



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

### **Trabajo de Fin de Grado**

## **Grado en Administración y Dirección de Empresas**

**Valoración de una empresa cotizada:**

**El caso Alibaba**

Presentado por:

***Mario García González***

Tutelado por:

***Eleuterio Vallelado González***

*Valladolid, 01 de julio de 2021*

## **Resumen**

El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) tiene como objeto de estudio la valoración de la empresa Alibaba Group Holding Limited a través de diferentes métodos de valoración para obtener su valor intrínseco y posteriormente comparar los resultados obtenidos con el valor de mercado de la empresa, viendo si nuestro análisis se aproxima a dicho valor.

De los distintos métodos que se plantean en el trabajo, se presta especial atención al método de descuento de flujos de caja, que consiste en valorar la empresa por su capacidad de generar flujos de efectivo en el futuro.

**Palabras clave:** Valoración de empresas, valor intrínseco, valor de mercado, métodos estáticos, métodos dinámicos, múltiplos de empresa, método descuento de flujos.

**Clasificación JEL:** E44, G12, G15, M41

## **Abstract**

The purpose of this Final Degree Project is to study the valuation of Alibaba Group Holding Limited and how to obtain their intrinsic value through different valuation methods. Such valuation is then compared with its market value and it will be seen if our analysis approaches that value.

Of the different methods that are considered in the work, special attention is paid to the cash flow discounting method, which consists of valuing the company for its ability to generate cash flows in the future.

**Keywords:** Asset Valuation, intrinsic value market value, static methods, dynamic methods, company multiples, cash flow discount method.

## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| <b>1. Introducción, objetivos y metodología</b> .....                        | 6  |
| <b>2. Concepto de valoración de empresas</b> .....                           | 7  |
| <b>2.1 Valor y precio</b> .....  | 8  |
| <b>2.2 Interés de la valoración de empresas. Aplicación y utilidad</b> ..... | 8  |
| <b>2.3 Métodos de valoración de empresas</b> .....                           | 9  |
| <b>3. Empresa objeto de estudio. Alibaba Group</b> .....                     | 10 |
| <b>3.1 Descripción de la compañía</b> .....                                  | 10 |
| <b>3.2 Modelos de negocio</b> .....  | 11 |
| <b>3.3 Estructura económico-financiera</b> .....                             | 15 |
| <b>3.4 Principales competidores</b> .....                                    | 15 |
| <b>4. Métodos de valoración contable</b> .....                               | 17 |
| <b>4.1 Valor contable</b> .....  | 18 |
| <b>5. Valoración por múltiplos o comparables</b> .....                       | 20 |
| <b>5.1 PER</b> .....   | 21 |
| <b>5.2 Precio sobre ventas</b> .....   | 23 |
| <b>6. Método descuento de flujos</b> .....                                   | 24 |
| <b>6.1 Hipótesis de escenarios</b> .....                                     | 26 |
| <b>6.2 Flujos de caja libre</b> .....  | 27 |
| <b>6.3 El coste de capital medio ponderado (WACC)</b> .....                  | 32 |
| <b>6.4 Valor Residual</b> .....  | 35 |
| <b>6.5 Valor Actual de la empresa</b> .....                                  | 36 |
| <b>7. Conclusiones</b> .....   | 38 |
| <b>8. Bibliografía</b> .....   | 40 |
| <b>9. Anexo</b> .....  | 42 |

## ÍNDICE DE TABLAS

|  |    |
|--|----|
| Tabla 3.1: Composición por sectores de los ingresos de Alibaba.....          | 14 |
| Tabla 3.2: Estructura económico-financiera de Alibaba 2020.....              | 15 |
| Tabla 3.3: Comparación empresas de competidoras de Alibaba .....             | 16 |
| Tabla 4.1: Valor contable Alibaba (millones de euros) .....                  | 18 |
| Tabla 4.2: Valor contable por acción y cotización de Alibaba. ....           | 19 |
| Tabla 5.1: Cálculo del PER Alibaba .....                                     | 22 |
| Tabla 5.2: PER individual y PER medio de las empresas de la muestra .....    | 22 |
| Tabla 5.3: Precio de cotización de las empresas de la muestra .....          | 23 |
| Tabla 5.4: Ventas de las empresas de la muestra .....                        | 23 |
| Tabla 5.5: Calculo del ratio precio sobre ventas para la muestra .....       | 23 |
| Tabla 6.1: Tipos de flujos y sus tasas de descuento correspondiente .....    | 25 |
| Tabla 6.2: Cálculo del FCF (millones de euros) .....                         | 28 |
| Tabla 6.3: Free cash flow del escenario central (millones de euros) .....    | 29 |
| Tabla 6.4: FCF escenario pesimista (millones de euros) .....                 | 30 |
| Tabla 6.5: Free cash flow del escenario optimista (millones de euros) .....  | 31 |
| Tabla 6.6: Cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas .....      | 33 |
| Tabla 6.7: Cálculo del coste de financiación .....                           | 34 |
| Tabla 6.8: Cálculo del WACC .....  | 34 |
| Tabla 6.9: Evolución de la tasa WACC para los distintos escenarios .....     | 34 |
| Tabla 6.10: VR pesimista (millones de euros) .....                           | 35 |
| Tabla 6.11: VR neutral (millones de euros) .....                             | 35 |
| Tabla 6.12: VR optimista (millones de euros) .....                           | 36 |
| Tabla 6.13: Valor actual de los flujos en los distintos escenarios.....      | 36 |
| Tabla 6.14: Valor de la empresa por acción en los distintos escenarios ..... | 36 |

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 3.1: Evolución de los ingresos de Alibaba Group (millones de euros).....                              | 12 |
| Gráfico 3.2: Composición de los ingresos de 2020 por sectores .....   | 14 |
| Gráfico 3.3: Comparación de los ingresos de Alibaba y sus principales competidores (millones de euros). ..... | 17 |
| Gráfico 6.1: Evolución del FCF .....  | 28 |
| Gráfico 6.2: Evolución del FCF en escenario central .....   | 29 |
| Gráfico 6.3: Evolución FCF escenario pesimista .....  | 30 |
| Gráfico 6.4: Evolución del FCF en escenario optimista .....   | 31 |
| Gráfico 6.5: Comparación de la evolución del FCF en los distintos escenarios...                               | 32 |

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 3.1: Evolución de los ingresos de Alibaba Group (millones de euros).....                              | 12 |
| Gráfico 3.2: Composición de los ingresos de 2020 por sectores .....   | 14 |
| Gráfico 3.3: Comparación de los ingresos de Alibaba y sus principales competidores (millones de euros). ..... | 17 |
| Gráfico 6.1: Evolución del FCF .....  | 28 |
| Gráfico 6.2: Evolución del FCF en escenario central .....   | 29 |
| Gráfico 6.3: Evolución FCF escenario pesimista .....  | 30 |
| Gráfico 6.4: Evolución del FCF en escenario optimista .....   | 31 |
| Gráfico 6.5: Comparación de la evolución del FCF en los distintos escenarios...                               | 32 |

## 1.Introducción, objetivos y metodología

El objetivo principal del trabajo es valorar a través de diferentes métodos una empresa que cotiza en el mercado de valores para obtener el valor intrínseco de esta.

Los objetivos específicos que se persiguen en este trabajo son:

- Describir la valoración de empresas y los principales modelos de valoración.
- Conocer el modelo de negocio de la empresa del caso, su actividad, ingresos, principales competidores, etc.
- Aplicar dichos métodos de valoración a la empresa cotizada que se ha elegido para el trabajo y comparar los resultados que obtenemos en los distintos modelos con la finalidad de realizar una mejor estimación del valor intrínseco de la empresa a 31/12/2020.

La estructura del trabajo está dividida en los siguientes apartados:

1. Introducción: El trabajo comienza con el desarrollo de un marco teórico sobre la valoración de empresas. Se desarrolla el concepto de valoración, la utilidad de la valoración de empresas y la diferencia que hay entre valor y precio. También se describen cuáles son los principales métodos de valoración que se van a utilizar.
2. Empresa objeto de estudio: En este apartado se realiza un análisis de la empresa, su actividad principal, su modelo de negocio, fuentes de ingresos, principales competidores, evolución histórica etc.
3. Métodos de valoración: Se explican los conceptos teóricos de los diferentes métodos que van a utilizarse y se lleva a cabo una aplicación a la práctica. Como punto de partida comenzamos el análisis del valor contable de la empresa, que ofrece el valor en función de los registros contables. A continuación, se desarrollan los modelos de valoración por múltiplos comparables, donde se compara la situación de la empresa con la de sus principales competidores. Finalmente, se obtiene el valor intrínseco de la empresa a través del modelo de descuento de flujos de caja, donde se plantean una serie de escenarios futuros para obtener un intervalo entre el que se debería situar el valor intrínseco de Alibaba.
4. Conclusiones: El último apartado sintetiza los análisis realizados en el apartado anterior y se comparan los distintos valores obtenidos en cada método. Asimismo, se analizan los problemas que han surgido en el análisis.

## 2. Concepto de valoración de empresas

La valoración de empresas es una herramienta que nos permite, a través de una serie de métodos, determinar el valor intrínseco que realmente tiene una empresa. Los métodos de valoración de empresas constituyen el foco central del análisis fundamental.

El análisis fundamental considera que el valor de la empresa está relacionado con variables financieras (flujos de caja, perspectiva de crecimiento, perfil de riesgo, etc.) y su principal objetivo es ver si existen desviaciones entre el precio y el valor fundamental de la empresa. Son estrategias de inversión a largo plazo y consideran que las desviaciones entre precio y valor fundamental se corrigen en un periodo de tiempo razonable.

Dentro de la valoración de empresas existen distintos métodos para obtener el valor intrínseco que tiene esta, pero podemos resumir r estos métodos principalmente en dos enfoques: Un enfoque estático, donde nos basamos en la información histórica y en la situación actual de la empresa, obteniendo el valor intrínseco mediante la suma de todos los elementos que componen la empresa y un enfoque dinámico, que concibe la empresa como un ente generador de riqueza y que plantea el valor de una empresa a través de su capacidad de generar flujos de renta. (López P, 2017). En cualquier caso, da igual lo detallada y cuidadosa que sea la valoración que al realizar pronósticos futuros, el valor final que se obtenga va a estar sujeto a incertidumbre.

“No debemos ver la valoración de empresas como la ciencia que algunos de sus defensores hacen creer que es o como la búsqueda objetiva del verdadero valor que los idealistas quisieran que se convierta” (Damoradan, 2002). A pesar de que trabajemos con métodos cuantitativos, los inputs que se utilizan dejan mucho espacio para juicios de carácter subjetivo. Por tanto, el valor final que obtenemos con estos métodos incluirá unos sesgos incorporados durante el proceso (motivo de la valoración, método a emplear, horizonte temporal, variables que incorporamos, etc.). En consecuencia, es conveniente a la hora de valorar una empresa, establecer intervalos de valores para considerar los posibles errores por los mencionados sesgos.

Damoradan también nos advierte del riesgo que supone centrarse únicamente en el resultado final de la valoración y en comparar si dicho valor está infravalorado o sobrevalorado y no prestar atención al posible valor de la información obtenida durante el proceso, ya que es en el proceso de valoración donde observamos como es el crecimiento de la empresa, la importancia de mejorar la rentabilidad de los proyectos, cuanto puede valer una marca, etc. Por esa razón, considera que *“incluso aquellos que creen que los mercados son eficientes, y que el precio de mercado es, por lo tanto, la mejor estimación del valor, deberían poder encontrar algún uso a los modelos de valoración”* (Damoradan, 2002).

## 2.1 Valor y precio

El significado de valor puede ser interpretado de diferentes formas dependiendo del autor. La Real Academia Española (RAE) define valor como “*grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar*”.

Otra definición bastante aceptada es la que hace referencia al beneficio. El valor de la empresa va a depender de las expectativas que se tengan respecto al beneficio futuro que se espera obtener de la empresa (Damoradan, 2002).

Por otro lado, el precio es la cantidad que se ha fijado por ambas partes y representa el desembolso necesario por la que se realiza realmente la operación de compra-venta. Para el caso de empresas cotizadas el precio que tiene la empresa viene determinado por su valor de cotización.

Existen diferentes razones por las que no debemos confundir precio con valor. Mientras el valor es una apreciación personal basada en las expectativas de futuro de cada individuo, el precio puede ser considerado como algo objetivo, al ser el punto donde se cruzan la oferta y la demanda. Por tanto, el precio hace referencia a un hecho y el valor a opinión subjetiva. Aunque son muchas las corrientes que afirman que el precio es al final un reconocimiento social del valor (Pascual López). Lo que sí hay que tener claro es que tanto el precio como el valor deben hacer referencia a un momento concreto en el tiempo.

Cuando se realiza un proceso de compra-venta, debemos tener en cuenta que tanto el comprador como el vendedor tienen distintas expectativas sobre el beneficio futuro que van a obtener de la empresa (Fernández, 2019). Lo normal es que el comprador tenga unas expectativas más positivas que las del vendedor, siendo el precio inferior al valor que este considera que tiene la empresa. Por tanto, el comprador buscará conocer el valor máximo que está dispuesto a pagar, mientras que el vendedor quiere conocer el valor mínimo por el que debería aceptar la transacción. En el supuesto caso de que comprador y vendedor tuviesen la misma perspectiva de futuro acerca de la empresa, el valor percibido por ambos debería coincidir con el precio y, por tanto, el beneficio para ambos sería cero.

## 2.2 Interés de la valoración de empresas. Aplicación y utilidad.

Existen diferentes situaciones en las que resulta conveniente realizar la valoración de una empresa. Aunque todas tienen en común la búsqueda de información que nos permita tomar mejores decisiones.

Fernández (2013) nos plantea algunos supuestos en los que es interesante realizar una valoración. Entre ellos se encuentra la valoración de empresas cotizadas en Bolsa. Este es el caso que más nos interesa a nosotros, ya que nuestro objetivo es obtener el valor intrínseco de la empresa mediante diferentes métodos y compararla con su precio de cotización, observando si la empresa está sobrevalorada o infravalorada.

Otras situaciones en las que resulta útil realizar la valoración son la toma de decisiones estratégicas dentro de la empresa (fusiones, adquisiciones, liquidación...), justificar el precio de empresas en su salida a Bolsa y Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) o, por ejemplo, seguir una planificación estratégica al permitirnos medir la creación de valor o si se cumplen ciertos objetivos.

### **2.3 Métodos de valoración de empresas**

Existe una gran variedad de métodos que nos permiten estimar el valor intrínseco de una empresa. Los métodos con los que vamos a trabajar los puedo subdividir en grupos: los métodos estáticos, los métodos dinámicos y métodos de múltiplos o comparables.

Los modelos estáticos son aquellos que se basan en obtener el valor intrínseco de una empresa mediante información histórica que recoge en sus cuentas anuales. De todos los métodos estáticos que existen, estudiaremos el valor contable por acción de la empresa.

A diferencia de los métodos estáticos, los métodos dinámicos obtienen el valor de la empresa a través de las expectativas de los flujos que se van a generar en el futuro, ya sea de flujos de caja, dividendos, beneficios, etc. Y de todos estos, prestaremos especial importancia al descuento de flujos de caja.

Otro de los métodos dinámicos que más se utilizan es el descuento de dividendos, pero la empresa objeto de estudio tiene la peculiaridad de que no ha retribuido al accionista ningún dividendo durante el periodo de estudiado.

Los modelos de descuento de los flujos de caja intentan estimar el valor intrínseco de una empresa en el presente en función a las expectativas de todos los flujos de efectivo que se van a generar en el futuro, aplicando una tasa de descuento adecuada. El valor intrínseco es el valor real de la empresa, es decir, aquel que se daría en caso de ser omnisciente y conocer todos los flujos de efectivo esperados, aplicar la tasa de descuento correcta y los valora con absoluta precisión (Damoradan, 2002). Obtener el valor intrínseco de una empresa es complejo y especialmente en empresas jóvenes con mucha incertidumbre.

Finalmente, están los métodos basados en los múltiplos, cuyo objetivo no es ofrecer únicamente información sobre situación de manera aislada, también sirven para comparar la empresa frente a sus competidores. De los modelos basados en múltiplos que podemos encontrar, trabajaremos con el PER y el precio sobre ventas.

### **3. Empresa objeto de estudio. Alibaba Group**

Para poder valorar correctamente la empresa hay que conocer y disponer de información sobre el activo de esta. En este apartado se describe a la empresa, su actividad, sus fuentes de ingreso y la evolución en el tiempo de sus principales magnitudes económico-financieras. También interesa conocer cuáles son sus áreas geográficas en las que segmenta su estrategia, los distintos sectores en los que opera etc. Esto nos puede permitir una mejor interpretación de los resultados que obtengamos en los diferentes métodos de valoración.

#### **3.1 Descripción de la compañía**

Alibaba Group Holding Limited es un grupo de empresas tecnológicas chinas. Fue fundado en 1999 por Jack Ma y hoy en día se encuentra entre las diez empresas más grandes del mundo por capitalización bursátil. Actualmente cotiza en el NYSE como BABA y en Hong Kong como 9988 y a pesar de ser una empresa china, no cotiza en la bolsa de Shanghái. Su valor de mercado es de 469.918,10 millones de euros y su precio a 31/12/2020 era de 195,14 euros por acción, según la web *Investing.com*.

La compañía comenzó su negocio en el sector del comercio electrónico en China, pero con el paso del tiempo ha ido expandiéndose por el resto del mundo y diversificando su modelo de negocio, posicionándose en diferentes sectores, a parte del comercio electrónico, como son los servicios financieros, servicio de almacenamiento en la nube, medios digitales o innovaciones tecnológicas.

En 2012 Alibaba alcanzó un volumen de transacciones de 117.000 millones de euros únicamente con dos de sus doce plataformas de comercio electrónico, consiguiendo un volumen superior al obtenido por Amazon y eBay juntas, siendo estas empresas sus principales competidores en ese momento.

La empresa realiza en 2014 su salida a bolsa en Wall Street cotizando a 57,31 euros (68 dólares), convirtiéndose en la mayor OPV hasta ese momento, consiguiendo recaudar 25.000 millones de dólares.

Alibaba decidió cotizar en el New York Stock Exchange (NYSE) porque buscaban una estructura alternativa de acciones preferenciales, con el fin de dar mayor control a una minoría de accionistas dentro del consejo de administración. Esta estructura no era aceptable en la bolsa de Hong Kong, además el mercado de Hong Kong se negó a cambiar su reglamentación para permitirlo y en consecuencia los dueños de Alibaba optaron por pedir la admisión en el NYSE..

Pero aquellos que compren acciones de Alibaba que cotizan en Nueva York no tendrán realmente el título de la empresa. Esto se debe a que la ley china prohíbe a los extranjeros poseer activos estratégicos en el país y si por ejemplo un fondo de cobertura de Estados Unidos decidiese comprar acciones directamente de la empresa, Alibaba podría perder sus licencias.

La solución a este problema es el uso de una estructura conocida como “entidades de interés variable”. Los inversores al comprar acciones, lo que realmente están haciendo es comprar una participación en una entidad registrada en las Islas Caimán, que poseen un contrato con la empresa para recibir las ganancias lucrativas de los activos de Alibaba en China, pero en realidad no los posee.

No es hasta 2019, tras Jack Ma dejar la presidencia y ser sustituido por Daniel Zhang, que Alibaba Group entra oficialmente en la Bolsa de Valores de Hong Kong. Este movimiento se realizó por la necesidad de acceder a inversores chinos y por los esfuerzos de China por traer de vuelta a las principales empresas del país. Aunque la doble cotización en Estados Unidos y Hong Kong también puede estar motivada por las medidas anunciadas por el Gobierno de Estados Unidos con respecto a la “Ley de responsabilidad de empresas extranjeras” cuya finalidad es aislar a las empresas chinas de los inversores estadounidenses, obligando a las empresas a abrir sus cuentas a los reguladores estadounidenses y dar información sobre sus relaciones con gobiernos extranjeros.

Debemos tener en cuenta que la empresa actualmente se encuentra en un entorno de mucha incertidumbre. El actual régimen político chino, una guerra comercial entre China y Estados Unidos o la pandemia del Covid-19 son algunos factores relevantes que pueden alterar el funcionamiento de la empresa en cualquier momento. A nivel interno, la empresa se enfrenta a otros acontecimientos que sus competidores no tienen y aumentan el riesgo específico de esta, como la reciente multa del 4% de los ingresos de este periodo, que suponen unos 18.000 millones de RMB (2.308 millones de euros) impuesta por China, tras ser acusada de prácticas monopolísticas, o que las autoridades chinas hayan emprendido una campaña contra Jack Ma y sus empresas. Otro ejemplo sería el reciente intento de doble salida a bolsa (tanto en Hong Kong, como en Shanghái) de Ant Group, subsidiaria de Alibaba Group, que fue cancelada apenas 48 horas antes de la fecha señalada por no cumplir con ciertos requisitos para poder debutar en los mercados financieros.

### **3.2 Modelo de negocio**

Alibaba es una colección de empresas que operan bajo diferentes modelos de negocios y con diferentes fuentes de ingresos, siendo su principal actividad el comercio electrónico. La empresa no utiliza sus plataformas para vender productos, ya que no tiene inventario propio. En lugar de eso, permite a millones de comerciantes y fabricantes exponer sus productos en los portales de ventas como si fuesen escaparates.

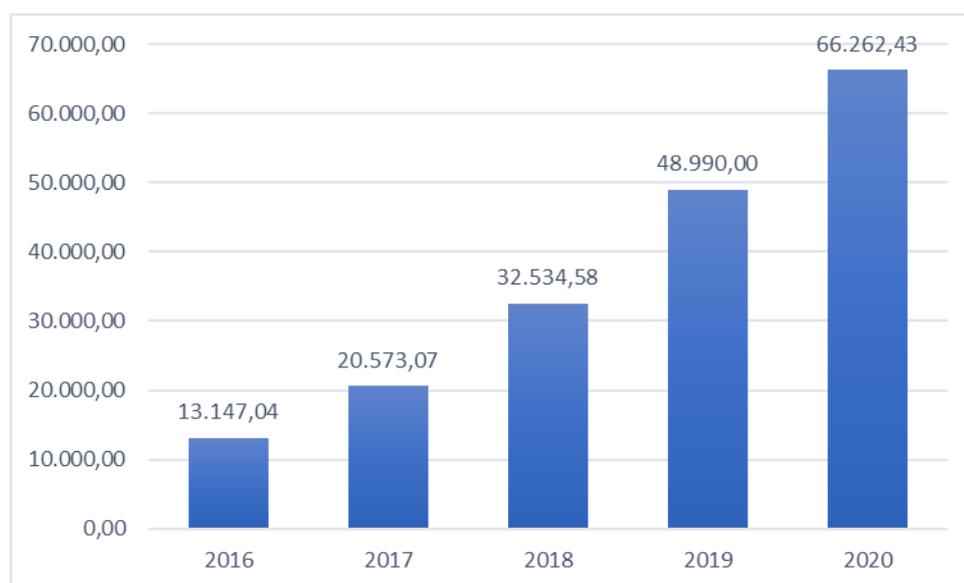
Sus principales plataformas nacionales, Taobao (negocio más grande del Grupo Alibaba) y Tmall, tienen incorporado su propio motor de búsqueda y venden anuncios de comerciantes que participan en subastas de palabras clave para un mejor posicionamiento (similar a Google). Otra fuente de ingresos son las

comisiones que cobran a los vendedores por las transacciones que se generan dentro de la plataforma y las tarifas de suscripción para vendedores que mantienen su escaparate dentro de la plataforma.

En el año 2020, a pesar de atravesar una pandemia mundial, la empresa ha facturado un total de 66.575,13 millones de euros (509.711 millones de RMB), un 35% más que en el año anterior.

A continuación, en el Gráfico 3.1 se muestra la evolución de los ingresos obtenidos por el grupo Alibaba en los últimos años.

*Gráfico 3.1: Evolución de los ingresos de Alibaba Group (millones de euros)*



*Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual 2020 de Alibaba Group*

Además del comercio electrónico Alibaba ha optado por diversificar su modelo de negocio y tener presencia en otro tipo de sectores, como son los servicios en la nube, medios digitales, servicios financieros, logística, marketing, etc.

Parte del crecimiento de la empresa se debe a la diversificación de su modelo de negocio y a la creación de una economía digital donde sus distintas líneas de negocio ofrecen diferentes servicios a sus clientes. Estas líneas de negocio están interrelacionadas con el fin de mejorar los servicios que se ofrecen a los usuarios. Por ejemplo, podemos ver como para fomentar el uso de sus plataformas de comercio electrónico, la compañía desarrolló Alipay, un sistema de pagos seguro similar a Paypal. También desarrolló Alimama, negocio orientado exclusivamente al marketing que ha servido de ayuda tanto para hacer crecer su propia marca, cómo para generar una mayor notoriedad de los fabricantes y comerciales dentro de sus plataformas. En octubre de 2020, para introducirse en el comercio off-line, decidió adquirir la cadena de hipermercados china Sun Art Retail Group. Podemos definir las diferentes líneas de negocio que componen la estructura de Alibaba en las siguientes secciones:

-Comercio electrónico: este apartado podemos subdividirlo también en función de si opera en el mercado nacional o internacional y si es comercio mayorista o minorista.

En el mercado nacional, domina el comercio mayorista mediante su plataforma 1688.com y tiene gran presencia en el comercio minorista mediante plataformas como Taobao o Tmall.

A nivel internacional, utiliza Alibaba.com para el comercio mayorista, donde compite fuertemente con otras empresas, mientras que emplea Aliexpress y Tmall Global para el comercio minorista. Aliexpress permite conectar clientes de todo el mundo con distribuidores y fabricantes chinos y Tmall Global para el caso contrario, ya que, debido a la demanda por parte de los consumidores chinos de marcas internacionales, esta plataforma permite conectar al consumidor chino con marcas minoristas del resto del mundo.

-Servicios en la nube: mediante Alibaba Cloud se ofrece todo tipo de servicios en la nube a sus clientes a nivel mundial, ya sea mediante el almacenamiento en la nube, bases de datos, análisis de Big Data, Machine Learning, etc. permitiendo construir una infraestructura IT online.

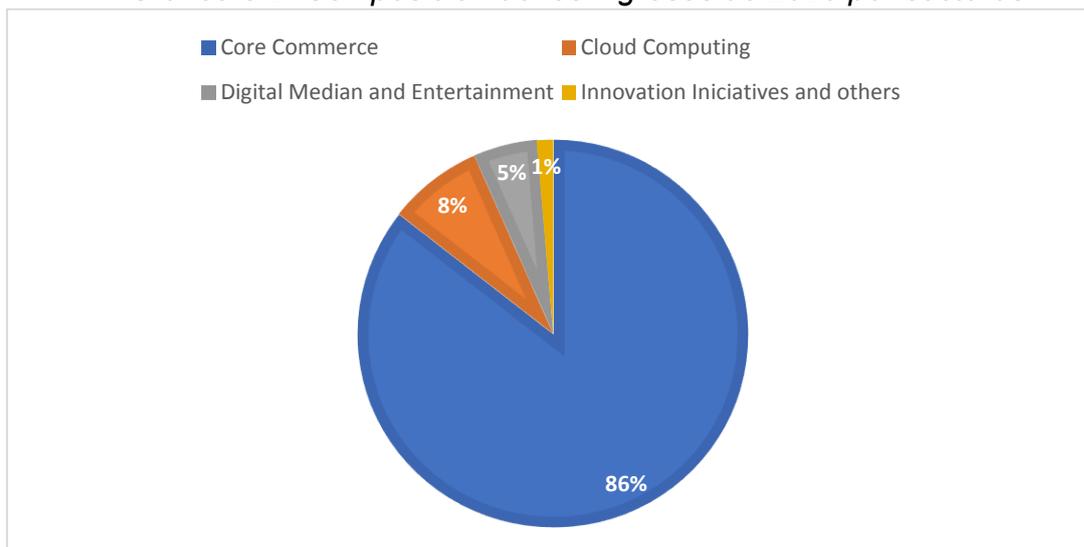
-Medios digitales y entretenimiento: Alibaba también crea entretenimiento mediante plataformas como Alibaba Picture y Youku, que ofrecen películas, series, música, eventos en vivo, literatura, etc. Además, resaltar que aprovechan el ecosistema en la nube que tienen construido para obtener información que ofrecer a sus clientes.

-Iniciativas de innovación: Una de las principales características de las grandes tecnológicas es la reinversión de resultados del ejercicio en hacer crecer sus negocios actuales y en desarrollar otros nuevos.

La mayoría de los ingresos que obtiene Alibaba provienen del comercio electrónico, siendo un 86% del total. En el Gráfico 3.2 se muestra la composición por sectores de los ingresos de 2020.

La Tabla 3.1 muestra en mayor detalle la composición de los ingresos de la empresa en los últimos tres años. Observamos un crecimiento en todos los sectores durante el periodo, siendo el comercio minorista en China la principal fuente de ingresos de la empresa. Aunque poco a poco otros sectores, como la computación en nube, van teniendo más relevancia. Esto se aprecia al haber generado este sector el triple de ingresos en 2020 que en 2018.

**Gráfico 3.2: Composición de los ingresos de 2020 por sectores**



*Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual 2020 de Alibaba Group*

**Tabla 3.1: Composición por sectores de los ingresos de Alibaba**

| Composición del resultado                | 2018           |               |             | 2019           |               |             | 2020           |               |             |
|--|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
|  | RMB            | Euros         | % ingreso   | RMB            | Euros         | % ingreso   | RMB            | Euros         | % ingreso   |
| Comercio minorista China                 | 176.559        | 22.953        | 71%         | 247.615        | 32.190        | 66%         | 332.750        | 43.258        | 65%         |
| Comercio mayorista China                 | 7.164          | 931           | 3%          | 9.988          | 1.298         | 3%          | 12.427         | 1.616         | 3%          |
| Comercio internacional minorista         | 14.216         | 1.848         | 6%          | 19.558         | 2.543         | 5%          | 24.323         | 3.162         | 5%          |
| Comercio internacional mayorista         | 6.625          | 861           | 2%          | 8.167          | 1.062         | 2%          | 9.594          | 1.247         | 2%          |
| Otros                                    | 9.456          | 1.229         | 4%          | 38.072         | 4.949         | 10%         | 57.010         | 7.411         | 11%         |
| <b>Core Commerce Total</b>               | <b>214.020</b> | <b>27.823</b> | <b>86%</b>  | <b>323.400</b> | <b>42.042</b> | <b>86%</b>  | <b>436.104</b> | <b>56.694</b> | <b>86%</b>  |
| <b>Computación en nube</b>               | <b>13.390</b>  | <b>1.741</b>  | <b>5%</b>   | <b>24.702</b>  | <b>3.211</b>  | <b>7%</b>   | <b>40.016</b>  | <b>5.202</b>  | <b>8%</b>   |
| <b>Medios sociales y entretenimiento</b> | <b>19.564</b>  | <b>2.543</b>  | <b>8%</b>   | <b>24.077</b>  | <b>3.130</b>  | <b>6%</b>   | <b>26.948</b>  | <b>3.503</b>  | <b>5%</b>   |
| <b>Innovaciones</b>                      | <b>3.292</b>   | <b>428</b>    | <b>1%</b>   | <b>4.665</b>   | <b>606</b>    | <b>1%</b>   | <b>6.643</b>   | <b>864</b>    | <b>1%</b>   |
| <b>Total</b>                             | <b>250.266</b> | <b>32.535</b> | <b>100%</b> | <b>376.844</b> | <b>48.990</b> | <b>100%</b> | <b>509.711</b> | <b>66.262</b> | <b>100%</b> |

*Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual 2020 de Alibaba Group*

En resumen, Alibaba es una compañía con un modelo de negocio muy diversificado que no depende de una sola fuente de ingresos ni tiene una sola línea de negocio. Aunque su actividad principal es el comercio online y de ahí obtiene la mayoría de sus ingresos, aprovecha la información que tiene de los usuarios, intenta constantemente buscar nuevos sectores en los que desarrollar su actividad y crear sinergias entre sus líneas de negocio. Por eso cada portal de ventas está destinado a un perfil de usuario ideal. Por ejemplo, en Alibaba.com y 1688.com son portales B2B (business to business) donde los usuarios ideales son empresas. Por otro lado, en plataformas como Taobao se venden productos directamente al consumidor final, siendo un modelo B2C (business to consumer) o C2C (consumer to consumer) enfocándose en el cliente chino, mientras Aliexpress es especialmente para consumidores internacionales.

### 3.3 Estructura económico-financiera

Con la intención de conocer los elementos que forman el activo y pasivo de la empresa, en este apartado se analiza la estructura que presenta la compañía en el año 2020, atendiendo a la estructura de su balance de situación.

Tabla 3.2: Estructura económico-financiera de Alibaba 2020 (millones de euros)

| <b>ACTIVO</b>                  | <b>Euros (millones)</b> | <b>%</b>       |
|--------------------------------|-------------------------|----------------|
| INMOVILIZADO                   | 110.508,06              | 64,74%         |
| ACTIVO CIRCULANTE              | 12.962,04               | 7,59%          |
| TESORERIA                      | 47.217,95               | 27,66%         |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>170.688,05</b>       | <b>100%</b>    |
| <b>PASIVO</b>                  | <b>Euros (millones)</b> | <b>%</b>       |
| PATRIMONIO NETO                | 114.354,63              | 67,00%         |
| DEUDA FINANCIERA A LARGO PLAZO | 15.635,88               | 9,16%          |
| EXGIBLE A LARGO PLAZO          | 9.254,18                | 5,42%          |
| PASIVO CIRCULANTE              | 30.773,34               | 18,03%         |
| DEUDA FINANCIERA A CORTO PLAZO | 670,02                  | 0,39%          |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>170.688,05</b>       | <b>100,00%</b> |

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual de 2020 de Alibaba

En este resumen del Balance de Situación de Alibaba se observa la fortaleza financiera de la empresa. Su estructura financiera está principalmente compuesta por fondos propios (67%) y tiene muy poca deuda financiera.

El activo corriente cubre perfectamente el pasivo corriente de la compañía y el activo total a la deuda exigible de la empresa, por lo que no hay riesgo de insolvencia o de quiebra. Además, se observa la gran cantidad de liquidez disponible de la empresa.

### 3.4 Principales competidores

Alibaba es una empresa que a pesar de que su actividad principal es el comercio electrónico, trabaja en diferentes sectores y opera tanto a nivel nacional como a nivel internacional mediante sus distintas plataformas. Es por eso que he decidido analizar a los principales competidores de la compañía a nivel general y no en función de zona geográfica o sector.

Considero que actualmente existen tres principales competidores de Alibaba Group. Las tres empresas son empresas tecnológicas: Amazon, Tencent y JD.

De estas empresas, Tencent y JD son también chinas, mientras Amazon es estadounidense. Además, Amazon y JD tienen como actividad principal el comercio electrónico y todas ellas cotizan en el mercado de valores.

-Amazon: Considerado el líder del comercio electrónico y principal competidor de Alibaba Group. Esta empresa tiene una diversificación del modelo de negocio bastante similar a Alibaba, ya que no solo se dedica al sector del comercio electrónico, sino que también está dentro del entretenimiento y de la computación en la nube. Así mismo, también ha ido aumentando la gama de productos y servicios que ofrece a sus clientes. La empresa tiene una importante presencia en zonas como Estados Unidos, Canadá, parte de Europa y Japón. La empresa cotiza en el Nasdaq 100.

-JD: Actualmente el líder del comercio electrónico en China. Al igual que las anteriores empresas, ha diversificado su modelo de negocio, comenzando en sectores como la logística, los medios digitales o la salud. Cotiza tanto en el Nasdaq 100, como en Hong Kong como '9618'.

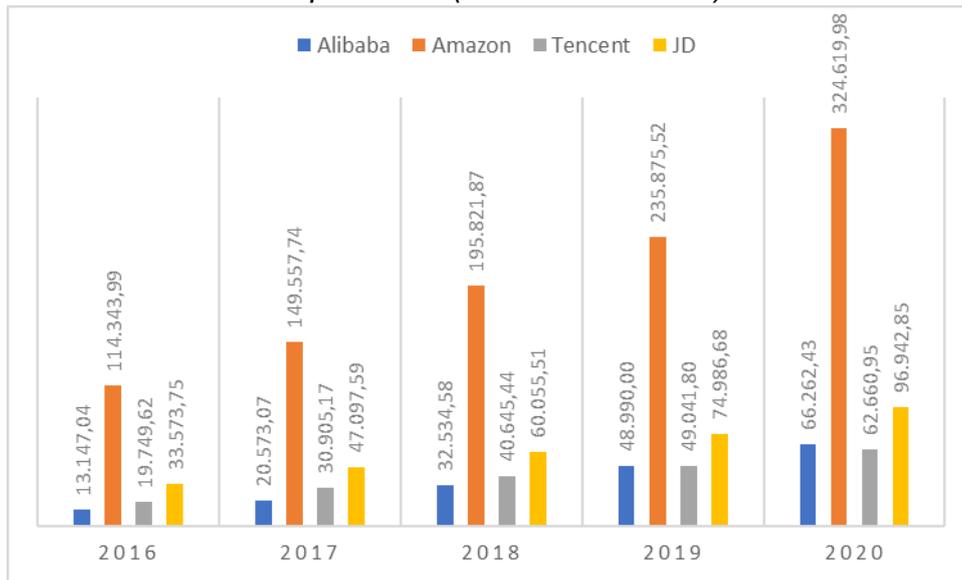
-Tencent: Multinacional tecnológica china que ofrece a sus usuarios acceso a múltiples plataformas ofrece una gran variedad de servicios. La empresa opera en diversos segmentos de mercado como las Fintech, contenido digital, juegos online, servicios en la nube, comercio online y publicidad, etc. Tencent es una empresa que cotiza en Hong Kong como '0700', aunque se pueden adquirir acciones de la empresa en los mercados extrabursátiles de Estados Unidos

*Tabla 3.3: Comparación empresas de competidoras de Alibaba*

|  | Alibaba              | Amazon               | Tencent                             | JD                   |
|--|----------------------|----------------------|-------------------------------------|----------------------|
| <b>Sector de actividad principal</b>               | Comercio electrónico | Comercio electronico | Servicios online & Medios digitales | Comercio electronico |
| <b>Mercado principal</b>                           | China                | EEUU                 | China                               | China                |
| <b>Lugar de cotización</b>                         | NYSE & Hong Kong     | Nasdaq               | Hong Kong                           | Nasdaq & Hong Kong   |
| <b>Ingresos (millones de euros)</b>                | 66.450,77 €          | 32.187,71 €          | 62.976,82 €                         | 97.229,83 €          |
| <b>Capitalización Bursatil (millones de euros)</b> | 469.918,10 €         | 1.482.692,40 €       | 4.878.361,09 €                      | 97.338,14 €          |
| <b>Precio accion a 31/12/2020 (euros)</b>          | 195,79 €             | 2.746,06 €           | 474,49 €                            | 73,27 €              |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing.com*

**Gráfico 3.3: Comparación de los ingresos de Alibaba y sus principales competidores (millones de euros).**



*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters.*

Observamos claramente como Amazon es con diferencia la compañía que más ingresos ha obtenido a lo largo del periodo, siendo el líder de la muestra por mucha diferencia con el resto de los competidores. También podemos observar cómo Alibaba ha ido evolucionando año tras año hasta superar finalmente a Tencent y suponemos que si mantiene ese ritmo de crecimiento puede acabar superando en ingresos a JD en los próximos años.

Llama también la atención la evolución que han tenido los ingresos de estas compañías durante el periodo 2019-2020. Considero que la situación de pandemia en la que nos hemos visto por el covid-19, ha hecho que el comercio electrónico tenga alto crecimiento, siendo el caso contrario a las empresas cuyo negocio se desarrolla principalmente de manera off-line.

#### **4. Métodos de valoración contable**

Estos métodos se caracterizan por obtener el valor intrínseco a partir de datos históricos de la empresa y utilizan para su cálculo la información que ofrecen las cuentas anuales (balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias). Esto supone una ventaja gracias a la disponibilidad de esta información.

Mediante este tipo de métodos se pretende valorar el patrimonio de la empresa. Para ello, se calcula la diferencia entre los activos de la empresa y los pasivos, tanto en valor contable, como a precio de mercado.

Los modelos basados en el balance se caracterizan por poseer un carácter estático, al no tener en cuenta ni la evolución futura de la empresa, ni factores que son ajenos al balance de la empresa, lo cual puede suponer un inconveniente.

Además, el valor contable va a venir afectado por las decisiones tomadas por la empresa en función de su discrecionalidad en la aplicación de los principios contables.

De todos los métodos de valoración contable que existen destaco: el valor contable, el valor contable ajustado y el valor de liquidación. Para el trabajo empírico he decidido utilizar únicamente el valor contable por acción, ya que los otros dos presentan una serie de problemas a la hora de calcularlos.

El valor contable ajustado busca corregir el valor de los activos y pasivos de la empresa ajustándolos a precios de mercado. A la hora de su aplicación práctica requiere de mucha información a la solo tienen acceso individuos de dentro de la empresa.

El valor de liquidación es el valor de los capitales propios al liquidar la empresa, es decir, el valor de todos los activos una vez se han pagado las deudas. Para obtener este valor, debemos deducir los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones, gastos fiscales...). He decidido no aplicar este método ya que la empresa objeto de estudio no se encuentra en situación de liquidación y porque como con el método anterior, requiere de información a de la que solo tienen acceso aquellos que están dentro de la empresa

#### 4.1 Valor contable

El valor contable (VC) o valor en libros de una acción es el valor que aparece en el balance de los recursos propios o patrimonio dividido por el número de acciones en que se divide su capital social.

#### Ecuación 4.1: Valor Contable:

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}$$

Tabla 4.1: Valor contable Alibaba (millones de euros)

| VC   | Activo     | Pasivo    | Valor Contable | Variación VC |
|------|------------|-----------|----------------|--------------|
| 2016 | 47.346,28  | 19.095,79 | 28.250,49      | -            |
| 2017 | 65.877,81  | 29.249,29 | 36.628,52      | 29,66%       |
| 2018 | 93.215,16  | 45.273,81 | 47.941,35      | 30,89%       |
| 2019 | 125.445,13 | 60.572,88 | 64.872,25      | 35,32%       |
| 2020 | 170.688,05 | 56.333,42 | 114.354,63     | 76,28%       |

Fuente: Elaboración propia a partir de Reuters

Dentro de la estructura financiera de Alibaba observamos que el peso de los fondos propios de la empresa es superior al de los pasivos durante todo el periodo. También resaltar la evolución que ha tenido el valor contable durante estos últimos años, ya que el valor contable en 2020 ha sido más del triple del valor contable de la compañía en 2016. Una causa de ese crecimiento es que los activos han crecido de forma mucho más que proporcional a los pasivos

exigibles, ya que partimos en el primer año con 28.250,49 millones de euros y acabamos en el último año con 114.354,63 millones de millones de euros.

El objetivo de este método de valoración es comparar el precio al que cotiza una acción en el mercado de capitales con el valor de los recursos propios de la empresa. Por tanto, debemos obtener el valor contable de una acción y ver si se aproxima al precio de la acción.

Pero para poder comparar el precio de cotización con el valor contable, nos interesa obtener cual es el valor contable de una única acción. Por tanto, obtendremos el valor contable por acción como:

#### **Ecuación 4.2:** Valor Contable por acción

$$\text{Valor Contable por Acción} = \frac{\text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}}{n^{\circ} \text{ acciones}}$$

Para calcular el VC por acción, he utilizado el número de acciones en las que se divide el capital social de Alibaba según Reuters, siendo un total 21.688,95 millones de acciones. La Tabla nos muestra el VC por acción de la empresa y el precio al que cotiza la acción de Alibaba.

*Tabla 4.2: Valor contable por acción y cotización de Alibaba.*

|             | <b>Valor Contable por acción</b> | <b>Cotización (€)</b> |
|-------------|----------------------------------|-----------------------|
| <b>2016</b> | 1,30252924                       | 73,63                 |
| <b>2017</b> | 1,68881029                       | 144,58                |
| <b>2018</b> | 2,21040450                       | 114,93                |
| <b>2019</b> | 2,99102786                       | 177,84                |
| <b>2020</b> | 5,27248375                       | 195,14                |

*Fuente: Elaboración propia y uso de Investing.com para el precio de cotización*

Cuando comparamos el precio de cotización con el valor contable por acción de la empresa podemos ver que existe una gran diferencia durante todo el periodo.

La evolución que ha tenido el valor contable por acción de la empresa ha seguido una tendencia creciente y bastante constante, a diferencia del precio de cotización, donde observamos cómo en 2017 es prácticamente el doble que el de 2016, después en 2018 presenta una importante caída y en 2019 vuelve casi a duplicarse. Esta variación del precio de cotización de la acción puede ser consecuencia de las expectativas sobre el crecimiento de los beneficios de la compañía para los próximos años.

El principal inconveniente que observamos al calcular el valor de la empresa mediante el método del valor contable por acción es que casi nunca va a coincidir con el valor de mercado de una acción. Esto se debe a que el precio recoge mucha información que los métodos basados en el balance no recogen. Esta información puede ser ajena a la contabilidad, expectativas de futuro, etc. y el

valor contable se basa únicamente en los valores históricos de la empresa. Para corregir el problema que tiene aplicar en la valoración criterios exclusivamente contables se utiliza el valor contable ajustado.

El valor contable ajustado busca corregir el valor contable de los activos y pasivos de la empresa, ajustándose a precios de mercado. Por tanto, el valor de las acciones es el obtenido una vez ajustadas las diferencias entre el valor de mercado de los activos y pasivos de la empresa y su valor en libros. Este método no tiene en cuenta el valor intangible de la empresa.

El principal inconveniente que tiene el valor contable ajustado es que su aplicación práctica requiere de mucha información a la que solo tienen acceso individuos de dentro de la empresa. Sin esa información no podemos ajustar el valor de los activos y pasivos de la empresa.

## **5. Valoración por múltiplos o comparables**

Los siguientes métodos no tienen como objetivo principal el intentar obtener el valor intrínseco de la empresa. Se busca poder comparar el valor obtenido por la empresa con el valor medio de una muestra formada por un grupo de empresas con características similares.

Comparamos empresas de un mismo sector ya que suponemos que al ser competidoras tienen características similares como sus posibilidades de crecimiento o sus riesgos.

Tras calcular los valores individuales para las distintas empresas que componen nuestra muestra, se obtiene el promedio de dichos valores. Con la media del sector, podemos comparar el valor individual de la empresa y ver si en comparación el valor medio de la muestra está infra o sobre valorado.

La principal ventaja que presenta la valoración por múltiplos es la simplicidad de cálculo. A pesar de que el resultado que obtenemos de estos ratios es sencillo de obtener, tienen el inconveniente de que es fácil aplicarlos incorrectamente si no se conocen bien y se saben sus limitaciones. Por esa razón considero conveniente obtener los resultados de más de un periodo y comprobar que sean estables y consistentes.

Aunque estos dos ratios puedan parecer métodos objetivos por el uso del precio en numerador, esto no es realmente así. En la valoración por múltiplos intervienen factores como la selección de las empresas que se consideran comparables, el periodo a valorar etc. y que son factores subjetivos que dependen del individuo.

Para la valoración de Alibaba mediante métodos basados en múltiplos se utilizarán los ratios PER y precio sobre ventas. Se ha decidido utilizar el PER, ya que se le considera el ratio de referencia en los mercados bursátiles, a pesar de relacionar la cotización, una magnitud de mercado, con una puramente contable como es el beneficio (Fernández, 2019). El ratio precio sobre ventas lo recomienda el autor para la valoración de empresas de internet, ya que es un

ratio que no presenta resultados negativos y que no depende de la estructura financiera, ya que una gran parte de las empresas de internet se encuentra aún en fase de implementación y, por tanto, es común que no generen todavía beneficios.

## 5.1 PER

El PER (Price to Earnings ratio) es uno de los múltiplos más comunes en la valoración de empresas y nos permite calcular de forma rápida y sencilla si una empresa va a estar sobrevalorada o infravalorada.

El valor obtenido es el resultado de dividir el valor de mercado de la empresa y el beneficio que esta ha generado.

### Ecuación 5.1: PER

$$PER = \frac{\text{Precio acciones}}{\text{Beneficio empresa}} \quad \text{o} \quad PER = \frac{\text{Precio de una acciones}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Podemos calcular el valor de la empresa a partir de su PER de la siguiente manera:

$$\text{Valor de una acción} = PER \cdot \text{Beneficio}$$

Observamos que el PER actúa como un multiplicador del beneficio y además muestra la rentabilidad de la empresa.

Mediante este método se observa la supuesta calidad o percepción de los beneficios de la empresa por parte de los accionistas. Este múltiplo depende de factores como la rentabilidad, el riesgo o la tasa de crecimiento.

Que una empresa tenga beneficios bajos y un PER elevado no significa que se encuentra sobrevalorada, ya que debemos conocer la causa de que esos beneficios sean bajos. Una posible causa de unos beneficios netos bajos es que la empresa esté reinvertiendo para incrementar la tasa de crecimiento.

A continuación, se muestra en las tablas 5.1 y 5.2 el cálculo del PER para Alibaba, el PER individual de las empresas de la muestra y el PER medio. En el Anexo se encuentra el cálculo del PER individual de las empresas comparables de forma más detallada.

Tabla 5.1: Cálculo del PER Alibaba (euros)

| Alibaba    | 2016       | 2017        | 2018       | 2019       | 2020       |
|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| Cotización | 73,63      | 144,58      | 114,93     | 177,84     | 195,14     |
| BPA        | 3,6257     | 2,2061      | 3,1824     | 4,3368     | 7,27       |
| PER        | 20,3078026 | 65,53646707 | 36,1142534 | 41,0071942 | 26,8432926 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters y Analítica Bursátil

Podemos ver como durante este periodo el PER ha sido bastante irregular. En este caso, tanto el precio de cotización como el BPA han tenido un comportamiento poco regular, obteniendo como consecuencia unos PER bastante diferentes de un año para otro y sin mantener una tendencia clara.

Tanto el precio de la acción, como el BPA, han crecido durante el periodo. Aunque ese crecimiento ha tenido un ritmo diferente, siendo superior el crecimiento del BPA que del precio para el año 2020 en comparación con el año anterior, por lo que no puedo considerar los descensos del PER como algo negativo para la empresa.

Pero no debemos interpretar el PER de la empresa únicamente de forma aislada, debemos ver cómo se comportan también el resto de las empresas de la muestra.

La Tabla 5.2 muestra el PER individual de las empresas de la muestra y el PER medio obtenido para este periodo.

El cálculo de los PER individuales de las empresas competidoras se recogen en el Anexo I.

Tabla 5.2: PER individual y PER medio de las empresas de la muestra (euros)

| Año-Empresa | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | Media  |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Alibaba     | 20,31  | 65,54  | 36,11 | 41,01 | 26,84 | 37,96  |
| Amazon      | 153,03 | 190,16 | 74,54 | 80,38 | 77,86 | 115,19 |
| JP          | -      | -      | -     | 9,28  | 17,44 | 5,34   |
| Tencent     | 45,17  | 56,61  | 38,69 | 43,11 | 25,54 | 41,82  |
| Media       | 54,63  | 78,08  | 37,34 | 43,44 | 36,92 | 50,08  |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters y Analítica Bursátil

Al tener todos los PER individuales comprobamos que año a año el PER de Alibaba ha sido inferior al PER medio de la muestra. Aunque hay que resaltar que el PER de Amazon es demasiado elevado en comparación con el resto de las empresas y esto hace que suba bastante el PER medio.

También hay que destacar que JD los tres primeros años tuvo BPA negativos y en 2019 consigue un BPA positivo muy pequeño que hace que el resultado del cociente entre el precio y BPA sea elevado.

Por tanto, en base a los resultados obtenidos, Alibaba se encuentra con un PER bastante aceptable si lo comparamos con el PER medio y el PER individual de las otras empresas.

## 5.2 Precio sobre ventas

A través de este ratio se compara el precio de mercado con la facturación de la empresa.

El ratio PV nos muestra la forma en que valora el mercado las ventas de la empresa. Un PV alto puede significar que la empresa está sobrevalorada, pero deberíamos analizar las causas.

### Ecuación 5.2: Precio sobre Ventas

$$PV = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Ventas}}$$

Tabla 5.3: Precio de cotización de las empresas de la muestra

| Cotización | 2016   | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Alibaba    | 73,63  | 144,58 | 114,93  | 177,84  | 195,14  |
| Amazon     | 629,89 | 982,35 | 1261,65 | 1552,19 | 2735,82 |
| Tencent    | 21,37  | 34,79  | 17,58   | 29,59   | 73,84   |
| JD         | 24,66  | 52,78  | 40,30   | 50,70   | 73,32   |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters

Tabla 5.4: Ventas de las empresas de la muestra (cientos de millones)

| Ventas  | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Alibaba | 131,47  | 205,73  | 325,35  | 489,90  | 662,62  |
| Amazon  | 1143,44 | 1495,58 | 1958,22 | 2358,76 | 3246,20 |
| Tencent | 197,50  | 309,05  | 406,45  | 490,42  | 626,61  |
| JD      | 335,74  | 470,98  | 600,56  | 749,87  | 969,43  |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters

Tabla 5.5: Calculo del ratio precio sobre ventas para la muestra

| PV      | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Media |
|---------|------|------|------|------|------|-------|
| Alibaba | 0,56 | 0,70 | 0,35 | 0,36 | 0,29 | 0,45  |
| Amazon  | 0,55 | 0,66 | 0,64 | 0,66 | 0,84 | 0,67  |
| Tencent | 0,12 | 0,17 | 0,10 | 0,10 | 0,12 | 0,12  |
| JD      | 0,06 | 0,07 | 0,03 | 0,04 | 0,08 | 0,06  |
| Media   | 0,32 | 0,40 | 0,28 | 0,29 | 0,33 | 0,33  |

Fuente: Elaboración propia

Vemos cómo con este método, a diferencia de lo que ocurriría con el PER, Alibaba se encuentra en una situación de posible sobrevaloración, al tener un mayor ratio medio que el promedio de la muestra, siendo uno de los mayores ratios, estando únicamente Amazon por encima. Lo contrario nos ocurre con JD y Tencent, que tienen los ratios más bajos de la muestra y bastante por debajo del promedio de la muestra. El tener un mayor ratio de precio sobre ventas puede deberse a que el crecimiento esperado de ventas de Alibaba sea mayor al de sus competidores, aunque también puede indicar que la empresa está sobrevalorada.

Los valores que más se aproximan al promedio del sector son Alibaba y Tencent, aunque podemos observar como la tendencia que lleva el ratio para Alibaba es descendente y que los primeros años hacen que la media de la empresa se eleve considerablemente, siendo los últimos años inferior a la media del sector. Por tanto, si mantiene el ritmo de crecimiento de ventas que está teniendo estos últimos años puede que este ratio mejore bastante en el corto o medio plazo.

Además, considero que el resultado obtenido para Alibaba se debe a las expectativas de futuro del incremento de las ventas por parte de los inversores. Esto hace que el precio de cotización aumente y, por tanto, también lo haga el ratio.

También resaltar que todas las empresas competidoras han mostrado a lo largo del periodo unos resultados bastantes estables, siendo Alibaba la única que presenta grandes variaciones de los resultados durante el periodo, como consecuencia de los cambios en su precio de cotización.

## 6. Método descuento de flujos

Este método es uno de los más empleados en la valoración de empresas, ya que muchos analistas y autores como Fernández lo consideran “*el único método conceptualmente correcto*” (Fernández, 2019). El valor de la empresa se obtiene mediante la estimación de los flujos de efectivo que se van a generar en el futuro, descontados a una tasa de descuento apropiada. La tasa de descuento dependerá del riesgo de la inversión y apalancamiento financiero de la empresa.

Para obtener los flujos futuros se intenta realizar un pronóstico de las variables vinculadas a la generación de los flujos de efectivo, como son las ventas, gastos de personal, de materia prima, etc.

La expresión que se emplea para conocer el valor actual de una empresa mediante el descuento de flujos de caja es la siguiente:

### Ecuación 6.1: Método general descuento de flujos

$$V_0 = \frac{FC_1}{1+k} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

- $V_0$ : Valor actual de la empresa
- $FC_N$ : Flujo de caja del periodo n.
- $k$ : Tasa de descuento del flujo (riesgo del flujo)
- $VR$ : Valor Residual
- $n$ : Número de periodos

Ahora bien, existen diferentes flujos que pueden utilizarse para la valoración y cada flujo aporta información diferente de la empresa. Fernández (2008) distingue principalmente cuatro tipos de flujos que genera la empresa y aplica una tasa de descuento diferente para cada flujo. La Tabla 4.1 recoge los distintos flujos que genera la empresa y sus respectivas tasas de descuento.

*Tabla 6.1: Tipos de flujos y sus tasas de descuento correspondiente*

| Flujos                                     | Tasa de descuento   |
|--|---|
| Flujo de caja libre (FCF)                  | WACC → Coste medio ponderado                                      |
| Flujo de caja para los accionistas (CFacc) | $K_e$ → Rentabilidad mínima exigida por los accionistas           |
| Flujo de caja de la deuda (CFd)            | $K_d$ → Rentabilidad mínima exigida por los acreedores            |
| Flujo de capital de la empresa (CCF)       | $WACC_{BT}$ → Coste medio ponderado de capital antes de impuestos |

*Fuente: Elaboración propia a partir de Fernández (2008)*

El valor total de la empresa lo obtenemos mediante el flujo de fondos libre (FCF), mientras que el valor de las acciones lo obtenemos a través de los flujos de caja de los accionistas (CFacc).

El flujo de caja de los accionistas es aquel que esperan recibir los accionistas en forma de dividendos y pagos futuros una vez se han cubierto las necesidades de reinversión en activo fijo y en necesidades operativas de fondos. Este flujo parte del FCF y se obtiene de la siguiente manera:

#### **Ecuación 6.2: Cálculo del CFacc**

$$CFacc = FCF - [intereses\ pagados \cdot (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{deudas nuevas}$$

Para el caso de las empresas de alto crecimiento que no reparten dividendos, como es el caso de Alibaba, la única plusvalía que obtendrán los accionistas será gracias al incremento en su valor de mercado.

Por tanto, a pesar de que el flujo de caja para los accionistas pueda parecer el cash flow que más nos interese utilizar, al permitir obtener el valor de las acciones, he decidido centrarme en el flujo de caja libre o free cash flow (FCF) y obtener el valor total de la empresa.

Necesito obtener para calcular el valor actual de la empresa por el FCF:

- 1º Flujos de caja
- 2º Tasa de descuento WACC
- 3º Valor Residual

El principal problema de este método es el posible error de cálculo a la hora de estimar los flujos de caja futuros, ya que nadie puede predecir estos flujos con exactitud.

Antes de comenzar con la valoración y dar un determinado valor a las distintas variables de la fórmula, comentar que en este tipo de métodos es común hacer análisis de sensibilidad de flujos de caja y tasa de descuento, con el objetivo de ver el impacto que los errores de estimación en estas variables pueden tener en el valor de la empresa y hacer la estimación lo más correcta posible para tomar mejores decisiones. Por tanto, se va a realizar un análisis con tres hipotéticos escenarios con la intención de ver cómo afecta un cambio en las variables FCF, tasa de descuento, tasa de crecimiento, etc. al valor de la empresa.

## **6.1 Hipótesis de escenarios**

Para este apartado se van a plantear una serie posibles escenarios, con diferentes valores de la tasa de crecimiento de los flujos futuros que generará la empresa, con la intención de ver el impacto que tienen en su valoración. La tasa de descuento será la misma para los distintos escenarios y permanecerá constante durante todo el periodo de valoración.

El primer escenario va a ser un escenario más probable y nos ofrece el resultado más probable. Debemos intentar ser lo más objetivos posible y utilizar la mayor información disponible hasta el momento. Para estimar los flujos futuros de 2021 se utilizará la información que ha publicado, tanto Reuters, como la propia empresa en su informe de resultados del primer trimestre de 2021. Para obtener los flujos de caja operativos y los gastos de capital de los siguientes años, utilizaré la tasa de crecimiento media que han tenido durante el ejercicio 2016-2020.

Otro escenario que se va a plantear será un escenario pesimista, donde se plantea la llegada de riesgos no contemplados en el escenario central y que alteran de forma negativa al valor de la empresa.

Por último, se tiene en cuenta un posible escenario más optimista, en el que las variables utilizadas en el análisis se ven positivamente afectadas por la evolución de los acontecimientos económicos, obteniendo un valor mayor al esperado en el escenario central.

## 6.2 Flujos de caja libre

El free cash flow (FCF) es el flujo que genera la empresa sin tener en cuenta el endeudamiento o estructura financiera de la empresa. Este flujo permite centrarnos en la rentabilidad económica de los activos de la empresa después de impuestos, ya que representa el dinero que le queda a la empresa una vez tiene cubierta sus necesidades operativas de fondos y se ha realizado la inversión en activo fijo.

Para calcular el FCF, comenzamos descontando al BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos) el efecto impositivo, obteniendo el beneficio neto sin tener en cuenta intereses.

A continuación, debemos añadirle las amortizaciones que se han dotado durante el ejercicio, obteniendo el flujo de caja operativo (FCO). La razón de este paso es que no tener en cuenta las amortizaciones, ya que no suponen ningún pago y, por tanto, no hay ninguna variación de fondos.

### Ecuación 6.3: FCO

$$FCO = [BAIT \cdot (1 - T)] + Amortizaciones$$

Una vez tenemos el flujo de caja operativo, debemos restar las necesidades operativas de fondos (NOF) y los gastos de capital (CAPEX).

Obtenemos las necesidades operativas de fondos a través de la variación del capital circulante de la empresa, sin tener en cuenta el efectivo:

$$NOF = \Delta Existencias + \Delta Deudores - \Delta Acreedores$$

Los gastos de capital son aquellos gastos en los que incurre la empresa para mantener o comprar activo no corriente.

### Ecuación 6.4: FCF

$$FCF = [BAIT \cdot (1 - T)] + Amortizaciones - \partial NOF - \partial CAPEX$$

Mientras que un exceso de NOF supone una salida de flujos de caja, si tienen signo negativo significa un incremento del FCF. Las empresas de rápido crecimiento, como son las empresas del sector retail, suelen tener una gran cantidad de NOF y de inversión en activo fijo.

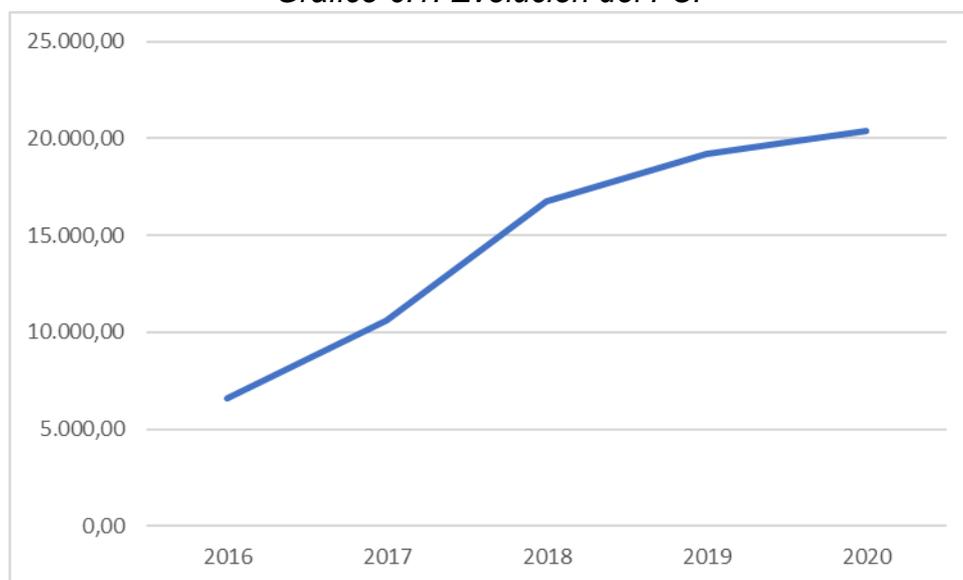
Para emplear correctamente este método, debemos tener en cuenta los flujos de efectivo pasados y ver cómo han ido evolucionando. La Tabla recoge los Free Cash Flow para el ejercicio 2016-2020 con la variación anual porcentual de los FCF para cada periodo.

Tabla 6.2: Cálculo del FCF (millones de euros)

| FCF        | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| FCO        | 7.388,68  | 10.771,02 | 16.354,65 | 19.626,75 | 23.478,91 |
| NOF        | 613,86    | 1272,31   | 2.954,25  | 4.192,50  | 2.784,34  |
| CAPEX      | -1.409,85 | -1.430,78 | -2.551,64 | -4.612,66 | -5.900,18 |
| <b>FCF</b> | 6.592,69  | 10.612,55 | 16.757,26 | 19.206,59 | 20.363,07 |
| Var % FCF  |           | 60,97%    | 57,90%    | 14,62%    | 6,02%     |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters y Analítica Bursátil

Gráfico 6.1: Evolución del FCF



Fuente: Elaboración propia

Podemos observar la tendencia alcista del FCF durante todo el periodo como consecuencia un mayor incremento de los flujos de caja operativo con respecto al crecimiento del CAPEX. El mayor crecimiento se ha producido en los primeros años del periodo. También observamos como los FCF han variado porcentualmente de forma poco regular y el crecimiento porcentual que han experimentado los últimos dos años ha sido menor al que venían presentado los primeros años, siendo el año 2019 el año en el que menos ha crecido el FCF.

Una vez hemos estudiado la tendencia con la que han ido creciendo los FCF hasta el momento actual, comenzamos a pronosticar los distintos escenarios posibles para los flujos en los ejercicios 2021, 2022, 2023. Para los tres escenarios vamos a suponer que la empresa sigue la tendencia alcista que ha ido teniendo estos años, aunque planteamos posibles desviaciones para ver cómo reacciona el valor actual de la empresa antes estos cambios futuros.

### Escenario central

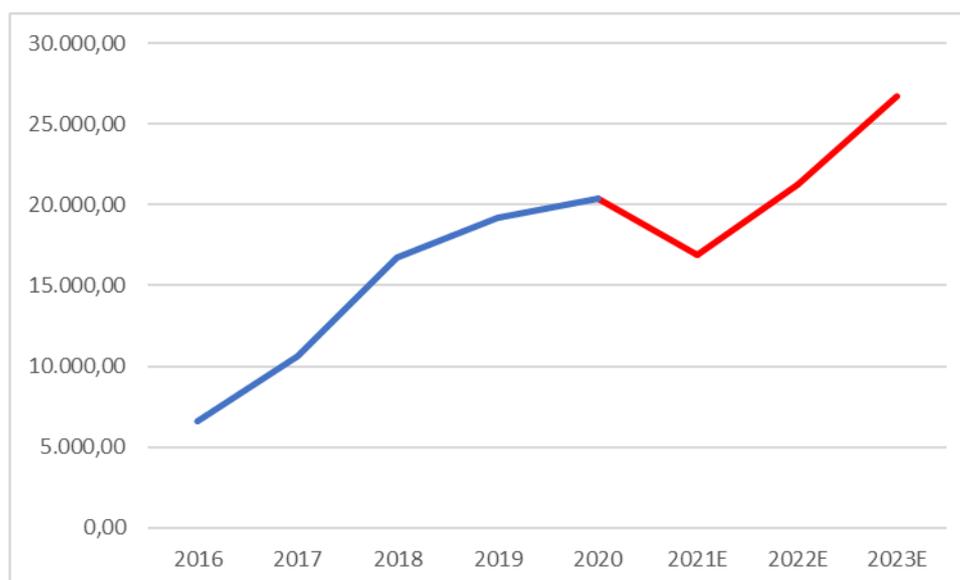
Para este escenario utilizamos el valor de los flujos de caja que proporciona Reuters para 2021, con la intención de utilizar toda la información disponible de la empresa. Además, se ha obtenido el promedio de la variación anual del FCO y CAPEX de los últimos años y se ha supuesto que ese será el valor del crecimiento de las variables para los años 2022 y 2023, obteniendo los siguientes flujos futuros.

*Tabla 6.3: Free cash flow del escenario central (millones de euros)*

| FCF Central | 2020      | 2021E      | 2022E       | 2023E       |
|-------------|-----------|------------|-------------|-------------|
| FCO         | 23.478,91 | 30.132,18  | 40.111,25   | 53.395,14   |
| NOF         | 2.784,34  | 4.509,14   | 7.302,40    | 11.825,99   |
| CAPEX       | -5.900,18 | -17.779,06 | -26157,8311 | -38485,2814 |
| FCF         | 20.363,07 | 16.862,26  | 21.255,82   | 26.735,85   |
| Var % FCF   | 6,02%     | -17,19%    | 26,06%      | 25,78%      |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*

*Gráfico 6.2: Evolución del FCF en escenario central*



*Fuente: Elaboración propia*

### Escenario pesimista

Para obtener el valor de los flujos de caja de 2021 se han vuelto a utilizar los datos de los flujos operativos y gasto de capital que muestra Reuters para dicho periodo, con la intención de utilizar toda la información disponible de la empresa. En este escenario se plantea que, durante los dos próximos años, se va a producir un crecimiento de las variables inferior al crecimiento del escenario central en un 10%. Esta desaceleración del crecimiento es consecuencia de que el crecimiento del flujo operativo se va a ver mermado debido a un descenso de

las exportaciones del país por un endurecimiento de barreras comerciales impuestas a las empresas chinas.

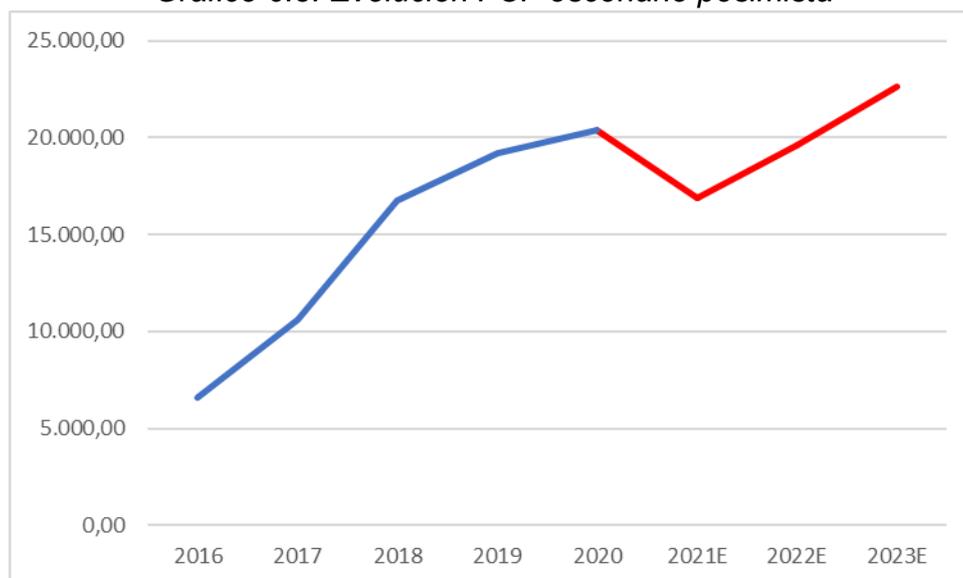
Como consecuencia de la disminución del crecimiento de ventas, el efectivo disponible de la empresa comparado con el escenario central es menor, por lo que también se invierte menos en activo fijo. Este descenso de ventas también produce un descenso de los deudores de la empresa, lo que disminuye el crecimiento de las necesidades operativas de fondos.

*Tabla 6.4: FCF escenario pesimista (millones de euros)*

| <b>FCF Pesimista</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
|----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>FCO</b>           | 23.478,91   | 30.132,18    | 37.098,74    | 45.675,97    |
| <b>NOF</b>           | 2.784,34    | 4.509,14     | 6.851,64     | 80.081,53    |
| <b>CAPEX</b>         | -5.900,18   | -17.779,06   | -24.380,42   | -33.431,51   |
| <b>FCF</b>           | 20.363,07   | 16.862,26    | 19.569,59    | 22.653,31    |
| <b>Var % FCF</b>     | 0,0602      | -17,19%      | 16,06%       | 15,76%       |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters

*Gráfico 6.3: Evolución FCF escenario pesimista*



Fuente: Elaboración propia

### Escenario optimista

En este escenario se vuelven a utilizar para el año 2021 los valores del FCO, NOF y CAPEX que nos proporciona Reuters. He planteado un escenario para los próximos dos años en el que las ventas de la empresa van a crecer como consecuencia de la recuperación del consumo por parte de la población china tras la pandemia, junto a un esfuerzo de China por disminuir los impuestos a las empresas, obtenemos un crecimiento el FCO 10% superior al crecimiento planteado en el escenario central. Este crecimiento de las ventas hace que el efectivo disponible de la empresa aumente y se pueda aumentar el gasto de

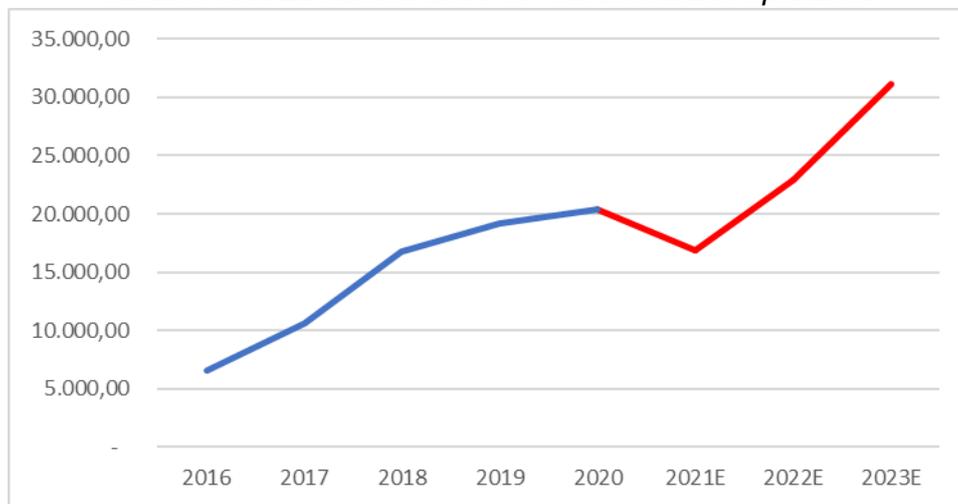
capital y supone también un aumento de los deudores de la empresa, incrementando así las necesidades operativas de fondos. Tanto las NOF como el CAPEX van a tener un incremento del 10% anual para os años 2022 y 2023.

*Tabla 6.5: Free cash flow del escenario optimista (millones de euros)*

| <b>FCF Optimista</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
|----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>FCO</b>           | 23.478,91   | 30.132,18    | 43.125,18    | 61.720,75    |
| <b>NOF</b>           | 2.784,34    | 4.509,14     | 7.753,47     | 13.332,09    |
| <b>CAPEX</b>         | -5.900,18   | -17.779,06   | -27.936,24   | -43.896,21   |
| <b>FCF</b>           | 20.363,07   | 16.862,26    | 22.942,41    | 31.156,64    |
| <b>Var % FCF</b>     | 0,0602      | -17,19%      | 36,06%       | 35,80%       |

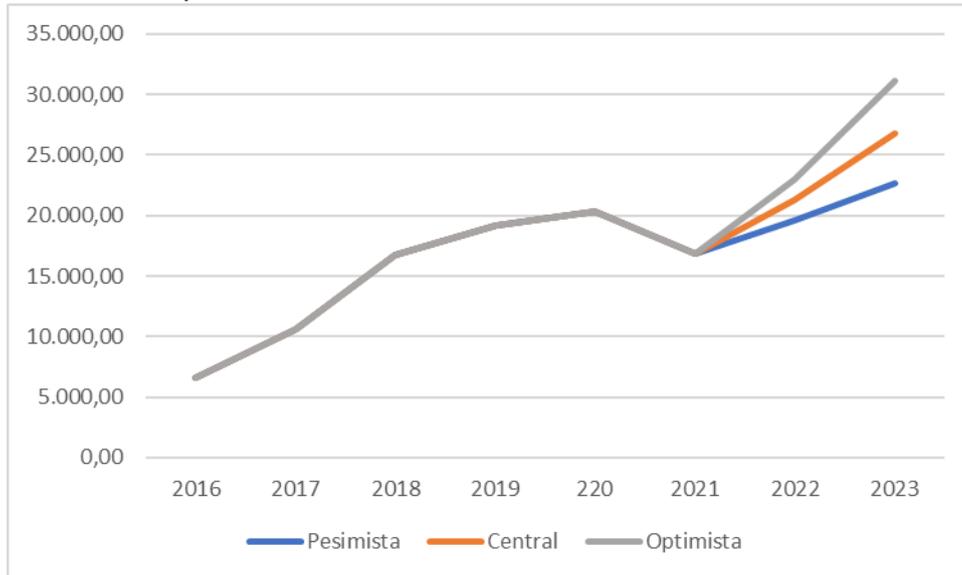
*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*

*Gráfico 6.4: Evolución del FCF en escenario optimista*



*Fuente: Elaboración propia*

**Gráfico 6.5: Comparación de la evolución del FCF en los distintos escenarios**



*Fuente: Elaboración propia*

Una vez tenemos los tres escenarios planteados, al comparar los resultados en una misma gráfica se observa que el punto de partida para los distintos pronósticos es el mismo. Para las tres situaciones, la estimación del año 2021 supone una caída del FCF debido a un mayor crecimiento en los gastos de capital por parte de la empresa. Esto no debe verse como algo negativo, ya que considero que a pesar de que a corto plazo aumenten los flujos de salida de la compañía y el resultado de los FCF sea menor, una mayor inversión en activo fijo supondrá un crecimiento de los beneficios a largo. Para los próximos dos años, en la gráfica se observan las distintas pendientes de la recuperación del crecimiento de los flujos.

### **6.3 El coste de capital medio ponderado (WACC)**

El WACC o coste medio ponderado, es la tasa a la que se descuentan los FCF para obtener el valor de la empresa.

#### **Ecuación 6.5: WACC**

$$WACC = \left( K_d \cdot (1 - T) \cdot \frac{D}{D + E} \right) + \left( K_e \cdot \frac{E}{D + E} \right)$$

Por tanto, para calcular la tasa de descuento WACC se necesitan calcular antes la rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ) y el coste de financiación de la empresa ( $k_d$ )

-Rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ): Para calcularlo, se va utilizar el modelo CAPM, que entiende  $k_e$  como la suma de la rentabilidad libre de riesgo de un país más una prima de riesgo, corregida por un coeficiente de volatilidad beta de la empresa valorada.

### Ecuación 6.6: CAPM

$$k_e = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta$$

Como Alibaba es una empresa china, para la rentabilidad libre de riesgo voy a utilizar la rentabilidad de los bonos en China a 10 años, es el del 3,2%, según la fuente Morningstar.

Para la variable rentabilidad de mercado, he decidido utilizar la rentabilidad anual que ha generado el índice Standard and Poor's 500 (S&P 500) en los últimos años, al ser un índice de referencia del NYSE.

Según Yahoo Finance, la rentabilidad del SP500 estos últimos 10 años es del 14,26%. Como beta de Alibaba, he considerado utilizar la que nos proporciona actualmente Reuters, siendo esta de 0,82.

Por tanto, con los siguientes datos ya podemos obtener la rentabilidad exigida por los accionistas:

*Tabla 6.6: Cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas*

|                                    |               |
|------------------------------------|---------------|
| Rentabilidad bonos China a 10 años | 3,20%         |
| Beta Alibaba                       | 0,82          |
| $E_m$                              | 14,26%        |
| Prima                              | 11,06%        |
| <b><math>k_e</math></b>            | <b>12,27%</b> |

*Fuente: Elaboración propia (fuentes: Morningstar, Reuters, Yahoo Finance)*

-Coste de la financiación de la empresa ( $k_d$ ): Para calcularlo, he optado por dividir los intereses que ha pagado la empresa en 2020 entre la deuda financiera total de la empresa. Todos los datos los he obtenido del informe de resultados de Alibaba de 2020:

### Ecuación 6.7: Coste de deuda

$$\frac{\text{Intereses de deuda}}{\text{Deuda Financiera } cp + \text{Deuda Financiera } lp}$$

*Tabla 6.7: Cálculo del coste de financiación*

|                     |              |
|---------------------|--------------|
| Deuda financiera lp | 15.635,88    |
| Deuda financiera cp | 670,02       |
| Intereses de deuda  | 673,40       |
| <b>kd</b>           | <b>4,13%</b> |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*

-Cálculo del WACC: Tras obtener la rentabilidad exigida por los accionistas y el coste de la deuda, ya se puede proceder al cálculo del coste medio ponderado para el año 2020:

*Tabla 6.8: Cálculo del WACC*

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| Deuda           | 57.516,81    |
| Equity          | 114.354,63   |
| Tipo impositivo | 25%          |
| Ke              | 12,27%       |
| Kd              | 4,13%        |
| <b>WACC</b>     | <b>9,20%</b> |

Fuente: Elaboración propia

El coste medio ponderado incluye tanto el nivel endeudamiento de la empresa y su coste financiero, como el nivel de fondos propios y su coste, así como la tasa impositiva a la que deberá hacer frente la empresa. Por tanto, se tienen en cuenta todas las fuentes de recursos de la empresa, tanto ajenas como propias.

A la hora de pronosticar los escenarios futuros, en el caso del escenario central se plantea un crecimiento de la tasa WACC de 10% anual. Este crecimiento es consecuencia del crecimiento de la rentabilidad del mercado y de un incremento de la rentabilidad que ofrecen los bonos chinos.

Para el escenario pesimista se plantea un incremento de las WACC del 15% anual, como consecuencia de un aumento del endeudamiento de la empresa para financiar algún imprevisto que ha tenido la empresa

Lo contrario ocurre en el escenario optimista, donde se produce un crecimiento menor, al escenario central gracias al esfuerzo de China por bajar los impuestos, junto a un incremento de los fondos propios de la empresa, obteniendo por todo esto un crecimiento anual de la tasa WACC del 5%.

*Tabla 6.9: Evolución de la tasa WACC para los distintos escenarios*

| WACC             | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>Pesimista</b> | 9,20% | 10,58% | 12,17% | 13,99% |
| <b>Central</b>   | 9,20% | 10,12% | 11,13% | 12,25% |
| <b>Optimista</b> | 9,20% | 9,66%  | 10,14% | 9,64%  |

Fuente: Elaboración propia

## 6.4 Valor Residual

El Valor Residual en el momento  $n$  de la empresa es el importe que se espera obtener por la venta de sus activos en ese año, una vez se han deducidos los costes que suponen esa venta.

Este proceso considera que a partir del último flujo calculado en el año  $n$ , los flujos que se generen a continuación crecerán de forma indefinida a una tasa de crecimiento constante ( $g$ ). Para actualizar esos flujos hasta el momento  $n$ , se debe aplicar la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante (Fernández, 2008)

### Ecuación 6.8: Valor Residual

$$VR_N = \frac{FC_N \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Para la obtención del VR, voy a establecer la condición de que la tasa de crecimiento constante de los flujos ( $g$ ) no puede ser superior al coste medio ponderado, ya que obtendremos un VR negativo.

#### Escenario pesimista

Para este escenario he decidido utilizar una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) del 2%, algo inferior al crecimiento del PIB de China de 2020, siendo este de un 2,3%.

Tabla 6.10: VR pesimista (millones de euros)

| Pesimista             |                   |
|-----------------------|-------------------|
| FCF <sub>3</sub>      | 22.653,31         |
| WACC                  | 13,99%            |
| g                     | 2%                |
| <b>Valor Residual</b> | <b>192.670,46</b> |

*Fuente: Elaboración propia*

#### Escenario central

He decidido basarme en el crecimiento medio del PIB de China de los últimos 10 años del 7% como tasa de crecimiento constante para el escenario neutral, intentando ser lo más objetivo posible.

Tabla 6.11: VR neutral (millones de euros)

| Central               |                   |
|-----------------------|-------------------|
| FCF <sub>3</sub>      | 26.735,85         |
| WACC                  | 12,25%            |
| g                     | 7%                |
| <b>Valor Residual</b> | <b>545.342,39</b> |

*Fuente: Elaboración propia*

### Escenario optimista

En este pronóstico considero que la tasa de crecimiento anual de los flujos va a ser de un 8,1%, basándose en las expectativas de crecimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el año 2021, que para incentivar la demanda se espera un aumento de la inversión pública y un respaldo de liquidez por parte del Banco Central, junto a la recuperación de la economía a nivel mundial tras la pandemia.

Tabla 6.12: VR optimista (millones de euros)

| Optimista             |                     |
|-----------------------|---------------------|
| FCF <sub>3</sub>      | 31.156,64           |
| WACC                  | 9,64%               |
| g                     | 8,1%                |
| <b>Valor Residual</b> | <b>2.192.313,92</b> |

Fuente: Elaboración propia

### 6.5 Valor Actual de la empresa

Una vez se han obtenido los pronósticos de los flujos de caja, las tasas de descuento y los valores residuales que tendría la empresa en los distintos escenarios, su puede conocer el valor actual de la empresa en cada escenario y plantear así el intervalo en el que puede situarse el valor intrínseco de la empresa. La Tabla 6.13, muestra el valor actual de todos los FCF de la empresa y su valor residual. La suma de estos valores nos permite obtener el valor de la empresa en cada escenario. La Tabla 6.14 muestra el valor por acción de la empresa.

Tabla 6.13: Valor actual de los flujos en los distintos escenarios  
(millones de euros)

| Escenarios       | VA FCF <sub>1</sub> | VA FCF <sub>2</sub> | VA FCF <sub>3</sub> | VA VR        | VALOR EMPRESA       |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------|---------------------|
| <b>Pesimista</b> | 15.252,10           | 15.561,68           | 15.305,78           | 130.178,47   | <b>176.298,02</b>   |
| <b>Central</b>   | 15.315,68           | 17.218,24           | 22.047,34           | 385.900,16   | <b>440.481,42</b>   |
| <b>Optimista</b> | 15.379,80           | 18.919,04           | 23.012,68           | 1.619.270,36 | <b>1.676.581,88</b> |

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6.14: Valor de la empresa por acción en los distintos escenarios

| Valor Intrínseco        | Valor de la empresa por acción (€) |
|-------------------------|------------------------------------|
| <b>Pesimista</b>        | 8,13 €                             |
| <b>Central</b>          | 20,31 €                            |
| <b>Optimista</b>        | 77,30 €                            |
| <b>Valor de mercado</b> | 22,05 €                            |

Fuente: Elaboración propia

Una vez hemos obtenido el valor de la empresa y el valor de la empresa por acción de los distintos escenarios por el método de descuento de flujos, a través del FCF y la tasa WACC, se ha creado un intervalo de valores donde puede encontrarse el valor intrínseco de la empresa.

Mediante el FCF obtenemos el valor de la empresa. Con este método no se está valorando las acciones de la compañía, si no la empresa en su conjunto. Por esa razón, a la hora de comparar los resultados obtenidos en nuestro análisis, se utilizará el valor de capitalización bursátil de la empresa y se dividirá entre el número de acciones en circulación. No hay que utilizar el FCF para obtener el valor de las acciones de una empresa, ya que para dicho fin se debe aplicar el CFacc como flujo y la rentabilidad exigida por los accionistas como tasa de descuento.

La capitalización bursátil de la empresa es de 469.918,10 millones de euros. Si dividimos este valor entre el número de acciones en circulación de la empresa (21.688,95 millones), la empresa tiene un valor por acción de 22,05 €.

Observamos como el valor de mercado por acción que tiene actualmente la empresa está muy próximo a los 20,26€ que se han obtenido en el escenario central, mientras los valores de los escenarios pesimista y optimista están muy alejados de esos dos valores.

Durante el proceso de valoración se puede apreciar como el resultado final que se obtenga va a depender del valor que toman ciertas variables, principalmente del Valor Residual, que a su vez y este a su vez varía bastante ante modificaciones en la tasa de descuento y la tasa de crecimiento constante que, a su vez, dependen mucho de las variables que se han decidido tomar.

Modificando las variables que intervienen en la valoración, observamos que el valor final cambia considerablemente. Si la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento es muy pequeña, como es el caso del escenario optimista, el valor residual que obtenemos puede volverse excesivamente superior al resto de escenarios y si llegase a ser mayor la tasa de crecimiento perpetuo que la tasa de descuento, se obtendría un valor residual negativo. Por el contrario, si hay bastante diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento, como el caso del escenario pesimistas, el valor residual que se obtiene de la empresa es bastante inferior al resto de escenario.

Por tanto, es un modelo que requiere muchas tomas de decisiones en un entorno con mucha incertidumbre y es muy posible que se encuentren errores durante el proceso que puedan acabar afectando notablemente al resultado final.

## 6. Conclusiones

Una vez se han desarrollado todos los métodos de valoración del trabajo y comprobado que todos los modelos presentan limitaciones a la hora de ejecutarse, podemos decir que no existe un único método adecuado para obtener el valor intrínseco.

El método de valor contable o valor en libros obtiene el valor intrínseco a través de los fondos propios de la empresa. La empresa ha experimentado un buen ritmo en el crecimiento de sus fondos propios durante el periodo del análisis (años 2016-2020), siendo bastante superiores a los pasivos exigibles de la empresa. También observamos que el principal inconveniente de estos métodos es que el uso de información exclusivamente contable hace que exista gran diferencia entre el valor contable por acción, que tiene en cuenta la información histórica de la estructura económico-financiera de la empresa pero no tiene en cuenta ni las expectativas de futuro, ni el comportamiento del sector.

A través de los modelos de valoración por múltiplos o comparables se comprobó cómo es la situación de la empresa con respecto a sus principales competidores: Amazon, Tencent y JD. El valor del ratio PER de la empresa es muy volátil durante todo el periodo y existen factores que alteran el resultado, como las expectativas de los beneficios futuros, que aumentan el precio de mercado. Tras calcular el PER medio del sector pudimos observar cómo en cada año el valor del ratio era ligeramente inferior al valor promedio de la muestra, pero también pudimos comprobar inconvenientes de este ratio, ya que no pudimos aplicarlos en alguna compañía en ciertos periodos ya que presentaba beneficios negativos.

Respecto al múltiplo de ventas pudimos volver a comprobar como las expectativas de futuro respecto a las ventas de Alibaba pueden alterar el resultado al incrementar el precio, siendo la empresa de la muestra con mayor volatilidad en el resultado. A diferencia del PER, el precio sobre ventas presentaba la ventaja de que nos ofrece valores positivos en todo momento.

Finalmente, hemos obtenido un intervalo en el que situar el valor intrínseco de la empresa mediante el modelo de descuento de flujos de caja, basándonos en las expectativas de los flujos de efectivo que generará la empresa en el futuro. Para este modelo, el resultado del escenario central se acerca bastante al valor de mercado de la empresa. Un inconveniente de este método es el cambio que obtiene el valor intrínseco de la empresa ante pequeños cambios en el valor de alguna de las variables o estimarlas con error. Además, se observa que el valor intrínseco de la empresa es muy sensible a la estimación del valor residual. Este valor residual, a su vez, depende de las estimaciones que hagamos para la tasa de descuento y la tasa de crecimiento constante. Además, en empresas como Alibaba, cuyos resultados presentan un alto crecimiento y que tiene una alta inversión en activo fijo es complicado estimar correctamente cuales van a ser los flujos de efectivo futuros de la empresa. Por tanto, este tipo de métodos presentan inconvenientes a la hora de estimar el valor intrínseco de la empresa.

En relación con lo expuesto, la conclusión final que nos deja este trabajo es la inexistencia de un único método aplicable para la valoración de todas las empresas. Todos los métodos presentan limitaciones a la hora de aplicarlos a la práctica y todos ofrecen información de la empresa. Además, se recomienda no tener en cuenta únicamente los valores obtenidos en el resultado final, ya que durante el desarrollo de todo el análisis hemos podido comprobar la cantidad de información que se recoge sobre la empresa que se está valorando y que puede contener errores que alteren el resultado. También es recomendable para los métodos dinámicos, la creación de distintos escenarios para obtener distintos valores entre los que se puede encontrar el valor intrínseco de la empresa

La finalidad de la valoración de empresas es obtener información que nos permita tomar mejores decisiones. Por tanto, se recomienda el uso de varios métodos que ofrezcan al análisis la mayor cantidad de información y le permitan aproximar con la mayor fiabilidad posible los resultados obtenidos al valor intrínseco.

## 8. Bibliografía

- Damoradan A. (2002): Investment Valuation. Second edition
- Damoradan A. (2013): Living with Noise: Valuation and Investing in the fase of Uncertainly
- Fernández P. (2008): Métodos de valoración de empresas. IESE Universidad de Navarra
- Fernández P. (2013): Company Valuation and Common Sense. 6º Edición. IESE Universidad de Navarra
- Fernández P. (2019): Company valuation methods IESE Universidad de Navarra
- Goedhart M., Koller T., Wessels D. (2005): The right role for multiples in valuation

### Fuentes de datos

- Alibaba FY 2020 Annual Report. Disponible en <https://www.alibabagroup.com/en/ir/reports>
- <https://www.reuters.com/>
- <https://es.finance.yahoo.com/>
- <https://es.investing.com/>
- <https://analiticabursatil.es/>

### Recursos electrónicos

- López P. (2017): Aspectos Prácticos Esenciales en la Valoración de Empresas. Disponible en <http://pascuallopez.blogcanalprofesional.es/aspectos-practicos-esenciales-en-la-valoracion-de-empresas/>
- Hernández L. (2021) Valorando una empresa por Descuento de Flujos de Caja. Disponible en <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3170748-valorando-empresa-por-descuento-flujos-caja-dfc>
- Mascareñas J. (2001) Métodos de valoración de empresas de Internet. Disponible en <http://www.juanmascarenas.eu/temas/puntocom.pdf>
- Admiral markets (2021): ¿Momento para invertir en Alibaba? Disponible en <https://admiralmarkets.com/es/education/articles/shares/invertir-en-alibaba>
- Morningstar (2021) ETF Bonos China. Disponible en <https://www.morningstar.es/es/news/209258/etf-de-bonos-chinos.aspx#:~:text=El%20rendimiento%20de%20un%20bono,con%20una%20calificaci%C3%B3n%20de%20A%2B>.
- MarketWatch (2014): Cuidado: La OPI de Alibaba no está realmente vendiendo Alibaba. Disponible en

<https://www.marketwatch.com/story/beware-alibaba-ipo-isnt-really-selling-alibaba-2014-05-07>

- R.A.E: Significado de valor. Disponible en <https://dle.rae.es/valor>
- Valenciaplaza (2020): La importancia de la doble cotización en Hong Kong y Estados Unidos: Disponible en <https://valenciaplaza.com/doble-cotizacion-hong-kong-wall-street>
- CincoDías: EE. UU. podrá excluir de Wall Street a las empresas chinas que no cumplan los requisitos de auditoria. Disponible en [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/12/03/mercados/1606990277\\_284653.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/12/03/mercados/1606990277_284653.html)
- El País (2021): La economía china consolida su recuperación de la crisis con un crecimiento del PIB del 18,3%. Disponible en <https://elpais.com/economia/2021-04-16/la-economia-china-consolida-su-recuperacion-de-la-crisis-con-un-crecimiento-interanual-del-183.html>

## 9. Anexo

### Anexo I: Cálculo del PER individual de las empresas competidoras

*Tabla: Cálculo del PER de Amazon*

| <b>Amazon</b>     | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cotización</b> | 749,87      | 1169,47     | 1501,97     | 1847,84     | 3256,93     |
| <b>BPA</b>        | 4,9         | 6,15        | 20,15       | 22,99       | 41,83       |
| <b>PER</b>        | 153,034694  | 190,157724  | 74,5394541  | 80,3758156  | 77,8611045  |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*

*Tabla: Cálculo del PER de JD*

| <b>JD</b>         | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cotización</b> | 21,3696     | 34,7928     | 17,5812     | 29,5932     | 73,836      |
| <b>BPA</b>        | -0,39       | -0,02       | -0,87       | 3,19        | 4,23        |
| <b>PER</b>        | -54,7938462 | -1739,64    | -20,2082759 | 9,2768652   | 17,4404762  |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*

*Tabla: Cálculo del PER de Tencent*

| <b>Tencent</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cotización</b> | 24,661      | 52,78       | 40,3        | 50,7        | 73,32       |
| <b>BPA</b>        | 0,546       | 0,9324      | 1,0416      | 1,176       | 2,87        |
| <b>PER</b>        | 45,1666667  | 56,6066066  | 38,6904762  | 43,1122449  | 25,5434783  |

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters*