se encuentra en el futuro próximo al ciclo económico en el que nos encontramos. Sin embargo, a la hora de estimar una tasa de descuento en el largo plazo, por ejemplo a diez años, se genera mucha más incertidumbre. Una estimación errónea de la “*r*” por muy reducida que parezca generará grandes fluctuaciones en el valor total de la compañía.

Por otro lado, se trata de un método que asume que el nivel de dividendos irá creciendo a una tasa, determinada y constante. Por tanto, no incluye la posibilidad de que se produzcan dividendos extraordinarios ni de que se pueda producir una reducción de los mismos en un momento concreto. En el caso de que se produjera una reducción del dividendo percibido por el accionista, digamos por causas externas a la empresa, resultaría negativo para la empresa en cuanto a su rentabilidad futura y precio de mercado.

Podría decirse que el valor de una empresa a día de hoy se encuentra, en parte, muy influenciado por las expectativas de mercado acerca de su evolución. De tal forma que si una empresa deja de distribuir dividendos, la percepción que se extenderá en el mercado será negativa y por tanto las expectativas de crecimiento de la misma podrían no ser tan optimistas como anteriormente habían sido.

Ventajas e inconvenientes del método por *Discounted Cash Flows*

En primer lugar, y enfatizando la utilidad de este método junto con sus principales procesos de valoración, cabe destacar que se trata de una metodología muy extendida. Se ha convertido en la técnica más empleada en la valoración entre inversores y analistas. Muchos estudiosos hablan de su utilidad, argumentando que es uno de los procedimientos más realistas y que mejor adaptan el valor futuro de la compañía al presente.

Para explicar mejor las ventajas y desventajas de este procedimiento analítico, resulta necesario resaltar las siguientes palabras:

“Discounted cash flow analysis is the most accurate and flexible method of valuing projects, divisions, and companies. Any analysis, however, is only as accurate as the forecasts it relies on. Errors in estimating the key ingredients of corporate value—ingredients such as a company’s ROIC, growth rate, and WACC—can lead to mistakes in valuation and, ultimately, to strategic errors.” (Koller et al.,2005)²

Otros autores hacen destacar la importancia del cumplimiento de dos factores clave en el desarrollo del DCF para que realmente resulte en una valoración consistente. Por un lado, la solidez económica del modelo, Mauboussin (2006) lo describe como la consistencia que existe entre la rentabilidad y crecimiento de la empresa, y el posicionamiento de la compañía así como la evaluación empírica que respalda la reversión a la media.

Un modelo además debe ser transparente en las estimaciones e hipótesis en las que se basa, teniendo en cuenta las implicaciones económicas que tiene.

Si hablamos de DCF en su sentido más generalizado, podemos encontrar varios problemas asociados a su utilización:

- **Un periodo de estimación de los flujos de caja demasiado reducidos.**

Cuando se elabora una valoración por descuento corremos el riesgo de tomar un periodo de estimación demasiado breve, haciendo que la mayor parte del valor total hallado se deba a las previsiones a largo plazo. Esto genera imprecisión e incoherencia en el modelo. Para que esto no suceda, el analista deberá establecer un periodo a corto plazo, mínimo cinco años, con unas estimaciones lo más

² *El descuento de flujos de caja es el método más preciso y flexible para valorar proyectos, divisiones y compañías. Sin embargo, un análisis será tan preciso como las estimaciones en las que se base. Cometer errores en la estimación de los factores clave (ROIC de la compañía, tasa de crecimiento o el WACC) pueden dar lugar a equivocaciones en la valoración y, como consecuencia final, errores estratégicos.* (Traducción: Elaboración propia)

concretas posibles. Para que el modelo sea consistente en su valoración debe capturar al menos un tercio del valor total de la compañía (Mauboussin, 2006).

- **La complejidad añadida del modelo.** Uno de los inconvenientes de este procedimiento es que cuanto más preciso se quiere ser, más variables hay que añadir al modelo. Muchas veces esto deriva a un modelo complejo de manejar. Esto por tanto supone dos problemas: por un lado, resulta difícil de comprender; por otro, actualizar los datos cada vez que se publican resultados no es una tarea sencilla.

Pero hay más: todas estas variables que hay que ir sumando al modelo son al fin y al cabo estimaciones que pueden generar la manipulación del modelo para que su resultado se acerque lo más posible al deseado (Damodaran, 1999).

- **Estimaciones erróneas de la tasa de descuento.** El WACC a pesar de la simplicidad del concepto que representa, puede dar lugar a numerosos errores que tienen un impacto directo en el valor intrínseco de la compañía. Algunos de los errores más comunes, según Pablo Fernández, (2007) son:

- i) Asumir que la rentabilidad razonable para los stakeholders es:

$$“WACC/(1-T)” \quad (3)$$

Donde:

T = Tasa impositiva

Esta hipótesis sin embargo solo resulta consistente en valoraciones a perpetuidad sin crecimiento (Fernández, 2007).

- ii) Discrepancias entre la cantidad de deuda empleada para el cálculo del WACC y la deuda que se deduce al valor de la empresa para llegar al valor del equity.
 - iii) Sostener en la valoración que el WACC es un coste de oportunidad o una rentabilidad, cuando en realidad es el promedio entre el coste que conlleva la deuda y la rentabilidad exigida por el accionista (Fernández, 2016).
- **Errores en la estructura del modelo DCF.** Teniendo en cuenta el siguiente argumento microeconómico: en el mercado de competencia el rendimiento de la inversión termina aproximándose al coste del capital en el largo plazo. La estructura que se debe desarrollar al elaborar un modelo de estas características debe asumir un periodo en el corto plazo, donde se captura la creación de valor y,

un periodo a perpetuidad en el cual la hipótesis principal es que se debe reflejar el valor de la compañía después de haber agotado todas las oportunidades de creación de valor (Mauboussin, 2006).

- Por último, **pequeñas variaciones en la precisión de las hipótesis afecta al valor final magnificando su resultado**. Con lo cual el que elabora el análisis debe tener esto en mente en todo momento para tratar de no verse inclinado hacia una estimación errónea y que, por tanto, genere una desviación dramática de las conclusiones (Fernández, 2016).

Dicho esto cada analista, inversor o accionista tiene su propia opinión y, por tanto, cada uno empleará unas estimaciones distintas. La valoración por descuento de flujos también lleva consigo una parte de “arte”, de intuición; y en muchos casos, es lo que distingue una buena valoración de otra no tan acertada.

2.2.2. Múltiplos

El empleo de múltiplos como método de análisis y valoración de compañías está realmente generalizado. Muchos inversores y analistas del “*sell-side*” utilizan múltiplos como herramientas en la toma de decisiones para medir si una compañía está generando valor o no. El accionista, por tanto, estará al tanto de otras herramientas de medición para mantener cierto conocimiento en cuanto a la evolución de sus inversiones. Comúnmente, los múltiplos empleados son los que se basan en el beneficio, los llamados *earnings multiples*.

a) Beneficio por Acción (EPS)

El Beneficio por Acción (BPA) o EPS (*Earnings per Share*), es una ratio muy empleada que centra su atención en el beneficio generado por la empresa por cada acción en circulación. Teóricamente, cuanto mayor es, más positivo será para el accionista. Se define por la expresión:

$$BPA = \frac{\text{Beneficio Neto} - \text{Dividendos Preferentes}}{\text{Acciones ordinarias cotizadas}} \quad (4)$$

Es importante resaltar dos factores a tener en cuenta en relación a esta ratio de rentabilidad:

- Se trata de una forma de medida que se emplea sobre todo por inversores que operan en el mercado y que no buscan inversiones a largo plazo, sino rentabilidades a corto.
- Por otro lado, el BPA, a pesar de ser observado y tenerse en cuenta a la hora de analizar la posible inversión en una compañía, en la práctica no es una medida precisamente influyente en la toma de decisiones. Este hecho se debe a que es sencillo magnificar su valor y, por tanto, no resulta totalmente fiable. Un ejemplo de práctica empresarial para incrementar el valor del BPA es el *share buyback*. En teoría si se realiza una recompra de acciones el mercado interpreta que la compañía estima que las acciones están infravaloradas. Con la recompra de acciones, por un lado, se consigue que el BPA aumente, pero no sólo eso, sino que su valor se magnifica debido al aumento de valor de las acciones. Según estudios empíricos, el valor de mercado de la acción aumenta entre un 2% y 3% el día en que se hace pública una recompra de acciones (Koller et al.,2005). Sin embargo, no es por el incremento en el BPA por lo que el mercado reacciona positivamente sino por las expectativas y la información que estas prácticas transmiten al mercado. En cualquier caso, es positivo tenerlo en cuenta como accionista o potencial inversor.

b) Price-Earnings Ratio

Del BPA deriva la ecuación llamada PER, *Price-Earnings Ratio*, que expone la rentabilidad entre el precio de la acción y el beneficio que genera. Se puede definir con la expresión:

$$PE\ ratio = \frac{\text{Precio de mercado por acción}}{BPA} \quad (5)$$

Se trata de un múltiplo muy empleado en la industria financiera, ya que, al igual que el anterior, pueden ser muy fácilmente comparados con el múltiplo de

la industria. Si al calcular la ratio, nos encontramos ante un valor elevado, esto implica que el precio de la acción es demasiado elevado en relación a la rentabilidad que el accionista va a obtener. Se podría suponer que las acciones de la compañía están sobrevaloradas y que el mercado espera grandes beneficios y, un crecimiento mayor al de su competencia, en el futuro. Este sería el caso de las *start-ups* tecnológicas, cuyo valor de mercado se basa sobre todo en las expectativas a futuro. El accionista tendrá que comparar la información obtenida del múltiplo con la valoración ya realizada con el fin de evaluar si sus estimaciones tienen fundamento, o si por el contrario, ha encontrado una ineficiencia en el mercado que pueda aprovechar.

Sin embargo, hemos de considerar que se trata un múltiplo derivado del BPA y que este es ya de por sí una ratio no muy difícil de manipular. Debemos tener cuidado cuando el PER aumenta, ya que esto implicará un BPA menor, debido generalmente a decisiones internas en la empresa. El inversor deberá analizar las causas y establecer si la estrategia aplicada por la compañía implica un incremento en su valor o no.

Ventajas e Inconvenientes de los múltiplos

Es cierto que los múltiplos son una herramienta de medida muy cómoda. Sin embargo, un uso excesivo de los múltiplos genera grandes problemas en lo que se refiere la valoración de empresas cotizadas en el mercado de valores. La causa de que su uso esté tan extendido es que muchos inversores asumen que el mercado es eficiente y que por tanto un múltiplo reflejará de manera precisa el valor de la empresa.

Sin embargo, sí es cierto que el empleo de múltiplos es muy útil, sobretodo cuando hablamos de compañías cotizadas. Podría decirse que es una abreviatura de las expectativas de mercado. Si por ejemplo, nos encontrásemos en la situación de que al valorar una empresa determinada no encontramos suficiente información para realizar nuestras estimaciones, asumiremos que la tasa de crecimiento y los beneficios esperados de la compañía serán similares a sus comparables en la industria. Ante estas

circunstancias el empleo de múltiplos resulta eficaz. Sin embargo, a pesar de que se consideren empresas comparables, puede haber diferencias entre ellas que pueden comprometer la valoración, como en la contabilidad, las expectativas de crecimiento o en las inversiones, entre otros.

Por otro lado, muchos analistas del *sell-side* afirman que los múltiplos son muy útiles en el ámbito de la comunicación a sus clientes. Esto es que a pesar de que realicen la valoración a través del descuento de flujos, lo comunican a sus clientes mediante múltiplos comparables (Koller et al., 2005).

La consecuencia más inmediata es que al asumir que el valor reflejado por el múltiplo es correcto, no se tienen en cuenta todos los factores que hay detrás de estas cifras. La realidad, sin embargo, no es esta. El mercado de valores no es totalmente eficiente, la asimetría de la información, los distintos perfiles de riesgo de cada inversor, las percepciones que, al final del día, son opiniones subjetivas. Todo esto hace que el mercado sea ineficiente. Está formado por un conjunto de personas con ideas, modelos y percepciones diferentes.

“Unlike the estimated valuation, the market price reflect the interaction of many market participants...It is these deviations that value investors relish and search for to invest in ‘under-valued’ markets” (Andrle, 2019)³

De manera que, si asumimos eficiencia en el mercado, estamos perdiendo perspectiva acerca de las verdaderas expectativas de crecimiento de la empresa y su consecuente potencial creación de valor (Mauboussin, 2006). En todo momento debemos recordar que los múltiplos, al fin y al cabo, son aproximaciones de mercado acerca del valor, y que no aportan datos imparciales a las valoración (Mauboussin, 2006).

Fijándonos sólo en estos datos podemos estar sobrevalorando empresas que realmente no están creando ningún valor e incluso destruyéndolo y viceversa. No tiene

³ *En contraste con la valoración mediante estimaciones, el precio de mercado refleja las interacciones de muchos participantes al mismo tiempo...Estas desviaciones son las que el inversor de valor busca con el fin invertir en mercados que se encuentran infravalorados.* (Traducción: Elaboración propia)

en cuenta los estados financieros de la compañía en el sentido de que no analiza por qué una compañía puede tener un múltiplo menor al de su competidor más cercano debido a, por ejemplo, que una de ellas alquila sus edificios mientras que otras los tienen en propiedad y por lo tanto, dónde se sitúen dichos gastos genera un nivel distinto en el EBITDA de ambas compañías.

Con lo expresado en párrafos anteriores no queremos decir que la utilización de múltiplos sea errónea. Los múltiplos deben ser empleados como una herramienta complementaria al método de valoración que se utilice y no como único argumento a la hora de decidir si una empresa supone una oportunidad de inversión.

2.3. Métodos para cuantificar el valor creado para el accionista

Habiendo estudiado los distintos modelos para valorar una compañía, debemos centrar el estudio en las distintas maneras de cuantificar el valor creado por la empresa para el accionista.

Hace tiempo, cuando se hablaba del objetivo principal y común a todas las empresas, nos referíamos a la maximización del beneficio. Sin embargo, esta idea ha migrado hacia un concepto más amplio, y que abarca muchas otras cuestiones a parte del beneficio. Nos referimos a la maximización del valor de la empresa. Como bien afirma (Rappaport, 1981), la concepción de que la maximización del beneficio supone un aumento en el valor creado no es siempre acertada (Rappaport, 1981). Algunos de los factores que han generado este nuevo enfoque de la creación de valor de la empresa las describe (Lopez-Barajas de la Puerta, 1998). Por un lado, menciona el aumento en la competencia entre las compañías para la captación de financiación debido a la globalización de los mercados bursátiles. Por otro lado, es en manos de los inversores institucionales (fondos de inversión, *family offices*, fondos de pensiones...) donde se encuentra la mayor parte del capital que financia estas empresas en el mercado (Lopez-Barajas de la Puerta, 1998); estos buscarán oportunidades de inversión, por lo que no perderán de vista la evolución en sus precios (siguiendo un análisis técnico).

Existen diversos indicadores empleados para medir esta creación de valor; nos dirigimos, por lo tanto, a describir los más destacados.

A lo largo de los siguientes apartados se tratará de esclarecer cuál es el método para cuantificar la creación de valor que consideramos más apropiado.

2.4.1. Beneficio Económico (BE)

No nos detendremos demasiado en este apartado, ya que este indicador de creación de valor cuenta con una gran limitación. El beneficio económico se define como:

$$BE = \text{Beneficio después de impuestos} - (\text{Rentabilidad exigida a las acciones} \times \text{Valor contable de las acciones}) \quad (6)$$

Teniendo en cuenta que la rentabilidad exigida a las acciones está compuesta por el tipo de interés de los bonos del Estado (*Risk Free Rate*) junto con la prima de riesgo, que será específica de cada compañía. Esta expresión indica los recursos que quedarían en la empresa tras haber retribuido el capital empleado.

El problema ante el que nos encontramos al emplear el Beneficio Económico es que compara la rentabilidad de las acciones (asumiendo para ello el ROE) con la rentabilidad exigida del accionista (Cervera Conte, 2011). En esta situación la comparativa de ambos datos no resulta consistente ya que no se trata de magnitudes comparables.

2.4.2. Economic Value Added (EVA®)

Muchos estudiosos en la materia han establecido la relación entre la manera de gestionar una compañía y la creación de valor para el accionista. Este concepto se basa en lo que llamamos Value-Based Management, es decir, la gestión de la empresa va dirigida a la creación de valor para sus inversores (Koller et al., 2005). Una definición del EVA®⁴ es que es el superávit (monetario) de valor creado por una inversión o proyecto. Un apunte sobre este procedimiento es que se asemeja al bien conocido NPV (Net Present Value) que se emplea en la toma de decisiones en las empresas. Con el NPV se valorarán los distintos proyectos a evaluar según su rentabilidad.

Damodaran (2002) lo expresa como:

$$\begin{aligned} \text{“Economic Value Added} &= (\text{Return on Capital Invested} - \text{Cost of Capital}) \\ &(\text{Capital Invested}) = \text{After tax operating income} - (\text{Cost of Capital}) \\ &(\text{Capital Invested}) \text{”} \end{aligned} \quad (7)$$

⁴ El EVA® es una marca registrada por Stern Stewart & Co.

Este método de cuantificación de valor, no es excesivamente común. Emplea tres principales elementos que habrá que ir desarrollando y estimando:

- **El capital empleado:** al tratar de valorar una empresa cotizada podemos caer en el error de emplear el valor de mercado. Sin embargo, el mercado establece el precio de una compañía en base a su rentabilidad futura y en este modelo se quiere valorar el momento actual, no el futuro. Por ello sería una mejor opción si empleásemos como aproximación el valor en libros. No obstante, nos encontramos con el problema de que el valor en libros depende de cómo la compañía aplique la contabilidad (Damodaran, 2002). Además de que estos reflejan todas las decisiones que se han ido tomando a lo largo de los años. Por ello se deberán realizar ajustes al valor en libros.
- **El rendimiento de la inversión:** se trata de los ingresos que la empresa ha ido generando con los activos que posee la empresa (Damodaran, 2002). Todo esto aplicando los mismos ajustes realizados en el paso anterior.
- **El coste del capital empleado:** se calcula del mismo modo que en un descuento de flujos y, por supuesto, utilizando el valor de mercado de la deuda y las acciones cotizadas en el mercado.

Ventajas e Inconvenientes de Economic Value Added

En cuanto al EVA®, debemos destacar que existe la falsa creencia de que este método requiere menos estimaciones que la valoración por descuento. Sin embargo, esto no resulta del todo cierto ya que requiere incluso más aproximaciones que el DCF. El DCF empleará una serie de flujos de caja y tasa de descuento estimados, mientras que el EVA® tiene una metodología más compleja. Además, si el EVA® se elabora correctamente es posible llegar al mismo valor que con el DCF, pero no aporta una valoración más exacta al método anterior.

El problema se encuentra en que el valor de una compañía se basa en las expectativas de futuro de la misma. La creación de valor, por lo tanto, dependerá de la mejora de estas expectativas (Fernández, 2005). Al basarse en datos contables, el EVA®, no se puede considerar una medida de medir el valor creado, ya que no se basa en expectativas futuras.

Sin embargo, Damodaran (2002) afirma que en la práctica, este modelo se emplea de manera interna en las empresas para medir el valor generado. En muchos casos se han desarrollado políticas de compensación en base a la creación de valor, ya sea a nivel de la empresa como tal o en un departamento de la misma. Este valor será medido mediante el EVA®. Por lo dicho anteriormente, podemos establecer que el EVA®, a pesar de resultar útil para establecer objetivos corporativos, no es una medida fiable de la creación de valor (Fernández, 2005).

2.4.3. Market Value Added

El Market Value Added (MVA) compara el valor de mercado de las acciones con el valor en libros de las mismas, es decir, su valor contable.

Algunas personas afirman que este indicador sólo mide la creación de valor en el momento en que se crea la compañía, es decir, cuando se realiza el desembolso inicial (Cervera, 2010).

De este indicador deriva el Market-to-book value, el cual se expresa como:

$$MTB = \frac{\text{valor de mercado de la acción}}{\text{valor contable de la acción}} \quad (8)$$

Esta expresión es muy empleada por los analistas financieros para estudiar la creación de riqueza de la compañía. La empresa creará valor cuando la ratio sea mayor a uno, es decir el valor de mercado sea mayor al valor contable de las acciones.

2.4.4. Cash Value Added

El CVA (Cash Value Added) es una medida de cómo mejora la contribución de las actividades operacionales de la empresa a la creación de valor (Boston Consulting Group, 2000).

Sin embargo, este indicador cuenta con las mismas limitaciones que el EVA® al estar basado en datos contables (aunque resulta más útil ya que evita las distorsiones contables con respecto al EVA®). Tiene en cuenta la depreciación y además tiene más en cuenta el Cash Flow generado que las propias ganancias (Boston Consulting Group, 2000).

El CVA indicará que se está creando valor cuando su resultado de positivo. Además, este indicador compara el CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) con el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) con lo que en el momento en que el CFROI sea más elevado que el coste medio ponderado del Capital (Cervera Conte, 2011). El CFROI es la medida de rentabilidad que generan las inversiones de la compañía. Pablo Fernández (2008) afirma que el CFROI es la TIR de la inversión realizada, ajustando los flujos a la inflación que han sido generados de la misma inversión.

2.4.5. Creación de valor para los Accionistas

Habiendo analizado los anteriores indicadores, con sus ventajas y limitaciones, podemos establecer que aquellos indicadores que emplean datos históricos o contables, no miden adecuadamente la creación de valor para el accionista. No obstante, resultan útiles en las prácticas empresariales ya que tienen en cuenta ambos: el coste de los recursos empleados para generar el beneficio deseado y el beneficio como tal.

Esto es debido a que no se trata de métodos que tengan en cuenta las expectativas de futuro, que como hemos dicho antes, la creación de valor depende de estas expectativas. Hay autores que al percatarse de esto han propuesto otros indicadores distintos para la creación de valor. En este caso, Pablo Fernández (2008) propone el SVC o *Shareholder Value Creation*. Este indicador queda expresado (Cervera Conte, 2011) como:

$$\text{Creación de valor para el accionista} = \text{Capitalización}_{t-1} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - \text{Rentabilidad exigida a las acciones}) \quad (9)$$

También puede expresarse como:

$$\text{Creación de valor para el accionista} = \text{Aumento de valor para los accionistas} - (\text{Capitalización}_{t-1} \times \text{Rentabilidad exigida a las acciones}) \quad (10)$$

Es importante aclarar que la Rentabilidad exigida a las acciones es la suma del *Risk Free Rate*, es decir, el tipo de interés de los bonos del Estado (en este caso a 10 años) junto con una prima de riesgo, también llamada *market risk Premium*. De este modo estamos midiendo la creación de valor de manera que deberá ser mayor que el aumento de valor para el accionista sobre la rentabilidad exigida (Cervera Conte, 2011). Se trata de un indicador que emplea la lógica como base fundamental, el exceso de rentabilidad generada para el accionista implica que la compañía ha creado valor por encima de las expectativas. Es decir, ha generado una rentabilidad mayor de la que se exige en ese ejercicio económico.

3. Concepto de *value driver*

Tras haber analizado las distintas metodologías de valoración de compañías y cuantificar el valor generado, nos encontramos ante la siguiente pregunta: ¿Qué estrategias debe llevar a cabo una compañía para que la creación de valor sea percibida por el accionista?

Centraremos el estudio por tanto, en las distintas estrategias a desarrollar por las corporaciones para generar ese valor añadido que resulta tan atractivo para sus inversores. Cómo influyen estas actividades en su valoración y cómo con estas estrategias se consigue destacar sobre los competidores. Nos encontramos en un momento en el que las compañías ya no se evalúan en función del valor que generan para el accionista, sino para todos sus *stakeholders*. Así pues, se determina el valor total que esta genera en el conjunto de la sociedad. Se dice que una empresa crea valor, si lleva a cabo estrategias que generan valor añadido en todas sus actividades.

Como explicábamos anteriormente, la creación de valor en una compañía implica que los flujos de caja esperados sean mayores a los recursos empleados por la empresa. Damodaran centra sus opiniones en la idea de ver la empresa no sólo como un conjunto de activos, sino como un conjunto de flujos futuros procedentes de inversiones y del crecimiento esperado (Damodaran, 1999). Resulta necesario definir el concepto de “*value driver*”: es el motor que genera un mayor valor en un producto o servicio para los consumidores. Los *value drivers* por lo tanto, son aquellos factores que favorecen que una empresa presente un valor añadido en sus operaciones.

3.1 Principales *value drivers*

Algunas de las medidas más elementales, comunes a la mayoría de empresas, que se proponen para incrementar el valor en una compañía son varios: aumentar los flujos de caja generados por los activos de la empresa; aumentar el crecimiento esperado; alargar en el tiempo dicho crecimiento esperado, ya que tiene mucho más valor una empresa cuyas expectativas sean de crecimiento a diez años que a cinco y, por último, reducir el coste de capital. Pero, ¿cómo pueden implementarse estas medidas?

En cuanto a aumentar el *Cash Flow* generado por los activos hay que destacar que muchas empresas poseen activos que no suponen un valor añadido para estas, y por tanto no están generando una rentabilidad adecuada. En este punto la empresa debe determinar si es más oportuna la desinversión de estos activos, su liquidación o mantenerlos hasta el fin de su vida útil (Damodaran, 1999). La decisión de tomar una u otra opción dependerá de qué beneficie más a la organización. En otras palabras, esta medida consistiría en eliminar de la empresa aquellos activos que no aporten un valor añadido a su actividad (Damodaran, 1999).

3.1.1. Mejora de márgenes

Uno de los principales *value drivers* es la mejora de los márgenes. Una manera muy común de incrementar los flujos de caja de una empresa es mejorando sus beneficios operativos (margen bruto, margen EBIT o margen EBITDA). Los beneficios operativos son los vinculados a la actividad económica principal de la empresa. Por lo que, habrá que tener en cuenta la relación directa que existe entre los márgenes y los costes operativos. La empresa debe analizar la parte de arriba de su cuenta de resultados y decidir si está creando valor en sus operaciones o si podría realizar alguna mejora. Si se trata de empresas cotizadas, contamos con la ventaja de tener un mejor acceso a los márgenes de sus competidores. En el caso de una empresa cuyo margen EBIT es muy inferior al de la competencia (siempre siendo compañías comparables a la analizada) esta tendrá que identificar qué factores son los que afectan a sus márgenes en comparación con la competencia.

Actualmente se están desarrollando técnicas específicas llevadas a cabo por compañías consultoras enfocadas en el ámbito estratégico. Con el fin de aumentar el valor del accionista mejorando los márgenes, muchas empresas optan por la reducción en costes. Para aminorar los costes la empresa destacan dos herramientas principales:

- La optimización de costes directos e indirectos, incluyendo los de administración y generales.
- Mejora en la efectividad de la cadena logística y de la producción.

Otra opción es el crecimiento y su posterior estabilidad en el tiempo. Esta estrategia debe centrarse en la efectividad en el posicionamiento del producto (*Marketing Mix*), la innovación y racionalización del portfolio de producto. Es decir, la diversificación de los productos o servicios que ofrece la empresa.

Hasta hace pocos años esto era suficiente para conseguir unos márgenes y crecimiento corporativo adecuados. Sin embargo, con el desarrollo tecnológico exponencial de las últimas décadas, cada vez resulta más complicado llegar a los objetivos de reducción en costes, así como el crecimiento año a año. En la nueva era digital se han desarrollado nuevos enfoques que se suman al crecimiento y reducción de costes. Según un estudio realizado por Deloitte (2017), se ha desarrollado un enfoque estratégico distinto dirigido hacia los nuevos retos a los que tienen que enfrentarse. Estos dos son liquidez y talento (Deloitte Development, 2017).

3.1.2 Crecimiento

Las empresas deben asegurarse un puesto en el futuro de su industria, para ello deben llevar a cabo proyectos que afiancen su posición en el mercado. El crecimiento económico de la empresa es un factor condicionante en sus expectativas de creación de valor. El accionista debe sentirse seguro acerca del crecimiento en el corto plazo de la empresa. Por supuesto que el largo plazo resulta vital al evaluar una compañía. Sin embargo, sí es cierto que aportar fiabilidad acerca de sus proyectos crecimiento más inmediatos, genera un efecto positivo en la compañía y serenidad entre sus inversores.

Algunas de las estrategias que las empresas desarrollan se centran en la diferenciación de su producto o servicio: ¿cuál será la ventaja que ofrecerá la empresa frente a sus competidores? En el mercado de libre competencia las organizaciones luchan por aumentar la cuota de mercado, llegando a nuevos clientes y estableciéndose en nuevos mercados. Para ello hay que generar valor añadido para el público.

Hay muchas estrategias a considerar, una de ellas es la diferenciación del servicio por la calidad que se ofrece al cliente. Si queremos que el consumidor perciba valor, no sólo habrá que cumplir con sus expectativas, sino superarlas. De esta manera la empresa logrará la lealtad del consumidor, hacer que el usuario halle una ventaja en el producto. Esto puede conseguirse mediante un trato excepcional al cliente, exclusividad del producto, satisfacer al consumidor por encima de la competencia, generando valor añadido. Junto a la diferenciación en el producto y la lealtad del consumidor se puede observar un aumento en el precio del servicio que derivará márgenes más abundantes. Es decir, que el consumidor esté dispuesto a pagar un “extra” por un servicio de calidad (es el ejemplo de los hoteles de lujo o el sector automovilístico de alta gama).

La guerra en precios sería el caso opuesto a la situación anterior. Donde la empresa no busca la diferenciación en calidad de producto, sino en precio. La oferta de productos a precios tan competitivos tiene el problema de que no existe una lealtad a la marca, ya que el usuario consumirá en base al coste del producto. Sin embargo, si una empresa establece su estrategia competitivamente en el sector, esto no debería ser un problema y sus oportunidades de crecimiento también pueden ser muy provechosas.

3.1.3 Estabilidad del crecimiento a largo plazo

La empresa como unidad económica posee vocación de permanencia en el mercado, de continuación de sus actividades en el largo plazo. Las organizaciones, por tanto, realizan planes a largo plazo que están en línea con su misión, su cultura. De su visión a largo plazo derivan las estrategias que se presentan en el plazo más inmediato. Todas las decisiones procedentes de la dirección deben perseguir el mismo objetivo. Con el fin de

crear un valor añadido para los *stakeholders* la compañía necesita generar ventajas competitivas. Estas son la superioridad para fijar los precios en el mercado, la competitividad en costes o la eficiencia de su estructura de capital, entre otros. Sin embargo, para que esta ventaja sea efectiva y genere valor ha de mantenerla de manera sostenible en el tiempo. Si la empresa no puede evitar que los competidores desarrollen modelos similares, su ROIC (*Return on Invested Capital*) se convertirá en algo transitorio y por tanto su valor se verá reducido (Koller et al.,2005).

Una empresa es capaz de crear valor mediante la generación de crecimiento estable en el tiempo. Como decíamos antes, las compañías son unidades económicas con una misión específica. Cada una debe enfocar su estrategia, tanto a corto como a largo plazo, de manera consecuente a esta misión.

Los métodos más frecuentes en la creación de valor a lo largo del tiempo son variados. La inversión y desarrollo en nuevos productos, la búsqueda de nuevos mercados, nacionales e internacionales; o la mejora constante de los productos o servicios actuales que ofrece en el mercado, debe ir enfocado a continuar sus actividades en el tiempo.

Algunos ejemplos de estrategias que favorecen la continuación de la actividad de la compañía en el tiempo son las siguientes:

- Nombre de la marca: las compañías deben tratar de conseguir que las características de su producto o servicio sean asociadas a su marca. Así la empresa genera una ventaja competitiva en los distintos mercados en los que opera a través de activos intangibles. En concreto, una empresa con una imagen de marca de comercialización valiosa, puede permitirse establecer unos precios más elevados y por tanto conseguir un aumento en sus márgenes (Damodaran, 2002). Las empresas cuya imagen de marca está bien valorada presentan una ventaja competitiva frente a los competidores, sobretodo cuando se trata de una industria fragmentada.
- Barreras de entrada en el sector: es cierto que hay industrias que destacan por tener implícito un coste de entrada en el sector muy elevado. Estas industrias suponen para las empresas que operan en ellas una gran ventaja. No obstante, la dificultad a la hora de comenzar la actividad en un sector puede generarse de

manera “artificial” (Koller et al.,2005). Es decir, las empresas que ya operan en un determinado sector pueden influir y, por tanto, establecer barreras de acceso a nuevos competidores.

- El coste de sustitución es otro factor necesario a considerar. En las industrias tecnológicas, de servicios o en las que resulta sencillo imitar un modelo de negocio, el coste de sustitución suele ser reducido. Aumentando estos costes, también conocidos como *switching costs*, se puede evitar o al menos mitigar el cambio de nuestros clientes a la competencia. Contamos aquí con el ejemplo de Microsoft cuyo sistema hace que resulte poco atractivo para el consumidor cambiar a otro tipo de programas como Linux, ya que el consumidor se resiste a aprender otro tipo de formato de programación una vez ya controla un programa (Koller et al.,2005).

Hay una situación crítica aplicable a todas las compañías: en el momento en el que la empresa sacrifica su viabilidad en el largo plazo para aumentar el éxito y los ingresos en el corto, se produce una destrucción de valor. Esto es un factor muy alarmante para los accionistas, que acabará generando su desinversión en la compañía (Haksever, et al., 2004). Otro factor a destacar es la disrupción tecnológica a la que las empresas se enfrentan sin importar el sector al que pertenezcan. Nos encontramos ante una situación económica en la que el cambio esta a la orden del día. Las organizaciones buscan adaptarse a los nuevos retos y esto ha generado que en los últimos años se produzca un “acortamiento” en los plazos de planificación estratégica. Lo que antes era un plan a largo plazo a diez años, hoy en día es a cinco. La tecnología, y su empleo más rentable, se ha convertido en un medio fundamental para un crecimiento prolongado.

3.1.4. Coste del Capital

Otra manera de generar valor consiste en reducir el coste de capital de la empresa. Para ello, las compañías llevan un control exhaustivo de la composición de sus fuentes de financiación (refiriéndonos a los niveles de deuda y patrimonio neto). Muchas centran sus esfuerzos en mantener el nivel de sus fuentes de financiación dentro de unos límites concretos. La ratio *Debt-to-Equity* resulta ser una herramienta muy útil para el nivel de

apalancamiento de una empresa. Generalmente, las empresas que tienen una ratio D/E elevada son más propensas a realizar ampliaciones de capital para reducir el nivel de endeudamiento.

Numerosos estudios que afirman que las empresas tienden a gestionar de manera activa su estructura de capital (Koller et al.,2005). Las empresas realizan sus ajustes en cuanto a su estructura de capital, generalmente entre uno y dos años entre un cambio y el siguiente, y no inmediatamente. Principalmente, esta separación en el tiempo entre las modificaciones en la estructura de financiación, se deben a la volatilidad en el precio de las acciones y a costes de transacción; lo que haría poco prácticas estas medidas (Leary & Roberts, 2005).

Como ya sabemos, el coste de capital se divide entre el coste de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas. Resulta importante mencionar que el coste de la deuda es menor al de los fondos propios. En la teoría, el accionista, realiza una inversión a perpetuidad, es decir, no recibe una devolución como tal de la inversión; asume un mayor riesgo y por ello exigirá una rentabilidad mayor. Si una compañía se declara insolvente los tenedores de deuda (desde la garantizada a la subordinada, en este orden), serán los primeros en recuperar su inversión, mientras que los accionistas serán los últimos y en muchos casos, no llegan a recuperar el capital invertido en la empresa.

La organización establecerá una estructura de capital buscando minimizar su coste y, maximizar su solvencia y el valor para el accionista. Para ello la empresa debe controlar su ratio de cobertura para que su deuda no alcance niveles demasiado elevados. La deuda tiene un menor coste como modo de financiación debido a dos factores:

- Los prestamistas asumen un riesgo menor que los accionistas.
- Tiene un beneficio fiscal para la compañía, cuyo valor se ve reflejado en los estados financieros de la compañía.

No obstante, un nivel elevado de apalancamiento financiero puede implicar que el riesgo de insolvencia aumente considerablemente. Además, que una compañía aumente su nivel de deuda, implica que incrementa su riesgo de quiebra, por lo que su Beta, β ,

también se verá acrecentada. Debemos recordar que el coste del *equity* se estima mediante β apalancada y que debido a esto, a medida que aumenta la deuda, también lo hace la Beta (Damodaran, 2002). Por lo que la rentabilidad que exijan los propietarios de las acciones aumenta cuando el nivel de deuda es elevado. Por otro lado, todo esto derivaría en que el rating de la deuda se viera empeorado generando un aumento en el coste del apalancamiento. En conclusión, cuando el nivel de financiación externa es demasiado elevado, se produce una reacción en cadena que pueden acabar generando grandes dificultades para la continuación de la compañía.

Las compañías juegan con el peso de la deuda en la estructura de capital gracias a las ventajas que implica. Supone un ahorro fiscal, ya que se el pago de intereses en la cuenta de pérdidas y ganancias reducirá el beneficio antes de impuestos y por tanto los impuestos aplicables al beneficio. Por otro lado, la deuda magnifica el resultado de los beneficios de las compañías. Comparando dos empresas, la primera con un nivel de deuda elevado y la segunda financiada prácticamente con fondos propios. Un factor importante a destacar es que el coste de la deuda tiene la capacidad de magnificar los resultados. En épocas de bonanza, una compañía con un nivel de apalancamiento superior se ve más beneficiada que una que esté financiada en su mayoría por fondos propios. En la situación contraria, en situaciones de desaceleración económica o incluso recesivas, el coste de la deuda se puede convertir en un hándicap. La compañía con un coste de deuda más elevado (con un mayor nivel de deuda) se verá más presionada en sus resultados, y su solvencia puede convertirse en un problema.

Habiendo establecido las distintas implicaciones que genera la deuda, debe ser aclarado que, el valor generado por una empresa aumentará a medida que disminuya el coste de su capital. Esto sólo será posible siempre y cuando los flujos operativos no se vean afectados por este aumento en la ratio de la deuda (Damodaran, 2002).

En este punto, y después de haber evaluado el elemento de compensación entre la deuda y los fondos propios, nos centramos en una alternativa distinta: la teoría de selección jerárquica de la estructura de capital, también conocida como *pecking order theory*. Este estudio se centra en que existe un orden común a la mayoría de empresas en

la elección de la fuente de financiación. La causa principal de esta jerarquía es que el mercado analiza e interpreta las diferentes decisiones de financiación que se toman en la organización (Koller et al.,2005). Si una empresa necesita financiación para realizar sus inversiones, escogerá la opción que más convenga según el siguiente orden:

- 1) Fondos internos de la compañía (reservas).
- 2) Deuda.
- 3) Ampliación de capital: en este aspecto, un inversor interesado en la empresa, interpretará que si ésta realiza una ampliación de capital, es porque sus directivos piensan que las acciones están sobrevaloradas en el mercado.

4. Ejemplo práctico: análisis de valor: Prosegur.

En este apartado del presente trabajo nos centraremos en el análisis financiero de la compañía española Prosegur. Prosegur es actualmente la compañía dominante en el mercado español de seguridad privada. Serán analizadas las distintas estrategias ya mencionadas en los apartados anteriores y comparadas con su valoración de mercado en cada momento. El siguiente análisis tiene como fin determinar el verdadero impacto de sus estrategias en la percepción de creación de valor para el accionista.

4.1. Presentación de la compañía

Antes de comenzar a analizar la empresa, debemos realizar un breve repaso de su historia. Prosegur fue constituida en 1976 cuyo enfoque inicial estuvo dirigido a la logística de valores y la gestión de efectivo. A partir de 1977 Prosegur comenzó a ofrecer en nuevos servicios que pudieran hacer crecer la compañía, esta vez con equipos de vigilancia privados, ampliando las líneas de producto. Tras cuatro años desde su creación comenzó el proceso de internacionalización, empezando por Portugal. En 1995 la compañía se abre a nuevos mercados internacionales fuera del continente, comenzando así pues sus operaciones en Latinoamérica. Tras su expansión a Latinoamérica, Prosegur se establece en Francia (2001) y en 2011 en Alemania y en el continente asiático (en concreto Singapur e India). Desde este momento, y aprovechando su presencia en diversos continentes, Prosegur ha ido creciendo internacionalmente hasta la actualidad. A día de hoy opera por todo el globo, en concreto en 24 países.

Prosegur cuenta en este momento con tres líneas de negocio que han ido siendo añadidas a lo largo de su historia. Primero se estableció como empresa de gestión de efectivo, pero pronto amplió su línea de servicio hacia una nueva dirección con los equipos de vigilancia. Por último, en 1992, se extiende a la tercera división, las alarmas. Desde el momento en que cada una de las divisiones fue establecida se puede observar una mejora en el desarrollo de los productos buscando adaptarse a las nuevas corrientes. Por ello, Prosegur ha incluido recientemente nuevos servicios como la ciberseguridad

(2014) además de continuar promoviendo la competitividad de los existentes en el mercado.

En este punto, aunque será tratado en mayor profundidad más adelante, mencionamos la salida a bolsa de sus dos principales líneas de negocio. A pesar de que la línea de “Prosegur Cash” fue la primera con la que comenzó a operar, no fue hasta 2017 cuando salió a bolsa y comenzó a cotizar en el mercado español. Centraremos el análisis en Prosegur Alarmas S.A., la cual debutó en el mercado de valores en 1987, por lo que contamos con más datos históricos para realizar un mejor estudio. Por otro lado, sí serán comentadas algunas de las estrategias en la división de de gestión de efectivo.

4.2. Análisis macroeconómico

Para analizar correctamente la empresa, se elaborará un análisis “*Top-down*”, para tener una visión amplia sobre las actividades de Prosegur (efectivo y seguridad). Comenzamos el análisis vertical con un estudio macroeconómico de las grandes áreas geográficas en las que opera. En esta línea encontramos tres principales áreas:

4.2.1 Europa

Prosegur opera en Europa en cuatro países, entre los que se encuentran: España, Portugal, Francia, Alemania y Turquía. Las principales actividades que desarrolla en estas áreas son en concreto los servicios seguridad y el efectivo, la división de alarmas junto con la ciberseguridad sólo operan en España y Portugal.

Los factores macroeconómicos en los que se encuentra la Eurozona durante estos años se caracterizan por una desaceleración del crecimiento del PIB. Esta desaceleración junto con un aplanamiento en la curva de rendimiento de los bonos soberanos a largo plazo, no genera buenas expectativas para la economía europea.

Aunque la presencia de Prosegur en Europa no es muy amplia, podría considerarse que hay oportunidades para extenderse al otros países europeos. Sin embargo, habría

que estudiar el nivel de consolidación del sector a lo largo de la zona euro. Los principales competidores de Prosegur son tres: Securitas Direct, G4S y ADT. La amplia presencia de Securitas en Europa (Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia y Reino Unido) deja poco margen de cuota de mercado para Prosegur.

4.2.2 Latinoamérica

Gran parte de las operaciones globales de Prosegur se desarrollan en Latinoamérica. Principalmente en: Brasil, Paraguay, Uruguay, Argentina, México, Colombia, Perú, Chile, Costa Rica, Honduras, Nicaragua, El Salvador y Guatemala. Ocupa prácticamente el mercado latinoamericano completo. Las ventas procedentes de Iberoamérica en 2017 alcanzaron los 2.467 millones de euros, un 10,2% más que el año anterior. No sólo Prosegur obtiene el mayor porcentaje de sus ventas en esta área geográfica sino que el crecimiento en ella se mantiene constante.

Al operar en países emergentes, encontramos distintas ventajas e inconvenientes. La inflación que se ha venido produciendo a lo largo del último año en países como Brasil o Argentina, han tenido varios efectos en las operaciones de Prosegur en Latinoamérica. En Argentina la inflación se sitúa en el 49% (Datosmacro.com, 2019) en enero de 2019 (respecto al año pasado), frente a un 3,6% interanual de inflación en Brasil (Datosmacro.com, 2019).

Estos niveles de inflación han afectado de manera distinta a las distintas divisiones de Prosegur. Prosegur Seguridad se dirige a clientes pertenecientes a sectores de todo tipo, desde la banca y la seguridad de eventos hasta la construcción e industria energética. Además ofrece también servicios para complejos residenciales, y clientes individuales. Aclarado esto, la inflación en estos países, como Argentina o Brasil, genera que el nivel de ingreso disponible entre la población se reduzca, haciendo que el poder adquisitivo se vea menguado. Aquí nos encontramos ante el primer problema. Si la capacidad adquisitiva de los consumidores se reduce, la venta de

alarmas y servicios de seguridad también lo hará. Al no tratarse de productos y servicios de primera necesidad, los consumidores prescindirán de estos productos.

Sin embargo, se produce el efecto opuesto en cuanto a la gestión de efectivo. Al aumentar la inflación la cantidad de unidades monetarias para adquirir un producto aumenta. Esto implica que a la hora de realizar el transporte de efectivo, la cantidad a trasladar en los furgones será más elevada. Por lo tanto, podemos establecer que a pesar de que la inflación puede suponer un contratiempo, este se ve compensado por la división de Prosegur Cash.

4.2.3 Asia, Oceanía y África

En cuanto a la tercera y última área geográfica, Prosegur opera en China, Filipinas, India, Singapur, Australia y Sudáfrica. En esta región, y según las cuentas consolidadas de 2017, se obtuvo un 11,7% de incremento en las ventas (de 142 a 159 millones de euros). Entre los factores macroeconómicos a desarrollar en este apartado destacan:

La desaceleración del crecimiento en China. La economía china esta sufriendo una paulatina reducción en el crecimiento de su producto interior Bruto en los últimos años. Nos encontramos con un PIB del 6,9% en 2017, frente al 10,6% que presentaba en el año 2010.

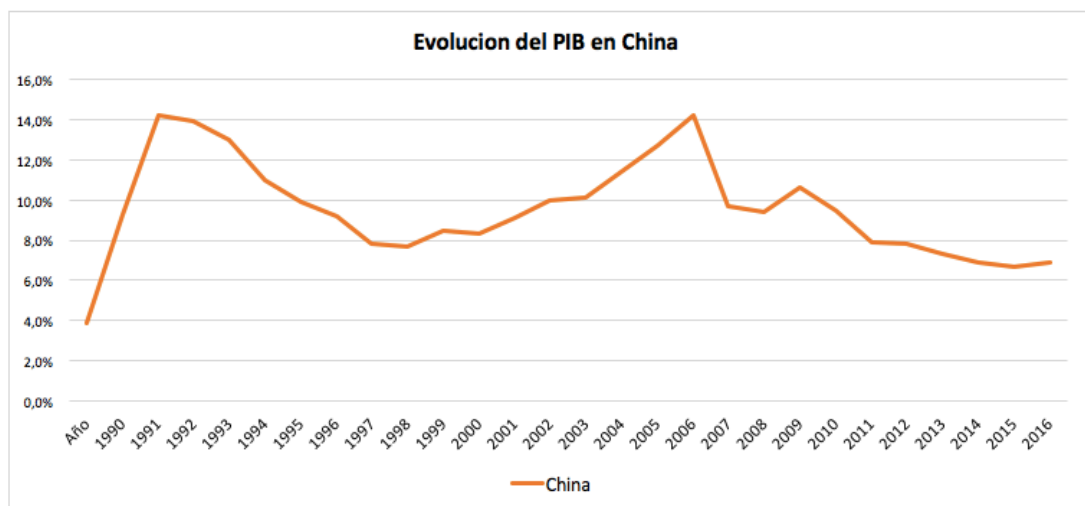


Gráfico 1: Evolución PIB China (Fuente: datosmacro.com)

Según un artículo del Financial Times, muchos negocios internacionales con operaciones en China se han visto afectados por esta situación. Los datos mostraban que el mercado de valores chino ha sido el que peores cifras ha presentado en este pasado año 2018, de entre las mayores potencias económicas (*The editorial board*, 2019). En los siguientes gráficos podemos observar la comparación entre: el índice de Shanghái y el Dow Jones y; Shanghái frente al Nikkei japonés.

Índice de Shanghái frente al Nikkei japonés



Gráfico 2: Índice Nikkei 225 contra el índice Shanghái Composite. (Fuente: *Trading Economics*, 2019)

Índice de Shanghái frente al Dow Jones

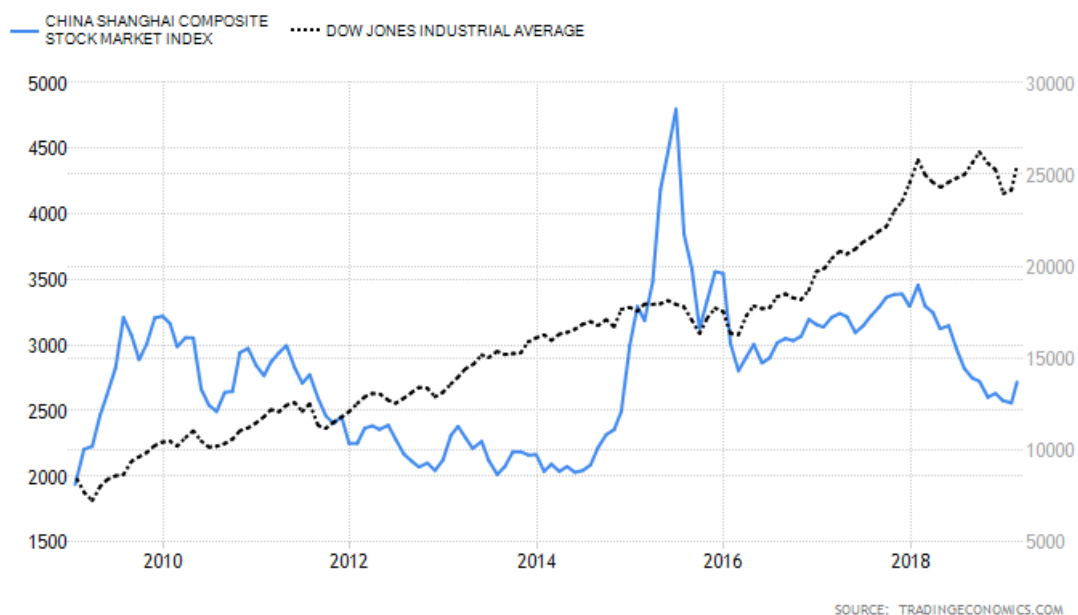


Gráfico 3: Índice Shanghái Composite contra índice Dow Jones. (Fuente: *Trading economics*, 2019)

Por otra parte, el nivel de consumo en este país se está viendo reducido en los últimos años, lo que está alarmando a las distintas multinacionales que operan aquí. Hasta ahora, China ha supuesto el punto de inflexión en cuanto al crecimiento de las empresas. Sin embargo, las perspectivas hacia el futuro no son tan positivas. El consumo de bienes de lujo, Real Estate, sector automovilístico e incluso el tecnológico están recibiendo los efectos de la reducción en el consumo entre la población china (Hornby & Giles, 14)

En cuanto a Sudáfrica, presenta un incremento del PIB del 1,3% en 2017 frente al año anterior. Además Prosegur Cash posee el 10% de cuota de mercado en este negocio.

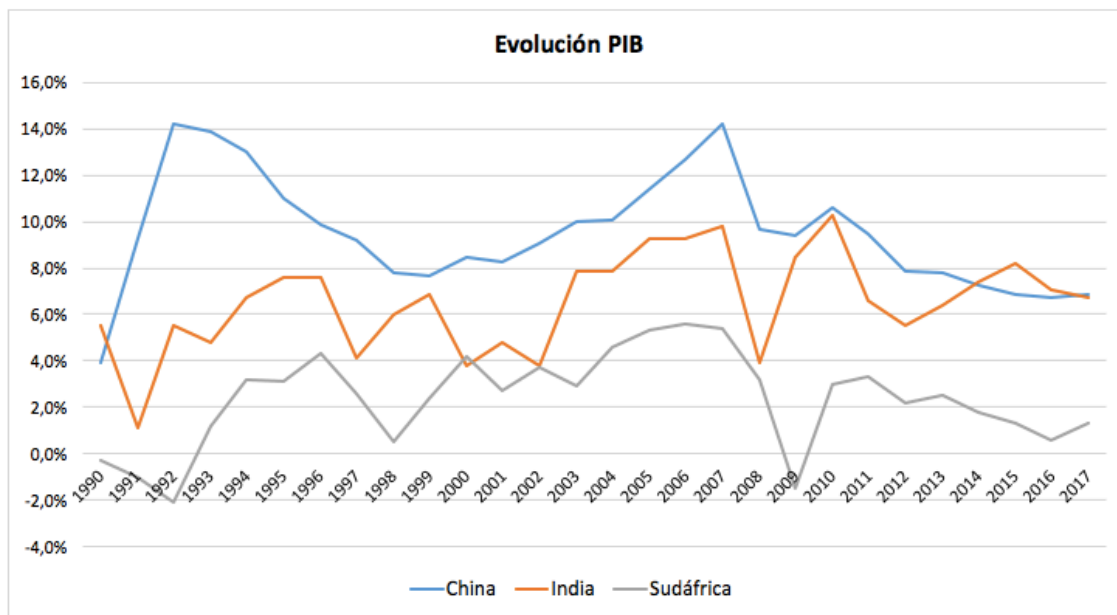


Gráfico 4: Comparación de la evolución del PIB chino, indio y sudafricano. (Fuente: datosmacro.com)

4.3. Análisis por sector.

En este apartado comentamos de manera analítica los sectores en los que opera Prosegur. A pesar de que cada una de sus divisiones están en cierto modo relacionadas y enfocadas hacia una misma dirección se trata de servicios muy distintos, y por ello, deben ser estudiados por separado.

4.3.4. Seguridad y vigilancia

El sector de la seguridad privada se vio muy afectado durante la crisis española, y tras estos años se ha ido viendo una paulatina recuperación. Nos encontramos por un lado el servicio de contratación de seguridad privada mediante el empleo de vigilantes y, por otro lado, la aplicación de las nuevas tecnologías ofreciendo servicios de ciberseguridad.

Actualmente, los sectores que más demandan el servicio de vigilancia son: el sector servicios, con un 18,96%; infraestructuras de transporte (16,87%); industria y energía y el comercio (Aproser, 2017). Prosegur por su parte ofrece además servicios al sector bancario y financiero, al inmobiliario y a complejos residenciales. En cuanto

a los servicios de seguridad nos encontramos con un 15% en las administraciones públicas frente a una facturación del 85% de este negocio en el área privada (Aproser, 2017). Las barreras de entrada al negocio de la seguridad privada son muy elevadas y la competencia es agresiva debido a que los datos apuntan a un mercado no consolidado. Los grandes competidores luchan por mantener su posición en el mercado, mientras que los pequeños operadores del sector tratan de resistir la fuerte competencia.

Las nuevas tecnologías también han llegado a esta clase de sectores, generando grandes cambios en lo que conocemos como seguridad. La ciberseguridad se ha convertido en un servicio clave para las compañías del sector. Ya no se trata de valor añadido como podría haber sido hace algunos años; sino de un servicio necesario integrado en la oferta las empresas dedicadas a esta actividad. La banca, las instituciones financieras, las compañías energéticas y otros muchos sectores se ven vulnerables frente a las potenciales amenazas que acarrearán las nuevas tecnologías hoy en día. Prosegur centra sus esfuerzos en la gestión de riesgos de este tipo o la administración de infraestructuras de seguridad.

4.3.5. Alarmas y seguridad para el hogar

Las alarmas y la seguridad para el hogar en general, presentan una característica a destacar. Se trata de un sector muy cíclico y por tanto, puede verse muy afectado en situaciones de recesión económica. Se trata de un producto necesario que, a la vez, es de los primeros de los que se prescinde cuando hay que realizar recortes en el gasto doméstico. En 2008 las ventas en servicios de seguridad residencial fue de 111,2 millones de euros. Sin embargo, en épocas de bonanza económica su nivel de ventas aumenta considerablemente. También es un factor importante que, por ejemplo tras la burbuja inmobiliaria en España, la venta y construcción de vivienda nueva se vio más deteriorada. En los últimos años, donde la venta de nueva vivienda ha resurgido, la venta de alarmas también lo ha hecho. Esto se debe a que gran parte de las alarmas vendidas e instaladas se realizan en viviendas de nueva construcción.

En cuanto a la penetración de mercado, las cifras de Prosegur muestran que un 9,2% de los hogares en España tienen contratadas sus alarmas. Por otro lado, otras empresas como la compañía de telecomunicaciones Orange están tratando de introducirse en este sector (Lorenzo, 2017), mediante la integración de conexiones de los objetos inteligentes del hogar.

En la sección anterior, se ha mencionado la disrupción tecnológica en la economía. Las grandes empresas de seguridad privada (Securitas, G4S o Prosegur) se están adaptando a las nuevas tecnologías para ofrecer una gestión más cómoda al usuario de los servicios contratados. Hablamos de vigilar la casa con una aplicación donde el usuario puede observar las grabaciones de las cámaras de seguridad, encender o apagar la alarma a través del dispositivo móvil, la vigilancia remota u otros servicios.

4.3.6. Gestión del Cash

La gestión de efectivo se centra en el transporte de efectivo mediante vehículos blindados y la custodia del mismo. Además de la instalación y desarrollo de cajeros. Este sector está desarrollado sobretodo por grandes empresas. Destacan Loomis (filial de Securitas hasta 2016), Brink's, Prosegur Cash o GardaWorld. El servicio de la gestión y transporte de efectivo se dirige a un tipo de cliente concreto, en particular, el sector bancario y otros clientes institucionales.

Hasta el momento, la industria del manejo de efectivo tiene un carácter consolidado. El hecho de que cada vez se emplee menos el efectivo está llevando a una concentración acelerada del sector donde los principales operadores en el mercado global serían: en primer lugar Brink's con un 19%, seguido por Prosegur Cash (12%) y Loomis (11%) (Casado, 2018). Un ejemplo de las estrategias de consolidación de la industria y la competitividad es el caso denunciado por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en 2016 respecto a este sector. La CNMC elaboró una resolución en relación a la demanda dirigida a las prácticas de Prosegur y LOOMIS (antigua filial de Securitas) en el año 2016. La causa del suceso se basa en acuerdos

entre ambas para el reparto de proyectos y servicios en el mercado de efectivo. La CNMC apuntó el 10 de noviembre de 2016 la “supuesta infracción de los artículos 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio de Defensa de la Competencia (LDC)”. En relación a este caso se llegó a hablar de la formación duopolio (Europapress, 2016), ya que las empresas estaban operando con un 90% de cuota de mercado.

4.4. Análisis Fundamental de la compañía

En cuanto a lo que se refiere al análisis de una compañía no sólo es necesario entender el negocio al que se dedica y los factores externos que la rodean. No es suficiente con saber que la empresa lo “está haciendo bien” a nivel operativo, sino que hay que ser conscientes de su situación financiera y analizar si esta lleva una correcta gestión de sus activos o si su nivel de deuda es adecuado. Por ello, procedemos a realizar un breve análisis de las principales magnitudes financieras de Prosegur, entre los años 2013 y 2018.

Comenzando por los márgenes, se observa un margen bruto constante (23%-24%), aunque el margen EBIT, que se encontraba en un 9,06% en 2017, disminuyó a un 7,65% el siguiente año.

En cuanto a magnitudes de eficiencia, el ROE muestra cifras positivas a lo largo de estos cinco años, sin embargo, se ve reducido en 2018 (disminuye en un 40%) con un 14% de ROE que, aunque continúa siendo una magnitud aceptable para la compañía se trata de una disminución alarmante. En cuanto al ROA, se mantiene estable durante estos años, si bien, se ve también reducido en 2018, aunque en menor medida que el ROE. Sin embargo, el valor del ROA debe ser comparado con las empresas del sector para poder establecer un juicio acertado en cuanto a esta magnitud.

En lo que se refiere a la deuda y fondos propios, se han calculado diversas ratios. Entre ellos destaca la ratio de endeudamiento, la cual muestra que Prosegur tiene un nivel de deuda bajo. La ratio se encuentra alrededor de 0,35, lo que implica que la empresa puede que tenga cierto exceso de fondos propios y, por lo tanto, no sería desaconsejable que esta aumentara en cierto grado su nivel de deuda. Como ya sabemos, mantener un cierto grado de deuda resulta positivo para una empresa (la deuda genera ahorro fiscal y

puede magnificar los resultados). En 2015 la ratio de endeudamiento era 0,34 (exceso de fondos propios) y sin embargo, en 2016 su valor ascendió a 0,44 año que se corresponde con la salida a bolsa de su filial Prosegur Cash. Por otro lado, la ratio de autonomía financiera se encuentra dentro de los estándares normales.

Las ratios de liquidez muestran que la empresa entre 2013 y 2015 tenía una proporción de activo corriente frente a pasivo corriente reducida, es decir, su nivel de liquidez era insuficiente (entorno a un 1,2) aunque no alarmante. Sin embargo, una ratio menor a 1,5 puede transmitir que la empresa presenta mayores probabilidades de impago. Sí es cierto que el valor ha mejorado en los tres últimos años, ya que el pasivo a corto plazo se ha reducido en cierta medida en estos años y a 2018 la ratio de liquidez ya se encuentra cercana a dos.

El Beneficio por acción (BPA) o *Price Earnings Ratio* (PER) de Prosegur en estos cinco años se encuentra en niveles aceptables, de media 18,9. A 2018 los inversores están dispuestos a pagar casi 14€ por uno de beneficio. Por otro lado, podríamos establecer que en 2016 las acciones de Prosegur estaban sobrevaloradas (PER fue de 26,5) posiblemente debido a la reacción del mercado por la OPV de su filial.

A parte de observar las anteriores magnitudes, debemos tomar en consideración un aspecto clave a la hora de estudiar una compañía y que en muchas ocasiones no resulta fácil de cuantificar. Se trata de la Responsabilidad Social Corporativa, la cual ha ido tomando mayor importancia durante las últimas décadas. La RSC juega un papel clave a la hora de decidir si se compran o no los productos de una compañía o si se invierte o no en ella. Tanto el cliente como el inversor prefieren invertir en compañías con una buena imagen corporativa. La Responsabilidad Social se ha extendido de tal manera que se ha convertido en una estrategia más a la hora de desarrollar la actividad empresarial con el fin de generar un valor añadido para la sociedad y en consecuencia para el accionista. Prosegur, por su parte, lleva a cabo diversos proyectos a través de su Fundación, entre sus programas más destacados se encuentra el plan “Piecitos Colorados”, centrado en la educación en Latinoamérica y otros proyectos relacionados con la inclusión social y el voluntariado corporativo.

4.5. Análisis de la creación de valor de Prosegur.

Habiendo analizado en apartados anteriores los distintos indicadores empleados para cuantificar el valor creado, y habiendo concluido que el parámetro a destacar es el Shareholder Value Creation; dedicaremos el siguiente apartado a cuantificar la creación de valor de Prosegur y a estudiar si la compañía genera o no valor.

Como hemos dicho, el SVC, se expresa con la fórmula (9):

$$\begin{aligned} \text{Creación de valor para el accionista} &= \text{Capitalización}_{t-1} \times \\ &(\text{Rentabilidad accionistas} - \text{Rentabilidad exigida a las acciones}) \quad (9) \end{aligned}$$

Con el fin de conocer si se ha creado valor o no en la compañía de un año a otro debemos, en primer lugar, descomponer la ecuación en sus distintos componentes. Para comenzar, deberemos hallar la rentabilidad exigida del accionista en cada periodo. Esta rentabilidad exigida viene determinada por el *Risk Free Rate* y la prima de riesgo de la compañía, es decir, el interés extra que una empresa debe pagar a sus accionistas por invertir en esta y asumir un riesgo mayor. En este estudio tendremos en cuenta los últimos 20 años de Prosegur para tener un conjunto de datos en el largo plazo y poder observar de manera más global su creación de valor en el tiempo. Sin embargo, nos centraremos especialmente en los últimos cinco años con el fin de obtener un análisis enfocado al ciclo económico actual.

Con lo mencionado anteriormente, la rentabilidad exigida por el accionista la calcularemos sumando el tipo de interés del bono español a 10 años (*Risk Free Rate*) junto con la prima de riesgo que tiene Prosegur, cuyos valores han sido obtenidos de Factset.

Bonos del Estado Español a 10 años.	
Fecha (A)	Cierre (A)
30/12/99	5,55%
30/12/00	5,11%
29/12/01	5,18%
31/12/02	4,31%
30/12/03	4,26%
31/12/04	3,62%
31/12/05	3,30%
30/12/06	4,11%
28/12/07	4,42%
31/12/08	3,96%
31/12/09	3,98%
31/12/10	5,45%
30/12/11	5,16%
31/12/12	5,31%
31/12/13	4,14%
31/12/14	1,61%
31/12/15	1,78%
30/12/16	1,37%
29/12/17	1,57%
31/12/18	1,42%

Fuente: Infobolsa

Prosegur Compania de Seguridad SA	
Fecha	Risk Premium
31/12/99	3,24%
29/12/00	2,43%
31/12/01	5,23%
31/12/02	8,34%
31/12/03	7,23%
31/12/04	7,28%
30/12/05	5,65%
29/12/06	5,11%
31/12/07	5,97%
31/12/08	7,14%
31/12/09	4,45%
31/12/10	3,00%
30/12/11	4,81%
31/12/12	3,51%
31/12/13	2,83%
31/12/14	5,50%
31/12/15	6,33%
30/12/16	4,04%
29/12/17	3,05%
31/12/18	4,57%

Fuente: FactSet

Tablas 1 y 2: Bonos del Estado Español y Risk Premium de Prosegur.

Con los datos anteriores calculamos la rentabilidad exigida a las acciones de la compañía, los valores resultantes son los siguientes:

	RENTABILIDAD EXIGIDA
30/12/99	8,79%
30/12/00	7,54%
29/12/01	10,41%
31/12/02	12,65%
30/12/03	11,49%
31/12/04	10,90%
31/12/05	8,95%
30/12/06	9,22%
28/12/07	10,39%
31/12/08	11,10%
31/12/09	8,43%
31/12/10	8,45%
30/12/11	9,97%
31/12/12	8,82%
31/12/13	6,98%
31/12/14	7,11%
31/12/15	8,11%
30/12/16	5,41%
29/12/17	4,62%
31/12/18	5,99%

Fuente: Infobolsa

Tabla 3: Rentabilidad exigida de Prosegur

A continuación, esta rentabilidad exigida la compararemos con la rentabilidad que realmente percibe el accionista a lo largo de los mismos periodos. Si restamos la rentabilidad exigida a las acciones a la rentabilidad total del accionista podemos observar la rentabilidad “extra” que el accionista ha percibido durante estos ejercicios económicos. Este valor equivaldría a la creación de valor para el accionista expresado como rentabilidad.

Creación de valor de Prosegur (%)

	RENTABILIDAD EXIGIDA POR EL ACCIONISTA	RENTABILIDAD TOTAL DEL ACCIONISTA	CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA
30/12/99	8,79%	-9,31%	-18,10%
30/12/00	7,54%	37,31%	29,76%
29/12/01	10,41%	28,05%	17,65%
31/12/02	12,65%	-35,07%	-47,72%
30/12/03	11,49%	34,95%	23,46%
31/12/04	10,90%	13,98%	3,08%
31/12/05	8,95%	35,48%	26,53%
30/12/06	9,22%	29,20%	19,98%
28/12/07	10,39%	-0,24%	-10,63%
31/12/08	11,10%	-1,70%	-12,80%
31/12/09	8,43%	50,07%	41,63%
31/12/10	8,45%	25,45%	16,99%
30/12/11	9,97%	-18,10%	-28,07%
31/12/12	8,82%	34,15%	25,33%
31/12/13	6,98%	14,35%	7,37%
31/12/14	7,11%	-3,57%	-10,68%
31/12/15	8,11%	-8,33%	-16,44%
30/12/16	5,41%	44,18%	38,78%
29/12/17	4,62%	18,21%	13,59%
31/12/18	5,99%	-31,39%	-37,38%

Fuente: Factset

Tabla 4: Creación de valor para el accionista (Fuente: Elaboración propia)

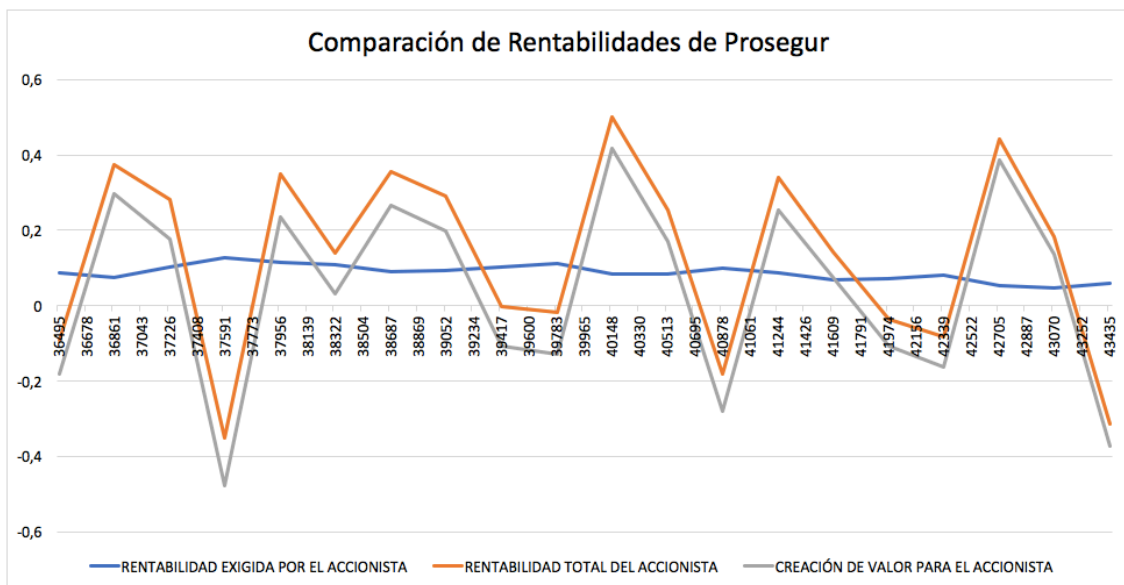


Gráfico 5: Comparación entre la rentabilidad exigida a las acciones y la rentabilidad total. (Fuente: Elaboración propia)

Con el fin de conocer el total del valor creado por la compañía, debemos añadir la última variable a la ecuación: la capitalización. La capitalización, o *market cap*, es el número de acciones multiplicado por el valor de mercado de las mismas. La diferencia entre la rentabilidad total y la rentabilidad exigida debemos multiplicarla por la capitalización del año anterior para conocer la cuantía del valor generado de un ejercicio al siguiente. Aquí podemos ver las cifras:

	CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA	CAPITALIZACIÓN (en miles)	TOTAL VALOR CREADO (en miles)
30/12/99	-18,10%	530,9	
30/12/00	29,76%	720,0	158,0
29/12/01	17,65%	903,2	127,1
31/12/02	-47,72%	594,2	-431,0
30/12/03	23,46%	791,1	139,4
31/12/04	3,08%	8.893,6	24,4
31/12/05	26,53%	1.192,3	2359,4
30/12/06	19,98%	1518,5	238,3
28/12/07	-10,63%	1.495,3	-161,5
31/12/08	-12,80%	1.412,3	-191,4
31/12/09	41,63%	2.111,8	588,0
31/12/10	16,99%	2.599,9	358,9
30/12/11	-28,07%	2.085,3	-729,8
31/12/12	25,33%	2.740,0	528,1
31/12/13	7,37%	3.073,3	202,0
31/12/14	-10,68%	2.912,8	-328,3
31/12/15	-16,44%	2.622,8	-478,8
30/12/16	38,78%	3.554,7	1017,1
29/12/17	13,59%	3.920,2	483,2
31/12/18	-37,38%	2.646,9	-1465,2

Fuente: Bloomberg

Tabla 5: Cálculo del total del valor creado (Fuente: elaboración propia)

En las tablas anteriores observamos por tanto la creación de valor que se ha producido para el accionista de un año al siguiente. Podemos percatarnos de la influencia de la crisis financiera de 2008, que afectó claramente a la creación de valor de la compañía (-10,63% y -12,80%) entre 2007 y 2008. Tras una remontada considerable, en 2011 vuelve a destruir valor, en 2010 el precio de la acción marcaba máximos históricos registrados hasta entonces (4,25 a diciembre de 2010), por lo que podemos pensar que

estaba muy sobrevaluada y en este caso, se produjo una corrección del precio de Prosegur en el mercado. Sin embargo, analizándolo en conjunto, la creación de valor de Prosegur se disparó de 2009 a 2013 aunque en este último año se redujo este crecimiento para dar lugar a un nuevo momento de cifras negativas en su creación de valor (de 2013 a 2014).

Podemos observar que Prosegur durante este último año, 2018, no sólo no ha generado valor sino que lo ha destruido. Sin embargo, nos encontramos en un entorno económico muy complicado. Hay ciertos factores que están influyendo de manera directa o indirecta en esta reducción de creación de valor. Sería importante destacar la preocupante desaceleración de la economía mundial, los tipos de interés europeos se encuentran bajo mínimos, el Brexit, o incluso la guerra comercial entre China y Estados Unidos. Todos estos factores parece que pueden haber afectado en la creación de valor de Prosegur debido a la internacionalidad de la compañía. No obstante, hay un factor que ha condicionado la creación de valor de Prosegur (tanto Prosegur Alarmas S.A. como su filial Prosegur Cash) por encima del resto. Este factor ha sido la elevada inflación en la zona latinoamericana el último año 2018. La elevada inflación ha supuesto una devaluación importante de las divisas de esta zona, donde se destaca principalmente el área argentina, clasificada como zona hiperinflacionaria. El periódico Expansión publicaba el 28 de febrero de 2019, una columna escrita por Iñaki de las Heras, en la que habla sobre la caída en el beneficio de Prosegur por su alta exposición al mercado latinoamericano. Los datos que muestra suponen una reducción en el EBITDA de un 12% (De Las Heras, 2019). En cuanto al beneficio, Prosegur Alarmas obtuvo un 18,3% menos que el año anterior, mientras que su participada alcanzó una caída del 26% (De Las Heras, 2019). Con estos datos y conociendo la elevada inflación de este año en los países de la zona, podemos concluir que la destrucción de valor corresponde con las circunstancias que han influido la empresa a lo largo del año 2018.

4.6. Valoración de la compañía por el DDM

En este apartado centraremos el presente proyecto en valorar Prosegur Alarmas S.A. mediante el método *Dividend Discount Model* o *Gordon Model*. Este método ha sido escogido debido a que los dividendos que presenta la compañía a lo largo del tiempo son consistentes y además las expectativas a futuro muestran que la compañía seguirá repartiendo dividendos elevados.

Para ello deberemos estimar los dividendos futuros de se espera que reparta en los próximos años.

Este modelo se aplica mediante la fórmula (2):

$$Precio = \frac{D_{2018} \times (1+g)}{(Ke_{2018}-g)} \quad (2)$$

Donde:

D(2018): Dividendo a repartir en 2018

Ke (2018): Coste de los recursos propios en 2018

g: Tasa de crecimiento estimada

El valor de la rentabilidad exigida a las acciones (*cost of Equity*), ya lo conocemos del análisis anterior. En 2018 la rentabilidad exigida por el accionista de Prosegur ascendió a un 5,99%. El valor de los dividendos distribuidos lo podemos encontrar tanto en las cuentas anuales, como en bases de datos Infobolsa o Bloomberg (consultar Anexo 2).

El siguiente componente de la ecuación es el crecimiento de los dividendos, es decir, g (*growth rate*). Este valor ha de calcularse y, para ello se pueden emplear varias opciones, todas ellas analizando la evolución en el crecimiento de los dividendos.

- Media aritmética de los últimos tres años
- Media geométrica desde 2016
- Mediante la fórmula:

$$g = (1 - Payout_{2018}) \times RoE_{2018} \quad (11)$$

En este caso se toman los tres últimos años de crecimiento (2016, 2017, 2018) y se emplearán únicamente las dos primeras opciones para este análisis, Las tasas de crecimiento halladas son las siguientes:

Tasa de crecimiento estimada mediante la media aritmética

g aritmética	2,93%
Ke 2018	5,99%
Dividendo 2018	0,1164
r (BONO EST)	1,42%
Div 2019	0,119805722
Valor por acción	3,9109

Tabla 6: Tasa de crecimiento estimado por la media aritmética. (Fuente: Elaboración Propia)

Tasa de crecimiento estimada mediante la media geométrica

g geométrica	2,48%
Ke 2018	5,99%
Dividendo 2018	0,1164
r (BONO EST)	1,42%
Div 2019	0,119282228
Valor por acción	3,3953

Tabla 7: Tasa de crecimiento estimada mediante la media geométrica. (Fuente: elaboración propia)

Con la media aritmética del crecimiento llegamos a un precio del 3,91 por acción, mientras que con la media geométrica el resultado es menor en 0,51€ por acción. Sin embargo, la tercera opción mencionada anteriormente no resulta útil en el caso de Prosegur ya que la ratio de *payout* es demasiado elevada (40% del beneficio neto en 2018), lo que resulta en un valor anómalo de la tasa de crecimiento. Por ello, tomaremos como valores a tener en cuenta el valor de las acciones calculadas mediante las medias aritmética y geométrica de las tasas de crecimiento.

No obstante es interesante mencionar que una ratio de *payout* tan elevada es característica de compañías que al ver sus posibilidades de crecimiento reducidas, emplean su beneficio en la distribución de dividendos en lugar de reinvertir las ganancias.

En este punto debemos comparar los datos hallados con el valor de Prosegur en el mercado bursátil en la misma fecha. El precio de cotización de Prosegur a 31 de diciembre de 2018 fue de 4,42 € por acción. Este valor de mercado es superior en 0,50€ por acción al valor resultante de la media aritmética de g y en 1,02€ al resultante de la media geométrica. Podemos establecer que actualmente Prosegur cotiza por encima de su valor real y que, por tanto, sus acciones están sobrevaloradas.

Al analizar la evolución en los dividendos de la compañía observamos que ofrecen una ratio de *Payout* elevada, del 40% en 2018 (consultar Anexo 3), aunque no muestran un crecimiento sostenido a lo largo del tiempo. No obstante, son consistentes entre 2015 y 2018 en cuanto a que mantiene *Payout* alto. Habiendo estudiado la evolución de los dividendos de Prosegur y el valor de sus acciones y comparado este último con su valor de mercado se llega a una serie de reflexiones.

En este punto debemos tener en cuenta que Prosegur Alarmas S.A. es un tipo de negocio cuyo crecimiento es complicado de mantener en el largo plazo, sin embargo, su rendimiento en bolsa no es precisamente desafortunado. El primer planteamiento para explicar su precio podría deberse a su participación en su filial Prosegur Cash, de la cual posee un 75% de su capital y cuyas expectativas de crecimiento se ven positivamente reflejadas en el mercado bursátil. Podría pensarse que, a pesar de que Prosegur Cash cotiza en el mercado bursátil de manera independiente de su dominante, el valor de sus acciones esté correlacionado debido a la elevada participación de Prosegur Alarmas en su filial.

Sin embargo, esta teoría no explica el por qué de un precio de mercado tan elevado en comparación. Podemos observar en la evolución de la creación de valor de Prosegur a lo largo del tiempo que se trata de una empresa que en épocas de bonanza económica genera mucho valor para el accionariado. Por tanto, aunque en 2018 no ha creado valor, podríamos pensar que el mercado está teniendo en cuenta los factores externos que afectan a la empresa actualmente (Brexit, inflación en Latinoamérica, desaceleración económica en Europa...). En este sentido, las expectativas de mercado podrían explicarse

de la siguiente manera: por un lado, que el mercado espera que en el momento en que la economía remonte, Prosegur volverá a generar un gran valor para sus accionistas; y, por otro, que los inversores de Prosegur valoran positivamente una distribución tan elevada de dividendos anual.

4.7. Conclusiones del análisis.

En cuanto a la cuantificación del valor generado para el accionista, durante 2016 y 2017 se obtuvo un elevado porcentaje de rentabilidad para el accionariado de la compañía además del propiamente exigido a las acciones. Sin embargo, sí es cierto que debido a la devaluación de las divisas de los países pertenecientes a Latinoamérica (junto con los otros factores macroeconómicos ya mencionados) ha supuesto una destrucción de valor importante en 2018. Además estos datos están corroborados por las magnitudes financieras analizadas que muestran, como la reducción en el PER, la ratio de autonomía, las ratios de eficiencia ROE y ROA e incluso reducciones en los márgenes EBIT. Todos estos datos soportan la idea de que Prosegur, a año 2018, no ha generado valor sino que lo ha destruido.

Como conclusión de los resultados obtenidos del Dividend Discount Model, el negocio de seguridad es un sector que no genera un gran crecimiento ya que está muy consolidado y en consecuencia los dividendos distribuidos en los últimos años resultan elevados y consistentes. Este nivel elevado de la ratio de *Payout* resulta atractivo para muchos inversores que de ésta manera pueden reinvertir las ganancias de los dividendos (lo que se conoce como *compound yield*). Además se trata de una compañía que en épocas de expansión económica genera un gran valor para sus accionistas y por tanto, el mercado probablemente tenga esto en cuenta a la hora de descontar su valor al momento presente.

No obstante, debemos recordar que con el fin de mantener su posición en el mercado la empresa debe seguir innovando como hasta ahora (drones, aplicaciones móviles o los servicios de tele-asistencia para discapacitados en los que fue pionero en 2015) y aportando valor no sólo para el accionista, sino para todos sus *stakeholders*, incluidos sus clientes.

5. Conclusiones del Proyecto

En la búsqueda del verdadero valor intrínseco de la compañía son muchas las metodologías empleadas. Cada una con sus estimaciones, ventajas y limitaciones, dan lugar a valoraciones distintas. De todos los modelos mencionados a lo largo del proyecto debemos destacar el DCF como el más completo, en concreto el FCF y el *Dividend Discount Model*. Estos destacan por ser los más completos en cuanto a valorar las distintas variables que afectan a la compañía y que, por tanto, influyen en el valor de esta. No obstante, el empleo de múltiplos se considera útil como herramienta complementaria, aunque no deben ser utilizados de manera aislada ni empleados para la toma de decisiones ya que podría perderse información relevante acerca de la compañía.

El fin último de una compañía debe ser la creación de valor en el largo plazo. Es importante no sacrificar estrategias establecidas a largo plazo para aumentar el beneficio en el corto, ya que esas prácticas pueden comprometer la evolución de la compañía. Por ello, las empresas deben elaborar e implementar estrategias a corto y medio plazo que sean comunes a un objetivo establecido en el largo plazo.

Por otro lado, establecemos que el método de cuantificación del valor creado más preciso es el *Shareholder Value Creation*. Este método resulta el más apropiado ya que busca medir la rentabilidad que el accionista de una compañía obtiene por invertir en ella. Comparando el tipo de interés que pagan los bonos del Estado a 10 años junto con el valor del *Premium* con que la empresa debe compensar a sus accionistas con la rentabilidad total obtenida.

El análisis de Prosegur se ha basado en aplicar el *Shareholder Value Creation* y el *Dividend Discount Model*. La conclusión con respecto a la compañía Prosegur Alarmas S.A. es que se trata de un negocio con pocas posibilidades de expansión en el sector de las alarmas. En la situación macroeconómica actual la compañía no ha generado un valor añadido para el accionista. Además, se observa que se encuentra sobrevalorada en lo que se refiere al negocio de seguridad, pero podemos pensar que el mercado valora positivamente la elevada y consistente distribución de dividendos y, que su creación de

valor en épocas de bonanza es alta y el mercado podría estar teniendo este factor en cuenta en el precio que refleja la acción. De esta manera quedaría explicado el precio de cotización actual.

6. Bibliografía

Aghina, W. y otros, 2018. *The Five Trademarks of Agile Organizations*. Mckinsey & Company.

Andrle, M., 2019. *The Present Value of Corporate Profits: A Forecaster's Survey Perspective*, s.l.: International Monetary Fund.

Aproser, 2017. *El Sector de la Seguridad Privada en España*, s.l.: s.n.

Ballfugo, C., 2017. Prosegur y Securitas, investigadas por prácticas contrarias a la competencia. *El Español*, 2017 Julio.

Boston Consulting Group, 2000. *New perspectives on Value Creation*, s.l.: s.n.

Campbell, J. Y. & Shiller, R. J., 1988. The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors. *The Review of Financial Studies*, Autum, 1(3), pp. 195-228.

Casado, R., 2018. G4S escinde su división de blindados, que podría interesar a Prosegur Cash. *Expansión*, 13 Diciembre.

Cervera Conte, I., 2011. El objetivo financiero empresarial en las últimas décadas: de la maximización del beneficio a la creación de valor para el accionista. *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, Issue 83-84.

Cervera, I., 2010. La creación de valor para el accionista como objetivo financiero. *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*. N°93, pp 52-59.

CNMC, 2016. *Buscador de expedientes*. [En línea]
Available at: <https://www.cnmc.es/expedientes/sdc055515>
[Último acceso: 17 Marzo 2019].

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2018. *Hechos Relevantes*. [En línea]
Available at: <https://www.cnmv.es/portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28430882&division=1>
[Último acceso: 17 Marzo 2019].

Damodaran, A., 1999. *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*. [En línea]

Available at: <https://ssrn.com/abstract=1297053>
[Último acceso: 28 Dic 2018].

Damodaran, A., 2002. *Investment Valuation*. 2ª edición ed. s.l.:Wiley.

Datosmacro.com, 2019. *Expansión*. [En línea]
Available at: <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/argentina?sector=IPC+General&sc=IPC-IG>
[Último acceso: 28 Febrero 2019].

De Las Heras, I., 2019. Prosegur y su participada Cash ganan casi un 20% menos por las divisas. *Expansión*, 28 Febrero.

Deloitte Development, 2017. *Deloitte*. [En línea]
Available at: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/operations/articles/digital-disruption-margin-improvement.html#>
[Último acceso: 15 Marzo 2019]

Europapress, 2016. La CNMC multa con 46,4 millones a Prosegur y Loomis por repartirse el mercado de 'cash'. *Europa Press*, 16 Noviembre.

Fernández, P., 2005. Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, Enero. N° 6, pp. 10-25.

Fernández, P., 2007. A More Realistic Valuation: Adjusted Present Value and WACC with Constant Book Leverage Ratio. *IESE Business School, IESE Research papers*. N° 17, pp. 13-20.

Fernández, P., 2016. *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. 6ª ed. s.l.:s.n.

Fernández, P., 2017. Valoración de empresas por descuento de flujos. En: *Valoración y Sensatez*. s.l.:s.n., pp. 1-15.

Haksever, C., Chaganti, R. & Cook, R. G., 2004. A Model of Value Creation: Strategic View. *Journal of Business Ethics*, February. N° 49, pp. 291-305.

Hornby, L. & Giles, C., 2019. Clouds loom over global business as Chinese economy falters. *Financial Times*, 14. 13 Enero.

Infobolsa, 2019. *Próximos dividendos*. [En línea]
Available at: <http://www.infobolsa.es/cotizacion/ampliaciones-juntas/prosegur?noAds=1>
[Último acceso: 8 Marzo 2019].

- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2005. *Measuring and Managing the Value of Companies*. 4ª edición ed. s.l.:New York: John Wiley and Sons.
- Leary, M. & Roberts, M., 2005. Do Firms Rebalance Their Capital Structures?. *The Journal of Finance*, December. Issue 6, pp 2575-2619.
- Lorenzo, A., 2017. Orange irrumpe en el negocio de la seguridad en el hogar en España. *El Economista*, 5 Mayo.
- Luerhman, T. A., 1997. Using APV: A Better Tool for Valuing Operations. *Harvard Business Review*, May-June. N° 75, 145-6, 148, 150.
- Mauboussin, M. J., 2006. *Common Errors in DCF Models: Do You Use Economically Sound and Transparent Models?*, s.l.: mimeo.
- Mckinsey & Company, s.f. Design-to-value.
- Michell, A. & Oded, J., 2007. Reconciling DCF Valuation methodologies. *Journal of Applied Finance*, Issue 17, pp 21-32.
- Rappaport, A., 1981. *Selecting Strategies That Create Shareholder Value*. [En línea]
Available at: <https://hbr.org/1981/05/selecting-strategies-that-create-shareholder-value>
[Último acceso: 3 Marzo 2019].
- Ryder, H. W., 2018. Are Chinese Loans To Africa Good or Bad? That's The Wrong Question. *The Diplomat*, 5 Septiembre.
- The editorial board, 2019. The impact of China's slowdown is spreading. *Financial Times*, 14 Enero.
- Trading Economics, 2019. *Trading Economics: Makets*. [En línea]
Available at: <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market>
[Último acceso: 10 Febrero 2019].

7. ANEXOS

Anexo 1: Valor de Mercado de Prosegur

VALOR DE MERCADO PROSEGUR

DATE	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	ADJ CLOSE	VOLUME
31/12/00	1,2	1,349	1,026	1,14	22,29401	9.718.750
31/12/01	1,514	1,574	1,431	1,5	0,154589	17.701.690
31/12/02	0,97	1,112	0,951	1,07	0,12161	32.850.380
31/12/03	1,29	1,535	1,29	1,445	0,16423	14.670.750
31/12/04	1,448	1,559	1,4	1,515	0,208897	29.817.980
31/12/05	1,935	2,259	1,916	2,219	0,370049	29.966.710
31/12/06	2,47	2,64	2,425	2,517	0,477055	37.439.850
31/12/07	2,44	2,499	1,93	2,378	0,530618	43.021.100
31/12/08	2,343	2,599	2,211	2,401	0,715319	12.195.710
31/12/09	3,422	3,487	3,164	3,277	1,373286	17.597.270
31/12/10	4,256	4,651	4,051	4,25	2,26024	32.005.140
31/12/11	3,385	3,62	3,195	3,527	2,453504	17.986.370
31/12/12	4,44	4,76	4,42	4,6	4,018008	14.714.242
31/12/13	4,98	5,15	4,35	4,46	3,991651	76.184.339
31/12/14	4,72	5,1	4,5	4,93	4,509647	20.032.066
31/12/15	4,25	4,25	3,73	4,13	3,862731	21.624.102
31/12/16	5,94	6,05	5,57	5,82	5,561823	11.521.434
31/12/17	6,55	6,94	6,47	6,51	6,338811	18.142.979
31/12/18	4,422	5,01	4,256	4,726	4,695387	9.892.084
31/1/19	4,786	5,01	4,604	4,916	4,916	5.371.174
31/2/2019	4,794	5,01	4,794	5,005	5,005	1.004.406

Fuente: Infobolsa

Anexo 3: Ratio de *Payout* y RoE

PAYOUT	2018	2017	2016
Dividendos (miles)	71.833,35	68.130,60	67.019,78
Beneficio Neto (miles)	180.006,00	198.309,00	134.131,00
Pay-out ratio	40%	34%	50%

ROE	2018	2017	2016	2015
Beneficio Neto (miles)	180.006,00	198.309,00	134.131,00	
Patrimonio Neto (miles)	1.066.457	1.143.440	751.500	699.626
Return on Equity	16%	26%	19%	
Change on ROE	-40%			

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2: Distribución de dividendos de Prosegur (2018-2015)

DISTRIBUCION DE DIVIDENDOS

Fecha abono	Ejercicio	Clase de dividendo	Concepto de pago	Importe bruto	Nº acciones	Importe total	Total anual distribuido	total anual €/acción
19/1/15	2.013,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	16.477,24		
17/4/15	2.013,00	Ordinario	Complementario	0,03	617.125,00	16.477,24		
17/7/15	2.014,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	16.477,24		
16/10/15	2.014,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	16.477,24	65.908,95	0,11
15/1/16	2.014,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	16.477,24		
15/4/16	2.014,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	16.477,24		
15/7/16	2.015,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
14/10/16	2.015,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
12/12/16	2.016,00	Extraordinario	Extraordinario	0,10	617.125,00	61.897,64	67.019,78	0,11
17/1/17	2.015,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
12/4/17	2.015,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
13/7/17	2.016,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
16/10/17	2.016,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.032,65		
28/12/17	2.017,00	Extraordinario	A Cuenta	0,45	617.125,00	279.989,61	68.130,60	0,11
18/1/18	2.017,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.958,34		
11/4/18	2.018,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.958,34		
12/7/18	2.017,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.958,34		
11/10/18	2.017,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	17.958,34	71.833,35	0,12
16/1/19	2.018,00	Ordinario	A Cuenta	0,03	617.125,00	19.748,00		

Fuente: Infobolsa

Anexo 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Prosegur

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS		2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ingresos ordinarios		3.939.206	4.290.661	3.902.266	3.959.384	3.782.583	3.695.157
Coste de las ventas		-2.987.486	-3.260.334	-2.989.970	-3.026.798	-2.906.474	-2.830.321
Resultado Bruto		951.720	1.030.327	912.296	932.586	876.109	864.836
Otros ingresos		13.247	8.437	8.360	15.418	8.948	7.719
Gastos de administración y ventas		-648.628	-632.906	-554.301	-599.968	-560.839	-543.658
Otros gastos		-13.840	-14.821	-28.560	-14.176	-16.294	-31.247
Participación en beneficios / (pérdidas) del ejercicio de las inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación		-1.119	-2.122	-4.893	-9.615	-677	0
Resultado de explotación (EBIT)		301.380	388.915	332.902	324.245	307.247	297.650
Ingresos financieros		31.495	29.031	16.150	27.358	17.855	21.808
Gastos financieros		-52.836	-74.008	-74.803	-63.687	-75.930	-73.277
Costes financieros netos		-21.341	-44.977	-58.653	-36.329	-58.075	-51.469
Resultado antes de impuestos		280.039	343.938	274.249	287.916	249.172	246.181
Impuesto sobre las ganancias		-100.022	-145.629	-140.118	-104.547	-90.744	-90.507
Resultado después de impuestos de las actividades corrientes		180.017	198.309	134.131	183.369	158.428	155.674
Ganancias/pérdidas del ejercicio de las actividades interrumpidas							
Resultado consolidado del ejercicio		180.017	198.309	134.131	183.369	158.428	155.674
Atribuible a:							
Propietarios de la sociedad dominante		132.272	150.348	134.160	183.378	158.715	155.858
Participaciones no dominantes		47.734	47.961	-29	-9	-287	-184

Fuente: cuentas anuales auditadas

Anexo 5: Balance de Situación Prosegur

BALANCE DE SITUACIÓN						
ACTIVO	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Inmovilizado material	700.131	586.950	558.021	467.101	506.539	472.041
Fondo de comercio	570.073	520.389	528.366	494.151	532.219	515.959
Otros activos intangibles	272.247	244.962	256.736	245.972	324.273	341.696
Inversiones inmobiliarias	45.308			83.678	46.529	0
Inversiones contabilizadas aplicando el método c	29.433	29.837	30.234	18.328	12.580	0
Activos financieros no corrientes	19.251	12.143	9.600	8.324	11.627	25.461
Activos por impuestos diferidos	84.103	86.336	105.898	163.959	180.982	180.603
Activos no corrientes	1720546	1480617	1.488.855	1481513	1614749	1535760
Activos no corrientes mantenidos para la venta	642	50.963	64.701	448	448	448
Existencias	76.087	70.702	86.654	69.695	59.646	58.631
Clientes y otras cuentas a cobrar	820.890	941.575	943.225	838.312	949.615	919.735
Activo por impuesto corriente	153.982	158.549	147.061	68.001	94.327	89.119
Otros activos financieros	489.268	490.298	0	739	8.441	1.275
Efectivo y equivalentes al efectivo	558.355	630.939	824.634	316.434	285.056	292.942
Activos corrientes	2099224	2343026	2066275	1293629	1397533	1362150
Total activos	3819770	3823643	3555130	2775142	3.012.282	2.897.910
PATRIMONIO NETO	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Capital	37.027	37.027	37.027	37.027	37.027	37.027
Prima de emisión	25.472	25.472	25.472	25.472	25.472	25.472
Acciones propias	-52.777	-53.079	-53.315	-53.493	-53.493	-125.180
Otros instrumentos de conversión		0	0	0	3.401	3.171
Diferencia de conversión	-174.397	-537.720	-470.371	-514.517	-245.156	-226.337
Ganancias acumuladas y otras reservas	1.162.402	1.597.383	1.212.118	1.205.467	1.085.402	940.700
Patrimonio atribuido a tenedores de instrum	997.727	1.069.083	750931	699956	852653	654853
neto de la dominante						
Participaciones no dominantes	68.730	74.357	569	-330	11.408	-329
Total patrimonio neto	1.066.457	1.143.440	751.500	699.626	864.061	654.524
PASIVOS						
Pasivos financieros	1.391.557	717.311	1.223.597	617.291	712.222	862.541
Pasivos por impuestos diferidos	58.510	30.776	28.431	116.838	148.491	159.383
Provisiones	197.027	199.633	238.612	178.440	205.475	173.668
Otros pasivos no corrientes	29.273			0	18	1.144
Pasivos no corrientes	1.676.367	947.720	1.490.640	912.569	1.066.206	1.196.736
Proveedores y otras cuentas a pagar	794.840	850.683	785.693	692.677	681.235	703.195
Pasivos por impuesto corriente	78.594	122.265	123.929	82.725	88.285	77.392
Pasivos financieros	150.720	701.046	358.383	338.249	251.634	197.367
Provisiones	4.524	14.427	4.374	8.133	22.189	39.350
Otros pasivos corrientes	48.268	44.062	40.611	41.163	38.672	29.346
Pasivos corrientes	1076946	1732483	1312990	1162947	1082015	1046650
Total pasivos	2753313	2680203	2803630	2075516	2148221	2243386
Total patrimonio neto y pasivos	3819770	3823643	3555130	2775142	3.012.282	2.897.910

Fuente: cuentas anuales auditadas

Anexo 6: Márgenes y otras magnitudes financiera

Márgenes	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Margen Bruto	0,24	0,24	0,23	0,24	0,23	0,23
Margen EBIT	0,08	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08
Magnitudes financieras	2018	2017	2016	2015	2014	2013
NOPAT	193.735,60	250.005,58	213.998,83	208.433,87	197.507,07	191.337,85
ROA	5%	7%	8%	7%	7%	7%
ROE	16%	26%	19%	21%	24%	21%
PER	-40%	38%	-10%	-12%	14%	19,74
Market-to-Book Value	14,70	19,77	26,50	14,30	18,39	4,70
Apalancamiento Financiero	2,48	3,43	4,73	3,75	3,37	4,43
Ratio de endeudamiento	3,58	3,34	4,73	3,97	3,49	0,37
Ratio de autonomía	0,40	0,37	0,44	0,34	0,32	0,62
Rentabilidad de los fondos prof	0,69	0,81	0,48	0,73	0,90	0,24
Ratio de Liquidez	0,17	0,17	0,18	0,26	0,18	1,30
	1,95	1,35	1,57	1,11	1,29	

Fuente: elaboración propia