



ICADE

# **LA CREACIÓN DE VALOR COMO CRITERIO DE ANÁLISIS: estudio del caso de Vidrala**

Autor: Alvaro Uguet de Resayre Viñuales  
Coordinadora: Esther Vaquero Lafuente

## Tabla de Contenido:

<b>1. Introducción</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Marco Teórico</b> .....	<b>6</b>
a. Creación de valor .....	6
i. Concepto .....	6
ii. Estilo <i>value</i> .....	8
iii. Estilo <i>growth</i> .....	10
iv. Nueva tendencia de inversión .....	11
v. Creación de valor explicado desde el valor en libros .....	13
b. Factores para determinar la creación de valor de una inversión .....	14
i. Retorno sobre el capital empleado – <i>RoCE</i> – alto .....	15
1. Concepto .....	16
2. Cálculo y diferencia con el <i>ROIC</i> .....	18
3. Diferencia con el <i>ROE</i> .....	22
4. <i>RoCE</i> vs. Coste de Capital .....	23
ii. Capacidad de reinvertir .....	24
1. Concepto .....	25
2. Flujos de Caja .....	27
3. Reinvertir vs. No reinvertir .....	29
iii. Equipo directivo y control de la compañía .....	31
1. Estructura de control .....	31
2. Empresas familiares .....	32
iv. Conclusiones .....	33
<b>3. Estudio de Caso: Vidrala</b> .....	<b>35</b>
a. Descripción de la compañía .....	35
b. Descripción de la Industria .....	36
c. Vidrala: Creación de valor .....	38
d. Descuento de Flujos de Caja – <i>DCF</i> – .....	43
e. Comparación con su cotización en bolsa .....	48
<b>4. Conclusión</b> .....	<b>50</b>
Bibliografía .....	53
Anexo .....	57

## **RESUMEN**

Este trabajo estudia la creación de valor como criterio de análisis desde su definición hasta su aplicación práctica. En el marco teórico se explican los diferentes factores que determinan la creación de valor en una compañía, que deben de ser los pilares de la creación de valor como criterio de análisis. Los factores analizados son: la rentabilidad como retorno sobre el capital empleado, la reinversión como correcta asignación del capital y el equipo directivo como base de la generación de valor. Tras analizar los conceptos, el estudio del caso demuestra, cómo los factores descritos son los pilares de la creación de valor en la compañía analizando la compañía de vidrio Vidrala. En una segunda instancia, el estudio del caso demostrara el reflejo de la creación de valor en la cotización bursátil y cómo realizar este análisis de manera completa. Dando lugar a la decisión de invertir o no en la compañía analizada, a partir del modelo de creación de valor explicado en el trabajo y un posterior descuento de flujos de caja.

**Palabras Clave:** creación de valor, retorno sobre el capital empleado, asignación del capital, empresa familiar, reinversión del capital, crecimiento sostenible, Vidrala, cotización bursátil.

## **ABSTRACT**

This paper analyses shareholder's value creation from the definition to the application as an investment strategy. The return on capital employed, the reinvestment as well as the importance of the management team should be the drivers that lead to an increment of value creation in a company. Therefore, after the theoretical explanation of those factors, the paper will show the practical application of them through the analysis and valuation of the Spanish firm Vidrala. In this section, Vidrala will prove how value creation is an effect of the factors explained showing a high correlation between value creation and high returns, reinvestment and a good management team. The paper will conclude with the comparison between value creation and Vidrala's share price, stating if there is an opportunity for the investor.

**Key words:** value creation, return on capital employed – *RoCE* –, capital allocation, family business, reinvestment, sustainable growth, Vidrala, share price

## 1) Introducción

Warren Buffett lleva más de 50 años batiendo al mercado y es el inversor más ilustre de todos los tiempos. Esta capacidad de batir al mercado y seguir invirtiendo con el tamaño de Berkshire Hathaway me llevó a leerme sus cartas a los accionistas y ver cómo analiza las compañías que incluye en cartera. Las cartas a los accionistas de Buffett analizan muchos conceptos, pero basa su análisis principalmente en la creación de valor. Además, leerme sus cartas me llevó a preguntarme otros conceptos que desarrollaba y a entender su estrategia de inversión. Para poder entender esta creación de valor que, además, cada vez más fondos utilizan como criterio de análisis, decidí investigar esta idea que explico a través de este trabajo de investigación. Por otro lado, quería profundizar en métodos fundamentales de análisis para entender por qué suben las acciones y a cuánto debe de estar cotizando una compañía.

Este trabajo de investigación se basa en el análisis y la posible creación de valor de las compañías. Dicha creación de valor medida y calculada desde el punto de vista del retorno sobre el capital empleado, la capacidad de reinversión y un equipo directivo fuerte. La creación de valor es o debería ser el objetivo principal de todo equipo directivo. Es un concepto que se ha analizado desde muchos puntos de vista. Sin embargo, en este trabajo lo voy a analizar desde el punto de vista de la rentabilidad de los activos propios frente a los de los competidores, buscando compañías que tengan capacidad de crear valor para los accionistas. Por otro lado, quedaría por analizar si esa compañía que crea valor realmente se encuentra a un precio razonable o cercano a su valor real, que será la sección con la que cerraremos este trabajo.

Por lo tanto, el trabajo de investigación está desarrollando un nuevo estilo de inversión diferente a los dos estilos tradicionales, “*value* y *growth*”. Muchos grandes inversores han realizado recientemente operaciones con criterios alejados a su histórica manera de invertir, que han llamado mucho la atención en el mundo financiero. Entre ellos destacamos la compra de acciones de Amazon o Apple por Buffett, que han saltado las alarmas ya que no coincide con la mentalidad del inversor puramente *value*. Con estos ejemplos, volvemos a desarrollar la idea de la creación de valor como criterio de análisis que queda como un único estilo factible para poder explicar estas compras de Buffett.

El trabajo de investigación que presentamos tiene dos objetivos principales. El primero, la explicación del concepto de creación de valor y los factores que lo determinan (utilizados en el análisis). Mientras que el segundo objetivo, es aplicar los factores que muestran la creación de valor y demostrar que influyen en la evolución del precio de la acción en el largo plazo.

- El primer objetivo, consiste en entender el concepto de creación de valor como método de análisis y explicar como altos retornos, alta reinversión de los flujos de caja y un buen equipo directivo son los tres factores que estarían detrás de una compañía que crea valor para sus accionistas.
- El segundo objetivo del trabajo de investigación consiste en demostrar con un caso práctico que los factores analizados realmente son indicadores de creación de valor para el accionista en una compañía. Posteriormente, ver si la creación de valor generada se refleja en la cotización en bolsa.

La metodología del trabajo utilizada será deductiva por lo que tendrá marco teórico y luego un estudio de un caso práctico. Para conseguir los objetivos presentados explicaremos los conceptos a partir de artículos académicos y artículos de inversores prestigiosos.

El marco teórico tendrá dos partes principales. La primera, en la que definiremos creación de valor y lo plantearemos como un nuevo estilo de inversión poniendo en contexto la situación de estrategias de inversión actual. En la segunda parte quedarán explicados los diferentes conceptos que influyen en la creación de valor y nos aportarán datos que soportan los objetivos. Analizaremos el retorno sobre el capital empleado, retorno sobre el capital invertido, la correcta asignación del capital, la reinversión del capital, su impacto en el crecimiento, la relevancia del equipo directivo (empresas familiares) y cómo todos estos conceptos tienen impacto y forman parte del estilo de análisis de creación de valor que queremos explicar.

Una vez expuesto el marco teórico, pasaremos al estudio del caso. Hemos seleccionado la compañía española Vidrala ya que es un buen ejemplo de creación de valor y crecimiento en el largo plazo. Para demostrar el segundo objetivo propuesto en el trabajo de investigación, realizaremos el análisis a partir de la rentabilidad, reinversión del capital y equipo directivo demostrando como influyen en la creación de valor a través de su aplicación práctica. Por otro lado, tendremos que ver cómo se encuentra frente a su cotización independientemente de que cree valor o no. Para ello, realizaremos un modelo de descuento de flujos de caja para obtener el valor intrínseco de Vidrala. Concluiremos comparando la creación y su cotización, analizando si actualmente hay una oportunidad de invertir en esta compañía. Es importante, diferenciar entre la creación de valor de la compañía y el precio al que cotiza. Por ello separamos ambos análisis, demostrando que una compañía con alta generación de valor no siempre es una inversión segura si cotiza a un precio muy por encima en mercado de su valor calculado.

## 2) Marco Teórico

### a) Creación de Valor

Históricamente se ha seguido la teoría de maximización del beneficio para los accionistas, el cuál muchas compañías todavía lo tienen como objetivo principal (Rappaport, 2006). Pero esta teoría ha derivado o está comenzando a derivar hacia la teoría de maximización de creación de valor para los accionistas. La creación de valor va un paso más lejos que la maximización de los beneficios, por una diferencia principal: el cambio de visión del corto al largo plazo. Por lo tanto, la teoría de creación de valor engloba la sostenibilidad de la rentabilidad en el largo plazo tanto para los accionistas como para los inversores (Bonmatí, 2011).

#### i) Concepto

La creación de valor en un principio se podía ver de dos maneras diferentes, a nivel individual y a nivel organización. En cuanto a las compañías se refiere, hay que hablar de creación de valor organizativa. Lepak, Smith y Taylor (2007) explican la creación de valor como un intercambio entre empresa, clientes y otros componentes de la cadena de valor, en el que los ingresos por la venta deben de ser mayores a los costes implicados en su producción. Desde el punto de vista operativo allí se está creando valor. Además, el producto recibido les aporta a los compradores un extra diferencial frente a otros competidores. Este primer punto de vista de creación de valor que cuentan Lepak (The State University of New Jersey), Smith y Taylor (University of Maryland) es la primera idea de creación de valor de una compañía, pero no desde el punto de vista financiero.

El concepto de creación de valor diez años más tarde ha evolucionado hasta relacionarse directamente con el accionista, es decir, a analizar la maximización de valor para los accionistas. Además, se basa en la opinión futura de los inversores sobre la compañía y su posible crecimiento. Kotzen (2019), Managing director de BCG en la oficina de Nueva York considera que la creación de valor va más allá de mejorar ratios como el P/E o los beneficios año a año de la compañía. Este trabajo se enfoca más en ver los márgenes que puede tener la compañía para poder aumentar esa generación de valor. Además, habla de

conceptos como la generación de caja y su importancia en el crecimiento a largo plazo de la compañía ya que es lo que te queda al final para poder reinvertir o repartir dividendos. La última parte del video habla de la diferencia entre los inversores y los CEOs de las compañías a la hora de valorar la compañía. La idea de ambos grupos de interés es diferente por lo que es importante que se alineen en el futuro. Este Managing director muestra con este análisis cómo el concepto de creación de valor ha evolucionado hacia a un concepto financiero más complejo. Asimismo, Kotzen (2019) introduce el concepto de estilo de inversión basado en la generación de caja y creación de valor de la compañía desde un punto de vista más financiero, pero analizando las operaciones del negocio. Por lo tanto, podemos concluir que la creación de valor ha pasado de un concepto teórico a un concepto práctico utilizado por los inversores y los accionistas a la hora de ver y analizar su cotización y valor bursátil.

Una vez visto la creación de valor económica y un análisis más financiero pasamos a definir la creación de valor para el accionista. La creación de valor para el accionista es la consecuencia de cuando la rentabilidad del accionista supera la rentabilidad esperada, debido a un incremento por parte del beneficio, retornos y flujos de caja libres por parte de la compañía (Fernández, 2002). Esta creación de valor se debe medir en el largo plazo ya que en el corto plazo resulta fácil para la compañía aumentar el precio de la acción con noticias ajenas al negocio. Por eso el precio no es una manera de medir la creación de valor precisa (Koller, Goedhart and Wessels, 2015). Para poder medir esta generación de valor para el accionista debemos fijarnos en conceptos como el capital empleado, el coste de capital o el incremento del beneficio neto en el largo plazo (Bonmatí, 2011). En el estudio de caso analizaremos la compañía Vidrala y veremos como medir esta capacidad de creación de valor en el futuro. Sin embargo, si lo que queremos es medir la creación de valor ya generada en el pasado nos podremos basar en la fórmula de Fernández (2002) para calcularla:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - Ke^1)$$

---

<sup>1</sup> Ke = coste de las acciones (rentabilidad exigida a los accionistas)



Por otro lado, el mejor inversor de todos los tiempos, Warren Buffett, en su carta a los accionistas de 1987 ya desarrolla la idea del *business value growth* de la compañía y cómo es más importante que el precio de cotización ya que este puede estar influido por dinámicas del mercado o situaciones macroeconómicas ajenas al negocio de la compañía. Esta idea me parece un concepto muy interesante y realmente muestra la importancia de invertir en negocios rentables, con crecimiento futuro y con un equipo directivo fiable que tenga clara la dirección de la compañía. Warren Buffett (1987) ya hablaba de este concepto y los factores que influyen en ello hace más de 30 años atrás. Con este método de valoración ha conseguido batir al mercado y situarse como inversor referencia a nivel mundial. Además, es interesante observar la manera distinta de mostrar sus rentabilidades conseguidas. Mientras que la mayoría de los inversores comparan la rentabilidad de sus vehículos de inversión frente a sus índices de referencia, él lo hace comparando el incremento en valor en libros de Berkshire Hathaway frente al S&P500 y obviando el comportamiento de la acción.

Los inversores tanto individuales como institucionales tienen diferentes métodos de inversión que caen en dos grandes estilos o estrategias. Estas dos corrientes han ocupado el análisis de los grandes inversores históricamente y su manera de entender los movimientos de mercados y compañías. El primer estilo de inversión es el *value investing*, mientras que el segundo se denomina *growth investing*. A continuación, vamos a explicar cada uno de ellos y cómo han derivado en el tiempo hasta un estilo con características de los dos que se basa en la generación de valor de las compañías.

## ii) Estilo Value

*Value investing* fue desarrollado por Benjamin Graham aproximadamente en 1920, cuando empezó a comprar valores que él pensaba que estaban baratos, o ponerse corto de valores que bajo su punto de vista estaban muy caros, pero siempre desde un lado puramente fundamentalista. Tras seis años en Wall Street viendo el comportamiento de los inversores y movimientos del Dow Jones americano, empezó a utilizar esta técnica de análisis que pronto fue replicada por otros inversores. Graham (1949) decía en su libro “The Intelligent Investor” que su inversión era puramente fundamentalista. El inversor

debía analizar una compañía y obtener su valor intrínseco, y una vez que se alcanzaba ese valor en bolsa se debía vender la su posición. Este estilo estaba basado únicamente en los números estáticos, sin dar mucho margen de confianza al futuro. Graham (1949) también explicaba como la inversión es diferente a la especulación, enfatizaba en la importancia de invertir a largo plazo a lo largo de todo el libro (estilo copiado por inversores como Francisco García Paramés entre muchos otros), además de la relevancia de un buen equipo directivo y por último explica las pautas para una exitosa gestión e inversión. Lo más significativo del libro “The Intelligent Investor” es la descripción de *value investing*, que expuesto por Graham es de forma sencilla comprar valores que su valor intrínseco esté por encima del precio de mercado y que exista un margen de seguridad razonable (por encima del 10%). Graham fue el impulsor de este estilo de inversión en una época muy complicada como fue la gran depresión de 1929.

Graham tras trabajar unos años en Wall Street volvió a su alma mater, Columbia Business School, como profesor de economía y finanzas. Warren Buffett tras leer “The Intelligent Investor” con sólo 19 años decidió matricularse en Columbia para poder asistir a las clases de Graham. Las clases se convirtieron en un continuo debate entre los dos sobre temas financieros y de valoración. Tras estudiar en Columbia, Warren Buffett adopto en sus inicios el modelo y estilo de inversión de Benjamin Graham y con los años lo iría cambiando y modificando hasta alcanzar su propia filosofía de *value investing* (Bierig, 2000).

La primera y principal diferencia entre el concepto de *value* de Graham y el Buffett es la idea de incluir factores o valores cualitativos en la valoración de las compañías. Esto derivó en mantener más tiempo las posiciones en cartera de los valores, dejando de lado la idea de vender en cuanto las acciones alcanzasen el valor teórico calculado con sus modelos. Esto permitió a Buffett invertir en empresas con crecimiento futuro y no sólo fijarse en el valor actual, empezando a entender el concepto de creación de valor que queremos destacar en este trabajo. Una frase de Lowenstein ilustra muy bien esta idea “When Buffett looked at a stock, he was beginning to see not just a frozen snapshot of assets, but a live, ongoing business with a unique set of dynamics and potential. And in 1963...Buffett began to study a stock that was unlike any he had bought before. It had no

factories and virtually no hard assets at all. Indeed, its most valuable commodity was its name”<sup>2</sup> (Bierig, 2000: 27).

Las oportunidades de compra y las diferencias entre el valor intrínseco y el precio del mercado se explican por las ineficiencias en el mercado<sup>3</sup>. Estas ineficiencias en el mercado se producen por el pensamiento irracional de los inversores y la información a la que acceden que es diferente para cada uno. A continuación, podemos ver la cita con la que explica Warren Buffet en su carta a los accionistas en 2010 las oportunidades que da el mercado por esas ineficiencias:

*“Market price and intrinsic value often follow very different paths – sometimes for extended periods – but eventually they meet” – Warren Buffett (2010)*

Como resumen, el estilo *value* es un estilo de inversión que se centra en invertir en valores con ratios de valoración bajos (P/E). Las ineficiencias y circunstancias del mercado hacen que los precios se desajusten y temporalmente los precios no reflejan el valor real de las compañías, lo que es aprovechado por los inversores *value* para posicionarse.

### iii) Estilo Growth

Una vez explicado el *value investing* pasamos a analizar el estilo de inversión *growth* y su comparación con el estilo *value*. Si Benjamin Graham es el padre del *value investing*, el padre del *growth investing* podríamos decir que es T. Rowe Price. Price y sus fondos se caracterizaban por invertir en compañías con un alto crecimiento de beneficios, inversión en investigación, desarrollo e innovación (Cronqvist, Siegel y Yu, 2015).

---

<sup>2</sup> Cuando Buffett analiza una compañía, no sólo ve una instantánea de activos inmóviles sino un negocio en movimiento con un conjunto de único de dinámicas y potencial. Y en 1963...Buffett empezó a analizar una compañía que no se parecía a ninguna que hubiese comprado antes. No tenía fábricas, y prácticamente ningún activo. De hecho, su activo más valioso era su nombre de marca.

<sup>3</sup> Mercado ineficiente = el precio de la acción no muestra su valor real ya que no está teniendo en cuenta toda la información disponible en el mercado. Mientras que el mercado eficiente es lo opuesto, cuando el precio refleja el valor de la compañía teniendo en cuenta toda la información disponible en el mercado.

El estilo *growth* se fija más en el crecimiento potencial de la compañía, aunque aparentemente esté cara frente al mercado. Por ejemplo, Amazon o Google son valores *growth* cuya compra se justifica en la capacidad de aumentar las ventas e incrementar el beneficio a futuro. Es un estilo que ha sido utilizado por muchos gestores tras el fuerte desarrollo del mercado tecnológico de la última década. Las compañías tecnológicas, por su fuerte crecimiento, cotizaban a ratios de P/E o P/BV muy altos. Si el estilo *value* se centra más en el análisis del balance para encontrar activos infravalorados, el estilo *growth* se centra más en la cuenta de pérdidas y ganancias y el potencial crecimiento de la compañía y sector en el que opera (Val-Carreres y Marco-Izquierdo, 2012).

Jeff Rottinghaus (2017), Portfolio Manager de T. Rowe Price, analiza los estilos Value y Growth y como históricamente los valores *value* han superado en revalorización a los valores *growth*. Esta comparación entre los dos estilos de inversión se ha ido diluyendo con el tiempo y ha evolucionado hacia un nuevo estilo con características tanto de *value* como de *growth*. Este nuevo estilo está más enfocado en la búsqueda de valores que permitan superar al índice de referencia en el largo plazo. Como dice Jeff Rottinghaus (2017) una combinación de ambos estilos te permite dividir el riesgo de la cartera en valores baratos y en valores que, aunque estén cotizando a múltiplos altos tienen mayor capacidad de crecimiento que la que el mercado cree. Además, una mezcla de ambos estilos te permite captar las ganancias *value* cuando estos valores lo hacen mejor y *growth* cuando son estos los que superan a los *value* (Rottinghaus, 2017).

#### iv) Nueva tendencia de inversión

Esta nueva tendencia de inversión esta basada en la creación de valor de las compañías y en profundizar más en la compañía y su negocio operativo. El análisis no es exclusivamente fundamental, sino que también hay un análisis cualitativo del equipo directivo y del potencial crecimiento de la compañía en el largo plazo.

Los gestores de T.Rowe Price que empezaron como inversores *growth* no son los únicos que han seguido esta evolución estratégica de inversión. También Warren Buffett que empezó como un inversor *value* ha ido mejorando su estilo hacía un modelo más completo

y seguro. Como ejemplo podemos ver la reciente inversión de Buffett en valores claramente *growth* para otros gestores como Amazon o Apple que, aunque cotizan a múltiplos de valoración muy altos, Berkshire Hathaway ha incluido en su cartera. Buffett ha defendido recientemente que invertir en Amazon para él es una inversión *value*. Lo realmente diferencial es que Buffett ha evolucionado hacia la inversión en compañías que crean valor en el largo plazo independientemente de los estilos tradicionales *value* o *growth* (O'Toole, 2019). Esta compra de acciones de Amazon se realizó una semana antes de la junta de accionista de 2019 que todos los años se realiza en Omaha, Nebraska, ciudad natal de Warren Buffett y sede central de Berkshire Hathaway.

Estos inversores no son los únicos que han mostrado este estilo de inversión y defienden la combinación del *value* y el *growth*. El objetivo es buscar compañías que generen valor y aporten retorno en el largo plazo. Por ejemplo, Paul Singer CEO de Elliot Management (hedge-fund activista<sup>4</sup>), considera también que no hay valores caros o baratos y que todo valor puede subir más (Levy, 2017). Singer se fija en la creación de valor de las compañías y como pueden crecer en el futuro, pero mirando siempre si es un buen momento para comprar o vender desde un punto de vista fundamental. Esta nueva tendencia de inversión queda perfectamente explicada por Augustus Capital Asset Management, fondo español de renta variable. Los gestores de Augustus Capital AM (2017) definen su estilo de inversión como análisis de generación de valor. Invierten en compañías reales, no en activos financieros por lo que realizan un estudio más exhaustivo de los activos y compañía. Esta estrategia aplicada por Augustus Capital AM, refleja el análisis tanto cuantitativo como cualitativo que bien describía Buffett en su transformación desde Graham a lo que es hoy. Los gestores de Augustus Capital AM explican el modelo de creación de valor, medido como el valor contable más los dividendos repartidos, a través de factores como el Retorno sobre el capital empleado y la reinversión de los flujos de caja. Este análisis de creación de valor va acompañado de un análisis puramente *value* en el que se analiza como de baratas o caras están las compañías frente a su precio de cotización actual. Analizando esto, denominado de-

---

<sup>4</sup> Un hedge-funde activista es un fondo de cobertura que tiene un alto porcentaje en una compañía con la intención de influir y cambiar la dinámica de gestión con el objetivo de mejorar los resultados y valoración de la compañía

rating, podemos ampliar las ganancias ya que nos permite comprar o vender los valores y posiciones en el momento adecuado (Augustus Capital, 2017).

Como podemos ver es un método de análisis utilizado por muchos gestores y una nueva tendencia de inversión. Como Berkshire Hathaway o Augustus Capital Asset Management hablan de dicha generación de valor a partir de su valor contable en libros vamos a analizar este concepto a continuación antes de saltar a explicar los factores necesarios para explicar la creación de valor como método de análisis.

#### v) Creación de valor explicado desde el valor en libros

De la lectura de las cartas anuales<sup>5</sup> a los accionistas de Warren Buffet queda patente que lo realmente importante para él es la creación de valor de las compañías y no la evolución del precio de la acción. Esta generación de valor la mide a través del valor en libros y su evolución. Berkshire Hathaway lo realiza a través del cálculo del valor en libros de todos sus activos en cartera, es decir, de las compañías en las que están invertidos bien con una pequeña participación o con el control total de la compañía. Este valor en libros crece principalmente por el incremento en beneficios después de impuestos y dividendos (Buffett, 2010).

Warren Buffett empieza todas sus cartas a los accionistas hablando del incremento del valor en libros por acción de Berkshire Hathaway y cuánto ha crecido desde su creación anualizado. Esta manera de medir el rendimiento indica la importancia que le dan tanto Charlie Munger, socio de Buffett, como él, al concepto de creación de valor. Ellos comparan su valor en libros con lo que ellos creen que debe valer en libros Berkshire Hathaway, y así ven si esta barata o cara la acción en ese momento. Por ejemplo, en la carta de 2016 vemos como entiende y explica la creación de valor desde el punto de vista del valor en libros y no del precio de cotización como decíamos antes (Buffet, 2016).

---

<sup>5</sup> Cartas anuales a los accionistas son las cartas escritas por Warren Buffett todos los años aclarando y describiendo los resultados y otros temas relevantes de la gestión, así como descripción de algunas compañías en cartera.

*“Berkshire’s gain in net worth during 2016 was \$27.5 billion, which increased the per-share book value of both our Class A and Class B stock by 10.7%. Over the last 52 years (that is, since present management took over), per-share book value has grown from \$19 to \$172,108, a rate of 19% compounded annually.\**

*During the first half of those years, Berkshire’s net worth was roughly equal to the number that really counts: the intrinsic value of the business”<sup>6</sup> – Warren Buffet (2016)*

Esto me ha llevado a profundizar en el tema de generación de valor e intentar entender los conceptos que explica y su método de valoración de las compañías. Ya hemos dicho que ni es *value* ni *growth* sino basado en un método propio de generación de valor medido por el incremento en valor en libros más dividendo. Ahora tras entender más el concepto de creación de valor definimos la creación de valor como método de análisis basado en Buffett (2016) como:

*Creación de valor = Valor contable en libros + Rendimiento en dividendos*

Por lo tanto, para intentar entender mejor este método de análisis basado en la creación de valor voy a explicar los factores necesarios para determinar el valor de la compañía desde el punto de vista de la generación de valor. De esta manera, explicaremos la creación de valor desde el punto de vista de un inversor, y determinaremos los puntos clave en el análisis de esta nueva corriente de inversión.

## **b) Factores para determinar la creación de valor de una inversión**

Tras ver esta primera parte del trabajo podemos concluir que lo relevante para las compañías es que operen efectivamente en el largo plazo. Entonces nos preguntamos, ¿Cuál es el mayor motor de esta evolución operativa? Para responder a esta pregunta nos basamos en el análisis realizado por Thorndike (2012) que a través de su libro “The

---

<sup>6</sup> La ganancia de Berkshire en patrimonio neto durante 2016 fue de 27.500 millones de dólares, lo que aumentó el valor contable por acción de nuestras acciones Clase A y Clase B en un 10,7%. En los últimos 52 años (es decir, desde que la administración actual asumió el control), el valor en libros por acción ha crecido de \$19 a \$172,108, una tasa de 19% compuesta anualmente.\*

Durante la primera mitad de esos años, el patrimonio neto de Berkshire era aproximadamente igual al número que realmente cuenta: el valor intrínseco del negocio.

Outsiders” analiza que hace bueno a un CEO cuya calidad está directamente relacionada con el rendimiento operativo de la compañía. El CEO es el encargado de la correcta asignación del capital que ayuda y es el principal causante de la creación de valor en una compañía. Asimismo, Marco (2016) desarrolla la teoría de asignación de capital para poder generar valor. Por lo tanto, desde el punto de vista del inversor lo realmente importante es esta evolución operativa del negocio hacia la generación de valor, ya que antes o después se reflejará en su cotización. La asignación del capital puede ir en cinco direcciones, es decir, el CEO puede tomar cinco decisiones: crecimiento orgánico, crecimiento inorgánico (fusiones y adquisiciones), repagar deuda, pagar dividendos o recompra de acciones (Thorndike, 2012). Dos compañías con los mismos resultados hoy, pero con diferentes decisiones futuras en cuanto a la asignación de capital, evolucionarán a dos compañías con resultados completamente diferentes en el largo plazo. Dado que esta asignación de capital es una inversión, vemos la relación entre el CEO y los inversores ya que su misión es muy parecida. Por ello, esta decisión del CEO es realmente importante y va a decidir si la compañía genera valor o no en el futuro. Asimismo, concluimos que la creación de valor es sencillamente un reflejo de la buena asignación del capital en el largo plazo que permitan tener retornos altos, con un alto crecimiento gracias a un equipo directivo de calidad.

Una vez analizado el concepto de creación de valor y su relación con la asignación del capital pasamos a hacer un análisis más exhaustivo de cómo determinarlo. Para poder utilizar la creación de valor como modelo de análisis vamos a entender los siguientes conceptos: el RoCE y su relación con el coste de capital, la reinversión del capital y el equipo directivo de la compañía. Entendemos que estos tres conceptos son los factores determinantes a la hora de determinar la generación de valor en un negocio. Demostrando que compañías con altos retornos, que reinvierten de manera sostenible y con un equipo directivo con objetivos a largo plazo generan valor y superan a sus competidores.

i) Retorno sobre el capital empleado – RoCE – alto

El primer factor para determinar esta creación de valor es la rentabilidad. Dicha rentabilidad analizada desde el punto de vista del retorno sobre el capital empleado. A



continuación, vamos a analizar la importancia del RoCE<sup>7</sup> como análisis de rentabilidad, qué es, cómo se calcula y su comparación con otros ratios de rentabilidad como el ROIC<sup>8</sup> o ROE<sup>9</sup>.

### (1) Concepto

El concepto de RoCE define la rentabilidad de la compañía frente a los recursos empleados. Es una fórmula poco utilizada ya que normalmente se tiende a analizar esta rentabilidad con mayor medida desde el punto de vista del ROE o ROIC, es decir, desde el lado del pasivo o del patrimonio neto en vez de analizarlo desde el activo. El análisis del retorno sobre el capital empleado nos permite ver de una manera más detallada la rentabilidad que obtiene una compañía sobre el capital que emplea y nos permite hacer una comparativa con los competidores dentro del mismo sector. Actualmente muchos inversores no diferencian entre ROIC y RoCE, ya que difieren de un pequeño ajuste en cuanto al tratamiento de una parte del inmovilizado inmaterial (fondo de comercio, marcas y clientes) que ilustraremos en el apartado de cómo calcularlo. Como podemos ver el ROIC se basa en la relación entre beneficio operativo antes de impuesto y en los recursos invertidos y cada inversor puede hacer sus ajustes personales. Nosotros queremos enfocar nuestro análisis desde el activo del balance, como hace Greenblatt (2006), y que muy bien explica en su libro “The Little book that beats the market”. Greenblatt habla del ROIC desde el activo, cogiendo los activos no corrientes re-invertibles y le añade el fondo de maniobra sin caja (proviene de quitar el pasivo corriente del activo corriente sin caja). Desde entonces hay inversores que a esto le han denominado RoCE, mientras que otros siguen considerando la totalidad del capital invertido como base de su análisis (ROIC). En este trabajo vamos a analizar las diferencias entre ambos, su cálculo y el razonamiento detrás del uso de solamente ciertos activos intangibles (re-invertibles) para su cálculo. El análisis detallado de los intangibles permite hacer un análisis diferencial entre competidores y negocios (Val-Carreres y Marco-Izquierdo, 2012).

---

<sup>7</sup> RoCE = Retorno sobre el capital empleado

<sup>8</sup> ROIC = Retorno sobre el capital invertido

<sup>9</sup> ROE = Retorno sobre los accionistas

Esta manera de analizar la rentabilidad de un negocio queda muy bien explicada por Warren Buffett en su carta a los accionistas de 2007. Buffett para enseñar la rentabilidad explicada a partir del retorno sobre el capital invertido pone tres ejemplos de compañías suyas en cartera y las divide en “The Great, the Good and the Gruesome”, es decir, el muy bueno, el bueno y el espantoso. El primero, explica la protección que deben de tener las compañías frente a sus competidores para generar altos retornos y que además sean sostenibles en el largo plazo. Es lo que Buffett denomina como “moat”<sup>10</sup>. Algunos ejemplos de estas protecciones son: ser el que más barato produce en la industria (Costco) o tener una marca muy fuerte en el mercado (Coca-Cola Company). Esto le permite a la compañía estar en una posición privilegiada frente al resto permitiendo tener altas rentabilidades. Otro ejemplo podría ser su equipo directivo y el CEO, pero al no ser parte interna de la empresa, Buffett no lo considera como un factor intrínseco de la compañía que permita mantener esa ventaja frente a los competidores. El CEO es un activo muy importante para la compañía, pero podría dejar de serlo si abandona la empresa por cualquier motivo. Por esta razón no se considera un activo intrínseco de la compañía que proteja los altos retornos de una compañía (Buffett, 2007).

Asimismo, esto te permite ser más competitivo en el largo plazo y si lo puedes mantener en el tiempo la compañía se convierte en un muy buen negocio. Si estos altos retornos de ROIC o RoCE los puedes combinar con alto crecimiento orgánico derivado de la reinversión del capital, el negocio sería realmente espectacular, pero aun con un crecimiento orgánico en torno al 2% y unos altos retornos también sería bueno. Este es el caso de “the great” del que habla Buffett en sus cartas a los inversores. Habla de la compañía See’s Candy<sup>11</sup> que, aunque este en un sector con poco crecimiento cuenta con la mitad del U.S. market share. Esta posición le permite tener altos retornos (ROIC) en el largo plazo. See’s Candy ha aumentado sus beneficios antes de impuestos de \$5 millones a \$82 millones solamente reinvertiendo en el negocio \$32 millones desde 1972. Como podemos ver el incremento de los beneficios frente al capital invertido es altísimo, ya que lo normal para ese aumento de beneficios hubiese sido una inversión de capital de unos \$400 millones (Buffett, 2007). Encontrar empresas con estos retornos en el mercado es

---

<sup>10</sup> foso

<sup>11</sup> Es una compañía americana basada en la fabricación y comercialización de caramelos.

prácticamente imposible, pero queda claro la importancia de tener altos retornos y proteger tu posición para que sean estables en el largo plazo.

Por el contrario, hay negocios que no tienen esa capacidad de incrementar los beneficios con tan poca reinversión en el negocio. Por ejemplo, la compañía FlightSafety<sup>12</sup>, en cartera de Buffett, ha sufrido un incremento desde su compra de \$159 millones en beneficios antes de impuestos. Pero ha invertido \$509 millones lo que da un buen retorno, pero lejos del visto en el caso de “the great”. Para terminar de explicar el concepto de retorno (desde el punto de vista del ROIC), Buffett muestra una de sus peores inversiones, la compra del preferred stock de U.S. Air<sup>13</sup>. Las compañías aéreas y aerolíneas suelen pertenecer al grupo que Buffett denomina “the gruesome business” (calificado por Buffett como negocios espantosos en los que invertir) (Buffett, 2007). Son compañías que al contrario de See’s Candy requieren mucho capital para tener poco crecimiento en beneficios, es decir, compañías con retornos muy bajos, por lo tanto, como veremos en el estudio del caso no generan mucho valor. En definitiva, altos retornos permiten a la compañía incrementar el valor en libros. Y como hemos visto anteriormente, dicho crecimiento del valor en libros es un indicador de la generación de valor. Por lo tanto, podemos concluir que retornos altos crean valor desde el punto de vista del accionista.

## (2) Cálculo y diferencia con el ROIC

Una vez ya analizado el concepto de retorno y de su importancia en el análisis del negocio de una compañía desde el punto de vista del inversor, pasamos a explicar como se calculan estos ratios de rentabilidad. Empezamos calculando el ROIC, ya que es el más utilizado, y luego tras unos ajustes pasaremos a mostrar como calcular el RoCE, que es más completo y al darnos información sobre la rentabilidad del negocio operativo a medio/largo plazo.

$$\text{Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC)} = \frac{\text{BAIT} \times (1 - t)}{\text{Capital Invertido}}$$

---

<sup>12</sup> Es una compañía americana de seguridad y software de aviación

<sup>13</sup> Es una aerolínea americana que se fusionó con American Airlines en 2015

El numerador,  $BAIT \times (1-t)$ , también denominado NOPAT es el beneficio antes de intereses e impuestos multiplicado por uno menos la tasa impositiva. Se calcula desde el BAIT ya que así la estructura financiera es neutra. De esta manera no se diferencia si la compañía está financiada con deuda o con recursos propios (Equity). Es decir, se analiza la rentabilidad del negocio operativo y no el retorno para los accionistas. Si lo mirásemos desde el beneficio neto, al haber quitado ya los intereses pagados por la deuda, sería el retorno generado solamente para los accionistas. Desde nuestro punto de vista es más relevante conocer el retorno del negocio operativo independientemente de cómo se haya financiado. El análisis de la financiación lo haremos posteriormente en el apartado de estructura financiera con el Coste de Capital. Para el cálculo del ROIC es importante tener en cuenta que en el numerador los impuestos se pagan sobre el BAIT, en el que están incluidos los intereses. Un fallo común sería coger los impuestos sobre el beneficio antes de impuesto, una vez descontados los intereses. Estaríamos contando los impuestos de la deuda dos veces, aquí y en el cálculo del coste de capital al ver el coste de la deuda. Por esta razón, lo hacemos sobre el BAIT, ya que los impuestos sobre los intereses ya se están teniendo en cuenta en el cálculo del coste de capital (Damodaran, 2007).

Para calcular el capital invertido utilizamos la siguiente fórmula como la fórmula estándar (Damodaran, 2007):

$$\text{Capital Invertido} = \text{Deuda Neta} + \text{Patrimonio Neto}$$

Esta es la fórmula estándar utilizada por la mayoría de los inversores. Como vemos esta fórmula parte del pasivo por lo que no te permite ajustar correctamente los activos que quieres y no quieres utilizar en base a la reinversión que tienes que hacer en los mismos. Para poder ajustar y basándonos en las ideas del gran inversor Greenblatt (2006), se hace un ajuste a la fórmula del ROIC tradicional para llegar a nuestro juicio a una fórmula más completa. Esta nueva fórmula te permite calcular el capital invertido desde el activo como vemos a continuación:

$$\begin{aligned} \text{Capital Invertido} &= \text{Activos No Corrientes} + \text{Activos Corrientes} - \text{Pasivo Corriente} - \text{Caja} \\ &= \text{Activos No Corrientes} + \text{Fondo de Maniobra} - \text{Caja} \end{aligned}$$

Como podemos ver en la fórmula cogemos todos los activos y le quitamos la deuda a corto plazo para obtener el fondo de maniobra. La caja la quitamos para ser consistentes con el numerador. Como el beneficio operativo no incluye el beneficio por caja, para ser consistentes en el denominador tampoco la incluimos. Esta fórmula nos da el capital invertido por la compañía que se calcula en base a su valor en libros ya que es lo que hemos invertido desde el punto de vista contable. Si utilizáramos el valor de mercado, no sería tan preciso ya que en el mercado están incluidos valoraciones futuras en el precio por lo que no sería lo realmente invertido para los beneficios operativos obtenidos actualmente (Damodaran, 2007).

El ROIC muestra el retorno obtenido por cada euro invertido en la compañía. Desde mi punto de vista es un ratio que nos da mucha información de la capacidad de generar retornos de la compañía. Sobre todo tras el ajuste para verlo desde el activo. Como analiza Buffett en su carta a los inversores de 2007, este ratio te aporta mucha información a pasado y realmente influye en la generación de valor de la compañía. Sin embargo, no diferencia entre la inversión orgánica en la compañía o inorgánica. Por esta razón, vamos a realizar unos ajustes al ROIC que hemos calculado al final para conseguir llegar al RoCE. Al mirarlo desde el activo podemos analizar los diferentes activos que tenemos y considerar cuales han sido empleados y han influenciado en la generación de beneficios. Estos ajustes los realizamos para ver realmente el negocio operativo de la compañía por lo que vamos a excluir los activos no re invertibles año a año.

#### *Activos no re invertibles*

Estos activos que queremos excluir son los intangibles no re invertibles, es decir activos que para el funcionamiento operativo de la compañía no son necesarios y no cambian año a año. Dentro de esto incluimos el fondo de comercio, la marca o la cartera clientes. Estos intangibles normalmente son creados después una fusión o adquisición. Durante la fusión o adquisición la compañía pagó un precio determinado por estos activos intangibles. Aunque forman parte de la compañía, no hay que invertir en ellos año tras año. Otros activos intangibles en los que si que hay que invertir por lo cual añadimos en el capital empleado son software o patentes. Por lo tanto, para el cálculo del RoCE incluiremos los

activos fijos, los activos intangibles re invertibles, y el fondo de maniobra. Como vemos lo hacemos desde el lado de los activos para poder escoger los que consideramos necesarios y ajustar bien el capital empleado (Val-Carreres y Marco-Izquierdo, 2012).

$$\text{Retorno sobre el capital empleado (RoCE)} = \frac{\text{BAIT} \times (1 - t)}{\text{Capital Empleado}}$$

*Capital empleado = Activo No Corriente – Intangible no reinvertible + Fondo de Maniobra*

El denominador de la fórmula es el mismo que ya hemos comentado en el cálculo del ROIC ajustado de Greenblatt más los cambios en los intangibles que acabamos de analizar. Con el RoCE podemos ver y analizar el negocio operativo de la compañía sin incluir pasadas adquisiciones que haya podido afectar a esos retornos de la compañía. Este retorno inorgánico de las adquisiciones opinamos que también es relevante, pero desde un punto de vista puramente del negocio creemos que el RoCE es más completo y aporta más información de la buena gestión de los activos por parte de los directivos.

Figura 1: Diferencia entre el ROIC y el RoCE

	Compañía A	Compañía B
Beneficio Operativo	10	10
Deuda + Patrimonio Neto	100	100
<b>ROIC estándar</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Activos No Corrientes (Tangibles e Intangibles)	70	70
Intangibles no re invertible	30	0
Fondo de maniobra	10	10
<b>RoCE</b>	<b>20%</b>	<b>12.5%</b>

Fuente: Adaptado de Val-Carreres y Marco-Izquierdo (2012)

Como podemos ver con un Beneficio Operativo del 10% y una deuda y patrimonio neto de 100, la compañía A y B tienen el mismo ROIC del 10%. Sin embargo, al analizar el RoCE vemos como la compañía A es 60% más rentable que la compañía B. Este cambio resulta de incluir el ajuste de los intangibles, ya que la compañía A tiene intangibles de no reinversión. Al realizar este ajuste se ve claramente la diferencia en

rentabilidad únicamente operativa de ambas compañías. Por esta razón, vemos como el RoCE nos da mejor información a la hora de analizar estos retornos.

La conclusión a la que llegamos es que el RoCE realiza un análisis más profundo del negocio mientras que el ROIC lo hace desde la inversión en la compañía. El RoCE indica la rentabilidad reciente y a futuro mientras que el ROIC puede estar influenciada por factores pasados. Estos factores pueden ser el elevado precio que se pagó por una inversión hace años y pueden no tener nada que ver con la rentabilidad futura de la compañía. Por el contrario, el RoCE analiza el negocio operativo a futuro sin tener en cuenta la financiación del negocio, es decir, si pertenece a los accionistas o a los deudores.

Esta última idea la podemos asociar con la frase que dijo Peter Lynch y coincide con la teoría de que hay que darle importancia al negocio no solamente a lo puramente financiero.

*“Stocks are not lottery tickets, there´s a company behind every stock. If the company does well, the stock will do well. It´s not that complicated” – Peter Lynch*

### (3) Diferencia con el ROE

Una vez explicado el concepto de RoCE, ver como se calcula y su evolución desde el ROIC pasamos a ver cómo se diferencia de otro ratio de rentabilidad normalmente utilizado denominado ROE (Return on Equity).

El ROE se calcula como beneficio neto entre patrimonio neto. Con este ratio analizamos cuanto obtenemos en beneficios por cada euro invertido por los accionistas.

Como podemos ver en la fórmula, el retorno sobre los accionistas no excluye la caja como en la fórmula vista por Damodaran (2007). Por lo tanto, en el ROE estamos teniendo en cuenta tanto el retorno operativo como el retorno de la caja, financiado por los accionistas (Damodaran, 2007). Si quisiéramos excluir esta caja del retorno de los accionistas deberíamos quitarle los ingresos generados por caja en el numerador y también restarlo

en el denominador al patrimonio neto. Consideramos que el RoCE es un ratio que mide la rentabilidad de la compañía desde una perspectiva más completa. Igual que hemos comentado anteriormente con el ROIC, el ROE analiza los retornos de la compañía desde el punto de vista del patrimonio neto y no de los activos, evitando el análisis operativo real del negocio que hemos comentado en el cálculo del RoCE. Además, el ROE mide la rentabilidad financiada por equity (los accionistas) y no por deuda (deudores), lo cuál deja un poco incompleto el análisis operativo real de la compañía, ya que es un análisis de inversión. Como estamos viendo a lo largo del trabajo, la creación de valor generada por la compañía proviene del negocio y el retorno de sus activos independientemente de cómo se haya financiado. Por este motivo, el RoCE aporta más información a la hora de analizar una compañía que el ROE o el ROIC respectivamente.

#### (4) RoCE vs. Coste de Capital

Inevitablemente al ver el RoCE y su directa relación con la generación de valor en el negocio, se piensa en contrastarlo y compararlo con el Coste de Capital. Esta generación de valor solo se producirá si el RoCE está por encima del Coste de Capital. Si la compañía es capaz de generar retornos por encima del coste de financiación, hará que se cree valor. Por el contrario, si el RoCE es menor al coste de capital se destruirá valor. Asimismo, si la compañía es capaz de tener un retorno alto sobre el capital empleado, que hemos concluido que es el retorno realmente importante del negocio, y superior al coste de capital en el largo plazo (Val-Carreres y Marco-Izquierdo, 2012), podremos decir que la compañía esta generando valor en el tiempo siguiendo el modelo de Buffett. Adicionalmente a la rentabilidad hay otros factores clave en el análisis como la capacidad de reinversión y el equipo directivo que posteriormente analizamos en el trabajo.

La importancia de la creación de valor, analizada desde el punto de vista del capital empleado y el coste de capital, no es la manera más habitual de entender la creación de valor por parte de las compañías cotizadas. Sin embargo, hay una compañía alemana que me gustará comentar por explicar estos conceptos perfectamente en sus cuentas anuales.



Fuchs Petrolub SE es el mayor fabricante de lubricantes del mundo con un alto crecimiento real y una idea de dirigir la compañía hacia la creación de valor para el accionista. Es muy interesante como tienen en cuenta el concepto de la asignación del capital empleado y el coste de capital desde el equipo directivo. Tienen como objetivo y basan su compensación variable en la capacidad de generar valor a partir del capital empleado, es decir, aumentar el BAIT más que el capital empleado utilizado multiplicado por su coste de capital (Fuchs Petrolub SE, 2018). Intentan demostrar que la inversión en la compañía para su posterior crecimiento (Capital empleado x Coste de capital) debe dar sus frutos (BAIT). El equipo directivo debe emplear bien su capital para generar valor en la compañía a futuro. Este es un claro ejemplo de cómo incrementando los retornos y empleando el capital de manera correcta, generamos valor para los accionistas. Esta filosofía les ha permitido crecer y generar valor año a año, demostrado por su ascendente cotización bursátil. A continuación, vemos la fórmula de creación de valor para los accionistas desarrollada por el equipo directivo de Fuchs Petrolub.

$$FVA^{14} = BAIT - \text{capital empleado} \times \text{Coste de capital}$$

## ii) Capacidad de Reinversión

Hemos demostrado como compañías con retornos sobre el capital empleado más elevado que sus competidores crean más valor para sus accionistas. Sin embargo, esta mayor generación de valor se puede diluir si no se reinvierte en el largo plazo de forma correcta. La incapacidad de reinvertir, incluso manteniendo un alto RoCE, te deja sin crecimiento y sin potencial de crear valor a largo plazo. Por esta razón, pasamos a desarrollar el concepto de reinversión y asignación de capital y demostrar cómo la reinversión es clave para crear valor para los accionistas.

---

<sup>14</sup> Fuchs Value Added = Valor creado por Fuchs Petrolubs

## (1) Concepto

La reinversión en la compañía se puede mirar desde diferentes ángulos, ya que son varias las opciones que tiene la compañía en las que destinar la generación de caja creada. Para explicar las diferentes decisiones que tiene el CEO con ese capital generado por la compañía nos basamos en el libro de William N. Thorndike, Jr (2012) y el artículo de Marzo-Izquierdo (2016). Muchas veces se piensa que las compañías tienen que repartir dividendos y dar salida a esa caja generada a los accionistas. Pero en realidad las compañías tienen más opciones que se engloban en dos decisiones principales: devolver esa caja a los accionistas o reinvertirla en el negocio si creen que son capaces de generar valor y aumentar el valor de la compañía (Koller y Jiang, 2011). Desde nuestro punto de vista, la reinversión del capital es fundamental para la compañía, aunque no sea siempre así visto por los accionistas. La reinversión sin diluir los retornos sobre el capital empleado permite a la compañía seguir creciendo y proteger su posición en el mercado frente a sus competidores. Para demostrar como afecta la reinversión a la creación de valor vamos a desarrollar tres ideas. Primero, explicar la capacidad de reinvertir de las compañías como concepto. Segundo, veremos si esa reinversión influye en la rentabilidad y el crecimiento de la compañía. Y, por último, explicaremos el concepto de flujos de caja y la asignación posterior de este capital por parte del equipo directivo (reinvertir esos flujos de caja vs. no reinvertir).

### *Capacidad de reinvertir*

La capacidad de reinvertir es un concepto fundamental a la hora de analizar una compañía y ver su capacidad de crecimiento. Russo (2014) analiza en una entrevista la capacidad de reinvertir en los negocios. Él defiende que como inversores hay que invertir en compañías que tengan esa capacidad de reinvertir, ya que permiten tener mayores ganancias y mantener su posición en el mercado en el largo plazo. La única manera de mantener la posición y seguir creciendo y creando valor en el futuro es reinvertiendo la caja generada. Esta reinversión es necesaria para entrar en mercados nuevos y poder seguir creciendo, bien sea orgánica o inorgánicamente. El profesor de Columbia argumenta que reinvertiendo consigues crear marcas globales y empresas

multinacionales, teniendo cada vez más capacidad de crecer (Russo, 2014). Por ejemplo, Nestlé ha reinvertido siempre gran parte de sus beneficios para poder crecer y mantener su posición líder global. Esa reinversión ha ido destinada bien a crecimiento orgánico de la compañía o a adquisiciones de nuevas empresas que les ha permitido seguir creciendo. Esta capacidad de reinversión les ha permitido seguir teniendo un crecimiento y generación de valor constante en el largo plazo estableciéndose como una compañía líder globalmente en el sector de la alimentación. Asimismo, Buffett (2017) habla de la relevancia de la reinversión. A él, personalmente, reinvertir los beneficios generados por las compañías de su cartera le ha permitido seguir creando valor. Desde Berkshire Hathaway el gran inversor también ha reinvertido sus beneficios año tras año en nuevas compañías para seguir creciendo y aumentando el valor de su compañía. Este proceso le ha permitido tener unos beneficios mayores y crecientes y es lo que ha denominado la inversión en “compounding machine”.

#### *Dilución de rentabilidad*

Como hemos visto, la reinversión de los beneficios es muy importante para el crecimiento de la compañía. Muchas compañías, especialmente en Europa y España, reparten gran parte de su generación de caja en dividendos, lo cuál deja poco espacio para el crecimiento a largo plazo de la compañía. Según Morningstar, España (2.9%) y Europa (3.4%) tienen mayor rentabilidad por dividendo que Estados Unidos que se sitúa en torno al 2% (Luque, 2018). Esta falta de conciencia en la reinversión en Europa afecta también a los retornos de la compañía y al poder mantener una rentabilidad sostenible en el tiempo. La no reinversión del capital puede transformarse en una dilución de la rentabilidad del negocio (Figura 2). Por lo tanto, podemos concluir que el crecimiento de la compañía está directamente influenciado por la reinversión de los flujos de caja generados (Val-Carreres y Marco-Izquierdo, 2012). Este crecimiento será entonces igual al RoCE x los flujos de caja reinvertidos en el negocio.

Figura 2: Ejemplo de crecimiento a través del RoCE y el FCF reinvertido

	RoCE	% FCF reinvertido	Crecimiento
Escenario A	30%	75%	22.5%
Escenario B	30%	50%	15%
Escenario C	30%	25%	7.5%

Fuente: Adaptado de Val-Carreres y Marco-Izquierdo (2012)

Como podemos ver el crecimiento de la compañía varía dependiendo del porcentaje de reinversión en la compañía. Este crecimiento es importante para mantener una rentabilidad elevada, y poder mantener esos retornos de los que hablábamos en el apartado anterior. Con unos retornos altos (RoCE) y con un porcentaje alto de reinversión en la compañía es más difícil que los retornos bajen. Sin embargo, si no hay reinversión en el negocio, es muy probable que bajen los retornos por pérdida de mercado en favor de otros competidores como ejemplo. Es cierto que inevitablemente la compañía va a tener que repartir algo de los beneficios generados a sus accionistas sobre todo si es difícil crear valor del 100% de la reinversión. Como podemos ver en la Figura 2, si una compañía quiere crecer a un 15% y mantener ese crecimiento, necesita reinvertir un 50% del flujo de caja libre. Por este motivo, la compañía normalmente va a repartir dividendos y reinvertir en la compañía (Jiang y Koller, 2011). Eso sí, cuanto más reinvierta más capacidad va a tener de crecer, beneficiando a los accionistas en el largo plazo.

## (2) Flujos de Caja

Una vez visto y analizado el concepto de reinversión de la caja, pasamos a ver qué es y cómo se calculan los flujos de caja. Fernández (2006) PricewaterhouseCoopers Chair of Finance, define el flujo de caja como las entradas y salidas de caja de la compañía. Siendo los flujos de caja una manera más objetiva de medir la creación de valor de una compañía si la comparamos con el beneficio neto. La caja tiene un valor especial para la compañía por lo que requiere un análisis detallado del mismo. Esta caja se analiza desde diferentes puntos dependiendo del análisis que queramos realizar. Por este motivo a continuación vamos a ver el flujo de caja contable, equity cash flow y el free cash flow (flujo de caja libre).

Empezamos definiendo el Flujo de caja contable como el Beneficio Neto + Depreciaciones y amortizaciones. Se le suman la depreciación y amortización ya que no suponen ninguna salida real de caja de la compañía. Desde el punto de vista contable este análisis está más detallado en el estado de flujo de efectivo, en el que se analizan todas las entradas y salidas tanto operativas, como de inversión y financiación. Desde un punto de vista más financiero nos vamos a centrar en el equity cash flow, pero sobre todo en el free cash flow. El equity cash flow es la caja que queda para los accionistas que se podrán utilizar para pagar dividendos o recomprar acciones. El equity cash flow se calcula desde el Beneficio Neto, por lo que ya ha incluido los pagos de intereses a deudores. Por otro lado, tenemos el free cash flow, que nos indica la caja generada por la compañía tanto para los accionistas como los deudores. Es un análisis más utilizado ya que te da información de toda la compañía y no sólo de la caja disponible para los accionistas (Fernandez, 2006).

Como vemos ambos conceptos nos aportan un análisis desde un punto de vista más financiero y fijando como objetivo la caja que genera la compañía. Por ello son muy utilizados a la hora de analizar compañías a través del método de valoración denominado descuento de flujos de caja. El análisis se puede hacer desde el descuento del equity cash flow (levered free cash flow) o desde el descuento del free cash flow (unlevered free cash flow). Con ambos modelos se puede llegar al valor de una compañía, pero es más utilizado el unlevered free cash flow. Por esta razón, vamos a analizar a continuación el concepto del flujo de caja libre y como se calcula para poder valorar la compañía Vidrala en el estudio de caso (Breaking Into Wall Street, 2009).

### *Flujo de Caja Libre*

El Flujo de Caja libre es la cantidad de dinero disponible en la compañía para pagar dividendos o repagar deuda, una vez se ha reinvertido en los activos operativos. (Breaking Into Wall Street, 2009). El flujo de caja libre es un concepto muy importante para determinar cuánto realmente genera la compañía independientemente de su financiación.

La fórmula para calcular el flujo de caja libre es la siguiente (Breaking Into Wall Street, 2009).

$$FCF = EBIT (1-T) + Depreciación y Amortización - Capital Invertido - \Delta Fondo de Maniobra$$

El FCF es la base del DCF que utilizaremos como método de valoración para calcular el valor de Vidrala y poder analizar junto al análisis de la creación de valor si existe una oportunidad para el inversor. Por otro lado, estos flujos de caja son la base de la reinversión en la compañía. Los flujos de caja es un mejor indicador de la capacidad de reinversión de una compañía, ya que el beneficio neto como explica Pablo Fernández (2006) no es un indicador tan real. El beneficio neto puede ser más fácilmente manejable y indica el flujo de caja solamente de los accionistas (Fernández, 2006).

### (3) Reinvertir vs. No reinvertir

Una vez visto lo positivo que es la reinversión para el crecimiento y la generación de valor del negocio, pasamos a ver las diferentes opciones de actuación que tiene el equipo directivo con los flujos de caja creados por la compañía. Esta asignación de capital mencionada anteriormente queda dividida en dos: reinversión (orgánica o inorgánica) o no reinversión (repagar deudas, repartir dividendos o *buybacks*) en el caso de que no tenga la capacidad de reinvertir la totalidad de la caja generada (Thorndike, 2012). A continuación, pasamos a explicar cada decisión y las repercusiones que tendrían para el negocio.

#### *Reinversión: Crecimiento orgánico vs. crecimiento inorgánico*

El crecimiento orgánico es parte fundamental de las empresas y de su sostenibilidad en el largo plazo (Favaro, Meer y Sharma, 2012). El CEO de la compañía debe de ser capaz de crear crecimiento en la compañía sin capacidad de adquirir otras. De todos modos, hay casos en los que las compañías se encuentran en un momento de madurez, en los que es más complicado crecer de manera orgánica a un alto rendimiento o incrementar los márgenes del negocio constantemente. En estos casos, las compañías basan su estrategia

de crecimiento en fusiones o adquisiciones (crecimiento inorgánico). El crecimiento inorgánico como se ha percibido a lo largo de la historia es más complicado y laborioso de implementar en la práctica que lo que parece en la teoría (Breaking into Wall Street, 2009). Por ello, muchas veces a parte de las sinergias que se buscan en una adquisición hay que tratar de crecer orgánicamente incluso con la compañía adquirida recientemente (Favaro, Meer y Sharma, 2012). Independientemente, de la importancia del crecimiento orgánico, el crecimiento inorgánico también puede ser realmente relevante a la hora de generar valor, como Nestlé, del que hablábamos anteriormente. Nestlé a través de crecimiento inorgánico ha ido ganando cuota de mercado frente a sus competidores, aprovechándose de oportunidades de compra. Como podemos ver la reinversión conduce al crecimiento que puede ser tanto orgánico como inorgánico. El crecimiento orgánico es la base de todos los negocios, mientras que el inorgánico en compañías maduras con menor capacidad de crecer por si mismas buscan oportunidades en el mercado para poder aumentar su ritmo de crecimiento.

#### *No reinversión: Repagar deuda, Dividendos o Buybacks*

Por el contrario, con la generación de caja que no va a ser reinvertida el CEO de la compañía tiene otras opciones (Thorndike, 2012). Primero, repagar deuda existente en la compañía. Este suele ser el caso de compañías que están muy endeudadas y quieren reducir esa deuda bien por motivos de mejora del rating o por estado más crítico de la compañía. Segundo, los dividendos que se reparten a los accionistas. Los dividendos son una manera de recompensar a los accionistas por el dinero invertido en la compañía. Tercero, tenemos los *buybacks* o recompra de acciones en el mercado por parte de la compañía. Esto le permite a la compañía aumentar su control y reducir el coste de capital (Breaking into Wall Street, 2009). Warren Buffett habla en muchas de sus cartas de recomprar acciones cuando el valor en libros este por encima del valor en mercado, ya que sería beneficioso en cuanto a la generación de valor – *accretive* – para la compañía. Por ejemplo, en la carta a los accionistas de 2016, Buffet desarrolla la idea de recompra de acciones. Es relevante para la compañía saber cuando recomprar acciones y a qué precio. Buffett (2016) tenía claro que en su caso era cuando su valor en mercado fuese el 120% del valor en libros, ya que a menos de eso no iba a bajar. Por otro lado, la recompra

de acciones tiene sentido para la compañía en el caso de que el valor intrínseco este por encima de su cotización. Sin embargo, el gran inversor explica dos situaciones en las que, aunque sea beneficioso recomprar acciones no hay que hacerlo. La primera, cuando necesita el dinero para expandirse o crecer de manera orgánica. La segunda, cuando la adquisición de una compañía es más *accretive* todavía que recomprar acciones de la compañía (Buffett, 2016). Como hemos visto apoyado por Warren Buffett, la reinversión tanto en crecimiento orgánico como inorgánico siempre va a ayudar a la generación de valor. Esto siempre que la compañía sea capaz de generar mayor rentabilidad de esta reinversión que realizando otras operaciones como repagar deuda, repartir dividendos o recomprar acciones.

### iii) Equipo directivo

Hemos analizado los dos principales factores que determinan y muestran la creación de valor de una compañía; altos retornos y reinversión en el largo plazo. Estos conceptos los utilizaremos posteriormente para el análisis de la creación de valor de Vidrala. Pero tanto los altos retornos como la reinversión de los flujos de caja libres tienen que ir acompañados de un buen equipo directivo que lidere la creación de valor de la compañía. En este apartado del trabajo vamos a analizar la parte más cualitativa de la creación de valor en una compañía, el equipo directivo. Que sea la parte cualitativa del análisis de la creación de valor, no quiere decir que sea menos importante que las dos analizadas anteriormente. Dentro de este apartado creemos que es relevante hablar tanto de la estructura de control de la compañía (afecta directamente al equipo directivo) como de las empresas familiares como ejemplo particular en la creación de valor por su situación.

#### (1) Estructura de control

La estructura de control en una compañía desempeña un gran papel en su dirección en el largo plazo. Podemos dividirla en tres tipos de empresas. Estos tres tipos son: empresas controladas por el gobierno (públicas), empresas con un control muy disperso (sin claro dueño) y empresas familiares (Cuervo, 2006). El primer grupo son compañías que están controladas por todos los ciudadanos y políticos y asignan al equipo directivo para que



dirija la compañía. El segundo grupo son compañías que nadie tiene el control claro de la compañía, ya que puede haber muchos pequeños accionistas. El equipo directivo lo selecciona el consejo de administración, que en muchos casos puede estar controlado también por los directores de la compañía. El último grupo y en el que más nos vamos a centrar en este trabajo son las compañías familiares. Aquí la familia tiene el control del consejo de administración y equipo directivo, independientemente de que los directivos sean componentes de la familia o no (Cuervo, 2006). Por otro lado, a parte de los tres tipos ya explicados podemos incluir debido al auge que han sufrido en los últimos años a los fondos de capital riesgo. Este grupo a irrumpido con gran fuerza en el control de las compañías. Son compañías que buscan ganancias en 2-3 años por lo que no son compañías que buscan crear valor en el largo plazo (Bloom, Sadun y Reenen, 2009). En cuanto a la generación de valor, el control de la compañía es un factor clave. Puesto que son muchos los ejemplos de compañías familiares que crean valor y sostienen la idea de sostenibilidad en el largo plazo, nos vamos a centrar en su funcionamiento. Es más común la creación de valor en compañías familiares debido a la falta de problemas de control internos, así como las pocas diferencias entre el control, los directivos y resto de empleados (Cuervo, 2006).

## (2) Empresas familiares

Galve y Salas (1995) concluyeron en un estudio que las empresas familiares son más eficientes que las no familiares lo que les permite obtener unos mejores resultados financieros (BAIT y Beneficio Neto). Asimismo, las empresas familiares tienen mayor capacidad de generar valor, por sus objetivos y manera de gestionar la compañía (Martín y Suárez, 2001). Esto les permite a las empresas familiares tener menor número de conflictos de agencia. Dada esta reducción de conflictos y mayor estabilidad en el equipo directivo, las empresas familiares tienen mayor capacidad de creación de valor. Dicha creación de valor es para su propio interés, ya que ellos son los principales accionistas por lo que miran los retornos, resultados y crecimiento a largo plazo mucho más detenidamente (Pradhan y Ranajee, 2012). Las empresas familiares son el tipo de empresa con mayor interés en la creación de valor para los accionistas dado que ellos son los más beneficiados. Como hemos ido viendo a lo largo del trabajo esta creación de valor

debe de ser a largo plazo, por lo que muchos fondos se especializan en compañías familiares. Invertir en estas compañías tiene detrás un análisis cualitativo, que influye directamente en el análisis cuantitativo (Banca March, 2019). Asimismo, este análisis tiene mayor fuerza en épocas de crisis, ya que se acentúa frente a compañías con otro tipo de estructura de control.

#### iv) Conclusiones del marco teórico

Como hemos podido demostrar a lo largo del trabajo la creación de valor ha evolucionado hasta un método de análisis propio utilizado por los grandes inversores tanto globales como nacionales. Estos inversores tras leer y analizar diferentes artículos académicos concluimos que basan la creación de valor en varios conceptos, pero centrándose en tres principalmente. El primero, se fijan en compañías con retornos sobre el capital invertido o empleado altos frente a sus competidores. Esto les permite tener cierta ventaja y asegurar al accionista que la generación de valor sea más factible. Segundo, la correcta asignación de capital centrándonos en compañías que sean capaces de reinvertir en la compañía para generar altos crecimiento. Esto permite que la creación de valor sea sostenible en el largo plazo. Por último, tiene que haber un equipo directivo que sea capaz de generar valor tras una buena asignación del capital. Esto permite mantener altos retornos y alto crecimiento. Como hemos podido comprobar las compañías con mayor facilidad de crear valor son las empresas familiares. Este tipo de estructura les permiten tener menos conflictos de agencia y poder dirigir la compañía con mayor flexibilidad. Además, su interés en la generación de valor (son accionistas) los lleva a tener como objetivo aumentar el crecimiento a largo plazo, aumentando los retornos y creando empresas más competitivas en sus respectivos sectores. Por todas estas razones y conceptos analizados a lo largo del trabajo podemos concluir dos cosas. La primera, que la creación de valor se ha instalado como un estilo de inversión utilizado por un gran número de inversores. La segunda, que compañías con altos retornos, reinversión de los recursos propios y con un correcto equipo directivo son factores que crean valor en el largo plazo. Por este motivo, estos factores van a ser los analizados a la hora de estudiar la creación de valor de una compañía.

Para poder calcular la creación de valor en sí, volvemos a la definición de Warren Buffett de creación de valor como: Incremento del valor en libros + rentabilidad por dividendos. Basándonos en la definición del prestigioso inversor, defendemos que los tres factores analizados causan el crecimiento del valor en libros. Tanto un alto retorno sobre el capital empleado, como una buena asignación del capital y todo ello liderado por un buen equipo directivo le permite a la compañía crecer en el largo plazo generando valor. Por ello, una vez demostrado los conceptos de manera teórica, vamos a analizar esta creación de valor de manera práctica con la compañía Vidrala. Posteriormente, concluiremos como se encuentra frente a su cotización bursátil actual y si existe una oportunidad para el inversor analizado desde el punto de vista de creación de valor y complementado por el método tradicional de descuento de flujos de caja.

### **3) Estudio del caso: Vidrala**

El marco teórico del trabajo ha expuesto y explicado el concepto de la creación de valor y los factores que influyen en su creación. Tras haber entendido los componentes que vamos a utilizar en el análisis, pasamos a demostrar con un caso práctico que los factores analizados realmente son indicadores de creación de valor para el accionista en una compañía. Además de contrastar dicha generación de valor con la cotización actual de compañía y ver si existe una oportunidad para el inversor. Para llegar a esas conclusiones hemos escogido Vidrala como compañía del estudio del caso. Empezaremos describiendo la compañía y la industria para pasar al análisis de la creación de valor en Vidrala a partir de los retornos, la reinversión y el equipo directivo. Por último, realizaremos un descuento de flujos de caja y contrastaremos el valor obtenido con el precio de la acción. Aunque la compañía cree valor para los accionistas es importante observar si la compañía esta cara para el inversor.

#### **a) Descripción de la compañía**

El Grupo Vidrala que tiene su origen en 1965 en el pueblo de Llodio (Álava), es una compañía de fabricación de envases de vidrio perteneciente a la familia Delclaux, que empezó a cotizar en el mercado bursátil de Madrid y Bilbao en 1985 como Vidrala S.A. Tras varios años de crecimiento y ampliación del negocio en el sector en 2006 se consolidaron bajo el nombre de Vidrala las siguientes plantas: Aiala Vidrio, Crisnova Vidrio, Castellar Vidrio, Gallo Vidro y Corsico Vetro. Esto supuso la creación de una compañía líder en el sector tanto en la Península Ibérica como en Europa (Vidrala, 2019).

Actualmente Vidrala es una firma con fuerte crecimiento, siendo la tercera compañía por cuota de mercado en Europa en el sector del vidrio tras las adquisiciones de Encirc y Santos Barosa en 2015 y 2017, respectivamente. Este crecimiento y posicionamiento como empresa líder en el sector ha sido fruto de la inversión en desarrollos tecnológicos para crecer orgánicamente y exitosas adquisiciones que les ha permitido también crecer inorgánicamente. Esto lo podemos ver claramente en la Figura 3, donde vemos la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía hasta 2018. El beneficio neto de la compañía

crece año tras año, independientemente de si es generado de manera orgánica o inorgánica (año 2015 y 2017). Aquí podemos ver la buena asignación de capital de la compañía que analizaremos detalladamente más adelante.

Figura 3: Cuenta de pérdidas y ganancias Vidrala 2015 - 2018

<b>VIDRALA</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Ventas</b>	806,64	774,00	823,20	955,40
- Cambio	72,1%	-4,0%	6,4%	16,1%
<b>EBITDA</b>	161,35	170,70	195,40	239,40
- Cambio	48,7%	5,8%	14,5%	22,5%
EBITDA margen	20,0%	22,1%	23,7%	25,1%
Depreciación	-75	-78	-78	-92
como % de ventas	-9,31%	-10,04%	-9,51%	-9,7%
<b>EBITA</b>	<b>86,3</b>	<b>93,0</b>	<b>117,1</b>	<b>147,1</b>
EBITA margen	10,7%	12,0%	14,2%	15,4%
Amortización	0	0	0	0
as % of sales	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>86,3</b>	<b>93,0</b>	<b>117,1</b>	<b>147,1</b>
EBIT margen	10,7%	12,0%	14,2%	15,4%
Gastos no recurrentes	0	0	0	0
Intereses netos	-8,6	-8,8	-7,4	-6,7
Otros	-1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>76,3</b>	<b>84,2</b>	<b>109,7</b>	<b>140,4</b>
Impuestos	-15	-17	-21	-25
Tasa impositiva	19,4%	19,6%	18,8%	17,5%
<b>Beneficio Neto</b>	<b>61,5</b>	<b>67,7</b>	<b>89,1</b>	<b>115,9</b>

Fuente: *Elaboración propia*

## **b) Descripción de la industria**

La industria del vidrio es una industria muy antigua que se ha ido modernizando con los nuevos avances industriales y tecnológicos hasta llegar a los envases más avanzados que se producen actualmente por láminas, diferentes capas, formas, etc. Estos avances y fuerte capital limitan el número de competidores ya que supone una gran barrera de entrada. Por esta razón, es un sector muy protegido contra nuevos competidores (Sánchez, 2006).

La situación actual en el sector en el que cuatro jugadores controlan hasta el 85% del negocio, es muy beneficioso para Vidrala. Se están dando varios factores que indican positividad en el sector que permitirá crear valor para los accionistas en el largo plazo. Estos factores que influyen en la buena situación en la que se encuentra la industria del vidrio son tres: la capacidad de aumentar el precio, la fuerte demanda y la consolidación en la industria que dará lugar a oportunidades de fusiones y adquisiciones (Informe anual, 2017).

El precio ha aumentado en el sector del vidrio empujado por dos factores, el precio de la energía y el aumento de demanda en Europa. La energía ha aumentado y supone en torno a un 20% del coste de producción. Este aumento de la energía ha causado un aumento del precio final en el mismo porcentaje. El precio de la energía parece haber disminuido pero el aumento del precio del vidrio no. Al no incrementarse el coste de producción, pero sí el precio de venta aumenta los retornos de las compañías del sector (Informe anual, 2018). Estos retornos no solo se ven afectados por el aumento del precio, sino que, por las mejoras tecnológicas, el coste de producción disminuye al encontrar nuevas técnicas más eficientes (Sánchez, 2006). Además, la demanda sigue creciendo, lo que les permite a estas compañías seguir aumentando los precios independientemente del aumento del precio de la energía. Por ello, dada la escasa competencia en el sector las compañías de fabricación de envases de vidrio tienen capacidad de incrementar sus precios sin tener apenas caídas en las ventas.

El segundo factor que influye en la situación de esta industria es la estabilidad en la demanda y que además crece en algunos países del sur de Europa como España, Francia o Italia. Este crecimiento en estos países se debe al consumo de productos como el vino, la cerveza o el champagne. Al ser productos de consumo estable, se ven muy poco afectados por los cambios económicos. Se estima que la demanda en estos países aumenta en torno al dos o tres por ciento anual (Informe anual, 2018).

Por último, la consolidación en el sector, que está creando oportunidades de fusiones y adquisiciones para crecer inorgánicamente creando valor en el accionista. El sector del vidrio ha sufrido una fuerte consolidación desde 1990 con numerosas transacciones en el

sector (Informe anual, 2017). Esta tendencia parece que no va a parar aquí, por lo que hay capacidad de crecimiento inorgánico en el sector, estableciendo un oligopolio todavía más fuerte, intensificando su poder sobre proveedores y clientes (Informe anual, 2018). Esta situación en el sector propicia la creación de valor para los accionistas de las compañías si sus equipos directivos toman las decisiones correctas. Es un sector en el que puede haber altos retornos, con capacidad de reinversión y crecimiento tanto orgánico como inorgánico.

### c) Vidrala: Creación de valor

La industria del vidrio es una industria como acabamos de explicar con facilidad para crear valor dadas las circunstancias en las que se encuentra. Los retornos de las compañías pueden ser bastante altos si lo comparamos con otros subsectores dentro de industriales. Para analizar esta creación de valor vamos a ver los tres factores explicados anteriormente para terminar calculando la creación de valor de Vidrala con la fórmula que hemos ido definiendo a lo largo del trabajo de basada en Warren Buffett (2016):

$$\text{Creación de valor} = \text{Incremento de valor en libros} + \text{Rentabilidad por dividendos}$$

Empezamos analizando el equipo directivo de Vidrala. Como hemos analizado anteriormente será más fácil encontrar creación de valor en empresas familiares como han sido los casos de VW, Inditex o Amazon.

#### i) Equipo directivo

Vidrala es una empresa familiar en la que la familia Delclaux controla una gran parte. Además, en el consejo de administración se sientan hasta cinco miembros de la familia que buscan incrementar los beneficios de la compañía año tras año (Informe anual, 2018). Carlos Delclaux Zulueta es el presidente del consejo de administración de Vidrala desde 2002. Carlos representa como presidente de la compañía a la familia Delclaux en la toma de decisiones. Por esta razón, Vidrala con el equipo directivo que tiene formado es una compañía que busca el crecimiento y los buenos resultados a largo plazo, ya que como

hemos explicado en el marco teórico las empresas familiares sin conflictos internos son más eficientes y consiguen crecer de manera sostenible en el tiempo. El caso de Vidrala no es una excepción, y sus resultados muestran este crecimiento e incremento de valor para los accionistas.

## ii) Retorno sobre el capital empleado

Una vez visto que Vidrala es una compañía familiar pasamos al análisis un poco más cuantitativo de la compañía. Vamos a analizar los retornos del negocio de Vidrala independientemente de su financiación. Como ya hemos ido explicando a lo largo del trabajo esto lo realizamos a partir del cálculo del *RoCE*. El retorno sobre el capital empleado nos muestra el rendimiento que saca la compañía de sus activos, y es un factor muy relevante para nosotros a la hora de analizar esta creación de valor. Calculamos el capital empleado y el *RoCE* como hemos explicado en la sección del marco teórico. Vemos en la figura 4 como los retornos alcanzados por Vidrala son altos lo que nos dará un múltiplo elevado a la hora de calcular el múltiplo de crecimiento que veremos si se diluye o no con el paso del tiempo en el análisis de la reinversión.

Estos retornos los hemos calculado como explicábamos en el marco teórico, en el que desde el activo excluíamos los activos intangible no re invertibles, como el fondo de comercio o los clientes. Por ello, cogemos el inmovilizado material, le sumamos los activos intangibles, de los cuales luego le resto la cartera de clientes y le sumo el fondo de maniobra. Una vez calculado el capital empleado del año 2018, estimamos para años futuros este capital empleado. Para estimar este capital empleado cogemos el de 2018 y le sumamos la inversión de capital y el fondo de maniobra estimado. A partir de esos cálculos obtenemos los siguientes resultados de capital empleado:



Figura 4: Vidrala Capital empleado

<b>VIDRALA</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Capex	-58,9	-55,2	-86,2	-101,8	-85,0	-89,3	-92,4	-95,7	-96,7
Mantenimiento									
% de ventas	-7,3%	-7,1%	-10,5%	-10,7%	-8,6%	-8,7%	-8,7%	-8,7%	-8,5%
Capex	-464,0	0,5	-252,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crecimiento									
% de ventas	-57,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Equity	477	475	528	610	706	809	916	1.017	1.121
Deuda Neta (caja)	404	325	490	414	317	217	113	16	-83
Deuda Neta/EBITDA	2,5	1,9	2,5	1,7	1,2	0,8	0,4	0,1	-0,3
Apalancamiento	45,9	40,6	48,1	40,4	31,0	21,2	11,0	1,6	-8,0
Capital empleado	877	867	851	874	873	876	879	883	888
EBIT	86	93	117	147	164	174	179	180	189
Impuestos	-15	-17	-22	-26	-31	-33	-34	-34	-36
NOPAT	72	77	95	121	133	141	145	146	153
Fondo de Maniobra	-87	-6	20	-25	-8	-9	-8	-9	-9

Fuente: *Elaboración propia*

Tras calcular el capital empleado, dividimos el BAIT x (1-t) entre el capital empleado para obtener el retorno sobre el capital empleado de Vidrala. Este dato nos muestra como de rentable es la compañía frente a sus activos. Es un ratio muy importante a la hora de ver la situación de la compañía y capacidad de generar valor. Vidrala debido al aumento del precio, la fuerte demanda y la falta de competidores en el sector tras la consolidación, tiene unos altos retornos que el permiten crear valor para sus accionistas. En la figura 5 podemos analizar el retorno sobre el capital empleado de Vidrala.

Figura 5: Vidrala RoCE

<b>Resumen de valoración</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/BV	2,25	2,69	2,97	3,37	2,99	2,61	2,31	2,08	1,88
Return on equity	13,96%	14,23%	17,77%	20,37%	19,44%	18,05%	16,46%	14,97%	14,29%
ROCE	10,51%	8,57%	11,07%	14,08%	15,21%	16,07%	16,47%	16,57%	17,27%
EV/CE	1,78	1,87	2,44	2,85	2,81	2,68	2,56	2,43	2,31
ROCE/WACC	1,43	1,16	1,50	1,91	2,07	2,18	2,24	2,25	2,35

Fuente: *Elaboración propia*

Del cálculo del *RoCE* de Vidrala podemos sacar varias conclusiones. Lo primero, que como ya hemos ido desarrollando a lo largo del estudio del caso, Vidrala es una compañía con altos retornos debido a la situación en la que se encuentra la industria y esta compañía en particular. Como vemos en la figura 5, el *RoCE* crece en años en los que la compañía ha hecho alguna adquisición, y por consecuencia el retorno sobre el total de los activos aumenta (2015 o 2017). Esto además se ve aumentado en 2018 debido a la implementación de las sinergias entre las compañías. Creemos que este *RoCE* va a aumentar progresivamente en los próximos años. Dado que el capital empleado se va a mantener más o menos constante y el BAIT va a aumentar, por lo que el *RoCE* subirá como podemos apreciar en la figura 5. Otro análisis necesario sobre el *RoCE* es su relación con el coste de capital. Los retornos sobre el capital empleado de Vidrala son superiores a su coste de capital por lo que generará valor en el largo plazo como hemos demostrado en el marco teórico del trabajo y se aprecia en la línea de *RoCE/WACC* mayor que uno de la figura 5.

### iii) Capacidad de Reinversión

La reinversión es un factor que soporta la creación de valor en una compañía. Esta reinversión influye en la dilución de la rentabilidad de la compañía y su sostenibilidad en la creación de valor en el largo plazo. Por esta razón, Vidrala es un buen ejemplo de la importancia de reinvertir y no repartir toda la caja generada en dividendos. Vidrala es una compañía que tiene un pago de dividendos en torno a un 25-30% al año (Vemos figura 6), lo que le deja mucho margen para la reinversión. Esta reinversión va destinada bien al crecimiento orgánico de la compañía o a adquisiciones que generen un valor mayor. Este ha sido el caso de las adquisiciones de Encirc y Santos Baroso, que ha incrementado los flujos de caja generados por la compañía sin afectar a la rentabilidad de la compañía. Estos son buenos ejemplos de asignación de capital por parte del equipo directivo. De todos modos, en nuestras estimaciones confiamos en que las sinergias de estas adquisiciones sigan en el tiempo aumentando los resultados y el margen de *EBITDA*. Esta reinversión mantiene la rentabilidad de la compañía y como hemos analizado a lo largo del trabajo permite a la compañía tener una mayor capacidad de crecimiento. Esto a la hora de valorar se ve reflejado en el múltiplo para el valor terminal de la compañía.

Asimismo, la valoración de la compañía no va a sufrir ningún de-rating debido a la dilución de la rentabilidad. A continuación, se muestra el cálculo de los dividendos y su estimación para los próximos años que es prácticamente constante.

Figura 6: Dividendos y margen de reinversión

<b>VIDRALA</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Precio por acción	42,00	48,70	60,30	78,90	81,20	81,20	81,20	81,20	81,20
No de acciones	25,5	26,2	26,0	26,0	26	26	26	26	26
Mkt Cap	1.071	1.276	1.568	2.054	2.114	2.114	2.114	2.114	2.114
Enterprise Value	1558	1621	2078	2488	2.451	2.351	2.247	2.150	2.050
EPS	2,41	2,58	3,43	4,45	4,91	5,25	5,45	5,56	5,87
NORM EPS	2,41	2,58	3,43	4,45	4,91	5,25	5,45	5,56	5,87
DPS	0,68	0,73	0,87	1,10	1,21	1,30	1,35	1,67	1,88
Dividendos	17	19	23	29	32	34	35	43	49
Pay-out	28%	28%	25%	25%	25%	25%	25%	30%	32%

Fuente: *Elaboración propia*

#### iv) Cálculo de la creación de valor

Como hemos podido ver a partir de los factores que determinan la generación de valor, Vidrala es una compañía que tiene capacidad de crear valor. Tiene un equipo directivo con un objetivo claro de crecer en el largo plazo, unos retornos debido a su situación e industria altos para el sector de empresas industriales y, además, mantienen una gran parte (en torno al 75%) de reinversión en la compañía con una adecuada asignación del capital. Estos factores claramente sitúan a Vidrala como una compañía con potencial para crear valor para los accionistas en el futuro. Este es un claro ejemplo de compañía que coincide con los factores explicados a lo largo de todo el trabajo. Tras un análisis más a menos cualitativo podemos empezar a estudiar a fondo y realizar un modelo para ver a que precio deberíamos comprar e incluirla en nuestra cartera.

Sin embargo, aunque hayamos visto que es una compañía que genera valor para los accionistas, vamos a calcular exactamente esa creación de valor. Para ello nos basamos

en la fórmula de Buffett (2016). En la figura 7 se muestra el cálculo de la creación de valor como incremento del valor en libros + rentabilidad por dividendos. Esta es la fórmula que Warren Buffett desarrolla a lo largo de sus cartas a los accionistas. Esta creación de valor debería ser bastante parecida a la evolución del precio de la acción en el mercado bursátil. Pero como hemos explicado a lo largo del trabajo, esta semejanza en la creación de valor y el precio se ajustará en el largo plazo en muchos casos, dando lugar a oportunidades para el inversor o por lo contrario, compañías más caras. Con nuestro análisis consideramos que Vidrala creará en torno a un 17% de valor y podrá seguir creando valor por encima del 12.5% en el largo plazo. Para ver este análisis más detalladamente hay que fijarse en la figura 7.

Figura 7: Creación de valor

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Valor en libros por acción</b>	18,69	18,13	20,31	23,43	27,14	31,09	35,20	39,09	43,08
<b>Crecimiento</b>	15%	-3%	12%	15%	16%	15%	13%	11%	10%
<b>Rentabilidad por dividendos</b>	1,62%	1,50%	1,44%	1,39%	1,50%	1,60%	1,66%	2,05%	2,31%
<b>VALUE CREATION</b>	<b>16,2%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>16,8%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,2%</b>	<b>14,9%</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,5%</b>

Fuente: *Elaboración propia*

#### **d) Descuento de Flujos de Caja – DCF –**

Vidrala es una compañía que crea valor en torno a un 12% anual, y nosotros creemos que va a seguir creando valor a un porcentaje incluso un poco mayor (14.5%). Por lo tanto, es una compañía que tras este análisis sería interesante invertir, pero hay otro factor importante que hay que tener en cuenta y es al precio al que cotiza. Para ver esto y complementar el análisis de la creación de valor realizado vamos a desarrollar un modelo de descuento de flujos tradicional para calcular cuál sería el valor intrínseco de la compañía. Al final, una compañía, aunque consiga crear valor a un múltiplo determinado, es importante analizar a cuánto está cotizando actualmente para hacer un análisis completo de Vidrala y ver si está infravalorada o sobrevalorada.

i) Descuento de Flujos de caja

Comenzamos con los estados financieros históricos de la compañía y estimamos los valores a 7 años. Se podría hacer entre 5 y 10 años por lo que vamos a estimar 7 para no tener un valor terminal muy alto. Vamos a realizar el método de *Unlevered Free Cash Flow*<sup>15</sup> con el que obtendremos el valor total de la compañía (Enterprise Value – EV-) y desde allí calcularemos el valor de mercado - *Equity Value* -, para sacar el valor de cada acción.

Primero vamos a estimar las ventas de cada división de Vidrala (por geografías), y de allí iremos calculando a través de la cuenta de perdidas y ganancias el resto de los resultados como el EBITDA y el BAIT. A continuación, mostramos las ventas por división (Figura 8) y la proyección de la cuenta de perdidas y ganancias para los años 2019-2023 (Figura 9). Ver modelo completo en el anexo.

Figura 8: Ventas por división

DIVISIONAL SALES	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
IBERIA	394	406	422	434	447	461
yoy	4,0%	3,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
UK & IRELAND	453	471	490	510	530	552
yoy	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
REST OF EUROPE	108	111	115	118	122	125
yoy	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
OTHER REVENUES	0	0	0	0	0	0
yoy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OTHER	0	0	0	0	0	0
yoy	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>TOTAL</b>	<b>955</b>	<b>988</b>	<b>1.027</b>	<b>1.063</b>	<b>1.100</b>	<b>1.138</b>
yoy	16,2%	3,5%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%

Fuente: *Elaboración propia*

<sup>15</sup> Concepto explicado en la sección de flujo de caja libre del marco teórico

Figura 9: Proyección de cuenta de pérdidas y ganancias

VIDRALA S.A.	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Ventas</b>	<b>955,40</b>	<b>988,42</b>	<b>1.026,84</b>	<b>1.062,55</b>	<b>1.099,52</b>	<b>1.137,81</b>
- Cambio	16,1%	3,5%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>EBITDA</b>	<b>239,40</b>	<b>256,99</b>	<b>269,03</b>	<b>276,26</b>	<b>280,38</b>	<b>290,14</b>
- Cambio	22,5%	7,3%	4,7%	2,7%	1,5%	3,5%
EBITDA margen	25,1%	26,0%	26,2%	26,0%	25,5%	25,5%
Depreciación	-92	-93	-95	-98	-100	-101
como % de ventas	-9,7%	-9,4%	-9,3%	-9,2%	-9,1%	-8,9%
<b>EBITA</b>	<b>147,1</b>	<b>164,1</b>	<b>173,5</b>	<b>178,5</b>	<b>180,3</b>	<b>188,9</b>
EBITA margen	15,4%	16,6%	16,9%	16,8%	16,4%	16,6%
Amortización	0	0	0	0	0	0
as % of sales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>147,1</b>	<b>164,1</b>	<b>173,5</b>	<b>178,5</b>	<b>180,3</b>	<b>188,9</b>
EBIT margen	15,4%	16,6%	16,9%	16,8%	16,4%	16,6%
Gastos no recurrentes	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses netos	-6,7	-6,1	-4,7	-3,2	-1,7	-0,2
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>140,4</b>	<b>157,9</b>	<b>168,8</b>	<b>175,3</b>	<b>178,6</b>	<b>188,6</b>
Impuestos	-25	-30	-32	-33	-34	-36
Tasa impositiva	17,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Minorities	0	0	0	0	0	0
Associates	0	0	0	0	0	0
<b>Beneficio Neto</b>	<b>115,9</b>	<b>127,9</b>	<b>136,8</b>	<b>142,0</b>	<b>144,7</b>	<b>152,8</b>
<b>Beneficio Neto normalizado</b>	<b>115,9</b>	<b>127,9</b>	<b>136,8</b>	<b>142,0</b>	<b>144,7</b>	<b>152,8</b>
- Cambio	30,1%	10,4%	6,9%	3,8%	1,9%	5,6%

Fuente: *Elaboración propia*

Una vez proyectados la cuenta de pérdidas y ganancias, proyectamos los estados financieros restantes para poder calcular el fondo de maniobra y la inversión de capital. Con los tres estados financieros proyectados, calculamos el flujo de caja libre como (Breaking into Wall Street, 2009).

$$FCF = \text{BAIT} (1 - t) + \text{Depreciación y Amortización} - \text{Inversión de capital} - \Delta \text{ Fondo de maniobra}$$

Después de calcular los flujos de caja libre para los próximos 7 años, tenemos que calcular el valor terminal a largo plazo de la compañía. Este valor terminal lo calculamos a partir del modelo *Gordon-Growth* cuya fórmula es la siguiente (Breaking into Wall Street, 2009).

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{FCF del último año} \times (1 + g^{16})}{\text{Coste de Capital} - g}$$

Tenemos los flujos de caja libres, tenemos la “g”, así que nos falta calcular el coste de capital. No solo para calcular el valor terminal si no que posteriormente para poder

<sup>16</sup> G = Growth, crecimiento estimado en el largo plazo (en nuestro caso utilizamos una g de 2% acorde con la tasa de inflación y el crecimiento estimado del PIB de España)

descontar a hoy los flujos de caja libres y el valor terminal (Ver figura 11) y ver el valor actual de la compañía -NPV- debido al cambio de valor en el tiempo.

El coste de capital lo calculamos a partir del coste de deuda<sup>17</sup> de la compañía más el coste del accionista<sup>18</sup>. Del cálculo del coste de capital destacamos la estimación del coste de deuda de 3%, y de la beta de 0.9. Bloomberg estima la beta de Vidrala en 0.5 pero tras fijarnos en comparables hemos decidido dejarlo como una beta de 0.9. Estas estimaciones nos permiten llegar a un coste de capital de 7.4%, con el que calcularemos el valor terminal y descontaremos los flujos de caja libres.

Figura 10: Cálculo del Coste de Capital – WACC –

Coste de Capital – WACC -	<b>7,4%</b>		
Crecimiento – g -	<b>2,0%</b>		
Coste de Deuda	3,00%	<b>CoE</b>	8,6%
Equity Risk Premium	4,00%	<b>Beta</b>	<b>0,90</b>
Risk-free Rate	5,00%		
Tasa impositiva	19%		
Apalancamiento medio	20%		

Estructura financiera		
Deuda	414	16,4%
Market Cap.	2.114	83,6%
	2.528	

Fuente: *Elaboración propia*

<sup>17</sup> Coste de deuda = Coste de deuda x (1-t)

<sup>18</sup> Coste del accionista = Riesgo libre + Beta x (Riesgo de mercado – Riesgo libre)

Figura 11: Descuento de Flujos de Caja y cálculo del NPV

<b>VIDRALA</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>TV</b>
EBIT	147	164	174	179	180	189	197	205	205
Impuestos	-26	-31	-33	-34	-34	-36	-37	-39	-39
NOPAT	121	133	141	145	146	153	159	166	166
Fondo de Maniobra	-25	-8	-9	-8	-9	-9	-9	-10	-10
Amortización+Depreciación	92	93	95	98	100	101	104	106	106
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>189</b>	<b>218</b>	<b>227</b>	<b>234</b>	<b>238</b>	<b>245</b>	<b>254</b>	<b>262</b>	<b>262</b>
Capex	-102	-85	-89	-92	-96	-97	-100	-97	-97
<b>Flujo de caja libre - FCF -</b>	<b>87</b>	<b>133</b>	<b>138</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>149</b>	<b>154</b>	<b>165</b>	<b>3.133</b>
Años	0	1	2	3	4	5	6	7	7
Discount factor	1,00	1,07	1,15	1,24	1,33	1,43	1,53	1,64	1,64
<b>Valor neto actual - NPV -</b>	<b>87</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>114</b>	<b>107</b>	<b>104</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>1.905</b>

Fuente: *Elaboración propia*

## ii) Paso del Enterprise Value al Equity Value

Finalmente, después de sumar el valor neto actual de los flujos de caja libres y del valor terminal llegamos al valor total de la compañía en el que están incluidos tantos deudores como accionistas. Por ello pasamos al *equity value* restándole la deuda neta (deuda – caja), los *minorities*<sup>19</sup> y otras deudas. Tras realizar estos cálculos (Ver figura 12), concluimos que el valor para los accionistas - *Equity value* - es de 2.240 euros. Para llegar al precio intrínseco por acción dividimos ese valor por el número de acciones. Tras realizar estos cálculos pensamos que el precio por acción de Vidrala debería ser de 86.06 euros.

<sup>19</sup> Si una compañía es dueño de más del 50% de otra compañía los minorities es el porcentaje de esa compañía que no posee. Habría que quitarlos ya que se incluyen en la cuenta de perdidas y ganancias como si realmente fuera el dueño del 100%



Figura 12: Valor estimado de la acción

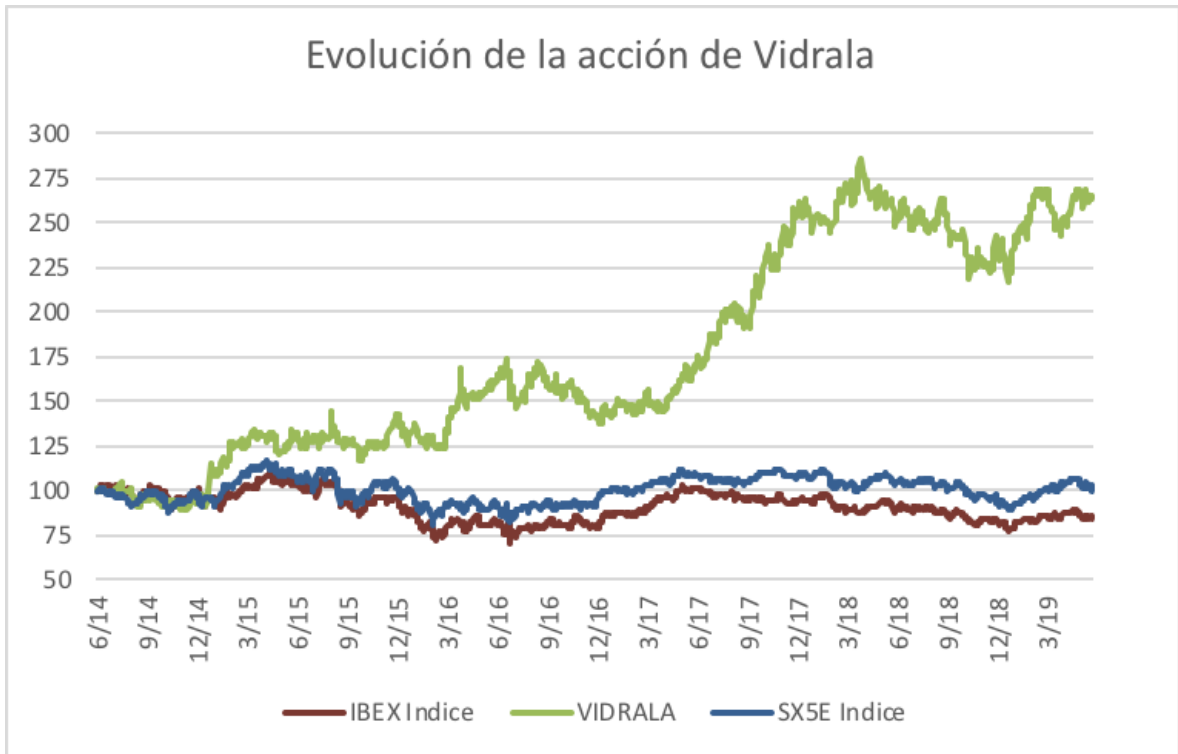
FCF Visible	769
FCF Terminal	1.905
<b>EV Total</b>	<b>2.674</b>
- Deuda Neta (caja)	414
- Minorities	0
- Otras Deudas	-20
<b>Equity value</b>	<b>2.240</b>
No de acciones (diluidas incluidas)	26,0
<b>Equity value por acción</b>	<b>86,06</b>
<i>Upside</i>	6,0%

Fuente: *Elaboración propia*

### e) Comparación con la cotización en bolsa

El precio por acción de Vidrala a día 29 de Mayo (cierre) es de 81.2 euros. Tras realizar el modelo de descuento de flujos de caja – *DCF* – nos encontramos con que el precio está por debajo del valor estimado. Esto quiere decir que la acción está infravalorada por el mercado. Asimismo, pensamos que la acción debería subir hasta los 86 euros que es el valor intrínseco calculado por nuestro modelo. Pensamos que Vidrala está un seis por ciento infravalorada. Sin embargo, creemos que para entrar en una compañía debería estar infravalorada un diez por ciento por lo menos. Decimos un diez, para dejarnos un margen de seguridad de la acción. De todos modos, como podemos ver en la figura 13, la evolución del precio de Vidrala ha sido muy positiva frente a los índices de referencia seguramente impulsado por la creación de valor generada durante los últimos años que hemos explicado a lo largo del trabajo. Por estas razones podemos concluir, que Vidrala es una compañía que genera valor en torno al 14% anual y que tiene retornos altos que va a mantener a futuro. Además, es una compañía que se encuentra infravalorada en mercado, pero para invertir en ella esperaríamos a que cayera un poco más en bolsa y tuviese mayor potencial de subida una vez que estemos invertidos en ella. Asimismo, como genera valor a un alto ritmo, es una compañía que se puede tener en cartera en el largo plazo esperando que el precio de la acción evolucione al mismo ritmo que el crecimiento de la compañía.

Figura 13: Evolución del precio de Vidrala contra sus índices de referencia en base 100



Fuente: *Elaboración propia*

## 4) Conclusión

En este trabajo de investigación se ha estudiado la creación de valor como método de análisis. Con el objetivo de describir los factores que influyen en la creación de valor, cómo se calculan y sus implicaciones para la compañía a la hora de analizarla y ver si invertir o no.

Hemos empezado el trabajo de investigación viendo las diferentes definiciones de creación de valor ya que es un concepto muy ambiguo en el ámbito empresarial. Desde nuestro punto de vista, centrado en el análisis de la compañía, hemos definido creación de valor basándonos en el gran inversor Warren Buffet como el incremento del valor en libros más la rentabilidad en dividendos. Tras definir lo que nosotros entendemos como creación de valor hemos pasado a analizar los factores determinantes en la creación de valor de una compañía. Son conceptos que se analizan desde un punto de vista más cualitativo sin necesidad de incluir en un modelo. Estos factores nos permiten identificar a las compañías que pueden estar generando valor en el largo plazo, como interesantes a la hora de invertir. Estos factores son tres. El primero, invertir en compañías con altos retornos. En nuestro trabajo de investigación nos hemos centrado en el retorno sobre el capital empleado – *RoCE* – ya que como hemos explicado a lo largo del trabajo aporta más información al análisis operativo de la compañía, que es lo que va a generar valor a largo plazo. Una vez entendido y explicado la importancia de tener altos retornos hemos pasado al segundo factor.

La capacidad de reinversión en la compañía es el segundo factor analizado en la creación de valor. Hemos explicado la importancia de reinvertir para mantener el crecimiento en el sector y no perder los altos retornos que genera la compañía. Hemos demostrado como esta reinversión ayuda a la sostenibilidad de la creación de valor en el largo plazo manteniendo la valoración estable.

Como último factor hemos hecho referencia al equipo directivo. El equipo directivo es el factor que lidera los dos anteriores. Es un análisis más complejo, ya que en muchos casos no existe tanta información, pero para evitar ese problema nos hemos centrado en las

empresas familiares. Las empresas familiares son más eficaces y crean mayor valor para los accionistas que empresas controladas por el gobierno o con el control más disperso.

Una vez que hemos explicado la creación de valor y los factores diferenciales, analizamos la compañía Vidrala a partir de los conocimientos explicados en el marco teórico. Vidrala se encuentra en una posición muy aventajada a la hora de crear valor debido a su sector y alta cuota de mercado. Estudiamos su equipo directivo (empresa familiar), sus retornos sobre el capital empleado (altos retornos) y la reinversión de la compañía (en torno al 70%) y vemos como es una compañía muy atractiva para el inversor en termino de creación de valor. Independientemente de este análisis hay que cuantificar la creación de valor de la compañía a partir de la fórmula analizada a lo largo del trabajo. A partir de esta fórmula, comprobamos como los factores explicados crean valor en la compañía, ya que Vidrala ha creado valor históricamente por encima del 11% anualizado.

El análisis a partir de la creación de valor muestra que es una compañía muy atractiva pero falta comprobar si actualmente se encuentra cara o barata. Este análisis es un análisis complementario que realizamos a partir del descuento de flujos de caja. Tras realizar el modelo vemos que se encuentra infravalorada. Sumado a la creación de valor que lleva demostrando la compañía a lo largo del tiempo parece que sería un buen momento para invertir. Sin embargo, nosotros recomendamos esperar un poco hasta que baje en torno al 10% de potencial de subida (se encuentra en un 6% actual) para comprar, que junto a la generación de la compañía en el largo plazo supone una muy buena inversión.

La creación de valor como estilo de análisis es utilizado por muchos inversores actuales. Claramente esta habiendo una evolución en el análisis debido en cierto punto a la aparición de empresas como Amazon. Por ello, la creación de valor en las compañías es uno de los factores analizados por los fondos de inversión a la hora de seleccionar compañías para su cartera. Como hemos visto un inversor basándose en los tres factores explicados a lo largo del trabajo de investigación puede encontrar buenos negocios. Este análisis complementado con un buen momento de entrada puede ayudar a alcanzar ganancias en la inversión en bolsa. Además de conseguir batir al índice de referencia tanto

en las subidas como en las bajadas, creyendo en los negocios de las compañías y no en movimientos de mercados.

Por todo esto podemos concluir, que el análisis de la creación de valor es necesario a la hora de seleccionar compañías con un buen negocio operativo. Nosotros nos hemos centrado principalmente en el negocio en sí, y no le hemos dado demasiada importancia a la financiación ya que consideramos que lo que crea valor en la compañía es la actividad operativa de la misma, es decir, el negocio puro de la misma. Por ello, consideramos que analistas, fondos de inversión tanto *value* como *growth* e incluso los equipos de directivos de las compañías pueden utilizar este criterio de análisis para invertir o hacer crecer la compañía. Unos desde el punto de vista del inversor y los otros desde la compañía, que como Fuchs Petrolub, pueden hacer un análisis interno para averiguar si están haciendo un buen trabajo para el accionista.

## Bibliografía

- Argandoña, A. (2011). *LA TEORIA DE STAKEHOLDERS Y LA CREACION DE VALOR*. Barcelona, España.
- Banca March. (s.f.). Obtenido de The Family Business Fund:  
<https://www.bancamarch.es/en/funds-march-internacional-the-family-business.html>
- Bierig, R. F. (2000). *The evolution of the idea of “value investing”: from Benjamin Graham to Warren Buffett*. Obtenido de Duke University:  
<https://www.valuwalk.com/wp-content/uploads/2014/06/bierig.pdf>
- Bonmatí, J. (2011). *El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa*.
- Breaking into Wall Street. (2009). *DCF Questions and Answers*.
- Buffett, W. (1987). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>
- Buffett, W. (2007). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2007ltr.pdf>
- Buffett, W. (2010). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2010ltr.pdf>
- Buffett, W. (2012). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>
- Buffett, W. (2016). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2016ltr.pdf>
- Buffett, W. (2017). *Berkshire Hathaway Inc*. Obtenido de  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2017ltr.pdf>
- Caspar, C., Dias, A., Elstrodt, H-P. (2010). *The five attributes of enduring family businesses*. Obtenido de Mckinsey & Company:  
<https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/the-five-attributes-of-enduring-family-businesses>
- Cronqvist, H., Siegel, S., & Yu, F. (2015). Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? *Journal of Financial Economics*, 117(2), 333–349.  
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.neu.edu/ehost/detail/detail?vid=7&sid=5681983b-b798-4c96-bbfd-5965c640c901%40sessionmgr120&bdata=JnNpdGU9ZWwhvc3QtbG12ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=103725886&db=bth>

- Cuervo-Cazurra, A. (2006). *Business groups and their types*. Asia Pacific Journal of Management, 23(4), 419–437. <https://doi-org.ezproxy.neu.edu/10.1007/s10490-006-9012-5>
- Damodaran, A. (Julio de 2007). “*Return on Capital (ROC), Return on Investment Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*”  
Obtenido de  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>
- Dawson, B. (2009). Bootstrapping Your Way to Business Growth. EC&M Electrical Construction & Maintenance, 108(12), C10–C15. Obtenido de:  
<http://search.ebscohost.com.ezproxy.neu.edu/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=47684178&site=ehost-live&scope=site>
- Favaro, K., Meere, D., & Sharma, S. (Mayo de 2012). Creating an Organic Growth Machine. Obtenido de Harvard Business Review:  
<https://hbr.org/2012/05/creating-an-organic-growth-machine>
- Fernández, P. (2002). *A DEFINITION OF SHAREHOLDER VALUE CREATION*. IESE.
- Fernández, P. (2006). *CASH FLOW IS CASH AND IS A FACT: NET INCOME IS JUST AN OPINION*. IESE Business School. Obtenido de  
<https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0629-E.pdf>
- Fuchs Petrolub SE (20 de Marzo de 2019). *Annual Report 2018*. Obtenido de Financial Reports: [https://www.fuchs.com-94ba.kxcdn.com/fileadmin/Home/Geschaeftsberichte/2018/Fuchs\\_Annual\\_Report\\_2018.pdf](https://www.fuchs.com-94ba.kxcdn.com/fileadmin/Home/Geschaeftsberichte/2018/Fuchs_Annual_Report_2018.pdf)
- Galve, C y Salas, V. (1995). *Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas*. Información Comercial Española, 740,119-129.
- Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. (2015). *The real business of business*. Obtenido de McKinsey & Company: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-real-business-of-business>
- Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*.
- Greenblatt, J. (2006). *The little book that beats the market*. John Wiley & Sons, Inc.
- Koller, B., y Jiang, B. (Mayo de 2011). *Paying Back your Shareholders*. Obtenido de McKinsey & Company: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/paying-back-your-shareholders>

- Kotzen, J. (2019). *Value Creation Strategy*. Obtenido de Boston Consulting Group: <https://www.bcg.com/capabilities/corporate-development-finance/value-creation-strategy.aspx>
- Levy, R. (Mayo de 2017). *A \$33 billion hedge fund shared 5 lessons that have shaped how it invests*. Obtenido de Business Insider: <https://www.businessinsider.com/paul-singers-elliottt-has-investing-advice-for-hedge-fund-managers-2017-5?IR=T>
- Li, Y. (Mayo de 2019). *Warren Buffett says Berkshire's purchase of high-flying Amazon was still 'value investing'*. Obtenido de CNBC: <https://www.cnbc.com/2019/05/04/warren-buffett-says-berkshires-purchase-of-high-flying-amazon-was-still-value-investing.html>
- Luque, F. (24 de Octubre de 2018). Especial El mapamundi de la rentabilidad por dividendo. Obtenido de Morningstar: <http://www.morningstar.es/es/news/171309/el-mapamundi-de-la-rentabilidad-por-dividendo.aspx>
- Marco-Izquierdo, J (2015). CEOs Don't Care Enough About Capital Allocation. Harvard Business Review. Obtenido de: <https://hbr.org/2015/04/ceos-dont-care-enough-about-capital-allocation>
- Marco-Izquierdo, J. (2016). *The CEO as an Investor: The Capital Allocation Officer*. Harvard Deusto Business Research, 5(1), 2-12. doi:10.3926/hdbr.80
- Martín, D. J., y Suárez, M. K. (s.f.). *COMPORTAMIENTO Y RESULTADOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS FAMILIARES VERSUS NO FAMILIARES*. Obtenido de <http://www.ieede.com/pymes/pymesonline/docponline50.pdf>
- Penman, S., y Reggiani, F. (2018). Fundamentals of Value versus Growth Investing and an Explanation for the Value Trap. *Financial Analysts Journal*, 74(4), 103–119. <https://doi-org.ezproxy.neu.edu/10.2469/faj.v74.n4.6>
- Pradhan, S., y Ranajee. (2012). *Value Creation by Family-Owned Businesses: A Literature Review*. *IUP Journal of Business Strategy*, 9(4), 35–45. Retrieved from <http://search.ebscohost.com.ezproxy.neu.edu/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=85170833&site=ehost-live&scope=site>
- Rottinghaus, J. (Octubre de 2017). *T. Rowe Price*. Obtenido de <https://www4.troweprice.com/gis/tpd/es/en/thinking/articles/2017/q4/us-equities--growth-or-value---why-not-both-.html>
- Russo, T. (12 de Junio de 2014). 5x5x5 Interview with Founder, Thomas Russo. (L. Schneider, Entrevistador) Obtenido de Columbia Business School: <https://www8.gsb.columbia.edu/valueinvesting/sites/valueinvesting/files/5x5x5%20Interview.pdf>



- Sánchez, F. M. (2006). Reconfiguración de la industria española de envases de vidrio: estructura y estrategia. *Universia Business Review*. Obtenido de <http://web.a.ebscohost.com.ezproxy.neu.edu/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=04d37fe7-a499-48d8-8fe2-637e3b2ff60e%40sdc-v-sessmgr06>
- Thorndike, W. (2012). *The Outsiders: Eight unconventional CEOs and their radically rational blueprint for success*. Harvard Business Review Press.
- Vidrala. (2017). *Informe anual 2017*. Obtenido de [http://www.vidrala.com/default/documentos/647\\_es-informe\\_anual\\_2017.pdf](http://www.vidrala.com/default/documentos/647_es-informe_anual_2017.pdf)
- Vidrala. (2018). *Informe anual 2018*. Obtenido de [http://www.vidrala.com/default/documentos/785\\_es-informe\\_anual\\_2018.pdf](http://www.vidrala.com/default/documentos/785_es-informe_anual_2018.pdf)
- Vidrala. (2019). *Historia*. Obtenido de <http://www.vidrala.com/es/vidrala/empresa/historia/>
- Val-Carreres, C., y Marco-Izquierdo, J. (2012). *Creación de valor y crecimiento en un escenario de desapalancamiento financiero: una perspectiva de inversor-accionista*.
- ¿VALUE O GROWTH?: LO IMPORTANTE ES LA GENERACIÓN DE VALOR. (2017). *Augustus Capital AM*. Obtenido de Finect: [https://www.finect.com/grupos/lierde/articulos/value\\_o\\_growth\\_lo\\_importante\\_es\\_la\\_generacion\\_de\\_valor](https://www.finect.com/grupos/lierde/articulos/value_o_growth_lo_importante_es_la_generacion_de_valor)

## Anexo

Proyecciones ampliado 2018-2025. Cuenta de pérdidas y ganancias:

VIDRALA S.A.	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ventas	955,40	988,42	1.026,84	1.062,55	1.099,52	1.137,81	1.177,46	1.218,52
- Cambio	16,1%	3,5%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>EBITDA</b>	<b>239,40</b>	<b>256,99</b>	<b>269,03</b>	<b>276,26</b>	<b>280,38</b>	<b>290,14</b>	<b>300,25</b>	<b>310,72</b>
- Cambio	22,5%	7,3%	4,7%	2,7%	1,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBITDA margen	25,1%	26,0%	26,2%	26,0%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Depreciación	-92	-93	-95	-98	-100	-101	-104	-106
como % de ventas	-9,7%	-9,4%	-9,3%	-9,2%	-9,1%	-8,9%	-8,8%	-8,7%
<b>EBITA</b>	<b>147,1</b>	<b>164,1</b>	<b>173,5</b>	<b>178,5</b>	<b>180,3</b>	<b>188,9</b>	<b>196,6</b>	<b>204,7</b>
EBITA margen	15,4%	16,6%	16,9%	16,8%	16,4%	16,6%	16,7%	16,8%
Amortización	0	0	0	0	0	0	0	0
as % of sales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>147,1</b>	<b>164,1</b>	<b>173,5</b>	<b>178,5</b>	<b>180,3</b>	<b>188,9</b>	<b>196,6</b>	<b>204,7</b>
EBIT margen	15,4%	16,6%	16,9%	16,8%	16,4%	16,6%	16,7%	16,8%
Gastos no recurrentes	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses netos	-6,7	-6,1	-4,7	-3,2	-1,7	-0,2	0,8	1,8
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>140,4</b>	<b>157,9</b>	<b>168,8</b>	<b>175,3</b>	<b>178,6</b>	<b>188,6</b>	<b>197,5</b>	<b>206,5</b>
Impuestos	-25	-30	-32	-33	-34	-36	-38	-39
Tasa impositiva	17,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0
Associates	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Beneficio Neto</b>	<b>115,9</b>	<b>127,9</b>	<b>136,8</b>	<b>142,0</b>	<b>144,7</b>	<b>152,8</b>	<b>160,0</b>	<b>167,3</b>
<b>Beneficio Neto normalizado</b>	<b>115,9</b>	<b>127,9</b>	<b>136,8</b>	<b>142,0</b>	<b>144,7</b>	<b>152,8</b>	<b>160,0</b>	<b>167,3</b>
- Cambio	30,1%	10,4%	6,9%	3,8%	1,9%	5,6%	4,7%	4,6%
NORM net profit margin	12,1%	12,9%	13,3%	13,4%	13,2%	13,4%	13,6%	13,7%

Tabla sobre múltiplos de valoración:

Valuation summary	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	1,93	2,09	2,52	2,60	2,48	2,29	2,11	1,96	1,80	1,66	1,51
EV/EBITDA	9,66	9,50	10,64	10,39	9,54	8,74	8,13	7,67	7,07	6,50	5,94
EV/EBITA	18,06	17,43	17,75	16,91	14,94	13,55	12,59	11,92	10,86	9,93	9,01
P/E	17,42	18,85	17,60	17,72	16,52	15,46	14,89	14,61	13,83	13,21	12,63
Dividend yield	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	2,1%	2,3%	2,6%	2,8%
P/BV	2,25	2,69	2,97	3,37	2,99	2,61	2,31	2,08	1,88	1,72	1,58

Fuente: *Elaboración propia*

