



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en FBS

**Valoración de Louis Vuitton
Moët Hennesy**

Presentado por:

Sara Antolín Chico

Tutelado por

Félix J. López Iturriaga

Valladolid, 18 de octubre de 2021

RESUMEN

La inestabilidad inherente al panorama socioeconómico actual hace considerar la valoración de empresas como una gran herramienta que permite mitigar tal incertidumbre, favoreciendo de esta forma la toma de decisiones óptimas en un entorno de riesgo. Así, el objetivo del presente trabajo es elaborar un informe de valoración de la compañía Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) con objeto de determinar su valor y estar en disposición de emitir una recomendación de posición. Para ello se ha procedido a aplicar diversos métodos de valoración, entre los que cabe destacar los múltiplos comparables, el descuento de dividendos, de beneficios y; por último, el descuento de flujos de caja. En cada uno de estos métodos se han realizado una serie de supuestos tales como la constancia de los flujos, el crecimiento regular de los mismos o bien, su crecimiento irregular. Se ha podido observar que la compañía, de conformidad con la mayoría de los métodos empleados, se halla infravalorada; esto es, el valor de la misma es mayor que el precio de mercado; por lo que la recomendación a emitir sería una posición larga o la compra de acciones de LVMH.

Palabras clave: valoración de empresas, LVMH, múltiplos comparables, flujos de caja.

Código JEL: G12

ABSTRACT

The inherent instability of the current socioeconomic panorama makes the valuation of companies considered a great tool that allows to mitigate such uncertainty, thus favoring optimal decision-making in a risky environment. Thus, the objective of this work is to prepare a valuation report for the company Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) in order to determine its value and be in a position to issue a position recommendation. To do this, various valuation methods have been applied, among which the comparable multiples, the discount of dividends, benefits and; finally, the discount of cash flows. In each of these methods, a series of assumptions have been made, such as the constancy of the flows, their regular growth, or their irregular growth. It has been observed that the

company, according to most of the methods used, is undervalued; that is, its value is greater than the market price; so the recommendation to be issued would be a long position or the purchase of LVMH shares.

Keywords: company valuation, LVMH, comparable multiples, cash flows.

JEL code: G12

ESTRUCTURA DE LA EXPOSICIÓN

| | |
|---|---------------|
| ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS | - 4 - |
| CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN | - 6 - |
| 1.1. Objetivos y metodología de la investigación | - 7 - |
| 1.2. Estructura del trabajo | - 8 - |
| CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO | - 8 - |
| 2.1. La valoración de empresas. Valor vs. precio | - 8 - |
| 2.2. Los objetivos de la valoración de empresas..... | - 9 - |
| 2.3. Clasificación métodos de valoración | - 10 - |
| 2.3.1. Métodos basados en el balance o valor patrimonial | - 10 - |
| 2.3.1.1. Valor contable | - 11 - |
| 2.3.1.2. Valor contable ajustado | - 11 - |
| 2.3.1.3. Valor de liquidación | - 11 - |
| 2.3.1.4. Valor sustancial..... | - 12 - |
| 2.3.2. Métodos de valoración por múltiplos | - 12 - |
| 2.3.3. Métodos basados en el descuento de capitales..... | - 15 - |
| 2.3.3.1. Descuento de beneficios | - 15 - |
| 2.3.3.2. Descuento de dividendos | - 16 - |
| 2.3.3.3. Descuento de flujos de tesorería..... | - 17 - |
| 3. CAPÍTULO III: INTRODUCCIÓN A LVMH | - 23 - |
| 3.1. Análisis del sector | - 23 - |
| 3.2. LVMH en profundidad | - 27 - |
| CAPÍTULO IV: VALORACIÓN DE LVMH | - 32 - |
| 4.1. Valoración a través de múltiplos comparables | - 32 - |
| 4.1.1. Ratio de valoración..... | - 33 - |
| 4.1.2. PER | - 33 - |
| 4.1.3. Múltiplo de ventas..... | - 35 - |
| 4.1.4. Múltiplo EBITDA | - 36 - |
| 4.2. Valoración a través de descuento de flujos | - 36 - |
| 4.2.1. Descuento de beneficios | - 37 - |
| 4.2.2. Descuento de dividendos | - 39 - |
| 4.2.3. Descuento de flujos de caja..... | - 41 - |
| 4.2.3.1. Cálculo del FCF y del CFac históricos | - 42 - |
| 4.2.3.2. Tasas de crecimiento..... | - 43 - |
| 4.2.3.3. Valor intrínseco por acción de LVMH..... | - 44 - |
| CAPÍTULO V: CONCLUSIONES ALCANZADAS | - 45 - |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | - 48 - |
| ANEXOS | - 50 - |

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Tabla 2.1. Free Cash Flow..... | 19 |
| Tabla 2.2. Cash Flow para los accionistas..... | 21 |
| Gráfico 3.1. Ingresos de las compañías del sector de lujo..... | 24 |
| Ilustración 3.2. El sector de lujo ante la crisis del coronavirus..... | 26 |
| Tabla 3.3. Beneficio neto LVMH por región..... | 29 |
| Gráfico 3.4. Beneficios, puntos físicos y trabajadores por área geográfica..... | 29 |
| Gráfico 3.4. Ingresos LVMH por segmento de actividad..... | 30 |
| Gráfico 3.5. Cotización histórica LVMH..... | 31 |
| Tabla 4.1. Ratio de valoración..... | 33 |
| Tabla 4.2. PER..... | 34 |
| Tabla 4.3. Descomposición del PER..... | 34 |
| Tabla 4.4. Múltiplo de ventas..... | 36 |
| Tabla 4.5. Múltiplo EBITDA..... | 36 |
| Tabla 4.6. Coste de los recursos propios..... | 37 |
| Tabla 4.7. Estimaciones de beneficio LVMH..... | 37 |
| Tabla 4.8. Valor intrínseco LVMH con beneficio constante..... | 38 |
| Tabla 4.9. Valor intrínseco LVMH con beneficio creciente a perpetuidad..... | 39 |
| Tabla 4.10. Payout histórico..... | 39 |
| Tabla 4.11. Estimaciones dividendos LVMH..... | 40 |
| Tabla 4.12. Valor intrínseco LVMH con dividendo constante..... | 40 |
| Tabla 4.13. FCF y CFac históricos | 42 |
| Tabla 4.14. Componentes CFac y tasas de variación..... | 44 |
| Tabla 4.15. Estimaciones CFac..... | 44 |

Tabla 4.16. Valor intrínseco LVMH mediante descuento CFac.....45

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

Según Damodaran (2002), todos los activos, al margen de su naturaleza, tienen un valor; siendo tal valor, así como sus fuentes (conocidas como *value drivers*), las claves para invertir con éxito y gestionar dichos activos.

Si bien cualquier activo es susceptible de valoración, en el presente trabajo nos centraremos en la valoración de empresas. Tal elección se justifica considerando que en el panorama socioeconómico en el que nos encontramos, caracterizado por su volatilidad e inestabilidad, obtener el valor de una empresa resulta de fundamental relevancia a la hora de tomar decisiones sobre su plan de negocio y su estrategia que permitan el buen desarrollo de la compañía a corto, medio y largo plazo.

Como explica Damodaran (2002), resulta de vital importancia conocer cuáles son los *value drivers* a considerar para valorar una empresa en concreto. Se podría considerar de esta forma que la valoración de una empresa es análoga a una valoración de un paciente por parte de un médico, dado que se deben tener en cuenta todas y cada una de las características y circunstancias particulares del paciente en concreto de cara a poder tomar las medidas adecuadas para tal individuo en concreto.

Particularmente, la decisión de realizar una valoración de la empresa LVMH viene justificada por la especificidad del sector al que pertenece la misma, las dimensiones y potencial, el carácter internacional de sus operaciones así como su representatividad dentro del panorama empresarial mundial y, por añadidura, un interés personal por la compañía y las marcas que engloba.

Desde un punto de vista personal, siempre me he sentido atraída por el mundo de las finanzas; sin embargo, ha sido en el cuarto curso del grado de Finanzas, Banca y Seguros en el que he podido descubrir el arte de la valoración de empresas, comenzando con la asignatura de Inversiones Financieras y, de forma más detallada, la materia de Valoración de Empresas y Banca de Negocios. Dichas materias me han permitido desarrollar una serie de conocimientos acerca de la valoración, conocimientos que he querido ampliar y profundizar de forma más minuciosa mediante la realización del presente trabajo.

1.1. Objetivos y metodología de la investigación

El objetivo del presente trabajo consiste en emitir una valoración sobre la compañía LVMH a través de la utilización de diferentes métodos de valoración que permitan obtener el valor intrínseco de la misma y, de esta forma, estar en disposición de emitir una recomendación de posición frente al mercado.

De forma complementaria a este objetivo principal se presentan una serie de objetivos específicos. El primero de ellos se centra en el estudio y la revisión de diversas técnicas de valoración de empresas así como la literatura más destacada de las mismas, haciendo hincapié en el descuento de flujos de caja como uno de los métodos más relevantes. El segundo de los objetivos específicos se concreta en un estudio del desarrollo del sector de lujo, señalando sus principales peculiaridades y la forma en la que éste afronta las diferentes crisis que se han producido a lo largo del tiempo así como las estrategias adoptadas por el mismo de cara a superarlas. Como último objetivo específico, se encuentra el estudio de la compañía a valorar, sus principales características, particularidades y ventajas competitivas, siendo tal análisis uno de los pasos críticos e indispensables para la valoración de cualquier empresa.

La metodología ha sido de carácter inductivo dado que, en primera instancia, se ha procedido a recoger los datos necesarios para, de forma posterior, analizarlos, contrastarlos y, por último, aplicarlos según los distintos métodos de valoración de empresas para poder así extraer conclusiones.

El enfoque de la investigación efectuada ha sido mixto ya que, en primer lugar, se han analizado diversos métodos de valoración sobre los que se ha presentado la literatura fundamental, lo que constituye una investigación basada en la revisión bibliográfica de los principales autores pertenecientes a esta disciplina para la que se han empleado materiales disponibles en la biblioteca de la Universidad de Valladolid así como artículos de Google Académico, Dianlet, Eumed, Cervantes Virtual, NBER y Redalyc. Por otra parte, como estudio de carácter empírico, se ha procedido a efectuar la valoración de la empresa LVMH. Para ello se han empleado cuatro bases de datos fundamentales: Orbis, Investing, Expansión y la propia página web corporativa de la compañía; fuentes de las que se han extraído los datos más recientes de la empresa y que ponen de manifiesto las discrepancias que pueden existir a la hora de plasmar la

contabilidad de la misma. Estos datos han sido tratados a través de la herramienta Excel, que facilita la aplicación de los detalles y peculiaridades de cada uno de los métodos de valoración utilizados en el trabajo.

1.2. Estructura del trabajo

La estructura de este trabajo consta de cinco secciones: una introducción, la cual comprende el primer capítulo, que es completada con otros cuatro capítulos, las referencias bibliográficas y los anexos. En el segundo capítulo se analiza el marco teórico de la valoración de empresas, resaltando los objetivos principales de esta, su importancia, así como diferentes métodos de valoración. En el tercer capítulo se procede a introducir la compañía LVMH mediante un análisis decreciente, partiendo de un marco global hasta, pasando por el sector de lujo, alcanzar la compañía objeto de estudio. En el cuarto capítulo se desarrolla la parte empírica, con la fuente de datos utilizada para la aplicación de las técnicas e hipótesis consideradas oportunas. En el último capítulo, se muestran las conclusiones alcanzadas en el desarrollo del trabajo. Por último, se presentan las correspondientes referencias bibliográficas y anexos.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1. La valoración de empresas. Valor vs. precio.

Históricamente, la valoración empresarial ha carecido de la credibilidad necesaria para otorgarle un reconocimiento suficiente en el ámbito de las finanzas, a pesar de los fundamentos teóricos sobre los que descansa así como las aportaciones realizadas por muchos autores relevantes (Adserà y Viñolas, 2003). De hecho, casi automáticamente, cuando uno piensa en la valoración de una empresa o, como se ha mencionado previamente, de cualquier activo susceptible de valoración, se llega a la conclusión de que sólo se trata del precio que el comprador paga al vendedor por el artículo objeto de negociación.

Sin embargo, esta es una discusión que va más allá y requiere de muchas matizaciones. Según Mellado (1998); la valoración de empresas se articula como un procedimiento de asignación de un valor una vez realizadas distintas hipótesis considerando los objetivos que se pretendan alcanzar en tal asignación y a

través de unos métodos que descansan sobre información de carácter técnico y económico. Se trata de un procedimiento cuya importancia reside principalmente en la inexistencia de un mercado de empresas que presente todas las condiciones de la competencia perfecta.

Así pues, el valor de un activo no es un concepto subjetivo y abstracto, una opinión propia de cada uno de los involucrados en una transacción en función de la utilidad que les brinda, el coste en el que se incurre para obtener tal activo así como su escasez, esto es, el número de productos sustitutivos de tal activo (Rojo Ramírez y Labatut Serer, 2018).

Sin embargo, existe cierta tendencia a confundir el concepto de valor con el de precio. Para clarificar tal confusión, recogemos las palabras de Pablo Fernández (Fernández, 2012, p. 28): “el precio es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa”. Tal divergencia implica que un activo puede tener mucho valor para un individuo pero no para el conjunto de la sociedad, por lo que su precio de mercado sería inferior; o viceversa.

Definido el concepto de valoración de empresas y aclarada la diferencia entre el valor y el precio, cabe preguntarse cuáles son los objetivos que persigue la valoración de una empresa, objetivos que se detallarán en el siguiente apartado.

2.2. Los objetivos de la valoración de empresas

Según Fernández (2012) los objetivos de la valoración de las empresas son muy diversos y tienen diversas vertientes. La primera de ellas es la relacionada con las operaciones de compra-venta, dado que la valoración permite conocer al comprador y al vendedor los precios máximos y mínimos, respectivamente, a los que deberían operar. En segundo lugar, la valoración posibilita, en el caso de las compañías cotizadas en bolsa, realizar una comparación entre el valor y el precio de mercado de cara a tomar las decisiones de inversión óptimas y más adecuadas para la estrategia de la empresa. Para el caso de compañías no cotizadas, la valoración de la misma permite dar un precio de referencia al que se deberían ofrecer las acciones al público como paso previo a realizar la oferta de venta. Asimismo, este procedimiento facilita, en el caso de las herencias y testamentos, contrastar el valor de las acciones con el de otros bienes incluidos

en tal herencia. Además, a través de ella es posible identificar cuáles son los *value drivers* o impulsores de valor de la empresa de cara a estipular una planificación estratégica óptima en lo referente a los productos, líneas o países en los que operar, o bien decisiones relativas a la venta de la empresa, su crecimiento o fusión con otras empresas, etc. Por último; cabe mencionar, dada la importancia en la actualidad del buen gobierno de la empresa y de la Responsabilidad Social Corporativa, que la valoración de empresas hace posible cuantificar el valor generado atribuible directamente a los directivos de las mismas y, de esta forma, establecer la retribución más adecuada.

Expuesto lo anterior, es posible deducir que la valoración de empresas tiene como objetivo general conocer el valor de la misma así como los impulsores de ese valor con el fin de tomar las decisiones de inversión o desinversión óptimas tanto por parte de los directivos de la empresa como por parte de los inversores individuales interesados en ella.

2.3. Clasificación métodos de valoración

2.3.1. Métodos basados en el balance o valor patrimonial

Los métodos de valoración basados en el balance, también conocidos como métodos analíticos, métodos de valoración patrimoniales o métodos estáticos constituyen la técnica tradicional para la valoración de empresas al ser los métodos más inmediatos basados en el sistema contable que los soporta. Estos métodos consideran a la empresa como una unión de elementos financiados bien mediante recursos propios o ajenos y; por ende, el valor de la misma puede ser la suma de los distintos elementos que la componen (Rojo Ramírez y Labatut Serer, 2018).

Se trata de métodos de carácter estático, que no tienen en cuenta la evolución de la empresa en el tiempo, el principio financiero del valor temporal del dinero y otros factores que pueden influir directamente a la empresa como la coyuntura económica, la evolución del sector, ni factores dentro de la propia empresa como pueden ser su estilo de organización, sus recursos humanos, contratos, etc (Fernández, 2012).

Son pues métodos que deberían aplicarse, dados los inconvenientes que plantean, en situaciones muy concretas. En este sentido, Rojo Ramírez y Labatut Serer (2018), plantean su utilización en los siguientes casos:

- Negocios que se hallen en procesos de liquidación o que presenten resultados negativos.
- Empresas en las que resulte muy laborioso realizar proyecciones a futuro de los estados financieros.
- Negocios que cuenten con activos fijos muy relevantes.
- Pequeños negocios, valoración que debería ir acompañada con otro tipo de método.

Fernández (2012) plantea como fundamentales dentro de los métodos de valoración basados en el balance los presentados a continuación:

2.3.1.1. Valor contable

Es el valor de los recursos propios de la empresa, valor que coincide con la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, esto es, el remanente de los bienes y derechos de la empresa sobre las deudas contraídas con terceros.

2.3.1.2. Valor contable ajustado

Este método tiene por objeto acercar el valor contable al valor de mercado realizando los ajustes oportunos a los datos de balance, ajustes que pueden ser, por ejemplo, una revalorización de los terrenos, mercaderías deterioradas, deudas incobrables... Una vez efectuados tales ajustes, se obtendría el valor patrimonial de la empresa corregido, que es el mismo cálculo que en el método anterior, con la excepción de que las partidas estarían ajustadas a su valor de mercado. A pesar de estas correcciones, persisten algunos problemas de los mencionados anteriormente pues sigue sin tenerse en cuenta la evolución futura de la empresa y otros riesgos inherentes como pueden ser el sector, la economía, etc.

2.3.1.3. Valor de liquidación

Es el valor de la empresa en el caso de que se produzca una liquidación, esto es, se produzca la venta de los activos y la cancelación de las deudas. Tal valor se calcula deduciendo del valor contable ajustado obtenido anteriormente los gastos propios de una liquidación tales como las indemnizaciones a empleados,

gastos judiciales, fiscales y otros gastos inherentes a la liquidación de una empresa

2.3.1.4. *Valor sustancial*

El valor sustancial considera la inversión que debería realizarse para conformar una empresa con idénticas características que la que es objeto de valoración. Parte, a diferencia del modelo anterior, del supuesto de la continuidad en el tiempo de la empresa.

El valor sustancial puede ser de tres tipos:

- Valor sustancial bruto: Activos totales necesarios ajustados a valores de mercado.
- Valor sustancial neto: valor sustancial bruto menos el pasivo exigible (suponemos que el valor contable de la deuda coincide con el valor de mercado)
- Valor sustancial bruto reducido: Valor sustancial bruto deducida la deuda sin coste o financiación espontánea (básicamente proveedores, deuda comercial sin coste, remuneraciones pendientes de pago)

2.3.2. Métodos de valoración por múltiplos

El modelo de los múltiplos comparables basa su metodología en la valoración de una empresa por analogía con el valor de otras compañías comparables. Consiste en seleccionar distintas compañías cotizadas susceptibles de ser consideradas comparables a la empresa objeto de valoración para, posteriormente, calcular ratios que pongan de manifiesto la relación funcional existente entre el valor de estas empresas y alguna magnitud de sus resultados financieros (Badenes, Santos y Fernández, 1999)

Así pues, la cuestión fundamental en este modelo reside en la selección de las compañías comparables. En este sentido, Badenes et al. (1999) consideran los siguientes factores como los más relevantes de cara a su elección:

- Han de ser sociedades cotizadas.
- Deben dedicarse a la misma actividad que la actividad que la empresa objeto de estudio, presentar el mismo mix de negocio, una posición

competitiva semejante, ostentar un tamaño similar y operar en la misma área geográfica.

- Tener unas proyecciones de crecimiento de los rendimientos similares
- Contar con una dirección de categoría equivalente.
- Presentar el mismo nivel de integración vertical.
- Alcanzar un volumen de gastos de I+D+i y marketing semejantes.

Una vez presentado este método de valoración, se exponen a continuación algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia (Fernández, 2012):

- *Price to earnings ratio* (PER): el PER es el múltiplo sobre el beneficio al que el mercado evalúa las acciones de una compañía, calculándose el mismo como la cotización entre el beneficio neto por acción. En lo referente al PER, Fernández (2012) plantea una descomposición en virtud de la cual es posible dividir el dicho ratio en PER sin crecimiento y contribución del crecimiento al PER.

$$PER = \frac{1}{K_e} + FF \times G$$

$$FF = \frac{ROE - K_e}{ROE \times K_e}$$

$$G = \frac{g}{K_e - g}$$

Esta descomposición permite analizar de forma más precisa los factores de los que depende el PER: expectativas de crecimiento de la empresa, rentabilidad y el riesgo que el mercado atribuye a la empresa. Así pues, el primero de los sumandos es el PER considerando que la empresa no tiene crecimiento ninguno, el cual depende exclusivamente del coste de los capitales propios (K_e). El segundo de los sumandos constituye la contribución del crecimiento al PER, la cual se concreta en dos factores: el *Franchise Factor* (FF), que mide la calidad del crecimiento y viene determinado fundamentalmente por la diferencia entre la rentabilidad efectiva y el coste de los recursos propios y, por otro lado, el Factor

crecimiento (G) que depende principalmente del crecimiento de la empresa.

- Múltiplo EBIT (Valor de la empresa / Beneficio antes de intereses e impuestos)
- Múltiplo EBITDA (Valor de la empresa / Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos)
- Ratio de valoración o precio valor en libros. Este ratio se obtiene como el cociente de la capitalización bursátil y el valor contable de los fondos propios de la empresa.
- Múltiplo ventas (Valor de la empresa / Ventas).

Para concluir con el método de valoración a través de múltiplos comparables, es importante considerar las principales ventajas e inconvenientes que plantea dicho método. En este sentido, Adserà y Viñolas (2003) plantean las siguientes como principales ventajas:

- Simplicidad, dado que la principal complejidad del procedimiento reside en la selección de las compañías comparables.
- Precio de mercado: los defensores de este método enfatizan su carácter de mercado puesto que permite conocer cuánto se puede pagar por ella en el mismo.
- Enfoque estratégico, ya que los múltiplos tienen una conexión directa con las motivaciones de compra y, por ende, con los factores que conforman el precio.

Además, hacen hincapié en estos inconvenientes:

- Falta de rigor financiero, al carecer de ningún tipo de fundamento desde el punto de vista del análisis financiero.
- Presunción de homogeneidad, pues se realiza la hipótesis de que los negocios de las compañías comparables, adecuadamente gestionados, son homogéneos, cuando es un hecho que no ocurre en muchas de las ocasiones.
- Particularismo, dado que normalmente este tipo de ratios se aplica a nivel sectorial, lo que lleva a realizar particularismos que dificultan la aplicación de los patrones de valoración.

Tal y como se puede observar, la valoración por múltiplos cuenta con diversas ventajas, entre las que destacan la simplicidad, el carácter de mercado y el

enfoque estratégico. Sin embargo, este método trae consigo inconvenientes que han de tenerse en cuenta en la valoración de una empresa. Por ello, se analizan a continuación otros métodos de valoración de empresas que tratan de eliminar tales inconvenientes y que ofrecen una visión complementaria de la valoración.

2.3.3. Métodos basados en el descuento de capitales

Recogiendo las explicaciones de Rojo Ramírez y Labatut Serer (2018), según modelo, la empresa es considerada como un ente independiente cuyo objetivo fundamental es obtener flujos futuros de renta y, por consecuencia, el aspecto principal de una compañía estriba en la capacidad de la misma para generar tales flujos de renta y en el riesgo inherente a su obtención.

En muchas ocasiones, los analistas se refieren a los flujos de fondos generados por una empresa empleando indistintamente los conceptos de beneficio, dividendos o flujos de caja. Reside en tal generalización la cuestión a tratar en este epígrafe, pues cabe preguntarse cuál es la magnitud que realmente define la riqueza que genera la empresa: el beneficio, el flujo de caja o los dividendos (Adserà & Viñolas, 2003).

2.3.3.1. Descuento de beneficios

Este modelo emplea el beneficio neto como magnitud capaz de reflejar los flujos de renta futuros. Si consideramos la rentabilidad exigida por los accionistas constante, se alcanza la siguiente expresión:

$$E_0 = \frac{\sum_{i=1}^{\infty} BN_i}{(1 + K_e)^i}$$

Donde E_0 es el valor de los capitales propios, BN_i es el beneficio neto correspondiente a cada uno de los ejercicios económicos considerados y K_e la rentabilidad exigida por los accionistas.

Tal y como explica Fernández (2012) muchos analistas consideran el beneficio como la única medida capaz de reflejar la capacidad de generación de rentas de la empresa. Sin embargo, el beneficio no constituye una medida objetiva, sino que tan solo da una aproximación a la renta generada dado que se apoya en los

principios de contabilidad, de forma que se encuentra sujeto a un criterio patrimonial.

En tal sentido, Adserà y Viñolas (2003), plantean las siguientes limitaciones del uso de los beneficios:

- El beneficio se halla mediatizado por los criterios de amortización y depreciación empleados por la empresa en cuestión.
- El beneficio no considera el principio financiero básico del valor temporal del dinero.
- El beneficio no incorpora las inversiones requeridas en capital circulante, de forma que estas no alteran el resultado contable.
- Utilizar los beneficios como magnitud a descontar es incompatible con las exigencias de financiación requeridas en un determinado momento, pues se realiza la presunción de que cada año la compañía retira una cuantía equivalente a este beneficio, la cual reinvierte con una rentabilidad pareja a la tasa de descuento. Así pues, se estaría considerando que la empresa reparte todos los beneficios, lo cual no es habitual en muchas compañías dado que, en la mayoría de los casos, existen inversiones a financiar.

2.3.3.2. Descuento de dividendos

Según el modelo de descuento de dividendos, “el valor de una acción es el valor actual de los dividendos esperados” (Fernández, 2012, p. 136). Si el coste de los recursos propios se supone constante, se obtiene la siguiente expresión:

$$E_0 = \frac{\sum_{i=1}^{\infty} D_i}{(1 + K_e)^i}$$

Donde D_i representa el dividendo esperado en cada uno de los ejercicios.

Como modelo fundamental y más difundido dentro de los métodos de descuento de dividendos, se presenta el modelo de Gordon-Shapiro. Damodaran (2002) explica que este modelo es útil para valorar una empresa que se haya en un crecimiento estable y que reparte dividendos que crecen a una tasa sostenida a perpetuidad. En base al mismo, el valor de una acción es el que prosigue:

$$E_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

En la que D_1 es el dividendo esperado correspondiente al siguiente ejercicio, k_e la tasa exigida por los accionistas y g una tasa de crecimiento constante a perpetuidad que experimentan los dividendos de la empresa.

El crecimiento estable al que se refiere Damodaran es lo que también se llama crecimiento internamente sostenible o CIS, que puede ser expresado como $CIS = ROE(1-p)$, donde “p” es el *payout* o la proporción de los beneficios que ha sido repartida como dividendos. De la fórmula anterior se pueden extraer las siguientes conclusiones (Fernández, 2012):

- En caso de que no haya reparto de dividendos, el crecimiento de la empresa es equivalente a su rentabilidad financiera o ROE
- Cuanto mayor sea el porcentaje de reparto de dividendos, la empresa experimenta un menor crecimiento

Si bien es un modelo simple y fácil de aplicar, Damodaran (2002) pone de manifiesto la dificultad de mantener una tasa de crecimiento constante de los dividendos, de manera que este modelo solo sería consistente en el caso de que se trate de una compañía cuyo crecimiento medio sea similar al crecimiento internamente sostenible de la misma.

Al margen de las peculiaridades y limitaciones del modelo de Gordon, el empleo de los dividendos como estimación de la capacidad de generación de rentas ya es, en sí misma, una medida poco recomendable considerando el hecho de que el importe de tales dividendos depende de una decisión absolutamente discrecional tomada por la junta general de accionistas y que puede venir determinada por una multitud de variables (Adserá & Viñolas, 2003)

2.3.3.3. *Descuento de flujos de tesorería*

El valor de una empresa viene constituido principalmente por las expectativas de crecimiento de los flujos generados por la misma así como por la apreciación del riesgo de tales flujos que se traducen en una tasa de descuento en concreto. Por consiguiente; todos los métodos basados en la contabilidad, esto es, el descuento de dividendos y de beneficios previamente analizados, no tienen la capacidad de medir la creación de valor de la empresa.

Por ello, los métodos basados en el descuento de flujos de tesorería se configuran como los únicos modelos de valoración conceptualmente correctos (Fernández, 2012).

De hecho, Adserà y Viñolas (2003) ponen de manifiesto las siguientes ventajas de esta metodología:

- No tiene como base magnitudes contables
- Recoge particularidades que tanto el balance como la cuenta de pérdidas y ganancias no son capaces de informar; en concreto, permite reflejar el efecto de las inversiones efectuadas por la empresa.
- Tiene en cuenta las circunstancias coyunturales que afectan intrínsecamente al valor de la empresa.
- Recoge el valor temporal del dinero y añade un análisis más exhaustivo del riesgo.

A continuación, aceptando que este modelo es el más adecuado para la valoración de empresas, se profundiza en la forma de aplicarlo así como los diferentes flujos de caja existentes.

Como exponen tanto Adserà y Viñolas (2003), como Damodaran (2002), una adecuada aplicación del presente modelo implica realizar hipótesis sobre la temporalidad de los flujos de caja. En general, la generación futura de flujos obliga a distinguir dos fases en la valoración:

- Un escenario coyuntural o a corto plazo, que abarca un periodo de tiempo en el que los flujos son susceptibles de tener unas previsiones concretas y detalladas en cada uno de los años del presente escenario, proceso que implica el cálculo de los flujos de caja de forma pormenorizada para cada uno de los años de la proyección, cálculo que puede ser realizado mediante tasas de crecimiento históricas, estimaciones de los analistas, etc.

Para este escenario, la fórmula aplicable de cara a descontar los flujos sería la siguiente:

$$V_0 = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} CF_n}{(1 + k)^t}$$

- Un escenario estructural o a largo plazo, en el que no es posible efectuar una proyección detallada de cada uno de los flujos. En este caso, existen diversas opciones de cara a obtener el valor de la empresa:
 - a) Suponiendo el fin de la actividad de la empresa, el valor residual se puede calcular como un valor de liquidación obtenido el mismo con la expresión presentada anteriormente.
 - b) Considerando el principio de empresa en funcionamiento, tal valor residual se puede calcular de dos formas:
 - b.1) Como una perpetuidad, esto es, suponiendo que a partir del momento definido de valoración los flujos crecen a una tasa constante en el tiempo. Así, la expresión matemática de este valor sería la siguiente:

$$\text{Valor perpetuidad} = \frac{CF \times (1 + g)}{K - g}$$

- b.2) A través de múltiplos de valoración relativa (EBITDA, múltiplo de ventas, ratio de valoración, etc)

Para concluir con el modelo, se exponen a continuación los diversos flujos de caja existentes, aplicando a cada uno de ellos una tasa de descuento distinta:

- Free cash flow o flujo de caja libre

Se trata de los fondos que percibiría la empresa una vez cubiertas las necesidades de inversión en CAPEX (*Capital Expenditure*) y en NOF (*Necesidades Operativas de Financiación*), bajo la hipótesis de que no existe deuda ni cargas financieras (Fernández, 2012).

El Free Cash Flow se obtiene de la forma que prosigue:

Tabla 2.1. Free Cash Flow

| | |
|---|------------|
| Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) | |
| -Impuestos sobre el EBIT | |
| Beneficio neto de la empresa sin deuda | |
| +Dotación a la amortización y similares | } -VAR AFN |
| -Inversión CAPEX | |
| -Variación Necesidades Operativas de financiación | |
| FREE CASH FLOW | |

Se introduce en este apartado dos conceptos fundamentales:

- a) El CAPEX es “la variación de la inversión neta en activo fijo: Inversiones menos desinversiones” (Rojo Ramírez & Labatut Serer, 2018, p. 59)
- b) Las NOF se corresponden con la cuantía imprescindible para financiar las inversiones del activo corriente. Estas se definen de la siguiente forma (Fernández, 2012):

$$NOF = \text{Tesorería} + \text{Deudores} + \text{Inventarios} - \text{Proveedores}$$

Considerando el *Free Cash Flow*, es posible valorar la empresa a través de dos vías:

- Descontando el *Free Cash Flow* al coste de capital medio ponderado o WACC, siendo este la rentabilidad exigida promedio de las acciones y de la deuda:

$$WACC = \frac{E * K_e + D * (1 - t) * K_d}{E + D}$$

- A través del *Adjusted Price Value (APV)*, según el cual el valor de la empresa apalancada, esto es, con deuda, es equivalente al valor de los recursos propios de la empresa desapalancada más el valor del ahorro impositivo derivado del pago de intereses.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene a través del descuento de los FCF utilizando como tasa de descuento no el WACC sino la tasa K_u , también denominada tasa no apalancada y siendo esta la rentabilidad que obtendrían los accionistas suponiendo que la empresa careciese de deuda en su estructura de capital. La expresión de esta tasa es la que prosigue:

$$K_u = \frac{E * K_e + D * (1 - t) * K_d}{E + D * (1 - t)}$$

Por otro lado se ha de calcular el valor actual de los ahorros fiscales, de manera que el APV adquiere la siguiente forma:

$$D + E = VA(FCF; K_u) + \text{Valor actual del escudo fiscal de la deuda.}$$

- *Equity Cash-flow* o flujo de caja de las acciones (CFac)

El CFac se define como el flujo de tesorería disponible una vez satisfechos los impuestos, cubiertas las necesidades de inversión en activo fijo y las NOF, así como haber pagado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda correspondiente (Fernández, 2012).

Es posible obtener el CFac de la siguiente forma:

Tabla 2.2. Cash Flow para los accionistas

| |
|---|
| Beneficio neto |
| -Variación experimentada por el activo fijo neto |
| -Variación necesidades operativas de fondos (NOF) |
| +Variación de la deuda existente, esto es, devoluciones de capital y nueva deuda. |
| CFac o flujo de caja de las acciones. |

Fuente: Pablo Fernández (2012)

Así pues, considerando los cálculos previos, se puede comprobar que la relación entre el CFac y el FCF Es la siguiente:

$$CFac = FCF - I(1 - T) + \Delta Deuda$$

En tal expresión, I constituyen los intereses generados por la deuda no comercial incluida en las NOF y T es la tasa impositiva aplicable a tales intereses.

Si se opta por considerar el flujo de caja para los accionistas con objeto de valorar la empresa, este se ha de descontar al coste de los recursos propios. Como explican Copeland, Koller y Murrin (2004), existen diversas formas de obtener tal coste; sin embargo, tales autores recomiendan el empleo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) o el *Arbitrage Pricing Model* (APM). En particular, el CAPM pone de manifiesto que tal coste es igual a la rentabilidad libre de riesgo (R_f) más el riesgo sistemático inherente a la empresa (beta), el cual es multiplicado por la prima de riesgo del mercado ($E(R_m) - R_f$):

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

Otros métodos para obtener tal coste, como el modelo de la rentabilidad por dividendo o el ratio de beneficios sobre precios aminoran de forma significativa el coste de los recursos propios dado que no consideran el crecimiento esperado (Copeland et al., 2004).

c) Cash-Flow de la Deuda (CFd)

El CFd se obtiene como la suma de los intereses correspondientes a la deuda de los que se deducen la variación de la deuda contraída en el periodo de cálculo (Fernández, 2012). No es posible obtener el valor de una empresa mediante el descuento del CFd, pero su obtención es útil para el cálculo de otros flujos.

d) Capital Cash-Flow o Cash-Flow total (CCF)

Tal y como expone Fernández (2012) este flujo se corresponde con los cash flow disponibles para todos los poseedores de títulos de la empresa, tanto a los accionistas como a los acreedores, incluyendo el escudo fiscal. Según esta definición, podemos obtener el CCF como la suma del cash flow de las acciones (Cfac) junto con el cash flow de la deuda (CFd).

Otra vía existente para obtener este flujo se basa en tener en cuenta el ahorro fiscal. Este “es la estrategia para reducir los impuestos mediante desgravaciones fiscales. Por ejemplo, como el pago de los intereses de la deuda es un gasto desgravable, endeudarse puede servir de escudo fiscal” (Fernández, 2005, p. 5). Así pues, podemos obtener el CCF como el FCF y el ahorro fiscal de la compañía, siendo este el producto de los intereses y la tasa impositiva.

Si se pretende valorar la empresa a partir del CCF, el valor de la misma es igual a tal flujo descontado al coste medio ponderado antes de impuestos, también conocido como WACC Before Taxes, el cual adquiere la siguiente expresión:

$$WACC \text{ antes de impuestos} = \frac{E * K_e + D * K_d}{E + D}$$

Para finalizar con el descuento de flujos, es de vital importancia hacer hincapié en que la utilización de cualesquiera de los métodos previamente expuestos

debería proporcionar el mismo valor de la empresa o de los capitales propios, lo cual resulta lógico y razonable pues se parte de los mismos flujos esperados (Fernández, 2012).

3. CAPÍTULO III: INTRODUCCIÓN A LVMH

3.1. Análisis del sector

Con carácter previo al estudio de LVMH, es necesario realizar un análisis del sector en el que se halla inmersa la compañía, el sector del lujo.

La industria del lujo concentra en sí misma muchos productos o servicios, desde bebidas espirituosas, coches hasta cosmética, moda o joyería. Pero no solo eso, también se incluye en esta industria el sector de servicios de lujo, esto es, experiencias tales como un spa, un hotel o un restaurante. La reconfiguración del mercado de lujo producida a inicios del siglo XXI a consecuencia de la creación de abundantes marcas de lujo y de la digitalización de los mercados produjo una ampliación de la oferta de este tipo de productos que trajo consigo una desviación del lujo tradicional. En este sentido, Silverstein y Fiske (2003) han llegado a distinguir tres tipos de artículos de lujo diferentes:

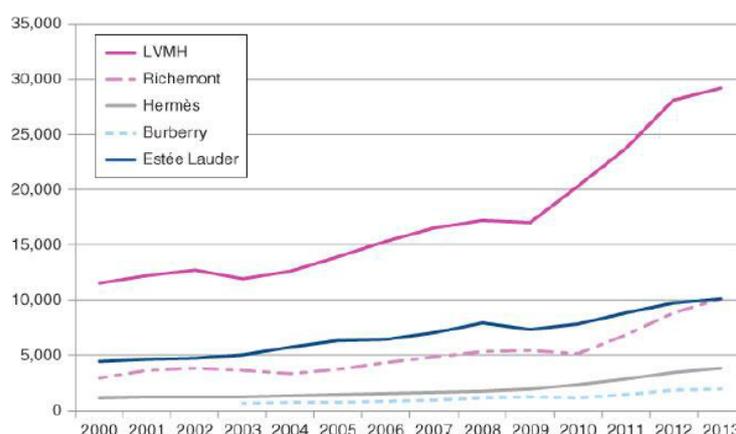
- Productos accesibles de calidad excelente (*Accessible superpremium*): se trata de productos cuyo precio es el más alto dentro de la categoría a la que pertenece; no obstante, a pesar de ello, continúa siendo asequible para los consumidores.
- Extensiones de marcas clásicas de lujo (*Old luxury Brand extensions*): estamos ante versiones de artículos a menor precio ofertadas por empresas de lujo que históricamente tan solo eran accesibles para un segmento muy concreto de la población.
- Productos de prestigio de masas o “Masstige” (*Mass prestige*): esta categoría abarca los productos no incluidos en las dos anteriores, de forma que su posición intermedia hace que tengan un precio por encima de los productos convencionales.

Tal segmentación de las categorías del lujo, sumada a un aumento de la demanda de productos *low cost*, trajo consigo una polarización en los mercados entre los productos de bajo precio y los artículos de lujo, comportamiento que se vio agudizado por la crisis del 2008. Esta crisis no solo modificó las pautas de

comportamiento de los consumidores sino que también hizo a las empresas del sector de lujo adoptar nuevas estrategias, entre las que cabe destacar el lanzamiento de productos especiales o reducción de líneas de productos, la expansión geográfica, etc. Otras, incluso optaron por reducir el precio de los productos, lo cual puede sonar contraproducente en el caso de los productos de lujo, pues como expresó Bernard Arnault, director general de la empresa objeto de estudio, “cuando se trata de lujo... Si no pones ofertas de tus productos, el cliente siente que está comprando algo que conserva su valor”.

Con todo, tales medidas permitieron a las empresas de lujo experimentar una reducción de ingresos menor que la producida en otros sectores, como se puede observar en el gráfico mostrado a continuación:

Gráfico 3.1: ingresos de las principales empresas del sector de lujo (millones de euros)



Fuente: Som y Blanckaert (2015)

Si bien se ha podido observar que la industria del lujo, a través de la adopción de múltiples estrategias, permaneció relativamente inmune a los efectos de la crisis financiera del 2008, en esta ocasión la industria sí se ha visto afectada por la crisis del COVID-19.

Considerando la información proporcionada por Deloitte Global (2020) y Bain & Company (2020) sobre la crisis del COVID-19, el sector de lujo se ha visto sumamente afectado por la misma experimentando una caída de un 23% hasta alcanzar los 217.000 millones de euros. Tal caída se ha producido principalmente en Europa, con un descenso del volumen de ventas del 36%, al que le siguen

Asia, con un decremento del 35%, Estados Unidos, con un 27% menos a las ventas registradas en el 2019 y, por último, Japón, con un 24% menos.

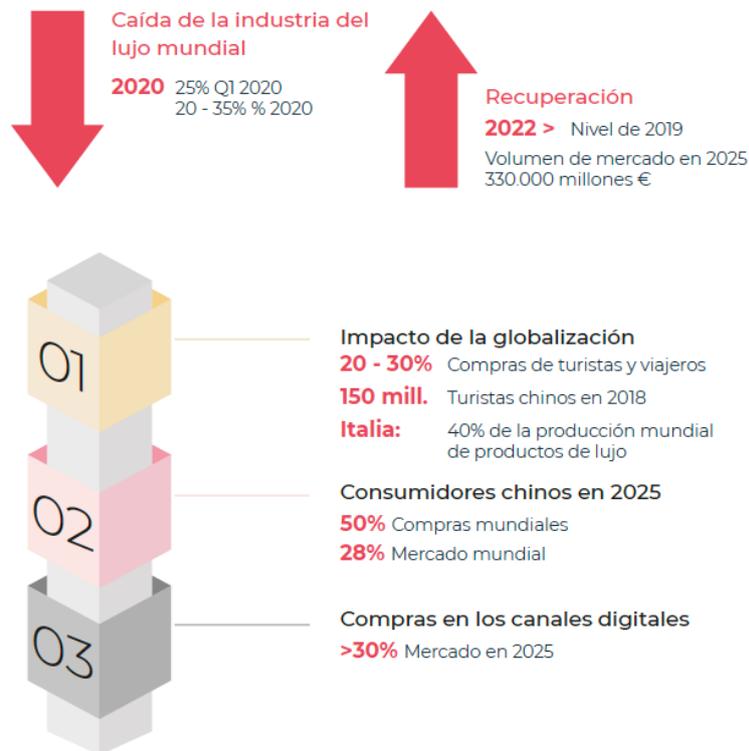
Asimismo, Bain & Company (2020) estima que la recuperación de las cifras del sector de lujo no se alcanzará hasta 2022 o 2023 siempre que las empresas del sector adopten las medidas oportunas, entre las que cabe destacar dos categorías:

- En primer lugar, las relacionadas con la responsabilidad y ética de las empresas. Esto se debe a que, a diferencia de otras crisis económicas experimentadas en las últimas décadas, el COVID-19 está cambiando las bases del comportamiento de compra de la población, pues, cada vez más, este comportamiento se centra en criterios basados en la protección del planeta, estilos de vida más éticos y responsables, la consideración del origen de los productos, etc. En este sentido, las empresas de lujo han reaccionado invirtiendo de forma significativa en tecnologías verdes, reduciendo emisiones de sus fábricas, adoptando nuevos valores y perspectivas en lo que respecta a temas sociales y culturales emergentes, lo cual se ha llegado a ver incluso en pasarelas (Deloitte Global, 2020).
- En segundo lugar, la digitalización y las estrategias omnicanal se han enmarcado como estrategias de vital importancia para mantener la relación con los clientes. Como ejemplo de ello, las marcas de lujo están desarrollando la tecnología Big Data a través de la inteligencia artificial y aplicaciones de realidad aumentada con el objeto de desarrollar relaciones más directas con los clientes a través de un canal telemático (Deloitte Global, 2020).

En todo caso, el continente asiático está siendo el impulsor de la industria de lujo ya que fue el responsable de un crecimiento del 90% del sector en el año 2019. Además, fue China el único mercado en el que se ha producido un aumento de las ventas de productos y servicios de lujo durante la crisis sanitaria; en concreto, ascendieron un 45% respecto al valor registrado en 2019 (Bain&Company, 2020).

Es posible concentrar la información expuesta anteriormente en la siguiente ilustración:

Gráfico 3.2: El sector del lujo ante la crisis del coronavirus



Fuente: Good Rebels (2020)

Tal y como se observa en la ilustración anterior, la industria experimentó una caída en torno al 20 - 35% en el año 2020 a consecuencia de la crisis del COVID 19. Entre los factores relevantes que produjeron tal caída tenemos el hecho de que entre el 20-30% de los artículos de lujo eran adquiridos por turistas y viajeros, entre los que destacan los provenientes de China, los cuales redujeron su consumo a raíz de las restricciones de movilidad. Además, cabe destacar el caso de Italia, pues el 40% de los productos de lujo comercializados a nivel mundial se fabrican en tal país, de manera que el cierre de sus plantas durante el confinamiento afectó considerablemente a toda la cadena de distribución, lo que repercutió en las cifras de la industria.

No obstante, se espera que la recuperación del sector de lujo alcance a partir del año 2022 los niveles que presentaba en el ejercicio 2019, y se estima que en el año 2025 se habrá alcanzado un volumen de facturación global de 330.000 millones de euros aproximadamente. Se estima, además, que tal recuperación venga de la mano de los consumidores del continente asiático, que en 2025 efectuarán en torno a la mitad de las compras mundiales del sector del lujo y

ocuparán el 28% del mercado global. Por otro lado, también se espera un incremento de los canales digitales, los cuales supondrán, en el 2025, en torno al 20% de las ventas globales del sector.

3.2. LVMH en profundidad

LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) es una empresa francesa pionera del sector de lujo que surge a consecuencia de la fusión entre Moët Hennessy y Louis Vuitton en junio de 1987. Tal fusión se realizó por un importe de cuatro mil millones de dólares e hizo posible a Louis Vuitton realizar inversiones estratégicas en el sector del lujo al tiempo que salvó a Moët Hennessy de una Oferta Pública de Adquisición. Esta operación estructural tenía la premisa fundamental del mantenimiento de la independencia de cada una de las empresas fusionadas sobre su propia administración así como las marcas gestionadas.

Nos encontramos ante la única empresa de lujo que ampara setenta y cinco casas de los principales sectores del lujo tales como los vinos y licores, perfumes y cosmética, relojes y joyería, moda y, por último, venta selectiva al por menor. En la actualidad, LVMH emplea a 163.000 personas alrededor del mundo y obtuvo un nivel de ventas de 44.700 millones en el último ejercicio.

El grupo LVMH se compone de las siguientes marcas clasificadas según los productos del sector de lujo en los que está presente (LVMH, s.f):

- a) Vinos y licores: Clos des Lambrays, Castillo de Yquem, Dom Pérignon, Ruinart, Moët Chandon, Hennessy, Veuve Clicquot, Ardbeg, Château Cheval Blanc, Glenmorangie, Krug, Mercier, Chandon Argentina, Cabo Mentelle, Chandon California, Chandon Brasil, Newton Vineyard, Bahía Nublada, Chandon Australia, Mirador, Terrazas de los Andes, Bodega Numanthia, Cheval Des Andes, Woodinville, Chandon China, Ao Yun, Chandon India, Clos 19 y Volcán de Mi Tierra.
- b) Moda y Marroquinería: Loewe, Moynat, Louis Vuitton, Berluti, Rimowa, Patou, Loro Piana, Fendi, Celine, Christian Dior, Emilio Pucci, Givenchy, Kenzo y Marc Jacobs.
- c) Perfume y cosméticos: Guerlain, Acqua di Parma, Parfums Christian Dior, Givenchy Parfums, Perfumes Loewe, Benefit Cosmetics, Make

Up For Ever, Kenzo Parfums, Fresh, KVD Vegan Beauty, Maison Francis Kurkdjian, Marc Jacobs Beauty, Cha Ling, Fenty Beauty by Rihanna.

- d) Relojes y joyería: Chaumet, Tiffany & CO, Tag Heuer, Zenith, Bvlgari, Fred y Hublot.
- e) Venta al por menor selectiva: DFS group, Cruise Line Holdings Co, Sephora, Le Bon Marché y La Samaritaine.

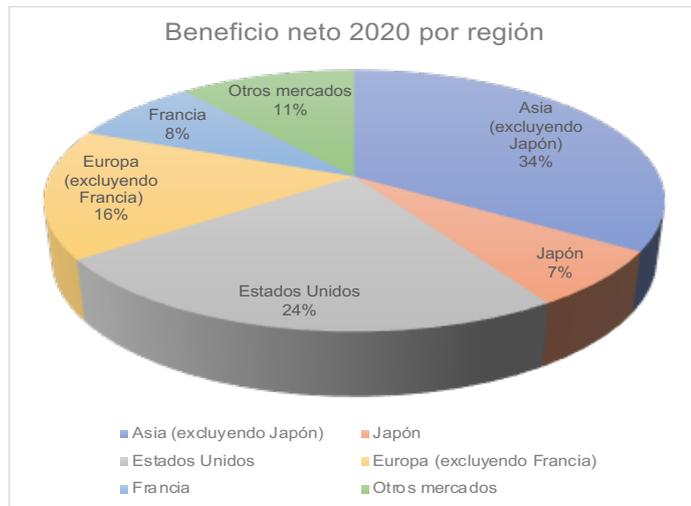
Como se puede observar, LVMH abarca una cartera de productos muy diversificada. Así pues, de cara a conseguir la mejor organización de la compañía, esta se ancla en un modelo operativo muy particular basado en seis pilares fundamentales (LVMH, s.f.):

- a) Organización descentralizada que permite la autonomía de cada una de las casas para la toma de decisiones rápida, efectiva y adecuada a sus características.
- b) Importancia del crecimiento orgánico dentro de cada una de las casas con importante dedicación de recursos para fomentar la creatividad.
- c) Integración vertical que permite la obtención de economías de escala, reducción de procesos intermedios y costes de transacción y consecución de márgenes más elevados que traen consigo una mayor rentabilidad.
- d) Generación de sinergias entre cada una de las casas que permite beneficiar a cada una de forma individual y, por ende, a todo el grupo LVMH.
- e) Visión a largo plazo que permita la transmisión del savoir-faire a lo largo de las distintas generaciones.
- f) Posicionamiento geográfico equilibrado que permite resistir el impacto de los factores económicos cambiantes.

Una vez presentada una breve historia de la compañía así como sus marcas y su modelo estratégico se analizan aspectos clave de la misma además de la evolución de sus principales magnitudes a lo largo de los últimos años.

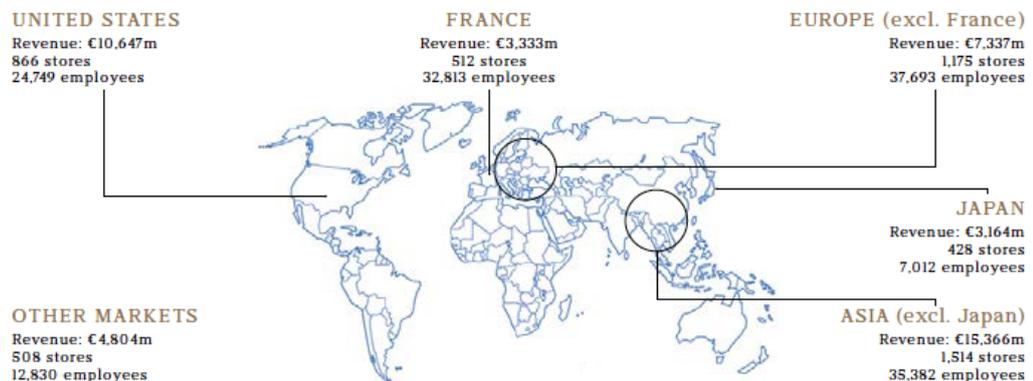
En primer lugar, con objeto de ilustrar el carácter internacional del grupo, se describe la distribución porcentual del beneficio neto, el beneficio absoluto, los puntos de venta físicos y los empleados existentes en el ejercicio 2020. Para ello, se presentan los siguientes gráficos:

Gráfico 3.3. Distribución porcentual del beneficio neto LVMH por región



Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH

Gráfico 3.4. Beneficios, puntos físicos y trabajadores por área geográfica



Fuente: LVMH

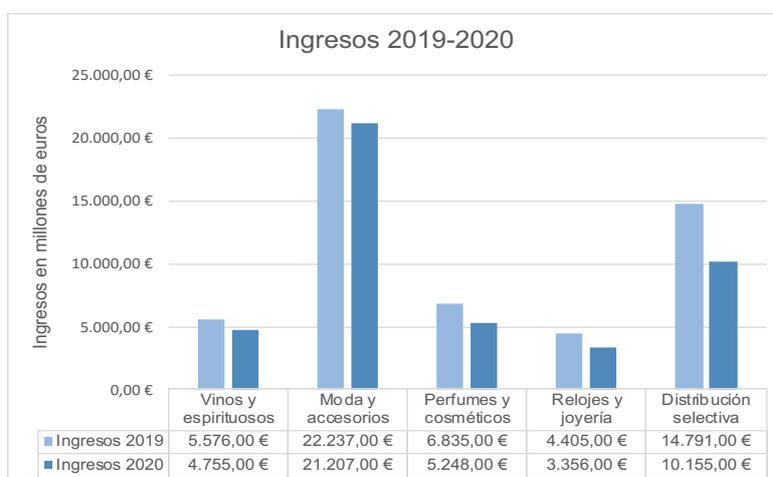
En lo que respecta a los beneficios, de los gráficos anteriores se deduce que la compañía se alinea con la tendencia del sector en el año 2020. El beneficio neto generado en Europa representa tan solo el 24% del total, proporción coincidente con el beneficio obtenido en Estados Unidos. Así pues, es el gigante asiático el que proporciona un mayor beneficio para la compañía, de conformidad con la idea de que este continente se considera el principal impulsor del sector de lujo en los próximos años.

Por otro lado, en lo que se refiere a los puntos de venta físicos, es posible deducir una correlación positiva con el beneficio neto obtenido, esto es, a mayor beneficio por región, mayores son los puntos de venta. También es factible realizar una lectura inversa: cuanto mayor es la presencia física de la empresa, el beneficio que esta genera es mayor, siendo este un hecho a tener en cuenta por la misma.

Por último, en lo respectivo a los empleados, a partir del gráfico se obtiene que el 22% de los mismos se hallan en Francia, una proporción elevada al tratarse de un país en concreto, pero coherente con el hecho de que es la nación de origen de la compañía. Existe, además, una gran concentración de empleados en los Estados Unidos, en Europa (sin incluir Francia) y en Asia (sin incluir Japón).

En segundo lugar, se analizan los ingresos por segmento de actividad obtenidos por la compañía en los ejercicios económicos correspondientes al 2019 y al 2020.

Gráfico 3.5. Ingresos LVMH por segmento de actividad



Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH

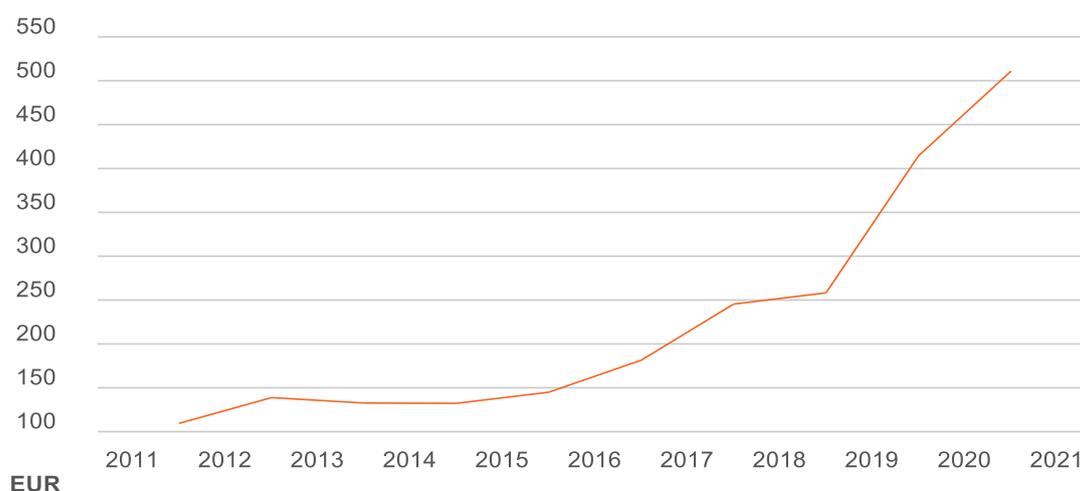
Como se puede observar a partir del gráfico, la principal fuente de ingresos tanto en el ejercicio 2019 como en el 2020 se deriva del segmento de moda y marroquinería, con una disminución de tan solo el 3% en el 2020 con respecto al año anterior. Esta reducción tan poco significativa se deriva de las medidas emprendidas por la compañía basadas en el empleo de nuevos canales de

comunicación con los clientes basadas en el soporte digital y a la búsqueda de una creatividad excepcional.

Ante la situación de la reducción de la capacidad adquisitiva y la disminución de la movilidad internacional que afecta gravemente a este sector dado que muchos de sus puntos de venta son físicos y, además, se encuentran en los aeropuertos, las marcas de LVMH optaron renovarse emprendiendo nuevas medidas encaminadas a la supervivencia ante esta situación, entre las que cabe destacar, entre otras: desfiles de moda online, servicios de venta online y de Click & Collect, selectividad en la distribución como medida de diferenciación con respecto a los competidores, innovación de productos y de procesos, etc.

Para concluir este epígrafe, se presenta a continuación la evolución de la cotización de la compañía en los últimos años:

Gráfico 3.5. Cotización histórica LVMH



Fuente: Orbis

Resulta sorprendente estudiar el aumento del precio de mercado que ha experimentado la compañía estudiada desde el año 2011 hasta la actualidad. En lo que respecta a la crisis financiera del 2008, las medidas adoptadas por LVMH en sí misma y por el sector de lujo en general con objeto de sobrellevar la crisis fomentaron las expectativas positivas de los inversores con respecto a la misma, hecho que trajo consigo un aumento de la cotización y su estabilidad en los siguientes años. Por otro lado, se puede observar que la crisis del COVID-19 apenas ha afectado a la cotización de esta, circunstancia explicada por las estrategias adoptadas por la misma de cara a mantener su actividad, ingresos y beneficios estables.

Estudiada la historia, las marcas, el perfil estratégico, la internacionalización, los segmentos de actividad, los beneficios, los ingresos y la cotización de la empresa objeto de análisis, se procederá en el siguiente epígrafe a realizar la valoración de la compañía mediante la aplicación de distintos los métodos que han sido analizados en el marco teórico del presente trabajo, con objeto de obtener el valor de la misma.

CAPÍTULO IV: VALORACIÓN DE LVMH

En este capítulo se procederán a aplicar diferentes métodos de valoración de empresas con objeto de obtener el valor intrínseco de LVMH.

Para la valoración de LVMH que prosigue en los siguientes apartados se considerará como fecha de valoración o de realización del análisis el 31 de diciembre de 2020 o, lo que es lo mismo, el 1 de enero de 2021.

4.1. Valoración a través de múltiplos comparables

Como es lógico, resulta muy complejo encontrar un conjunto de empresas que reúnan todos los requisitos mencionados en el marco teórico para configurar el grupo comparativo. Por ende, las compañías comparables seleccionadas para la presente valoración se han seleccionado considerando que cotizan en bolsa, que tienen un tamaño similar y que, aunque sea con un productos distintos, operan en la misma industria: el sector de lujo.

En este estudio, se efectuará la valoración de la empresa a través de cuatro ratios fundamentales: el ratio de valoración, el ratio PER, el múltiplo de ventas y el múltiplo del EBITDA. Para la obtención de los mismos se ha partido de la información proporcionada en el anexo del presente trabajo.

4.1.1. Ratio de valoración

El ratio de valoración, también conocido como el ratio precio a valor contable o *Price to book* en inglés mide la relación existente entre el precio al que cotizan las acciones con el valor de sus fondos propios.

Para la valoración efectuada, se calcula el ratio de valoración de cada una de las empresas seleccionadas y se pondera el resultado final en función de su capitalización de mercado con objeto de evitar posibles contaminaciones por la preponderancia de alguna empresa. Obtenido el ratio de valoración medio ponderado, este se aplica al valor contable de nuestra empresa objetivo y así obtendremos el valor intrínseco de la misma.

Tabla 4.1. Ratio de valoración

| 1. RATIO DE VALORACIÓN MEDIO PONDERADO | RATIO VALORACIÓN | PONDERACIÓN | RATIO*PONDERACIÓN |
|--|------------------|----------------------------------|-------------------|
| DAIMLER AG | 1,002843706 | 0,072580037 | 0,072786433 |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 6,641441307 | 0,299831376 | 1,991312488 |
| NIKE INC | 15,17578192 | 0,127628061 | 1,936855628 |
| L'OREAL | 6,000419942 | 0,202311325 | 1,213952909 |
| DIAGEO PLC | 7,426237512 | 0,079853081 | 0,593007944 |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 10,77720966 | 0,044032092 | 0,474543091 |
| PERNOD RICARD | 2,615556851 | 0,043219318 | 0,113042584 |
| HERMES INTERNATIONAL | 12,56377416 | 0,107964717 | 1,356444319 |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 0,637304514 | 0,007518925 | 0,004791845 |
| MONCLER S.P.A. | 7,961100121 | 0,015061067 | 0,119902662 |
| | | RATIO VALORACIÓN MEDIO PONDERADO | 7,876639903 |
| | | VALOR ACCIÓN LVMH 31/12/2020 | 605,92 € |
| | | COTIZACIÓN 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

El valor intrínseco de LVMH asciende a 605,92 euros, mientras que su precio es de 510,90 de lo que se deduce que, mediante la aplicación de este múltiplo, LVMH se halla considerablemente infravalorada.

4.1.2. PER

Como ya se ha explicado previamente, el PER o ratio precio-beneficio permite conocer cuántas veces se encuentra el inversor dispuesto a pagar por el beneficio neto anual de la empresa analizada.

El procedimiento de cálculo es análogo al ratio anterior: se obtiene el PER de cada una de las empresas comparables y, teniendo en cuenta la ponderación de cada una de ellas, se alcanza el PER medio ponderado y se aplica sobre el beneficio por acción de la empresa objetivo para obtener su valor fundamental.

Tabla 4.2. PER

| 2. PER MEDIO PONDERADO | PER | PONDERACIÓN | RATIO*PONDERACIÓN |
|-----------------------------------|-------------|------------------------------|-------------------|
| DAIMLER AG | 10,38256228 | 0,078878748 | 0,81896351 |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 36,86147186 | 0,325851633 | 12,01137081 |
| NIKE INC | 30,42053369 | 0,138704003 | 4,21944981 |
| L'OREAL | 38,56079404 | 0,219868502 | 8,47830403 |
| DIAGEO PLC | 2938,32377 | 0 | 0 |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 32,46521195 | 0,047853328 | 1,553568437 |
| PERNOD RICARD | 25,69724771 | 0,046970019 | 1,20700021 |
| HERMES INTERNATIONAL | 58,79679144 | 0,117334215 | 6,898875394 |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 25,77743169 | 0,00817144 | 0,210638738 |
| MONCLER S.P.A. | 41,78333333 | 0,016368111 | 0,683914241 |
| | | PER MEDIO PONDERADO | 36,08208518 |
| | | VALOR ACCIÓN LVMH 31/12/2020 | 500,10 € |
| | | COTIZACIÓN 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

Se observa que el PER de DIAGEO PLC es extremadamente alto. Tal circunstancia se debe a que la cotización a cierre de ejercicio es muy elevada en relación con el beneficio por acción estimado. Por ello, para evitar que el análisis se vea contaminado, se ha excluido a esta empresa de la muestra de empresas comparables.

A través de este procedimiento, el valor intrínseco de LVMH asciende a 500,10 euros, cuantía similar al precio de mercado, pero un tanto inferior lo que implica que la empresa objetivo se encuentra un tanto sobrevalorada.

Como análisis adicional, a continuación se realiza la descomposición del PER que plantea Pablo Fernández y que ha sido previamente explicada. Los datos necesarios para el cálculo de cada una de las expresiones se hayan detallados en el anexo.

Una vez obtenidos tales datos, se procede a realizar la descomposición del PER de LVMH:

Tabla 4.3. Descomposición del PER

| | |
|-------------------------------------|-------|
| PER SIN CRECIMIENTO | 14,54 |
| FRANCHISE FACTOR | 8,99 |
| FACTOR CRECIMIENTO | 1,55 |
| CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO AL PER | 13,91 |
| PER TEÓRICO TOTAL | 28,45 |
| PER REAL TOTAL | 36,86 |
| PER CON CRECIMIENTO IMPLÍCITO | 22,32 |

Fuente: Elaboración Propia

Resulta interesante comprobar la diferencia existente entre el PER teórico obtenido a través de la descomposición y el PER real o PER de mercado. Tal divergencia no reside en el PER sin crecimiento sino en el crecimiento de la empresa. La contribución del PER al crecimiento se basa en los estrictos supuestos del modelo de Gordon-Shapiro; sin embargo, como es obvio, en la realidad la empresa no los cumple, sino que tiene otro tipo de fuentes de financiación, no mantiene dividendos crecientes a una tasa constante, etc. Por ello la cuantía que atribuye el mercado al crecimiento, que se concreta en el epígrafe del PER con crecimiento implícito, es distinta (en este caso, mayor) que si consideramos el modelo de dividendos crecientes a perpetuidad.

4.1.3. Múltiplo de ventas

El múltiplo de ventas de una empresa se obtiene efectuando el cociente entre el valor de la empresa (*Enterprise value*) y las ventas. Así pues, este múltiplo recogería cuantas veces el valor de la empresa supera las ventas anuales.

Al igual que en los casos anteriores, se obtendrá el múltiplo de ventas de cada una de las compañías comparables, valor al cual se aplicará la ponderación correspondiente. Una vez obtenidos tales valores los sumaremos de cara a obtener el múltiplo de ventas medio ponderado. Este múltiplo de ventas se multiplica por las ventas de la compañía, operación que nos permite calcular el valor de la compañía, a diferencia de los múltiplos previos en los que se obtenía de forma directa el valor intrínseco por acción. Una vez alcanzado el valor de la compañía, se detrae la deuda de esta para llegar al valor de los capitales propios. Como paso final, lo dividimos entre el número de acciones para llegar a nuestro objetivo: el valor por acción de LVMH.

Realizado el procedimiento anterior se obtiene un valor intrínseco de 511,83 euros. Tal cuantía, comparada con la cotización a 31/12/2020 de 510,90; permitiría alcanzar la conclusión de que la compañía se encuentra prácticamente valorada correctamente por el mercado.

Tabla 4.3. Múltiplo de ventas

| 3. MÚLTIPLO DE VENTAS MEDIO PONDERADO | MÚLTIPLO VENTAS | PONDERACIÓN | RATIO*PONDERACIÓN |
|---------------------------------------|-----------------|-------------|-------------------|
| DAIMLER AG | 1,598922169 | 0,072580037 | 0,11604983 |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 6,549720583 | 0,299831376 | 1,963811738 |
| NIKE INC | 3,599696284 | 0,1276281 | 0,459422259 |
| L'OREAL | 6,51554765 | 0,202311325 | 1,318169078 |
| DIAGEO PLC | 7,352109171 | 0,079853081 | 0,587088568 |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 3,466910315 | 0,044032092 | 0,152655315 |
| PERNOD RICARD | 6,591619836 | 0,043219318 | 0,284885315 |
| HERMES INTERNATIONAL | 14,20275041 | 0,107964717 | 1,533395927 |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 1,572504996 | 0,007518925 | 0,011823548 |
| MONCLER S.P.A. | 8,791874174 | 0,015061067 | 0,132415006 |
| MÚLTIPLO DE VENTAS MEDIO PONDERADO | | | 6,559716582 |
| ENTERPRISE VALUE | | | 308398473,2 |
| EQUITY VALUE | | | 258.350.473 |
| VALOR ACCIÓN LVMH 31/12/2020 | | | 511,83 € |
| COTIZACIÓN 31/12/2020 | | | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

4.1.4. Múltiplo EBITDA

Este ratio resulta muy útil para valorar empresas de distintos países así como empresas cíclicas, pues refleja la capacidad de generación de recursos de una empresa sin tener en cuenta su estructura de capital, tipo impositivo y política de amortizaciones. El procedimiento es análogo al empleado con el múltiplo de ventas, con la diferencia de que se considera como magnitud de la cuenta de pérdidas y ganancias el resultado bruto de explotación.

Tabla 4.5. Múltiplo EBITDA

| 4. MÚLTIPLO EBITDA MEDIO PONDERADO | MÚLTIPLO EBITDA | PONDERACIÓN | RATIO*PONDERACIÓN |
|------------------------------------|-----------------|-------------|-------------------|
| DAIMLER AG | 6,882010303 | 0,072580037 | 0,49949656 |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 8,563121234 | 0,299831376 | 2,567492426 |
| NIKE INC | 8,025631148 | 0,127628061 | 1,024295745 |
| L'OREAL | 8,4118412 | 0,202311325 | 1,701810738 |
| DIAGEO PLC | 9,448094694 | 0,079853081 | 0,754459469 |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 4,417282304 | 0,044032092 | 0,194502182 |
| PERNOD RICARD | 7,846101642 | 0,043219318 | 0,339103163 |
| HERMES INTERNATIONAL | 19,60248699 | 0,107964717 | 2,116376957 |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 2,018554117 | 0,007518925 | 0,015177358 |
| MONCLER S.P.A. | 9,548781589 | 0,015061067 | 0,143814839 |
| MÚLTIPLO EBITDA MEDIO PONDERADO | | | 9,3565 |
| ENTERPRISE VALUE | | | 336459358,3 |
| EQUITY VALUE | | | 286.411.358 |
| VALOR ACCIÓN LVMH 31/12/2020 | | | 567,42 € |
| COTIZACIÓN 31/12/2020 | | | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

El valor intrínseco obtenido mediante la aplicación de este múltiplo asciende a 567,42 euros, cuantía que resulta superior al precio de mercado a tal fecha, por lo que la compañía se halla infravalorada por el mercado.

4.2. Valoración a través de descuento de flujos

A pesar de que en el marco teórico del presente estudio se alcanzó la conclusión de que el método conceptualmente correcto para valorar una empresa es el

descuento de flujos de tesorería, se procederá en este epígrafe a valorar LVMH a través de las tres magnitudes discutidas en tal marco: los beneficios, los dividendos y, por último, los flujos de tesorería. Empleando tales magnitudes, podremos contrastar empíricamente las divergencias que surgen entre cada una de ellas.

Asimismo, se explicó en dicho marco teórico que los métodos de descuento exigen la obtención de una tasa de actualización que, en nuestro caso, se corresponde con el coste de los recursos propios, el cual será obtenido a partir del CAPM:

Tabla 4.6. Coste de los Recursos Propios

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Rf | 0,8% |
| E(Rm)-Rf | 6,20% |
| Beta | 0,98 |
| Coste de los recursos propios: ke | 6,88% |

- Tanto la tasa libre de riesgo como la prima de riesgo han sido obtenidas a través de los estudios públicos de Pablo Fernández para el país de origen de LVMH, Francia (Fernández, 2020)
- La beta se corresponde con la beta apalancada estimada por Finance Yahoo para un horizonte temporal de cinco años (Yahoo Finance, s. f.)

Una vez obtenido el tipo de descuento, se efectúa la valoración empleando cada una de las magnitudes analizadas.

4.2.1. Descuento de beneficios

Para la aplicación de este modelo se utilizarán las estimaciones del beneficio por acción que plantean los analistas para finales del ejercicio 2021, 2022 y 2023, año a partir del cual se establecerán una serie de supuestos sobre la evolución de los beneficios.

Tabla 4.7. Estimaciones de beneficios de LVMH

| BPA 2021E | BPA 2022E | BPA 2023E |
|-----------|-----------|-----------|
| 13,86 € | 16,11 € | 16,89 € |

Fuente: Orbis

Partiendo de estas estimaciones, se supone que el beneficio:

- Permanece constante a partir del último valor registrado

Tabla 4.8. Valor intrínseco LVMH con beneficio constante

| | |
|---|----------|
| Descuento beneficios hasta 2023 | 40,91 |
| Descuento beneficios 2023 a perpetuidad | 201,21 |
| Valor de la acción (e0) | 242,12 € |
| Cotización a 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar, a partir del descuento de los beneficios considerando que el último de estos se mantiene constante y descontando al coste de los recursos propios, se obtiene que la acción tiene un valor intrínseco o teórico, de ahora en adelante, e0, de 242,12 euros. Si comparamos tal valor con el precio de mercado a fecha de valoración, que asciende a 510,90 euros, es posible llegar a la conclusión que mediante la realización de esta hipótesis la empresa está sobrevalorada. Claramente, se aprecia la gran discordancia que existe entre el valor teórico y la cotización. Este hecho se deriva fundamentalmente de la inconsistencia de hipótesis de partida dado que, analizando la evolución histórica de los beneficios por acción, así como las estimaciones de los analistas, resulta muy improbable que los beneficios se mantengan constantes.

- El beneficio crece a la tasa internamente sostenible a partir del último valor registrado.

El crecimiento interno sostenible (CIS) o crecimiento estable, ya expuesto en el marco teórico, adquiere la siguiente expresión:

$$CIS = ROE * (1 - p)$$

Los cálculos necesarios para obtener el ROE y el *payout* esperado se encuentran disponibles en el anexo. Aplicados tales valores a la fórmula expuesta, se alcanza el siguiente CIS:

$$g = CIS = 0,18 \times (1 - 0,7682) = 0,0418 = 4,18\%$$

A partir de estos datos es obtenido el valor intrínseco de la acción:

Tabla 4.9. Valor intrínseco LVMH con beneficio creciente a perpetuidad

| | |
|---|----------|
| Descuento beneficios hasta 2023 | 40,91 |
| Descuento beneficios 2023 a perpetuidad | 533,75 |
| Valor de la acción (e0) | 574,66 € |
| Cotización a 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia

Según este supuesto valorativo y descontando a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas, se alcanza un valor intrínseco de 574,66 euros mientras que, de otro lado, la cotización asciende a 510,44; de lo que se deduce que la compañía se halla infravalorada.

4.2.2. Descuento de dividendos

Con miras a aplicar este modelo se analiza, en primer lugar, la evolución de los dividendos abonados por LVMH en los cuatro últimos ejercicios económicos. Para ello, se adjunta la siguiente tabla:

Tabla 4.10. Payout histórico

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Dividendo por acción | 5,00 € | 6,00 € | 4,80 € | 6,00 € |
| Payout | 47,00% | 47,00% | 34,00% | 64,00% |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH

Como se puede observar, el *payout*, esto es, el porcentaje de reparto de dividendos sobre los beneficios obtenidos ha permanecido constante en lo que respecta a los beneficios obtenidos en el ejercicio económico correspondiente al 2017 y al 2018. Sin embargo en el año 2019, la compañía tomó la decisión de reducir el porcentaje de reparto considerablemente, hecho fomentado en gran medida por la incertidumbre generada por el COVID 19. Por último, el *payout* del 2020 aumenta de forma significativa con respecto al ejercicio anterior, posiblemente porque la compañía ya ha podido evaluar el impacto de la crisis económica emergente sobre sus cuentas anuales.

Una vez analizada la evolución histórica de los mismos, se procede a valorar la compañía empleando las estimaciones de los analistas financieros sobre los dividendos abonados por la compañía en los dos próximos ejercicios:

Tabla 4.11. Estimaciones dividendos LVMH

| DPA 2021E | DPA 2022E |
|-----------|-----------|
| 7,16 € | 8,16 € |

Fuente: Expansión

A continuación, son planteados dos supuestos de valoración:

- Modelo de descuento de dividendos en dos etapas:

Se considerará en esta hipótesis que los dividendos se mantienen constantes en el último valor registrado y se descontará al coste de los recursos propios de la empresa.

Tabla 4.12. Valor intrínseco LVMH con dividendo constante

| | |
|---|----------|
| Descuento dividendos hasta 2022 | 13,84 |
| Descuento dividendos 2022 a perpetuidad | 111,04 |
| Valor de la acción (e_0) | 124,88 € |
| Cotización a 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia

Si se compara este valor intrínseco con la cotización a cierre del ejercicio 2020, concluiríamos que la acción se encuentra considerablemente sobrevalorada.

- Modelo de Gordon-Shapiro

La ecuación del modelo de Gordon-Shapiro, como se ha expuesto previamente, es la siguiente:

$$\text{Valor de la acción } (e_0) = \frac{DPA_1}{K_e - g}$$

En esta expresión, K_e es el coste de capital de la empresa que hemos calculado previamente a través del CAPM y g coincide con el crecimiento interno sostenible que también se ha calculado anteriormente.

Así pues, si aplicamos nuestros datos a la ecuación del modelo:

$$\text{Valor de la acción } (e_0) = \frac{7,16}{K_e - g} = 265,15 \text{ euros}$$

Se observa, al igual que ocurría en el supuesto anterior, que al comparar el valor de la acción con el precio de mercado este último es notablemente superior, por lo que el mercado está sobrevalorando la compañía.

Analizando los dos supuestos de valoración se pone de manifiesto la gran diferencia existente entre el modelo de descuento de dividendos y la cotización de la empresa. Tal divergencia podría verse explicada considerando que la rentabilidad por dividendo de la compañía asciende al 1,4%, siendo esta sumamente reducida, por lo que resulta poco adecuado considerar los dividendos de esta como su principal fuente de valor.

4.2.3. Descuento de flujos de caja

En este apartado se realizará la valoración de LVMH a través del método del descuento de flujos explicado en el marco teórico del trabajo. Como paso previo a realizar la valoración, resulta de gran importancia realizar una serie de hipótesis sobre el horizonte temporal.

En el presente estudio se utilizará una vía que, como se puso de manifiesto en el marco teórico, es muy empleada en la valoración mediante descuentos de flujos de caja. En base a esta, se divide el horizonte temporal en dos intervalos:

- a) El escenario coyuntural viene constituido por un primer intervalo de n años (en nuestro análisis, 5) en los que se realiza una obtención precisa y concreta de caja uno de los flujos de caja.
- b) El escenario estructural lo conforma un segundo intervalo, cuya duración comprende del año $n+1$ hasta infinito, se obtiene un valor residual mediante el descuento de un flujo creciente a perpetuidad, siendo obtenido tal flujo como el último de los estimados en el primer intervalo, cantidad a la que se aplica una tasa de crecimiento.

Dicho esto, se sigue el siguiente orden lógico: en primer lugar se obtienen tanto los flujos de caja libres como los flujos de caja de los accionistas de los últimos seis ejercicios económicos. A continuación, se realizan una serie de hipótesis

sobre el comportamiento de los componentes de tales flujos en el futuro de cara a poder descontarlos y así obtener el valor intrínseco de la acción en la fecha de valoración.

4.2.3.1. Cálculo del FCF y del CFac históricos

Como primer paso para la valoración, vamos a obtener el flujo de caja libre y el de las acciones correspondiente a los seis últimos ejercicios económicos:

Tabla 4.13. FCF y CFac históricos

| CÁLCULO FLUJOS DE CAJA (MILES DE EUROS) | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 |
|---|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| EBIT | 7.972.000 | 11.273.000 | 9.882.000 | 8.128.000 | 7.002.000 | 6.383.000 |
| IMPUESTOS | 2.409.000 | 2.932.000 | 2.499.000 | 2.214.000 | 2.109.000 | 1.969.000 |
| BENEFICIO OPERATIVO NETO=NOPAT | 5.563.000 | 8.341.000 | 7.383.000 | 5.914.000 | 4.893.000 | 4.414.000 |
| DEPRECIACIÓN | 4.822.000 | 4.534.000 | 1.972.000 | 1.880.000 | 2.143.000 | 1.583.000 |
| CAPEX | 2.478.000 | 3.294.000 | 3.038.000 | 2.276.000 | 2.265.000 | 1.955.000 |
| VAR AFN | 2.344.000 | 1.240.000 | -1.066.000 | -396.000 | -122.000 | -372.000 |
| VAR NOF | -1.243.000 | 1.307.000 | 1.664.000 | -1.411.000 | 131.000 | -573.000 |
| FCF | 9.150.000 | 8.274.000 | 4.653.000 | 6.929.000 | 4.640.000 | 4.615.000 |
| VAR DEUDA | 12.025.000 | 16.763.000 | -382.000 | 6.563.000 | -516.000 | 499.000 |
| I*(1-T) | 409.104 | 406.024 | 289.500 | 260.313 | 268.980 | 375.303 |
| CFAC | 20.765.896 | 24.630.976 | 3.981.500 | 13.231.687 | 3.855.020 | 4.738.697 |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH

Las inversiones en capital circulante, esto es, las NOF previamente descritas, se han calculado como la variación de existencias, clientes, tesorería operativa y acreedores y resto de deuda no financiera respecto al año anterior. Por otro lado, las inversiones en CAPEX se han obtenido del estado consolidado de flujos de efectivo de la compañía. Por último, la variación de la deuda se ha calculado como la deuda del año en concreto con respecto a la del año anterior, siendo esta la deuda financiera no incluida en las necesidades operativas de financiación. Es posible encontrar estos cálculos en el anexo del trabajo.

Analizando la evolución de los flujos, el Free Cash Flow (FCF) tiene una tendencia a lo largo del tiempo mucho más estable que el flujo de caja para los accionistas (CFac) dado que este último se ve influido por las decisiones de financiación de la empresa en lo que respecta a la composición de la estructura de capital de la misma. Por ello, parecería más consistente hacer las previsiones sobre la evolución de estos. Sin embargo, si procedemos de tal forma, se estarían cometiendo varios errores clásicos en la valoración de empresas. Estos

errores se derivan de que el coste adecuado para descontar los flujos de caja libres es el WACC descrito en el marco teórico del presente trabajo.

$$WACC = \frac{E * K_e + D * (1 - t) * K_d}{E + D}$$

Como se puede observar, en este coste se han de computar tanto el valor de la deuda como el valor de los capitales propios. El error reside en utilizar los valores contables para ponderar tales magnitudes, ya que se estaría suponiendo, por un lado, que la deuda cotiza a la par, lo cual es probable que no se de tal circunstancia y, por otro lado, que el valor de mercado de los capitales propios coincide con su valor contable, en cuyo caso la valoración a efectuar no tendría ningún sentido dado que concluiríamos que la compañía está correctamente valorada (Fernández, 2008).

Por ende, la única vía por la que podemos valorar LVMH es a través de los flujos de caja para las acciones dado que su tasa de descuento, la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e), ha sido obtenida con datos de mercado.

4.2.3.2. Tasas de crecimiento

Estimar el crecimiento de los flujos de caja en el futuro es una de las cuestiones claves para la correcta valoración de una empresa. Según Damodaran (2002), existen diferentes maneras posibles de obtener el crecimiento de una variable a lo largo del tiempo. Una de ellas es realizar una media aritmética de la tasa de crecimiento de cada uno de los años considerados, esto es:

$$media\ aritmética = \frac{\sum_{t=-n}^{-1} g_t}{n}$$

Tomando como base tal consideración, se calcularán, a fin de obtener el valor intrínseco de LVMH, el porcentaje promedio de variación de los principales componentes del flujo de caja de los accionistas en los últimos cinco años para proyectarlos en el primer intervalo de valoración.

Tabla 4.14. Componentes CFac y Tasas de variación

| COMPONENTES CFAC Y TASAS DE VARIACIÓN | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BENEFICIO NETO | 4.702.000 | 7.171.000 | 6.354.000 | 5.365.000 | 3.981.000 | 3.573.000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -34,4% | 12,9% | 18,4% | 34,8% | 11,4% | |
| PROMEDIO | 8,61% | | | | | |
| ACTIVO FIJO NETO | 68.698.000 | 69.997.000 | 50.749.000 | 48.694.000 | 40.224.000 | 38.651.000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -1,86% | 37,93% | 4,22% | 21,06% | 4,07% | |
| PROMEDIO | 13,08382% | | | | | |
| NECESIDADES OPERATIVAS DE FINANCIACIÓN | 7.729.000 | 8972000 | 7665000 | 6001000 | 7412000 | 7281000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -13,85% | 17,05% | 27,73% | -19,04% | 1,80% | |
| PROMEDIO | 2,74% | | | | | |
| DEUDA FINANCIERA | 57.325.000 | 45300000 | 28537000 | 28919000 | 22356000 | 22872000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | 26,55% | 58,74% | -1,32% | 29,36% | -2,26% | |
| PROMEDIO | 22,21% | | | | | |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

Dado que, como se ha explicado en el epígrafe anterior, el horizonte temporal se va a dividir en dos intervalos, en el segundo se considerará que la tasa de crecimiento de los flujos de caja, de las inversiones en activo fijo y en necesidades operativas de financiación así como la deuda financiera contraída por la empresa crecen a la tasa fundamental o CIS que se ha obtenido previamente.

4.2.3.3. Valor intrínseco por acción de LVMH

Definidas las tasas de crecimiento aplicables a cada uno de los intervalos de valoración, así como el coste adecuado para los flujos estimados, se procede en este apartado al descuento de los mismos de cara a obtener el valor fundamental de la acción de LVMH.

Tabla 4.15 Estimaciones CFac

| ESTIMACIONES CFAC | 31/12/21 | 31/12/22 | 31/12/23 | 31/12/24 | 31/12/25 | 31/12/26 |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-----------|
| BENEFICIO NETO | 5.106.806 | 5.546.462 | 6.023.969 | 6.542.586 | 7.105.851 | 7.402.876 |
| VARIACIÓN ACTIVO FIJO NETO | 8.988.324 | 10.164.341 | 11.494.225 | 12.998.109 | 14.698.759 | 5.310.345 |
| VARIACIÓN NOF | 211.597 | 217.390 | 223.342 | 229.456 | 235.738 | 369.785 |
| VARIACIÓN DEUDA FINANCIERA | 12.733.756 | 15.562.340 | 19.019.244 | 23.244.040 | 28.407.302 | 6.532.992 |
| FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS | 8.640.640 | 10.727.071 | 13.325.646 | 16.559.061 | 20.578.656 | 8.255.738 |
| VALOR RESIDUAL | | | | | 305.768.076 | |
| VALOR ACTUAL FLUJOS 2021-2025 | 55.833.806 | | | | | |
| VALOR ACTUAL DEL VALOR RESIDUAL | 219.235.013 | | | | | |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH y Orbis

Por último, se calcula el valor de los capitales propios de la empresa (*equity value*) como la suma del valor actual de los flujos del primer periodo y el valor actual del residuo calculado a perpetuidad. Una vez calculado tal valor, se alcanza el valor intrínseco por acción realizando el cociente entre la cuantía obtenida y el número de acciones en circulación.

Tabla 4.16. Valor intrínseco LVMH mediante descuento CFac

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| EQUITY VALUE | 275.068.819 |
| NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN | 504.757 |
| VALOR INTRÍNSECO POR ACCIÓN | 544,95 € |
| COTIZACIÓN A 31/12/2020 | 510,90 € |

Fuente: Elaboración Propia

Se puede observar que el valor intrínseco por acción de LVMH es superior al precio de mercado a fecha de valoración, por lo que se llega a la conclusión de que, aplicando el descuento de los flujos de caja esperados para los accionistas, la compañía se encuentra infravalorada por el mercado.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES ALCANZADAS

El objetivo principal del presente trabajo ha sido la emisión de una valoración sobre la compañía LVMH. Tal objetivo se ha alcanzado mediante la aplicación de varios métodos de valoración, partiendo de los múltiplos comparativos hasta el descuento de los flujos de caja para los accionistas, pasando por el descuento de beneficios y de dividendos. Dichos métodos permiten concluir que la empresa se encuentra, considerando las hipótesis más realistas y consistentes, infravalorada, de manera que se recomienda una posición larga frente al mercado dado que el valor intrínseco de la compañía es superior a la cotización de esta. El primero de los objetivos específicos consistía en el estudio y la revisión de diversas técnicas de valoración de empresas así como la literatura más destacada de las mismas. En lo referente al mismo, se alcanza la conclusión de que resulta clave discernir el concepto entre valor y precio, conocer los objetivos de la valoración de empresas así como las ventajas e inconvenientes de cada uno de los métodos de valoración de empresas.

En cuanto al segundo objetivo específico (el estudio del sector del lujo) es posible señalar que las empresas del sector presentan múltiples peculiaridades y diferencias con respecto a otros sectores, peculiaridades que, ligadas a las decisiones estratégicas adoptadas por las mismas, les han permitido mantenerse prácticamente inmunes a la crisis financiera de 2008. Por otro lado,

en lo referente al COVID-19, se ha podido analizar de que tales empresas, a pesar de su inmunidad a la crisis del 2008, se han visto afectadas por el mismo así como por los cambios en las pautas de consumidores producidas por este. Sin embargo, también se alcanza la conclusión de que, adoptando las medidas adecuadas basadas en la digitalización y la responsabilidad, las empresas del sector alcancen en 2022 los niveles existentes en 2019.

Por último, en cuanto al último de los objetivos específicos, el análisis de la compañía objetivo LVMH, se ha podido observar que tal compañía es resultado de la fusión de dos empresas previamente existentes, hecho que tiene como consecuencia la existencia de múltiples segmentos de actividad con una cartera muy diversa de marcas en cada uno de estos segmentos. Asimismo, en aras de mantener una organización óptima de la compañía, se observa que esta se ancla en pilares organizativos muy concretos. Además, se trata de una empresa que representa en sí misma la globalización existente en la actualidad, pues opera prácticamente a nivel mundial. En cuanto a la crisis del COVID-19, se ha podido comprobar que a pesar de que el mismo afectó de forma negativa a la empresa en un inicio; al igual que ha ocurrido con el sector de lujo en general, la compañía ha sido capaz de abordar la situación positivamente y adoptar las estrategias óptimas para alcanzar la recuperación de la misma en todos los aspectos.

Una vez presentadas las conclusiones ligadas a cada uno de los objetivos del presente trabajo, se abordan a continuación las limitaciones que se han encontrado a la hora de realizar el mismo así como posibles líneas de investigación en el futuro:

En cuanto a las limitaciones, cabe destacar, por un lado, la incertidumbre que aún genera la crisis del COVID-19 y, por ende, la variabilidad de las estimaciones realizadas tanto para la empresa como para el sector del lujo. Por otro lado, mencionar la falta de información que en muchas ocasiones existe acerca de las estrategias de futuro a adoptar por la compañía objeto de estudio, lo cual podría deberse al hecho de que se trata de un sector de elevada competitividad.

En lo referente a las líneas de investigación por abordar, es resaltable la relevancia de un estudio más profundo de la crisis del COVID tanto en el sector del lujo como en la propia empresa. Al margen de esto, resultaría interesante la aplicación de otros métodos de valoración tales como los basados en el fondo

de comercio o *goodwill* o la valoración mediante opciones reales, los cuales no han podido ser aplicados en el presente trabajo.

Por último, y desde un punto de vista personal, el presente trabajo me ha permitido profundizar y ampliar mis conocimientos de forma exhaustiva sobre la valoración de empresas así como las dificultades que podemos encontrarnos en la práctica. Asimismo, me ha permitido comprender su relevancia tanto para los inversores estrictamente individuales tanto como para las empresas de cara a adoptar las decisiones estratégicas óptimas para su negocio.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adserà, X., y Viñolas, P. (2003). *Principios de valoración de empresas*. Ediciones Deusto, Bilbao.

Badenes, C., Santos, J. M., & Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. IESE.

Bain & Company. (2020, febrero). *Ocho temas que están reescribiendo el futuro de los artículos de lujo*. Bain & Company. <https://www.bain.com/insights/eight-themes-that-are-rewriting-the-future-of-luxury-goods/>

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2004). *Valoración. Medición y gestión de valor* (Traducción de la 3ª edición en inglés publicada por John Wiley&Sons ed.). Ediciones Deusto, Barcelona.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (2.ª ed.). Wiley Finance.

Deloitte Global. (2020). *Global Powers of Luxury Goods 2020*. <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>

Fernández, P. (2005). *Guía para calcular el valor de los escudos fiscales*. IESE.

Fernández, P. (2008). *201 errores en la valoración de empresas. Diagnóstico para conocerlos y prevenirlos*. Ediciones Deusto, Barcelona.

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor* (3ª edición ampliada y puesta al día ed.). Gestión 2000, Barcelona.

Fernández, P. (2020). Market Risk Premium and Risk- Free Rate. Survey 2020. *Revista Española de Capital Riesgo*, 3, 33–49. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=76>

- Good Rebels. (2020). *La superdigitalización de la industria del lujo en México*.
https://www.goodrebels.com/wp-content/uploads/2020/12/La-superdigitalizacio%CC%81n-de-la-industria-del-lujo_MX_.pdf
- Investing*. (s. f.). Investing.com. Recuperado 13 de marzo de 2021, de
<https://es.investing.com/equities/l.v.m.h.-balance-sheet>
- LVMH. (sf.). *LVMH*. Recuperado 30 de abril de 2021, de
<https://www.lvmh.com/investors/>
- Mellado, V. C. (1998). *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide Ediciones.
- Orbis. (2020). *Orbis*. <https://orbis-bvdinfo-com.ponton.uva.es/version-2021715/orbis/1/Companies/Search>
- Rojo Ramírez, A. A., & Labatut Serer, G. (2018). *Aspectos Prácticos de la Valoración de Empresas*. Lefebvre-El Derecho, S. A.
- Silverstein, M.J, y Fiske, N. (2003). *Trading up*. Viking/Allen Lane.
- Som, A., y Blanckaert, C. (2015). *The Road to Luxury: The Evolutuion, Markets, and Strategies of Luxury Brand Management*. Wiley.
- Vozpópuli. (s. f.). *Valoración por métodos de descuento*. Estrategias de inversión. Recuperado 21 de marzo de 2021, de
<https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/analisis-fundamental/valoracion-por-metodos-de-descuento-t-536>
- Yahoo Finance*. (s. f.). yahoo. Recuperado 29 de abril de 2021, de
<https://es.finance.yahoo.com/quote/MC.PA>

ANEXOS

1. Balance financiero de LVMH

| Balance financiero (miles de euros) | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|---------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| ESTRUCTURA ECONÓMICA | | | | | | | | |
| Activos fijos | 68.698.000 | 69.997.000 | 50.749.000 | 48.694.000 | 40.224.000 | 38.651.000 | 35.252.000 | 40.205.000 |
| - Inmovilizado inmaterial | 33.055.000 | 33.247.000 | 30.981.000 | 30.794.000 | 23.736.000 | 23.694.000 | 21.841.000 | 21.654.000 |
| - Inmovilizado material | 18.225.000 | 18.534.000 | 15.112.000 | 13.862.000 | 12.139.000 | 11.157.000 | 10.387.000 | 9.621.000 |
| - Otros activos fijos | 17.418.000 | 18.216.000 | 4.656.000 | 4.038.000 | 4.349.000 | 3.800.000 | 3.024.000 | 8.930.000 |
| Activo circulante | 39.973.000 | 26.510.000 | 23.551.000 | 21.061.000 | 19.398.000 | 18.950.000 | 18.110.000 | 15.971.000 |
| - Valores | 13.016.000 | 13.717.000 | 12.485.000 | 10.888.000 | 10.546.000 | 10.096.000 | 9.475.000 | 8.492.000 |
| - Deudores | 2.756.000 | 3.450.000 | 3.222.000 | 2.736.000 | 2.685.000 | 2.521.000 | 2.274.000 | 2.174.000 |
| - Otros activos corrientes | 24.201.000 | 9.343.000 | 7.844.000 | 7.437.000 | 6.167.000 | 6.333.000 | 6.361.000 | 5.305.000 |
| - Efectivo y equivalentes de efectivo | 20.715.000 | 6.406.000 | 5.276.000 | 4.253.000 | 3.918.000 | 3.979.000 | 4.344.000 | 3.397.000 |
| Activos totales | 108.671.000 | 96.507.000 | 74.300.000 | 69.755.000 | 59.622.000 | 57.601.000 | 53.362.000 | 56.176.000 |
| ESSTRUCTURA FINANCIERA | | | | | | | | |
| Fondos de los accionistas | 38.829.000 | 38.365.000 | 33.957.000 | 30.377.000 | 27.903.000 | 25.799.000 | 23.003.000 | 27.907.000 |
| - Capital | 152.000 | 152.000 | 152.000 | 152.000 | 152.000 | 152.000 | 152.000 | 152.000 |
| - Otros accionistas de fondos | 38.677.000 | 38.213.000 | 33.805.000 | 30.225.000 | 27.751.000 | 25.647.000 | 22.851.000 | 27.755.000 |
| Pasivos no corrientes | 44.524.000 | 35.518.000 | 23.510.000 | 24.389.000 | 18.909.000 | 19.103.000 | 18.184.000 | 16.630.000 |
| - Deuda a largo plazo | 24.730.000 | 15.474.000 | 6.005.000 | 7.046.000 | 3.932.000 | 4.511.000 | 5.054.000 | 4.149.000 |
| - Otros pasivos no corrientes | 19.794.000 | 20.044.000 | 17.505.000 | 17.343.000 | 14.977.000 | 14.592.000 | 13.130.000 | 12.481.000 |
| - Provisiones | 1.472.000 | 1.458.000 | 1.245.000 | 2.484.000 | 2.342.000 | 1.950.000 | 2.291.000 | 1.797.000 |
| Deudas a corto plazo | 25.318.000 | 22.624.000 | 16.833.000 | 14.989.000 | 12.810.000 | 12.699.000 | 12.175.000 | 11.639.000 |
| - Préstamos | 2.063.000 | 2.742.000 | 1.853.000 | 2.654.000 | 2.243.000 | 1.482.000 | 2.173.000 | 2.312.000 |
| - Acreedores | 5.098.000 | 5.814.000 | 5.314.000 | 4.539.000 | 4.184.000 | 3.960.000 | 3.606.000 | 3.297.000 |
| - Otros pasivos circulantes | 18.157.000 | 14.068.000 | 9.666.000 | 7.796.000 | 6.383.000 | 7.257.000 | 6.396.000 | 6.030.000 |
| Total pasivo | 108.671.000 | 96.507.000 | 74.300.000 | 69.755.000 | 59.622.000 | 57.601.000 | 53.362.000 | 56.176.000 |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH y Orbis

2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias de LVMH

| Pérdidas y Ganancias (miles de euros) | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 | 31/12/14 | 31/12/13 |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ventas | 44.651.000 | 53.670.000 | 46.826.000 | 42.636.000 | 37.600.000 | 35.664.000 | 30.638.000 | 29.016.000 |
| Costes de los bienes vendidos | 11.145.000 | 13.615.000 | 13.640.000 | 12.901.000 | 13.083.000 | 11.009.000 | 9.624.000 | 8.878.000 |
| Beneficio bruto = EBITDA | 33.506.000 | 40.055.000 | 33.192.000 | 29.738.000 | 24.520.000 | 24.669.000 | 21.019.000 | 20.138.000 |
| Otros gastos de explotación | 25.534.000 | 28.782.000 | 23.310.000 | 21.610.000 | 17.655.000 | 18.286.000 | 15.581.000 | 14.247.000 |
| P/G operacionales = EBIT | 7.972.000 | 11.273.000 | 9.882.000 | 8.128.000 | 6.865.000 | 6.383.000 | 5.438.000 | 5.891.000 |
| P/G Financieras | -608.000 | -559.000 | -393.000 | -74.000 | -393.000 | -413.000 | 2.940.000 | -191.000 |
| Result. ordinarios antes impuestos | 7.364.000 | 10.714.000 | 9.489.000 | 8.054.000 | 6.472.000 | 5.970.000 | 8.378.000 | 5.700.000 |
| Impuestos | 2.409.000 | 2.932.000 | 2.499.000 | 2.214.000 | 2.109.000 | 1.969.000 | 2.273.000 | 1.753.000 |
| Resultado actividades ordinarias | 4.955.000 | 7.782.000 | 6.990.000 | 5.840.000 | 4.363.000 | 4.001.000 | 6.105.000 | 3.947.000 |
| Otras pérdidas y ganancias | -253.000 | -611.000 | -636.000 | -475.000 | -382.000 | -428.000 | -457.000 | -511.000 |
| Beneficio neto | 4.702.000 | 7.171.000 | 6.354.000 | 5.365.000 | 3.981.000 | 3.573.000 | 5.648.000 | 3.436.000 |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH y Orbis

3. Datos relevantes empresas comparables

| EMPRESAS COMPARABLES | PRECIO 31/12/2020 | VALOR CONTABLE POR ACCIÓN | CAPITALIZACIÓN 31/12/2020 | DEUDA 31/12/2020 | VALOR DE LA EMPRESA 31/12/2020 | VENTAS 2021E | BPA 2021E | EBITDA 2021E |
|-----------------------------------|-------------------|---------------------------|---------------------------|------------------|--------------------------------|--------------|-----------|--------------|
| DAIMLER AG | 58,35 | 58,18454025 | 62.425.013,40 | 186.348.000 | 248.773.013,40 | 155.587.944 | 5,62 | 36148305,86 |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 510,9 | 76,92607318 | 257.880.521,41 | 50048000 | 307.928.521,41 | 47013993,58 | 13,86 | 35959846,07 |
| NIKE INC | 88,52375303 | 5,833225167 | 109.771.003,37 | 15885424,95 | 125.656.428,32 | 34907508,41 | 2,91 | 15656890,53 |
| L'OREAL | 310,8 | 51,79637475 | 174.004.970,99 | 12433400 | 186.438.370,99 | 28614382,24 | 8,06 | 22163800,59 |
| DIAGEO PLC | 29,3832377 | 3,956678958 | 68.680.450,87 | 23324691,32 | 92.005.142,19 | 12514115,34 | 0,01 | 9737957,247 |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 168,49445 | 15,63432979 | 37.871.349,79 | 9013220,713 | 46.884.570,51 | 13523444,87 | 5,19 | 10613894,99 |
| PERNOD RICARD | 140,05 | 53,54500323 | 37.172.294,77 | 13802000 | 50.974.294,77 | 7733197,004 | 5,45 | 6496767,069 |
| HERMES INTERNATIONAL | 879,6 | 70,01080957 | 92.858.852,22 | 3304500 | 96.163.352,22 | 6770755,622 | 14,96 | 4905671,015 |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 223,4903327 | 350,6806051 | 6.466.916,27 | 1124392,357 | 7.591.308,63 | 4827525,92 | 8,67 | 3760765,472 |
| MONCLER S.P.A. | 50,14 | 6,298124535 | 12.953.800,41 | 1102802 | 14.056.602,41 | 1598817,514 | 1,2 | 1472083,352 |

Fuente: Elaboración Propia con datos LVMH y Orbis

*El beneficio por acción estimado de cada compañía ha sido obtenido de la base de datos Orbis mientras que las estimaciones de ventas y EBITDA se han calculado conforme las estimaciones mostradas a continuación.

4. Estimaciones ventas compañías comparables

| ESTIMACIONES VENTAS EMPRESAS COMPARABLES | VENTAS 2020 | VENTAS 2019 | VENTAS 2018 | VENTAS 2017 | VENTAS 2016 | VENTAS 2015 | CRECIMIENTO |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DAIMLER AG | 154.309.000 | 172.745.000 | 167.362.000 | 164.154.000 | 153.261.000 | 149.467.000 | 0,83% |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 44.651.000 | 53.670.000 | 46.826.000 | 42.636.000 | 37.600.000 | 35.664.000 | 5,29% |
| NIKE INC | 33.587.482 | 35.079.383 | 31.111.211 | 30.612.239 | 29.026.359 | 27.895.169 | 3,93% |
| L'OREAL | 27.992.100 | 29.873.600 | 26.937.400 | 26.548.400 | 25.837.100 | 25.257.400 | 2,22% |
| DIAGEO PLC | 12.877.561 | 14.345.360 | 13.708.674 | 13.704.085 | 12.738.396 | 15.189.812 | -2,82% |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 12.764.785 | 13.060.638 | 11.737.004 | 10.361.028 | 10.144.388 | 9.634.820 | 5,94% |
| PERNOD RICARD | 7.671.000 | 8.016.000 | 7.541.000 | 7.892.000 | 7.582.000 | 7.403.000 | 0,81% |
| HERMES INTERNATIONAL | 6.389.400 | 6.883.400 | 5.966.100 | 5.549.200 | 5.202.200 | 4.841.000 | 5,97% |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 5.177.757 | 7.578.545 | 7.516.749 | 6.830.091 | 7.052.517 | 7.824.282 | -6,76% |
| MONCLER S.P.A. | 1.440.409 | 1.627.704 | 1.420.074 | 1.193.704 | 1.040.311 | 880.393 | 11,00% |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

5. Estimaciones EBITDA compañías comparables

| ESTIMACIONES EBITDA EMPRESAS COMPARABLES | EBITDA 2020 | EBITDA 2019 | EBITDA 2018 | EBITDA 2017 | EBITDA 2016 | EBITDA 2015 | CRECIMIENTO |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DAIMLER AG | 36.297.000 | 48.063.000 | 41.577.000 | 42.091.000 | 39.780.000 | 38.907.000 | -0,41% |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON | 33.506.000 | 40.055.000 | 33.192.000 | 29.738.000 | 24.520.000 | 24.669.000 | 7,32% |
| NIKE INC | 15.231.689 | 16.316.034 | 14.300.370 | 14.283.929 | 14.015.600 | 13.414.768 | 2,79% |
| L'OREAL | 21.668.500 | 23.197.900 | 20.688.000 | 20.437.300 | 19.817.600 | 19.517.800 | 2,29% |
| DIAGEO PLC | 9.639.543 | 9.337.250 | 9.041.436 | 8.792.222 | 8.148.442 | 9.274.312 | 1,02% |
| ESTEE LAUDER COMPANIES INC. (THE) | 10.138.422 | 10.573.818 | 9.752.959 | 8.632.146 | 8.555.395 | 8.127.179 | 4,69% |
| PERNOD RICARD | 6.438.000 | 5.942.000 | 5.600.000 | 5.901.000 | 5.700.000 | 6.217.000 | 0,91% |
| HERMES INTERNATIONAL | 4.563.800 | 4.826.400 | 4.198.700 | 3.972.100 | 3.598.300 | 3.217.000 | 7,49% |
| THE SWATCH GROUP LTD. | 4.044.111 | 6.217.846 | 6.262.627 | 5.516.908 | 5.823.719 | 6.303.125 | -7,01% |
| MONCLER S.P.A. | 1.290.615 | 1.436.403 | 1.156.341 | 964.791 | 829.643 | 690.857 | 14,06% |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

6. Coste de los recursos propios (Ke)

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Rf | 0,8% |
| E(Rm)-Rf | 6,20% |
| Beta | 0,98 |
| Coste de los recursos propios: ke | 6,88% |

Fuente: Fernández (2020) y Yahoo Fce

7. Cálculo Return on Equity (ROE)

| | |
|----------------------------|-------------|
| ROE= BPA 2021 / VCPA 2020 | 18% |
| BPA 2021E | 13,86 |
| VCPA 2020= FP / N°acciones | 76,92607318 |
| N°acciones (miles) | 504757,339 |
| Fondos propios (miles) | 38829000 |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

8. Cálculo payout esperado

| | |
|-----------------|--------|
| DPA 2021 | 7,16 € |
| BPA 2020 | 9,32 |
| Payout esperado | 76,82% |

Fuente: Elaboración Propia

9. Crecimiento internamente sostenible (CIS)

| | |
|-------------------------------------|--------|
| ROE | 18% |
| Payout esperado | 76,82% |
| Tasa de retención=payback | 23,18% |
| CRECIMIENTO INTERNAMENTE SOSTENIBLE | 4,18% |

Fuente: Elaboración Propia

10. Obtención Necesidades Operativas de Financiación y Deuda Financiera

| CÁLCULO NOF (MILES DE EUROS) Y DEDUA FINANCIERA | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 | 31/12/14 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stock | 13.016.000 | 13.717.000 | 12.485.000 | 10.888.000 | 10.546.000 | 10.096.000 | 9.475.000 |
| Deudores | 2.756.000 | 3.450.000 | 3.222.000 | 2.736.000 | 2.685.000 | 2.521.000 | 2.274.000 |
| Tesorería operativa | 4.474.000 | 4.647.000 | 3.764.000 | 2.836.000 | 3.544.000 | 3.594.000 | 4.091.000 |
| Acreedores | 5.098.000 | 5.814.000 | 5.314.000 | 4.539.000 | 4.184.000 | 3.960.000 | 3.606.000 |
| Otros acreedores comerciales | 1.035.000 | 1.093.000 | 1.288.000 | 1.286.000 | n.d. | 896.000 | 776.000 |
| Gastos sociales | 1.656.000 | 1.917.000 | 1.780.000 | 1.631.000 | 1.432.000 | 1.358.000 | 1.184.000 |
| Impuestos | 1.544.000 | 1.474.000 | 1.223.000 | 1.397.000 | 1.002.000 | 1.193.000 | 1.007.000 |
| Otros circulantes | 3.184.000 | 2.544.000 | 2.201.000 | 1.606.000 | 2.745.000 | 1.523.000 | 1.413.000 |
| Deuda comercial | 12.517.000 | 12.842.000 | 11.806.000 | 10.459.000 | 9.363.000 | 8.930.000 | 7.986.000 |
| NOF | 7.729.000 | 8.972.000 | 7.665.000 | 6.001.000 | 7.412.000 | 7.281.000 | 7.854.000 |
| VAR NOF | -1.243.000 | 1.307.000 | 1.664.000 | -1.411.000 | 131.000 | -573.000 | |
| DEUDA FINANCIERA | 57.325.000 | 45.300.000 | 28.537.000 | 28.919.000 | 22.356.000 | 22.872.000 | 22.373.000 |
| VAR DEUDA | 12.025.000 | 16.763.000 | -382.000 | 6.563.000 | -516.000 | 499.000 | |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

*De cara a obtener la tesorería operativa no han sido consideradas las inversiones de la compañía en SICAV ni fondos de elevado riesgo

11. Flujos de caja libres y flujos de caja para los accionistas históricos

| CÁLCULO FLUJOS DE CAJA (MILES DE EUROS) | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 |
|---|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| EBIT | 7.972.000 | 11.273.000 | 9.882.000 | 8.128.000 | 7.002.000 | 6.383.000 |
| IMPUESTOS | 2.409.000 | 2.932.000 | 2.499.000 | 2.214.000 | 2.109.000 | 1.969.000 |
| BENEFICIO OPERATIVO NETO=NOPAT | 5.563.000 | 8.341.000 | 7.383.000 | 5.914.000 | 4.893.000 | 4.414.000 |
| DEPRECIACIÓN | 4.822.000 | 4.534.000 | 1.972.000 | 1.880.000 | 2.143.000 | 1.583.000 |
| CAPEX | 2.478.000 | 3.294.000 | 3.038.000 | 2.276.000 | 2.265.000 | 1.955.000 |
| VAR AFN | 2.344.000 | 1.240.000 | -1.066.000 | -396.000 | -122.000 | -372.000 |
| VAR NOF | -1.243.000 | 1.307.000 | 1.664.000 | -1.411.000 | 131.000 | -573.000 |
| FCF | 9.150.000 | 8.274.000 | 4.653.000 | 6.929.000 | 4.640.000 | 4.615.000 |
| VAR DEUDA | 12.025.000 | 16.763.000 | -382.000 | 6.563.000 | -516.000 | 499.000 |
| I*(1-T) | 409.104 | 406.024 | 289.500 | 260.313 | 268.980 | 375.303 |
| CFAC | 20.765.896 | 24.630.976 | 3.981.500 | 13.231.687 | 3.855.020 | 4.738.697 |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

12. Componentes CFac y tasas de variación históricas

| COMPONENTES CFAC Y TASAS DE VARIACIÓN | 31/12/20 | 31/12/19 | 31/12/18 | 31/12/17 | 31/12/16 | 31/12/15 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BENEFICIO NETO | 4.702.000 | 7.171.000 | 6.354.000 | 5.365.000 | 3.981.000 | 3.573.000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -34,4% | 12,9% | 18,4% | 34,8% | 11,4% | |
| PROMEDIO | 8,61% | | | | | |
| ACTIVO FIJO NETO | 68.698.000 | 69.997.000 | 50.749.000 | 48.694.000 | 40.224.000 | 38.651.000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -1,86% | 37,93% | 4,22% | 21,06% | 4,07% | |
| PROMEDIO | 13,08382% | | | | | |
| NECESIDADES OPERATIVAS DE FINANCIACIÓN | 7.729.000 | 8972000 | 7665000 | 6001000 | 7412000 | 7281000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | -13,85% | 17,05% | 27,73% | -19,04% | 1,80% | |
| PROMEDIO | 2,74% | | | | | |
| DEUDA FINANCIERA | 57.325.000 | 45300000 | 28537000 | 28919000 | 22356000 | 22872000 |
| INCREMENTO PORCENTUAL | 26,55% | 58,74% | -1,32% | 29,36% | -2,26% | |
| PROMEDIO | 22,21% | | | | | |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis

13. Estimaciones CFac y valor por acción LVMH

| ESTIMACIONES CFAC | 31/12/21 | 31/12/22 | 31/12/23 | 31/12/24 | 31/12/25 | 31/12/26 |
|-----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-----------|
| BENEFICIO NETO | 5.106.806 | 5.546.462 | 6.023.969 | 6.542.586 | 7.105.851 | 7.402.876 |
| VARIACIÓN ACTIVO FIJO NETO | 8.988.324 | 10.164.341 | 11.494.225 | 12.998.109 | 14.698.759 | 5.310.345 |
| VARIACIÓN NOF | 211.597 | 217.390 | 223.342 | 229.456 | 235.738 | 369.785 |
| VARIACIÓN DEUDA FINANCIERA | 12.733.756 | 15.562.340 | 19.019.244 | 23.244.040 | 28.407.302 | 6.532.992 |
| FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS | 8.640.640 | 10.727.071 | 13.325.646 | 16.559.061 | 20.578.656 | 8.255.738 |
| VALOR RESIDUAL | | | | | 305.768.076 | |
| VALOR ACTUAL FLUJOS 2021-2025 | 55.833.806 | | | | | |
| VALOR ACTUAL DEL VALOR RESIDUAL | 219.235.013 | | | | | |
| EQUITY VALUE | 275.068.819 | | | | | |
| NÚMERO DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN | 504.757 | | | | | |
| VALOR INTRÍNSECO POR ACCIÓN | 544,95 € | | | | | |
| COTIZACIÓN A 31/12/2020 | 510,90 € | | | | | |

Fuente: Elaboración Propia con datos Orbis