



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Trabajo Final de Graduación: Valuación de ManpowerGroup

Autor: Andrés Salvi

DNI: 30.276.383

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Ciudad de Buenos Aires, 26 de Julio de 2023

Resumen Ejecutivo

ManpowerGroup es una empresa multinacional de origen estadounidense. Se dedica a brindar soluciones integrales en recursos humanos, es un líder global en reclutamiento y tercerización de personal temporal y permanente. Tiene presencia en 80 países con más de 20.000 sucursales brindando trabajo a millones de personas por año.

La mayor parte de sus ventas proviene de países desarrollados, el mercado más importante es el de Europa que junto con los Estados Unidos generan más del 80% de las ventas de la compañía.

Se desempeña dentro de una industria con nulas barreras de ingreso en las que participan muchos jugadores y ninguno de ellos tiene una cuota de mercado muy elevada. Sus principales competidores son Randstad y Adecco.

En el presente trabajo se exponen los resultados de la valuación de ManpowerGroup al 31 de diciembre de 2022, a través del uso de dos metodologías complementarias.

En la primera parte del trabajo se hace una descripción de la empresa, de la industria, de las estrategias del directorio y un análisis económico-financiero de los principales indicadores de la compañía.

En la segunda parte, se describen los cálculos y estimaciones realizados para la valuación, hasta arribar al precio del capital accionario de la firma.

En primer lugar, se realiza una valuación a través del método de Flujo de Fondos Descontados. Para esto se utilizan los Flujos de Fondos disponibles para la firma, que se descuentan a una tasa de descuento WACC calculada en base al modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM). Este cálculo arroja un valor del capital accionario de la firma de USD 108,54 por acción, al cierre de diciembre 2022 el precio de la acción cotizaba a USD 83,21. Del análisis de sensibilidad practicado surge que este valor puede oscilar entre USD 90,28 y USD 123,21. Los precios de mercado reflejarían expectativas de crecimiento y rentabilidad menores a las utilizadas en este trabajo.

Luego, se aproxima el valor de la compañía mediante el uso del método de Valuación por Múltiplos de Mercado, haciendo una comparación con empresas comparables que cotizan en bolsa. Para esta práctica, se seleccionó EV/EBIT, por tratarse de un múltiplo de uso muy generalizado en la práctica financiera.

El resultado obtenido a través de este método de valuación ubica el precio de la acción entre USD 74,2 y USD 97,3, bastante en línea con la cotización de mercado al 31 de diciembre del 2022.



Índice

1. Glosario	6
2. Descripción del Negocio	8
2.1 Historia	11
2.2 Capital Accionario y Desempeño de la Acción	13
2.3 Servicios.....	15
2.4 Ventas y Utilidad Operativa por Zona Geográfica.....	20
2.5 Estrategia y Perspectivas de Crecimiento	28
2.6 ESG	30
3. Industria	32
3.1 Análisis Competitivo.....	44
4. Indicadores Financieros.....	46
4.1 Indicadores de Rentabilidad.....	46
4.2 Indicadores de Endeudamiento	52
4.3 Indicadores de Actividad	55
4.4 Comparación con Pares de Mercado	56
5. Valuación por Flujo de Fondos Descotados	59
5.1 Proyección de Ventas.....	61
5.2 Proyección de Márgenes.....	63
5.3 CAPEX	64
5.4 Depreciaciones y Amortizaciones	65

5.5 Capital de Trabajo	66
5.6 Impuestos.....	66
5.7 Tasa de Descuento	66
5.7.1 Estructura de Capital.....	67
5.7.2 Costo de Capital Propio.....	68
5.7.3 Costo de la Deuda Financiera.....	72
5.7.4 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	73
5.8 Valor Terminal.....	74
5.9 Resultado de la Valuación.....	75
5.10 Análisis de Sensibilidad.....	76
6. Valuación por Múltiplos.....	78
7. Bibliografía	82
7.1 Bibliografía Académica.....	82
7.2 Informes y Reportes.....	82
7.3 Sitios Web.....	83
Anexo A: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Base.....	84
Anexo B: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Pesimista	85
Anexo C: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Optimista.....	86
Anexo D: Regresiones Lineales.....	87

1. Glosario

APME: Asia, Pacífico y Medio Oriente.

CAGR: del inglés, compound average growth rate, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

CAPEX: del inglés, capital expenditures. Son inversiones de capital.

CAPM: del inglés, Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

COVID-19: enfermedad por coronavirus 2019. Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2.

DCF: del inglés, Discounted Cash Flow. Significa Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.

Default Spread: es el diferencial de rendimiento entre un bono corporativo y un bono del Tesoro de Estados Unidos.

DSO: del inglés Days Sales Outstanding. Representa los días que se tarda en cobrar un documento desde su emisión.

EBIT: del inglés, earnings before interests and taxes. Significa ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITDA: del inglés, earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

ETF: del inglés, exchange-traded fund. Es un fondo de inversión que se negocia en mercados de valores secundarios.

ESG: del inglés Environmental, Social and Corporate Governance. Significa los criterios ambientales, sociales y de gobernanza de una empresa.

FCFF: del inglés, Free Cash Flow to the Firm. Es el flujo de fondos disponible para la firma.

IT: del inglés information technology. Hace referencia a la tecnología de la información.

Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.

Ke: costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

Outplacement: servicio de transición de carrera.

Outsourcing: tercerización de servicios.

ROA: del inglés, return on assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos ($\text{EBIT}/\text{Total Activos}$).

ROE: del inglés, return on equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto ($\text{Ganancia Neta}/\text{Patrimonio Neto}$).

RPO: del inglés, Recruitment Process Outsourcing. Tercerización del proceso de reclutamiento.

Staffing: servicio de dotación de personal temporario.

USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

WACC: del inglés, Weighted Average Cost of Capital. Es el costo promedio ponderado del capital.

2. Descripción del Negocio

ManpowerGroup es uno de los líderes a nivel global en servicios y soluciones innovadoras de Capital Humano. La compañía presta servicios a organizaciones grandes y pequeñas en todos los sectores de la actividad a través de sus marcas: ManpowerGroup, Manpower, Experis y Talent Solutions, creando valor para candidatos y clientes en 80 países con más de 20.000 sucursales brindando trabajo a millones de personas por año.

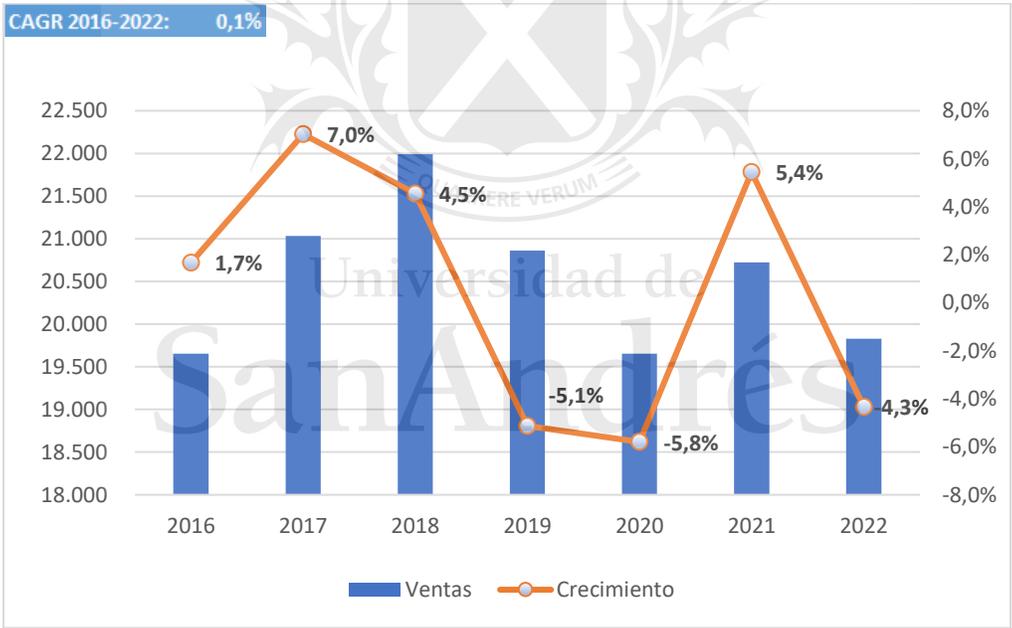
Las marcas por las que presta servicios son las siguientes:

- **Manpower:** Líderes en la provisión de servicios de personal eventual y permanente. Soluciones de capital humano para puestos temporales brindan mayor flexibilidad tanto para picos estacionales como para una oportunidad crítica. Expertos en selección permanente de perfiles base, técnicos y profesionales. Dentro de esta marca también se prestan servicios de Outsourcing, soluciones a medida sobre un proceso completo o parte de este, se atienden las necesidades de cada negocio para brindar un servicio a medida basado en resultados.
- **Experis:** Se especializan en el reclutamiento de profesionales de IT, Ingeniería y Finanzas para posiciones tercerizadas y permanentes, cuenta con presencia en 50 países. Al igual que en el caso de Manpower se prestan servicios de Outsourcing.
- **Talent Solutions:** Brindan un acompañamiento completo desde la atracción del talento hasta la mejora de sus habilidades, el desarrollo de competencias y el fortalecimiento del compromiso. Dentro de esta marca se incluye la oferta de Recruitment Process Outsourcing (RPO), que puede ir desde la provisión, monitoreo de candidatos hasta el ciclo completo del proceso de reclutamiento. Managed Service Provider (MSP) y Right Management, a través de la cual se prestan servicios de Transición de Carrera (Outplacement), Efectividad Organizacional y Soluciones de Liderazgo y Talento.

Al cierre del 2022 la capitalización de mercado de ManpowerGroup era de USD 4.210 millones y había 50,6 millones de acciones en circulación. Las ventas ascendieron a USD 19.828 millones con un CAGR de 0,1% con respecto al 2016, mientras que el EBIT alcanzó los USD 586 millones con un CAGR negativo de 3,7%. La acción cotizó a USD 83,21 al 30 de diciembre de 2022, mientras que al cierre del ejercicio del año anterior el valor de la acción había alcanzado los USD 94,52.

Los resultados son reportados por zonas geográficas, América, Europa del Sur, Europa del Norte y APME (Asia Pacific and Middle East). La zona más importante es la de Europa del Sur, en la que se destaca la participación de Francia e Italia, actualmente de Estados Unidos proviene el 17,6% de las ventas. Europa en su conjunto concentra el 63% de la actividad de la empresa.

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE VENTAS DE MANPOWERGROUP 2016-2022 EN MILLONES DE USD.

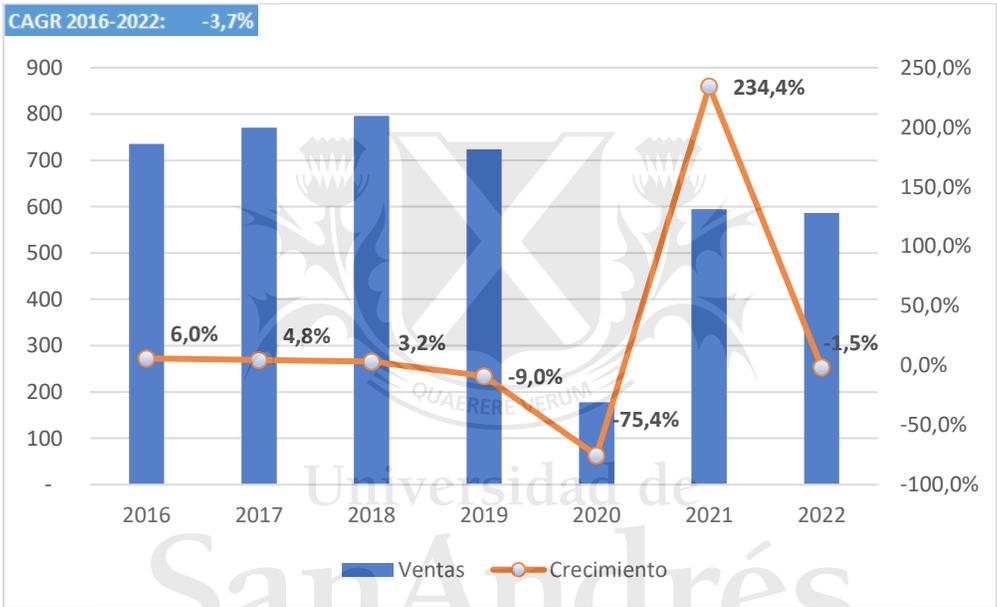


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2016-2022.

En 2017 la mayoría de los mercados más importantes en los que opera ManpowerGroup registraron crecimiento lo que hizo crecer las ventas por encima del 6% sumado a un dólar relativamente débil con respecto al resto de las monedas. En 2018 se mantuvo la tendencia, pero sobre todo el mayor impacto positivo se dio en Europa del Sur, América y APME. La caída en las ventas del año 2019

corresponde principalmente a un decrecimiento en el mercado europeo, acompañado de un lento crecimiento de la economía a nivel global y un ajuste en el mercado laboral. Mientras que la caída del 2020 corresponde al impacto del Covid-19, cuando en marzo de ese año se produjo el congelamiento de la actividad. En 2021 se dio un rebote luego de la pandemia y el decrecimiento del 2022 se debe en su totalidad al fortalecimiento del dólar con respecto al resto de las monedas, si se hace el análisis en moneda constante se puede ver un crecimiento con respecto al año anterior.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN EBIT DE MANPOWERGROUP 2016-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2016-2022.

La actividad de estas empresas está muy relacionada con el crecimiento de la economía, típicamente en épocas de expansión la demanda de fuerza laboral aumenta generando mayor demanda de los servicios de personal temporario mientras que los relacionados a transición de carrera disminuye. Durante estos períodos de mayor demanda, la rentabilidad tiende a crecer ya que la estructura puede soportar un incremento del negocio sin un crecimiento similar en los gastos comerciales y administrativos.

En contraposición, durante los períodos de bajo crecimiento o de contracción económica, la demanda de los servicios de personal eventual disminuye mientras que los de transición de carrera

se aceleran. Cuando la demanda cae, la utilidad operativa también es impactada en forma desfavorable ya que los gastos no caen al mismo ritmo que las ventas.

Cabe destacar que la rentabilidad de los servicios que se prestan en ManpowerGroup son muy dispares. No existen barreras de entrada a la industria, por lo que es un mercado muy competitivo. Los márgenes que se manejan en el servicio de personal temporario son bajos y tienden a la baja por la alta competencia, son tratados como un commodity en lo que refiere al precio.

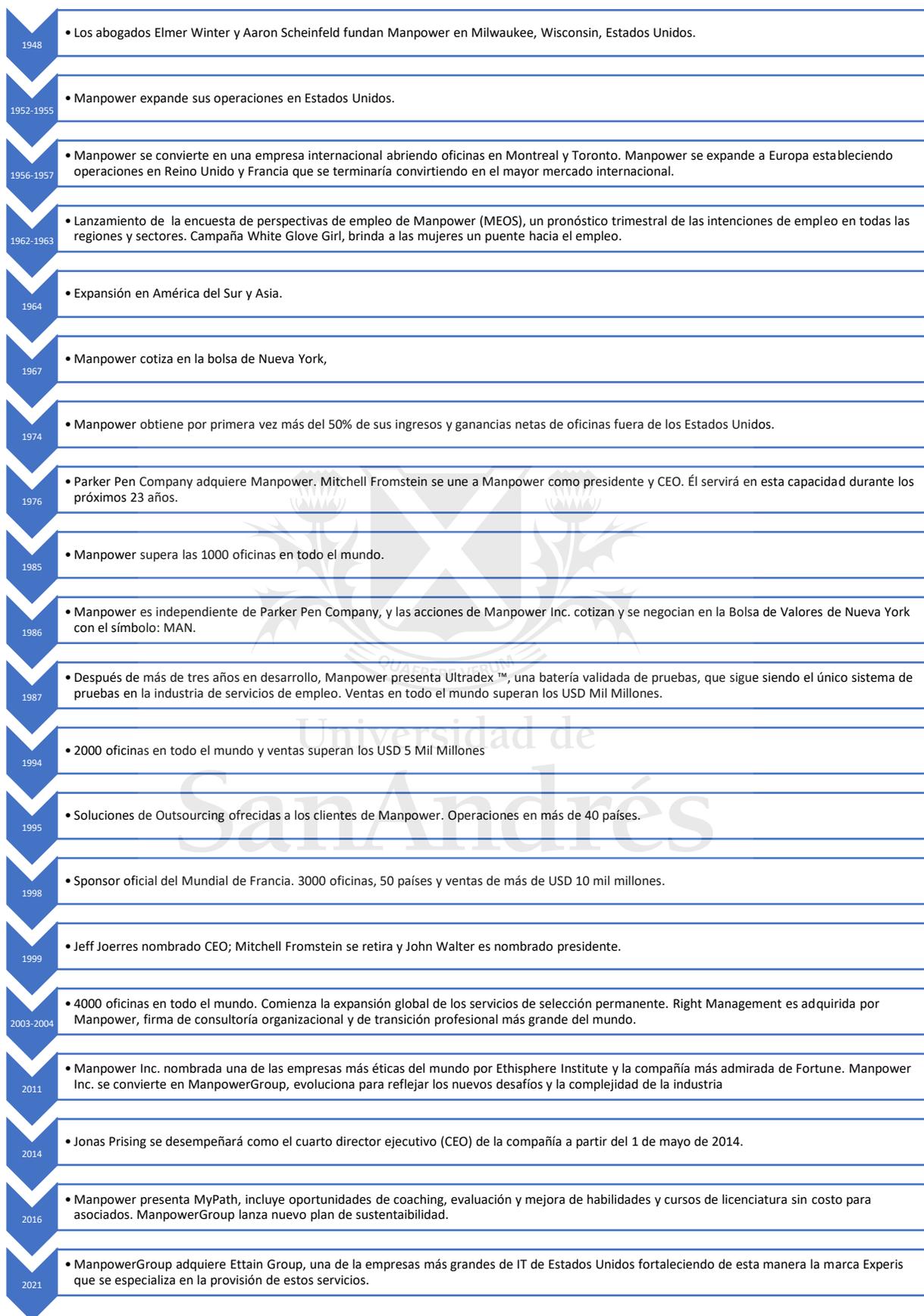
Los servicios más rentables son aquellos que se prestan a través de Experis y de Talent Solutions, por lo que la empresa está buscando diversificar su cartera para hacer más énfasis en este tipo de servicios para hacer crecer la utilidad operativa en los próximos años. En el año 2022 se aceleró esta estrategia de diversificación a través de una mejor combinación de negocios, que expandió la contribución de los negocios con mayor valor agregado, lo que permitió mejorar la Utilidad Bruta del año y generar USD 582M de Utilidad Operativa.

Un punto que es importante destacar para entender mejor a la empresa, es el efecto que tiene el tipo de cambio en la operación. Al ser una empresa de capitales estadounidenses que cotiza en la bolsa de Nueva York, sus estados contables son reportados en dólares a diferencia de sus principales competidores que lo hacen en euros y francos suizos.

Más del 80% de sus ventas se generan fuera de los Estados Unidos por lo que la apreciación del dólar tiene efectos negativos en los resultados de la compañía.

2.1 Historia

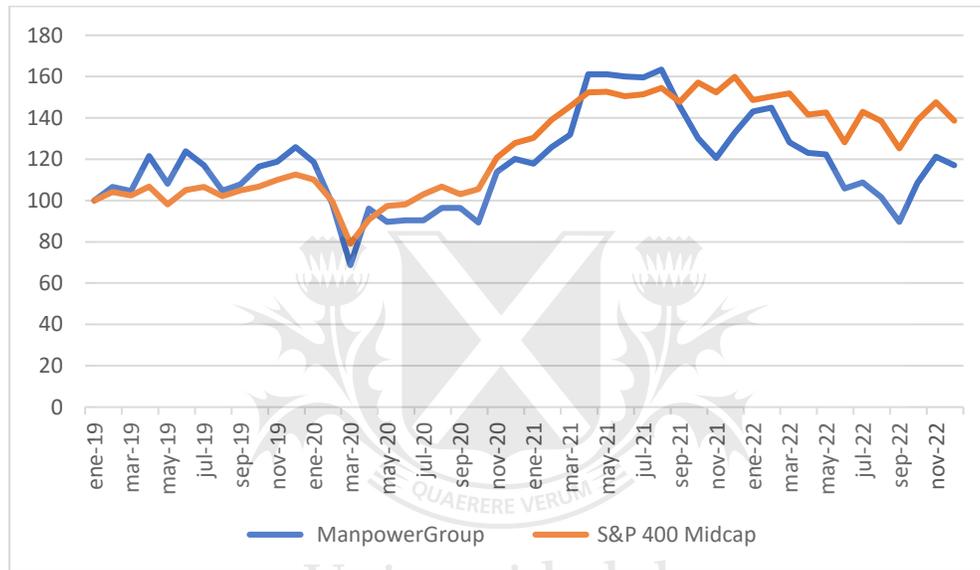
ManpowerGroup es una corporación multinacional estadounidense con sede en Milwaukee, Wisconsin. Fundada en 1948 por Elmer Winter y Aaron Scheinfeld, es la tercera empresa de personal más grande del mundo detrás de Randstad y Adecco.



2.2 Capital Accionario y Desempeño de la Acción

ManpowerGroup es una empresa que cotiza en la bolsa de Nueva York (NYSE), sus acciones cotizan bajo el símbolo MAN. Está incluida dentro del S&P 400 MidCap Index y del S&P 1500 Human Resources Index.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN ACCIÓN MAN Y S&P 400 MIDCAP (BASE 100).



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN DE YAHOO FINANCE.

Al 31 de diciembre de 2022, ManpowerGroup tenía en circulación un total de 50,6 millones de acciones. El precio de la acción cerró ese año a USD 83,21, dando como resultado un capital accionario de USD 4.210 millones.

Los principales propietarios son institucionales y fondos de inversión, en la siguiente tabla mostraremos los principales de cada uno de estos rubros:

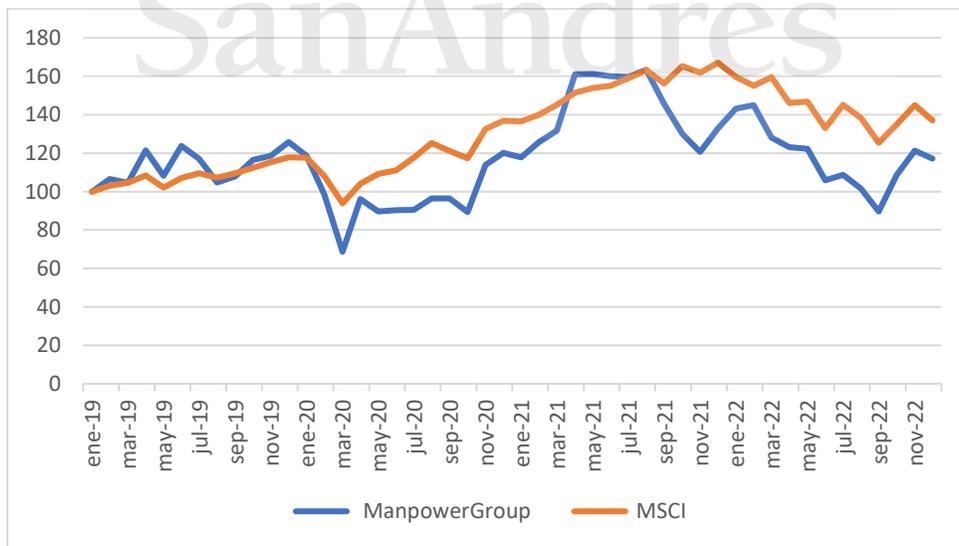
TABLA 1: PRINCIPALES PROPIETARIOS DEL CAPITAL ACCIONARIO.

Instituciones	Cantidad Acciones	% Total Acciones
Vanguard Group, Inc. (The)	6.933.429	13,7%
Blackrock Inc.	4.869.514	9,6%
Capital World Investors	4.645.099	9,2%
Victory Capital Management Inc.	3.226.081	6,4%
FMR, LLC	2.173.342	4,3%
Fondos de Inversión	Cantidad Acciones	% Total Acciones
Income Fund of America Inc	2.722.832	5,4%
Victory Portfolios-Sycamore Established Value Fund	2.105.000	4,2%
iShares Core S&P Midcap ETF	1.574.510	3,1%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	1.538.072	3,0%
Vanguard Small-Cap Index Fund	1.302.498	2,6%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN DE YAHOO FINANCE.

Para analizar la evolución del rendimiento de la acción de ManpowerGroup, realizamos una comparación con el ETF del MSCI World (URTH) donde podemos observar que tiene un comportamiento similar a la misma. La evolución de la acción y de la empresa está muy relacionada con la situación económica del contexto, ManpowerGroup sigue el contexto económico pero un poco por debajo del mismo.

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN ACCIÓN MAN Y MSCI ETF (BASE 100).

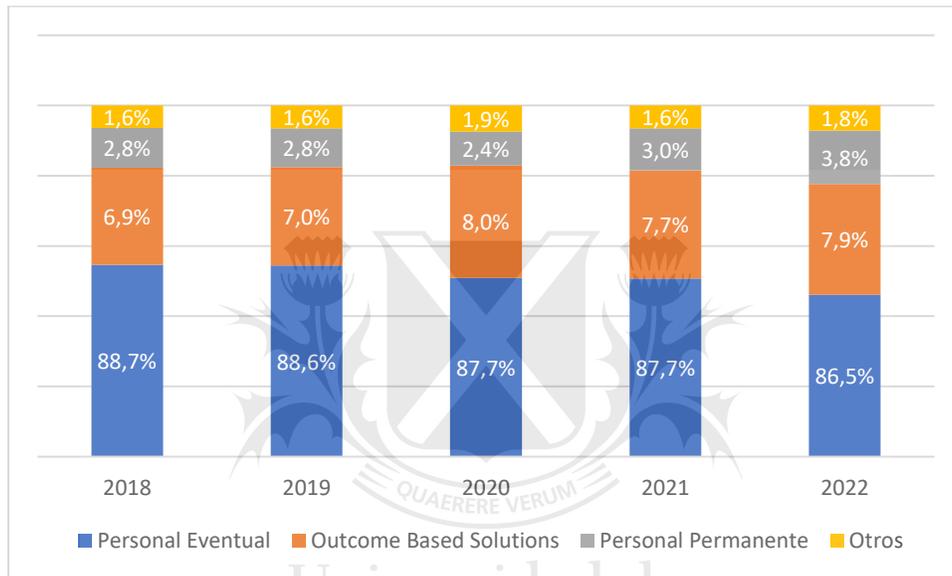


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN DE YAHOO FINANCE.

2.3 Servicios

ManpowerGroup ofrece una amplia gama de soluciones y servicios para la fuerza laboral, ayudando a las empresas a mejorar su estrategia, calidad y eficiencia, aumentar la productividad y reducir los costos en toda su fuerza laboral para lograr sus objetivos.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN MIX DE NEGOCIOS 2018-2022.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

En este gráfico se puede ver cómo fueron creciendo los servicios no tradicionales de ManpowerGroup desde el 2020, año de la pandemia en el que todos los servicios se vieron afectados.

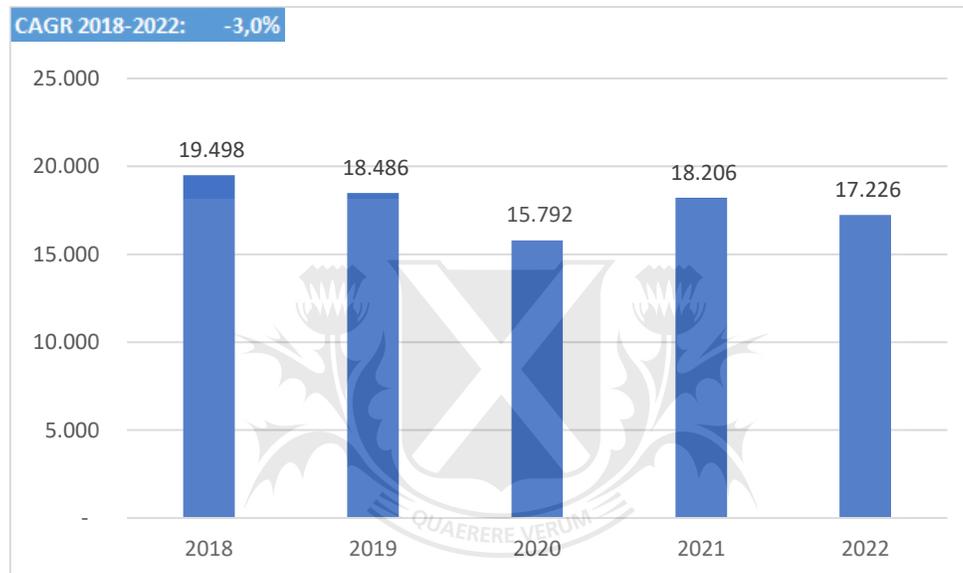
Las principales soluciones y servicios para la fuerza laboral son:

- Personal Eventual:

Incluyen el aumento de la fuerza laboral de los clientes con empleados eventuales realizando servicios bajo la supervisión del cliente, lo que proporciona una fuente de mano de obra flexible.

Los contratos de dotación de personal son generalmente de corto plazo y, por lo general, incluyen una sola obligación de desempeño. Los ingresos se reconocen a lo largo del tiempo con base en una cantidad fija para cada hora de dotación de personal y servicio proporcionado.

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN VENTAS PERSONAL EVENTUAL 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

En 2019 se vio resentido el servicio por la desaceleración de la economía a nivel mundial, en 2020 tocó un piso debido a la pandemia y en 2021 volvió a crecer volviendo a niveles del 2019. En 2022 hubo cierta inestabilidad económica sobre todo en Europa, con altos niveles de inflación y se vio afectada esta región por la guerra Rusia-Ucrania que impactó en las cadenas de distribución, sumado a esto hubo un fortalecimiento del dólar con respecto al resto de las monedas que hizo caer las ventas en esa moneda. Una situación similar vamos a observar que se dio en los servicios de Outcome-Based Solutions, teniendo un crecimiento exponencial en 2021 alcanzando los USD 1.600.

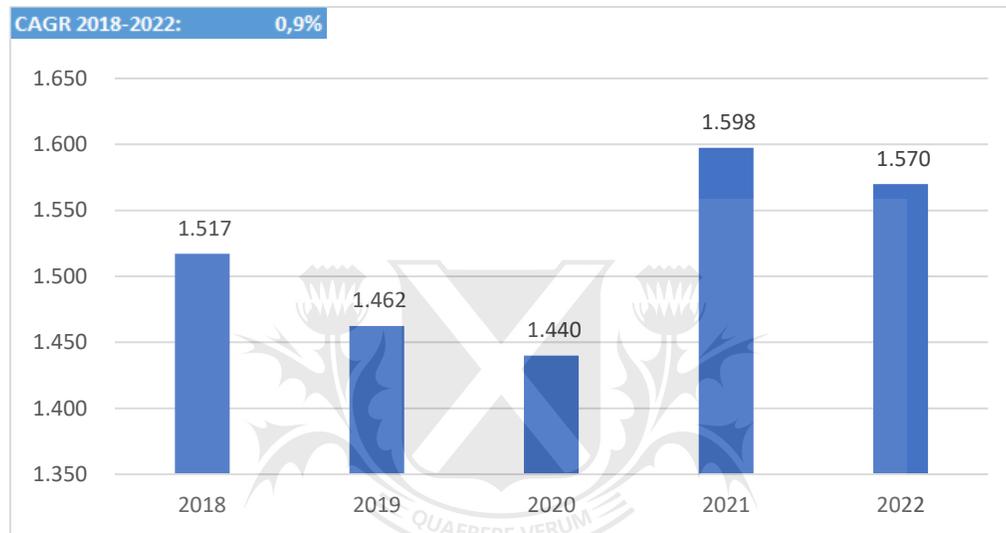
- Outcome-Based Solutions and Consulting:

Los servicios de consultoría y soluciones, basadas en resultados, incluyen la utilización de consultores y empleados eventuales que son generalmente expertos en un campo

específico que asesoran al cliente para ayudar a encontrar soluciones estratégicas a asuntos específicos o lograr un resultado particular.

Los servicios también pueden incluir la gestión de ciertos procesos y funciones dentro de la organización del cliente.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN VENTAS OUTCOME BASED SOLUTIONS 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

- **Personal Permanente:**

Los servicios de Reclutamiento de Personal Permanente incluyen proporcionar candidatos calificados a los clientes para contratar de forma permanente.

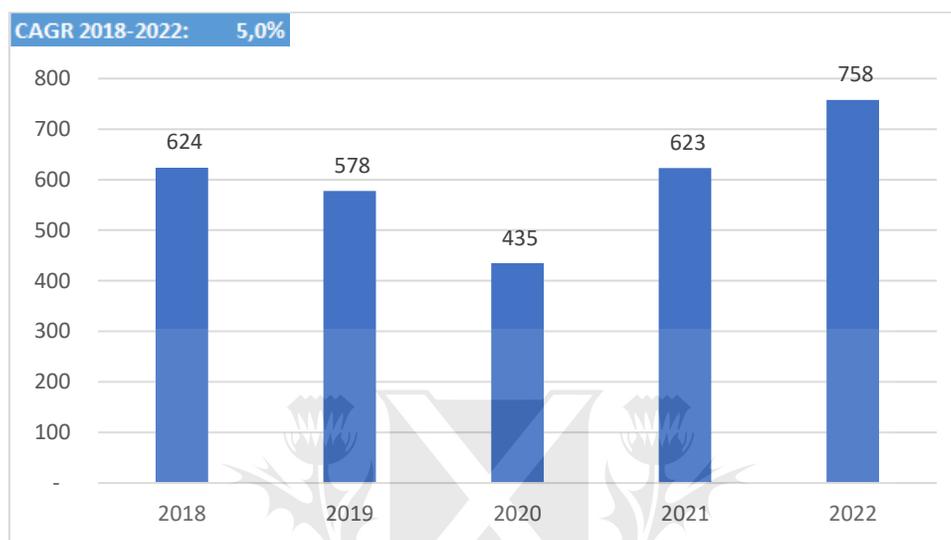
La venta por los servicios se reconoce en el momento en el que se coloca a los empleados calificados. Los servicios se basan en una tarifa fija por colocación o como un porcentaje del salario del candidato.

Los servicios de RPO también están incluidos en los ingresos de Reclutamiento Permanente.

Incluyen las diversas actividades de gestión de la fuerza laboral permanente de un cliente, que pueden incluir evaluaciones de candidatos, selección, llevar a cabo entrevistas de candidatos, proporcionar tecnología de abastecimiento y proporcionar marketing y

reclutamiento. Se realizan estas actividades para cumplir con la obligación general de proporcionar una gestión permanente de la fuerza laboral.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN VENTAS PERSONAL PERMANENTE 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Al igual que todos los servicios de la compañía los años 2019 y 2020 tuvieron caídas debido al enfriamiento de la economía en primer término y luego a la pandemia del Covid-19. Permanente es uno de los servicios en los que más foco se está haciendo, es el servicio con mayor utilidad y es hacia donde se está dirigiendo la empresa, tratando de crecer en los servicios no tradicionales de mayor utilidad, rotando el mix de negocios hacia estos servicios y no depender tanto de los servicios de Personal Eventual. Se puede visualizar un crecimiento constante desde el 2020, ni siquiera el fortalecimiento del dólar pudo detener el crecimiento en 2022, registrando ventas 22% mayores a las del 2021. ManpowerGroup históricamente se especializó en cubrir posiciones base, pero está trabajando y con éxito en posicionarse como una empresa capaz de cubrir posiciones profesionales, con este objetivo desarrollaron el segmento BP (Business Professional) que está enfocado en la cobertura de perfiles profesionales con salarios más altos en el mercado.

En estos últimos dos años también tuvo un crecimiento importante el servicio de RPO, convirtiéndose en líder del segmento en el mercado europeo, es un servicio más complejo y abarca

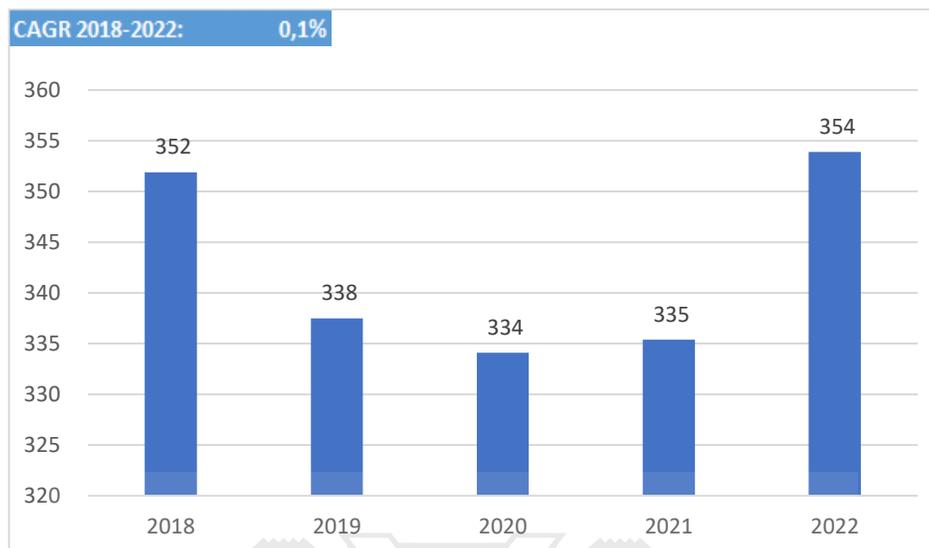
otras partes del proceso de reclutamiento, son procesos masivos en comparación con los típicos de selección permanente.

- Otros Servicios:

1. Transición de Carrera: Ayudar a clientes a administrar las transiciones de su fuerza laboral y sus empleados en la gestión de los cambios de carrera mediante el desarrollo de habilidades adicionales y la búsqueda de un nuevo empleo.
2. Los servicios de MSP administran la gestión general de la fuerza laboral eventual de los clientes y generalmente incluyen diversas actividades, como informes y seguimiento, selección y gestión de proveedores y distribución de pedidos
3. Los servicios de capacitación incluyen habilidades de enseñanza que se relacionan con competencias específicas para la fuerza laboral de los clientes para adquirir conocimientos y desarrollar competencias.
4. Franquicias: Incluye la obligación de desempeño de proporcionar el derecho a usar la propiedad intelectual en un territorio exclusivo específicamente definido. Los acuerdos generalmente establecen que las tarifas se calculan en función de un porcentaje de los ingresos obtenidos por la franquicia y son pagaderos mensualmente.

Universidad de
San Andrés

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN VENTAS OTROS SERVICIOS 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Estos son otros de los servicios en los que la empresa está ocupada en hacerlos crecer, porque al igual que Permanente es donde la utilidad es mayor. A partir de 2019 se puede observar una meseta que duró hasta el 2021, fueron años complicados para estos servicios sobre todo para los de Outplacement, en períodos de incertidumbre las empresas suelen detener los programas de transición de carrera y de consultoría. Pero ya en 2022 se puede visualizar un crecimiento del 6% con respecto al año anterior, superando incluso los niveles del 2018.

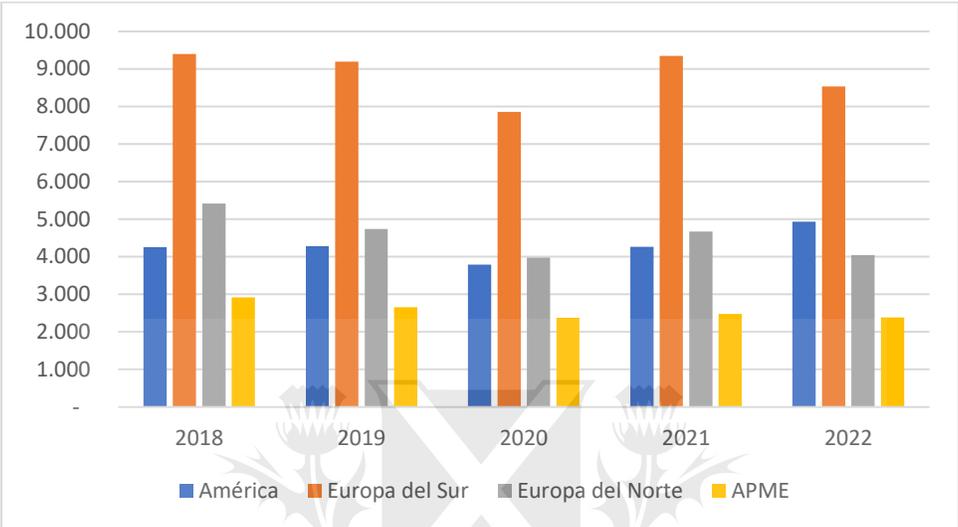
Es con el crecimiento de estos servicios, sobre todo los de Permanente que la empresa logró mejorar en forma considerable su utilidad bruta, pasando de 16,4% en 2021 a 18,0% en 2022, este punto es uno de los objetivos más importantes de la empresa, diversificar en forma constante el mix de negocios hacia estos servicios, para mejorar la utilidad operativa de la empresa.

2.4 Ventas y Utilidad Operativa por Zona Geográfica

Los resultados son reportados por zonas geográficas, América, Europa del Sur, Europa del Norte y APME (Asia Pacific and Middle East). La zona más importante es la de Europa del Sur, en la que se

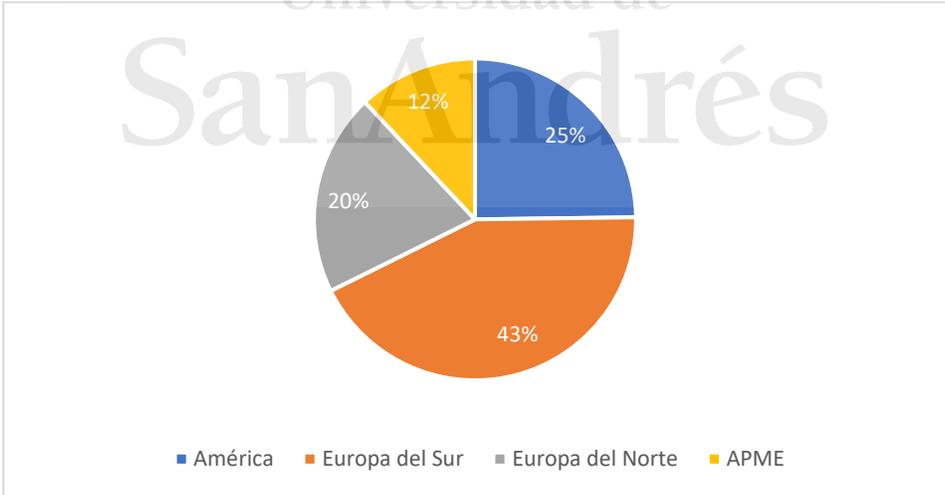
destaca la participación de Francia e Italia, actualmente de Estados Unidos proviene un 17,6% de las ventas. Europa en su conjunto concentra más del 60% de la actividad de la empresa.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN VENTAS POR REGIÓN 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

GRÁFICO 11: COMPOSICIÓN VENTAS 2022 POR REGIÓN.

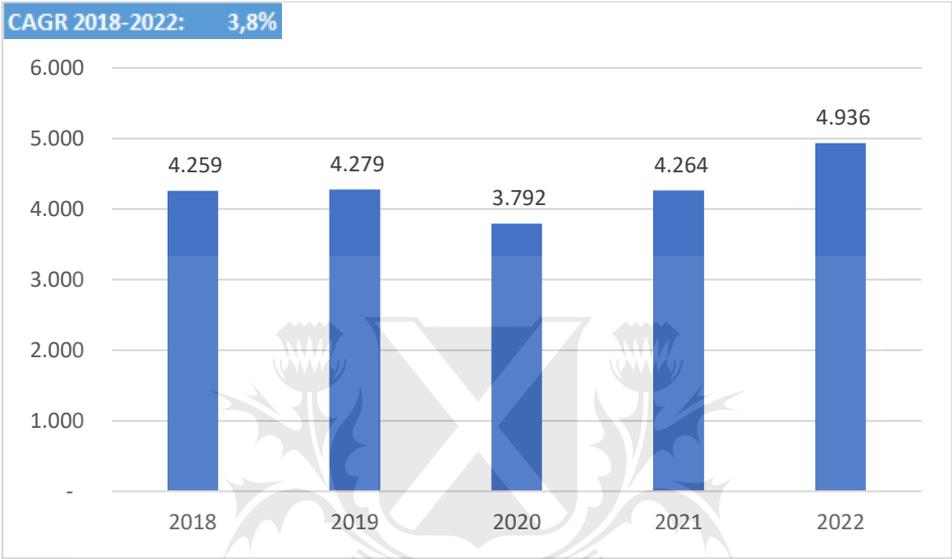


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL REPORTE ANUAL DE LA COMPAÑÍA 2022.

El segmento de América tiene 445 sucursales y 138 franquicias al 31 de diciembre de 2022. En Estados Unidos, se genera el 71% de los ingresos de la región, posee 302 sucursales y 131

franquicias, así como ubicaciones on-site en clientes con importantes contratos permanentes y temporales. Otros países importantes de la región son México, Canadá y Argentina, donde la empresa cuenta con 143 sucursales y 7 franquicias.

GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN VENTAS AMÉRICA 2018-2022 EN MILLONES DE USD.

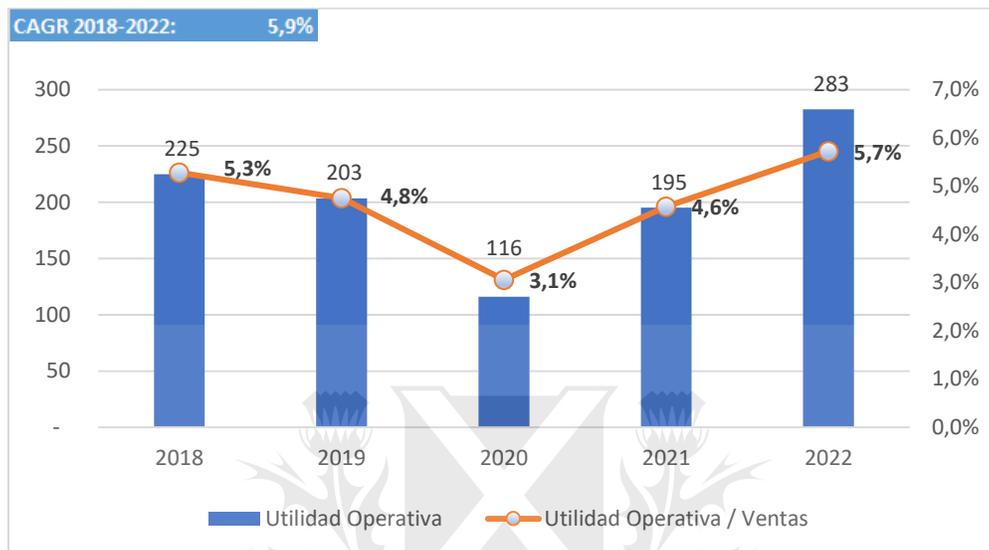


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022

En 2019 se puede observar un crecimiento del 0,5% con respecto al 2018, el mismo se dio en otros países de América sobre todo en México, Canadá y Perú, ya que en Estados Unidos se dio una pequeña caída de las ventas. En 2020 se dio una caída del 11,4% en toda la región sobre todo en los servicios de Personal Eventual y Permanente debido al impacto de la crisis del Covid-19. En 2021 luego de la pandemia el crecimiento fue de 12,4% sobre todo impulsado por una fuerte mejora que se dio en Estados Unidos, con un fuerte impacto de los servicios de Permanente que crecieron un 67.6%, el crecimiento en el resto de los países de América no fue tan grande debido al impacto que sufrió México por nuevas regulaciones que limitaron la dotación de personal temporario solo a ciertos servicios que hicieron caer sus ventas un 22%. En 2022 el crecimiento de las ventas fue de un 15,8% generado por los servicios de Experis que están relacionados con IT y nuevamente los servicios de Permanente que volvieron a crecer un 41,6%, este crecimiento se dio en Estados Unidos

ya que el resto de los países de América volvieron a sufrir el impacto de México donde las ventas cayeron un 46,9% por las nuevas regulaciones.

GRÁFICO 13: EVOLUCIÓN UTILIDAD OPERATIVA AMÉRICA 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



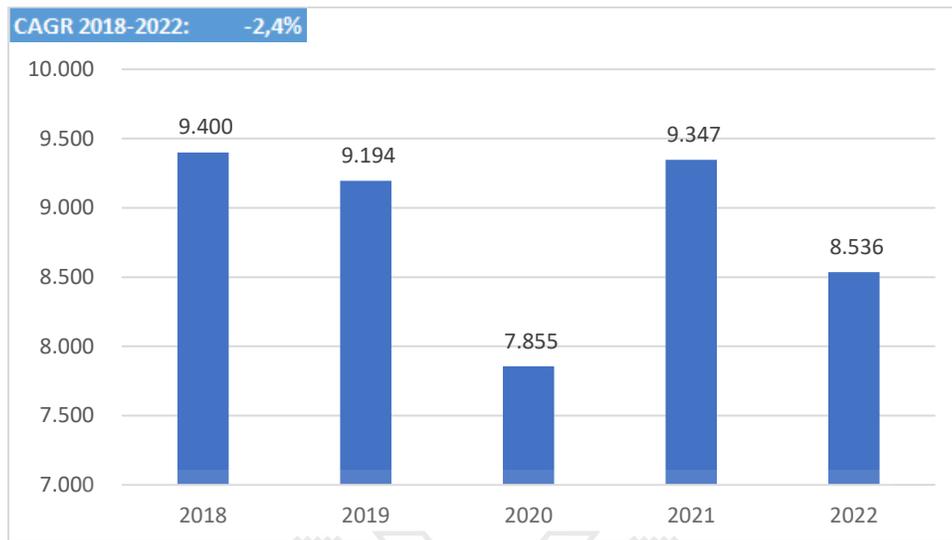
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Se puede observar un crecimiento importante de la utilidad en América desde el 2020, tanto a nivel nominal como si lo analizamos sobre el nivel de ventas alcanzado un 5,7% en el año 2022. Esto se debe principalmente a una mejor combinación de negocios que se está dando en esta zona, sobre todo en lo relacionado a Permanente y a IT luego de la adquisición de Ettain.

ManpowerGroup es líder de reclutamiento, evaluación y selección permanente, temporales, capacitación y externalización de servicios en toda Europa. El segmento del sur de Europa tenía 1.148 sucursales al cierre del 2022. Las mayores operaciones en este segmento se encuentran en Francia (56% de los ingresos del segmento) e Italia (20% de los ingresos del segmento).

Durante 2022 para las operaciones en el sur de Europa, aproximadamente el 72% de los empleados permanentes y temporales derivaron de la colocación de personal industrial, el 14% de personal de oficina y el 14% de la colocación de personal profesional y técnico.

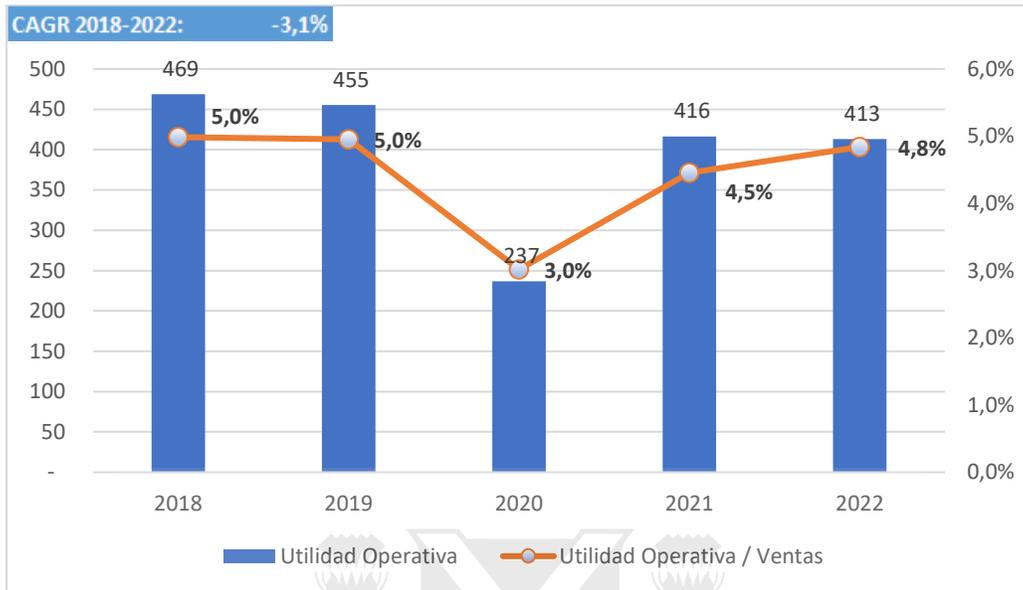
GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN VENTAS EUROPA DEL SUR 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

En 2019 las ventas sufrieron una caída del 2,2% principalmente por dos factores, menor demanda de los servicios de Personal Temporario por una desaceleración de la economía en Europa y por el impacto del tipo de cambio con respecto al dólar, si lo analizamos en moneda constante se dio un crecimiento del 2,8%. En 2020 se produjo una caída del 14,6% sobre todo en los servicios de Personal Eventual y Permanente debido al impacto de la crisis del Covid-19. En 2021 experimentó un crecimiento del 19,0% por una mayor demanda de los servicios de Personal Temporario, de Permanente y un tipo de cambio favorable con respecto al dólar. En 2022 se generó una caída de las ventas del 8,7%, mientras que en moneda constante se evidenció un crecimiento del 2,0%, el mayor impacto este año fue el tipo de cambio que en parte fue compensada por una mayor demanda de servicios de Personal Eventual a pesar de que la cadena de distribución sufrió complicaciones sobre todo en la industria automotriz y la construcción debido al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

GRÁFICO 15: EVOLUCIÓN UTILIDAD OPERATIVA EUROPA DEL SUR 2018-2022 EN MILLONES DE USD.

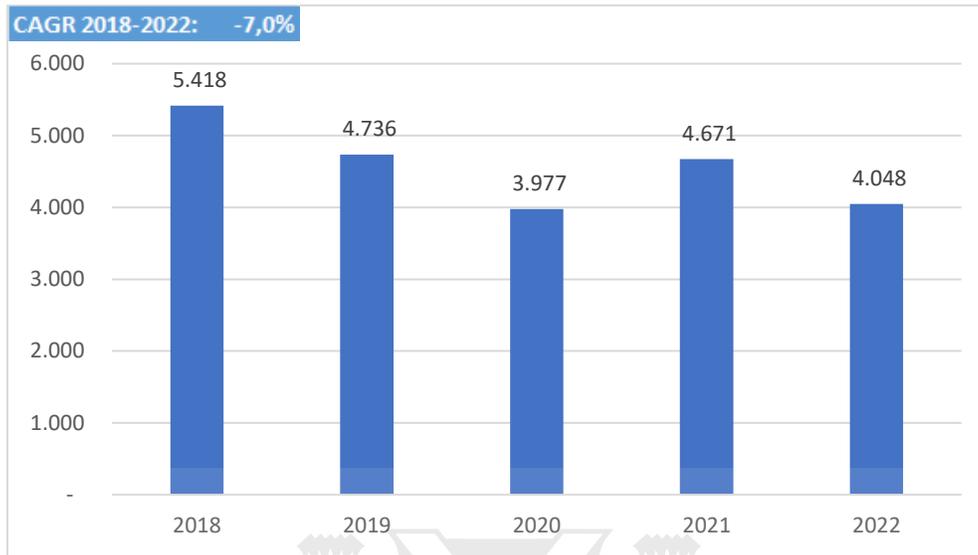


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Al igual que en el caso de América, también se puede observar una mejora de la utilidad luego del piso del 2020 provocado por la pandemia. Todavía no se alcanzaron los niveles del 2018-2019 pero está en ese camino, Europa está viviendo momentos complicados como ya mencionamos debido a la inflación, suba de tasas, incremento de precios de la energía y la guerra de Rusia-Ucrania.

Las operaciones más importantes en el norte de Europa se encuentran en el Reino Unido, Alemania, los Países Nórdicos y Países Bajos proporcionando un conjunto integral de soluciones y servicios para la fuerza laboral a través de Manpower, Experis y Talent Solutions. Colectivamente, operan a través de 332 sucursales en la región. Durante 2022 para las operaciones en el norte de Europa, aproximadamente el 38% de los empleados permanentes, y temporales procedían de la colocación de personal industrial, el 22% de personal de oficina y el 40% de la colocación de personal profesional y técnico.

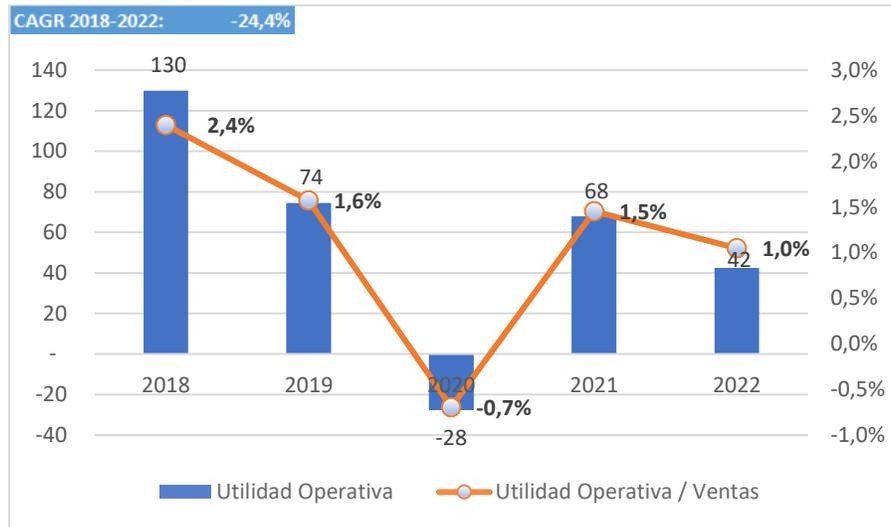
GRÁFICO 16: EVOLUCIÓN VENTAS EUROPA DEL NORTE 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

En 2019 las ventas cayeron un 12,6%, esta caída se debió a una menor demanda del servicio de Personal Eventual sobre todo en Alemania producto de una menor actividad de la industria manufacturera. En 2020 producto de la pandemia de Covid-19 se produjo una caída de las ventas de un 16,0%, en especial en los servicios de Personal Temporal y Permanente. En 2021 se dio un incremento de la venta de servicios por 17,4%, estas mejoras se vieron en los servicios de Eventuales y Permanente pero también tuvo un impacto favorable el tipo de cambio. Finalmente, en 2022 las ventas tuvieron un retroceso del 13,3%, el mayor impacto negativo fue por el tipo de cambio, una caída de los servicios de Personal Temporal en parte compensada por el crecimiento que tuvo Permanente del 22,0%.

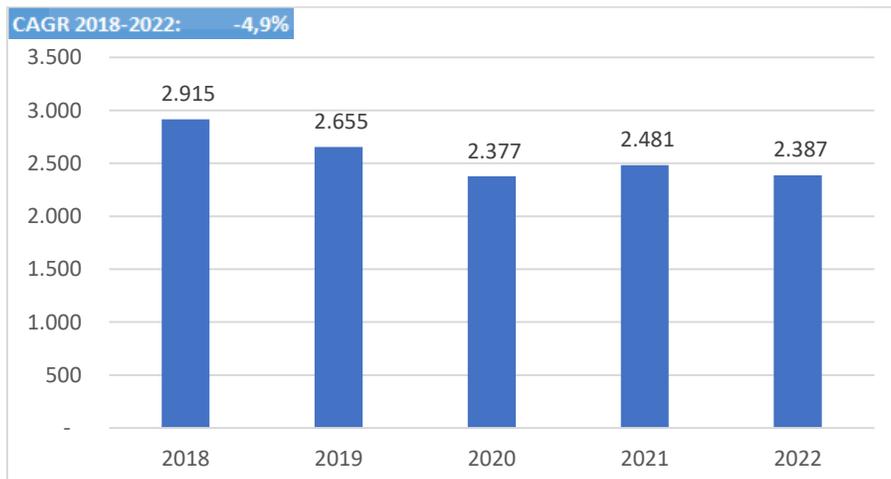
GRÁFICO 17: EVOLUCIÓN UTILIDAD OPERATIVA EUROPA DEL NORTE 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

ManpowerGroup opera a través de 137 sucursales en la región de Asia Pacífico y Medio Oriente (APME). Las operaciones más importantes están ubicadas en Japón, Australia, India y Corea, las cuales operan a través de sucursales. Durante 2022, aproximadamente el 8% de las contrataciones permanentes y temporales derivaron de la colocación de personal industrial, el 56% de personal de oficina y el 36% restante de la colocación de personal profesional y técnico.

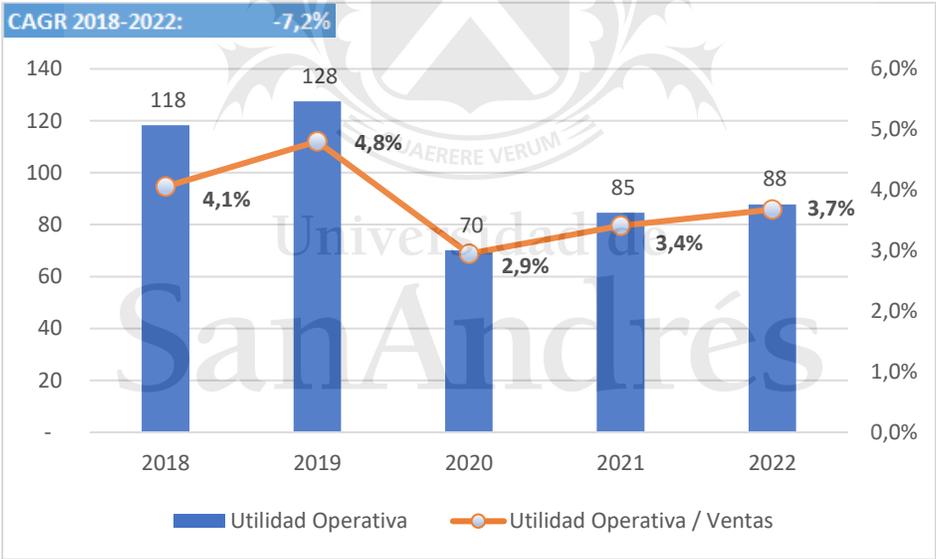
GRÁFICO 18: EVOLUCIÓN VENTAS APME 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Las ventas en 2019 cayeron un 9,1%, en Japón que es el mercado más grande de la región las ventas crecieron 6,9%, la caída se explica por la salida que tuvo la empresa de algunos clientes de baja utilidad en Australia y China con el objetivo de mejorar la utilidad de la región. La situación del 2020 fue similar, crecimiento en Japón y caída en Australia/China por la salida de clientes con baja utilidad y se suma el impacto del Covid-19. En 2021 las ventas crecieron 4,4%, las ventas de Japón que ya representaba el 47% de la región creció 8,7% impulsado por el crecimiento de Experis, Personal Eventual y Permanente. En 2022 las ventas cayeron un 3,8%, mientras que en moneda constante las mismas crecieron 9,0%, el gran impacto este año estuvo dado por el fortalecimiento del dólar, sumado a que en Australia sigue impactando la salida de clientes del año 2021, en parte esto fue compensado por el crecimiento de Experis y los servicios de Personal Temporario.

GRÁFICO 19: EVOLUCIÓN UTILIDAD OPERATIVA APME 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

2.5 Estrategia y Perspectivas de Crecimiento

La demanda de soluciones y servicios para la fuerza laboral depende de la solidez general del mercado laboral y las tendencias de la economía. Un crecimiento económico generalmente resulta en una mayor demanda de mano de obra, lo que resulta en una mayor demanda de fuerza laboral,

soluciones y servicios de personal. Durante períodos de aumento de la demanda, mejora la rentabilidad e incrementa el apalancamiento operativo.

En consecuencia, durante períodos de crecimiento económico débil o contracción económica, la demanda de los servicios disminuye, mientras que la demanda de servicios de reubicación se acelera. Cuando la demanda cae, la utilidad operativa generalmente se ve afectada desfavorablemente a medida que se experimenta un desapalancamiento de los gastos administrativos, no disminuyen al mismo ritmo que los ingresos. En períodos donde la economía se contrae, es posible que el desapalancamiento de gastos sea menos significativo, ya que reducir gastos administrativos a niveles que podrían afectar negativamente el potencial a largo plazo de la red de sucursales y marcas es un riesgo.

La estrategia de ManpowerGroup está basada en tres pilares:

- Diversificación

Acelerar el crecimiento de los negocios de mayor margen en todas las marcas. Impulsar la eficiencia y la productividad en todas ellas, esto se busca conseguir con el crecimiento de Experis, Talent Solutions y dentro de Manpower el servicio de Personal Permanente.

- Digitalización

Se basa en la implementación de tecnologías a nivel global. Mejores herramientas que permitan relaciones más profundas con clientes y candidatos. Proveer un valor nuevo y diferenciado a las partes interesadas. Buscar y ubicar más talento, predecir el ambiente y el rendimiento con mayor precisión.

- Innovación

Conseguir ventajas competitivas sostenibles a medida que evolucionan las expectativas de clientes y candidatos. Crear diferenciación, agregar valor y escalar los procedimientos.

El objetivo es fortalecer sus capacidades y avanzar en el cambio de la combinación de negocios, a servicios de mayor valor, respaldados por una plataforma tecnológica líder en el mercado. Esta mejora tiene un impacto muy importante en la utilidad de la empresa.

Las herramientas de tecnología más importantes que tiene ManpowerGroup para su crecimiento y diferenciación son:

- Power Suite, permite optimizar los procesos de recursos humanos, incrementar la eficiencia y bajar los costos, reducir los riesgos, acelerar la velocidad de respuesta y mejorar la experiencia para el cliente y el candidato.

Ayuda a las personas entender su potencial y a una organización anticipar sus necesidades de fuerza laboral usando análisis de datos e inteligencia artificial. Es una herramienta que permite administrar, participar y motivar a la gente mientras optimiza el proceso de recursos humanos.

- My Path, esta herramienta está construyendo el grupo de talentos del futuro. Brinda a las personas una progresión profesional, desarrolla habilidades para sectores en crecimiento, aumenta el potencial de ingresos a través del aprendizaje acelerado, la capacitación en el trabajo y la certificación. Esto permite contar con una base de datos con gente capacitada, mayor utilización del talento, mayores tasas de reasignación, mayor productividad de los asociados, pero también de ManpowerGroup como agencia de talento.

2.6 ESG

ManpowerGroup es una empresa que hace muchos años viene desarrollando una fuerte estrategia en Responsabilidad Social, sostiene que el empleo significativo y sostenible tiene el poder de cambiar el mundo.

Esta estrategia está basada en tres pilares:

- Planeta
- Gente y Prosperidad
- Gobierno Corporativo

En lo que respecta a Planeta su política está orientada a la reducción de emisiones de carbono. Los principales ejes son la gestión de residuos, principalmente papel y aparatos electrónicos, uso

eficiente de la energía en sus oficina y puestos de trabajo, finalmente la reducción de emisiones, especialmente en el traslado al trabajo de colaboradores y asociados.

Se construyeron planes de acción climática globales para medir, reducir y alcanzar la neutralidad de emisiones de carbono al 2045. Se establecieron cinco prioridades para poder alcanzar este objetivo:

- Electrificación de la flota
- Impulsar el uso de energías renovables
- Reducir los viajes de negocios
- Involucrar a los proveedores para reducir el impacto
- Descarbonizar los traslados hacia el trabajo

En cuanto al pilar de Gente y Prosperidad, los programas y acciones están orientados a promover la diversidad, la equidad, la inclusión y en mejorar la empleabilidad de todas las personas.

La escasez de talento ha llegado a niveles máximos en los últimos 15 años, el 75% de las compañías manifiestan la dificultad que tienen para conseguir los perfiles que necesitan. El compromiso de ManpowerGroup es el de convertirse en un creador de talentos a escala.

A través de Manpower My Path y Experis Academy que son plataformas para el desarrollo profesional de los asociados, ya se han transformado más de 200.000 vidas. Se ha establecido el objetivo de lograr el 50% de equidad de género en el quipo global de líderes para el 2025.

El último de los pilares es el de Gobierno Corporativo, la gestión responsable incluye altos estándares éticos, de transparencia y gobernanza.

ManpowerGroup fue reconocida como unas de las compañías más éticas del mundo por 12° año, según el Ethisphere Institute. El mismo considera la calidad de los programas de ética y cumplimiento, la cultura organizacional, el gobierno, la reputación y el impacto ambiental y social de las organizaciones. Fueron incluidos por 13° año consecutivo en el índice de sustentabilidad de Dow Jones Sustainability Index.

Los principios de gobiernos son los siguientes:

- Gestión de Riesgos
- Ética e Integridad
- Gobierno Corporativo
- Seguridad de Información y Privacidad de Datos

Los criterios de Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) abarcan aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo que se tienen en cuenta al momento de invertir en una empresa. Es una forma de evaluar determinados factores relacionados con el impacto ambiental y social de una firma. De acuerdo con una investigación de PwC el 75% de los inversores dice que las empresas deberían abordar los problemas de ESG, incluso si hacerlo reduce la rentabilidad a corto plazo.

3. Industria

ManpowerGroup compete dentro de la industria de servicios de empleo, brindando una gran variedad de servicios entre los que se destacan reclutamiento de personal temporario y permanente, selección, outsourcing, consultoría y servicios profesionales.

Esta industria es grande y está muy fragmentada, en la mayoría de las zonas no existe una empresa que tenga una posición dominante en el mercado. Además de ManpowerGroup, las empresas públicas más grandes que se especializan en reclutamiento son Adecco de capitales suizos y Randstad de capitales neerlandeses. También existe una competencia importante de empresas regionales o que están especializadas en un servicio específico como Kelly Services, Robert Half, K-Force, Page Group, Korn Ferry International y Alexander Mann. Es una industria altamente competitiva, con limitadas barreras de ingreso y en los últimos años se han producido consolidaciones significativas lo que dificulta y limita la posibilidad de incrementar o incluso mantener la cuota de mercado.

Muchos de los competidores de ManpowerGroup, sobre todo Adecco y Randstad destinan mayores recursos al marketing lo que los posiciona mejor en determinados mercados. Algunos servicios se

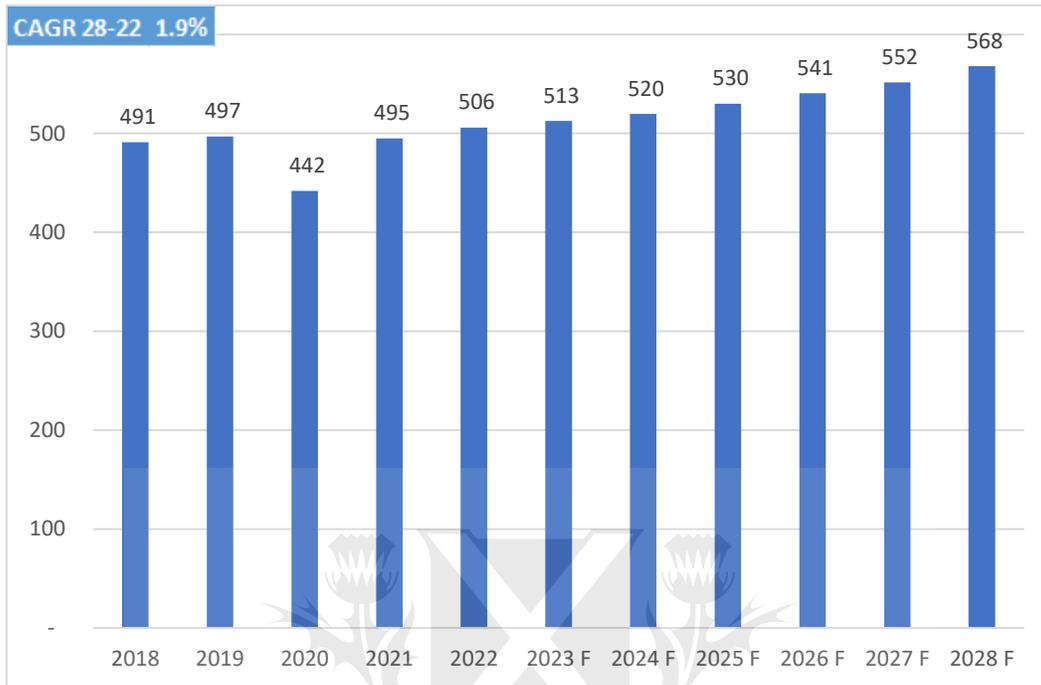
están convirtiendo en una especie commodity, la competencia en ciertas áreas claves se está centrando cada vez más en el precio. Se espera que en los próximos años se siga ejerciendo presión sobre los precios, tanto desde el lado de la competencia como del de los clientes.

Mientras que la dotación de personal temporario es un aspecto muy importante del negocio de ManpowerGroup, la estrategia de la empresa está focalizada tanto en proveer empleados calificados a los clientes como a brindar soluciones de consultoría y outsourcing con valor agregado.

Un importante rasgo que tiene la empresa es que dispone de una fuerte base de clientes, que está compuesta por una combinación de pequeñas y medianas empresas, junto con grandes empresas nacionales y multinacionales. En general las relaciones con las empresas chicas y medianas se caracterizan por ser por plazos más cortos y los competidores suelen ser empresas regionales. Mientras que, en el caso de las empresas grandes, suelen ingresar en contratos de no exclusividad con varias compañías y la decisión final queda en manos de los gerentes locales, en estos casos la competencia se suele dar con las grandes empresas públicas que vimos anteriormente. Incluso se suele dar la situación en la que más de una empresa conviva dentro de un mismo cliente.

Se espera que el mercado laboral siga creciendo, generándose nuevos puestos de trabajo relacionados con los avances en tecnología que están ocurriendo, el sector de IT tuvo un crecimiento importante en estos últimos años que dentro de ManpowerGroup son prestados a través de la marca Experis.

GRÁFICO 20: VENTAS MERCADO DE PERSONAL TEMPORARIO 2018-2028 EN MILES DE MILLONES DE USD.

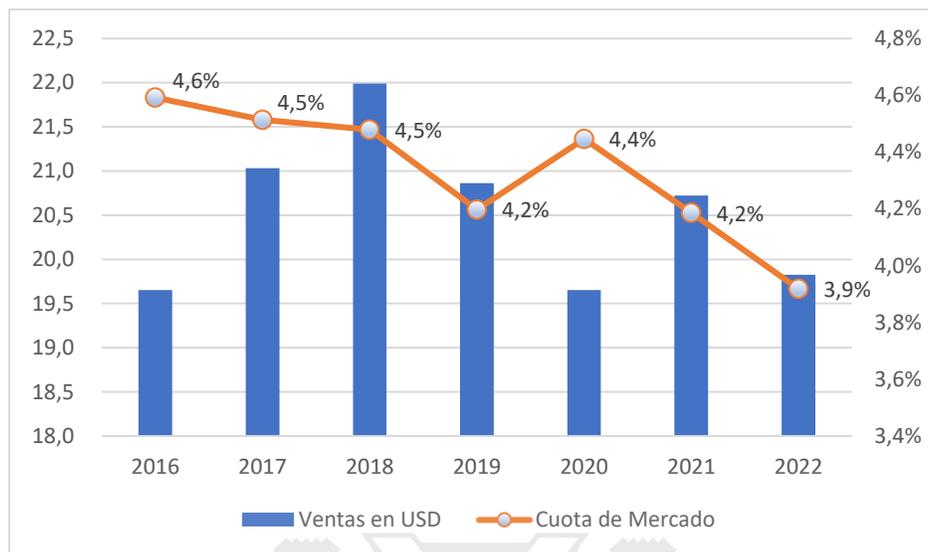


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A REPORTES DE STATISTA.

Podemos observar en el gráfico que desde el piso que tocó en 2020 producto de la pandemia Covid-19, el mercado fue creciendo gradualmente y se espera que para 2028 el volumen de la industria sea de USD 568 mil millones, lo que representa un CAGR de 2028 a 2022 de 1.9%.

La cuota de mercado de ManpowerGroup de 2018 a 2021 en promedio fue de 4.3%, en 2022 sufrió una caída al 3.9% en parte explicado por el fortalecimiento del dólar ya que más del 80% de sus ventas se generan fuera de Estados Unidos. Además, está el problema de la alta competencia que tiene esta industria por las nulas barreras de ingreso que existen.

GRÁFICO 21: EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO 2016-2022 EN MILES DE MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA Y REPORTES DE STATISTA.

En este gráfico podemos observar lo que mencionábamos antes con respecto a la cuota de mercado de ManpowerGroup en los últimos años. Hasta el 2020 estuvo en un promedio alrededor del 4,5% y a partir de ese año comenzó a bajar hasta 3,9% en el 2022. Podemos apreciar que en los años en los que se apreció el dólar, 2019 y 2022, la cuota de mercado sufrió caídas de 0,3%.

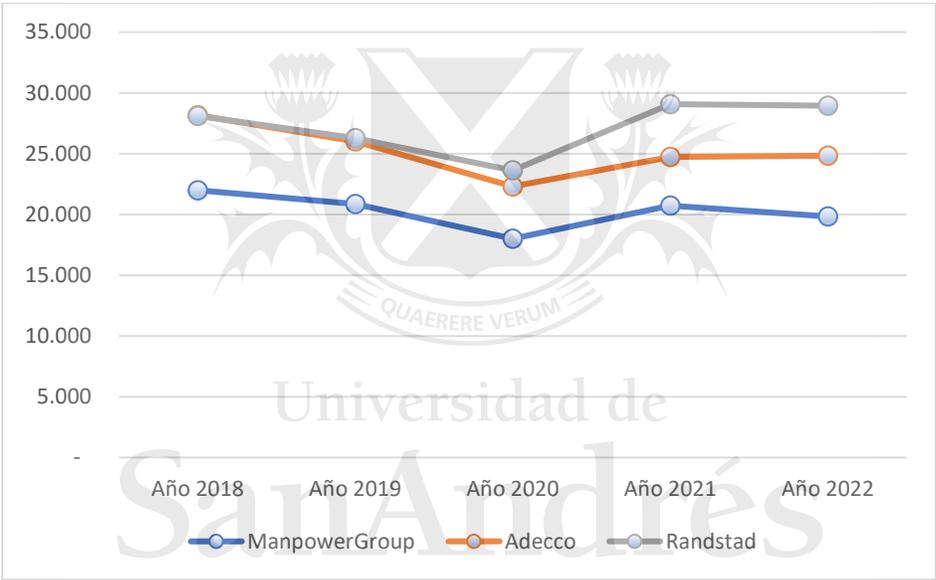
El mercado global de trabajo temporal ha experimentado un crecimiento en los últimos años, impulsado por factores como el aumento de la flexibilidad laboral, la creciente demanda de soluciones de gestión de talento y la necesidad de adaptarse a los cambios rápidos del mercado laboral.

Cabe destacar que el tamaño de la industria de personal temporario varía según la región y el país. En algunos países, como los Estados Unidos, el trabajo temporal es una parte importante del mercado laboral, mientras que, en otros países el trabajo temporal es menos común y puede haber regulaciones más estrictas que limiten su uso. El tamaño de la industria de personal temporario es significativo y se encuentra en constante crecimiento, aunque varía según la región y el país.

Sin embargo, también hay algunos desafíos que pueden afectar el crecimiento de la industria de personal temporal en los próximos años, como la creciente competencia de proveedores de recursos humanos, la escasez de talento en ciertos sectores y regiones, y la necesidad de adaptarse a los cambios en las regulaciones laborales.

En 2020 las ventas de ManpowerGroup cayeron un 13,7% con respecto al año anterior. La crisis del Covid tuvo un impacto fuerte en el mercado laboral que se vio reflejado en las ventas tanto de ManpowerGroup como la de sus principales competidores.

GRÁFICO 22: EVOLUCIÓN VENTAS 2018-2022 EN MILLONES DE USD PRINCIPALES COMPETIDORES.

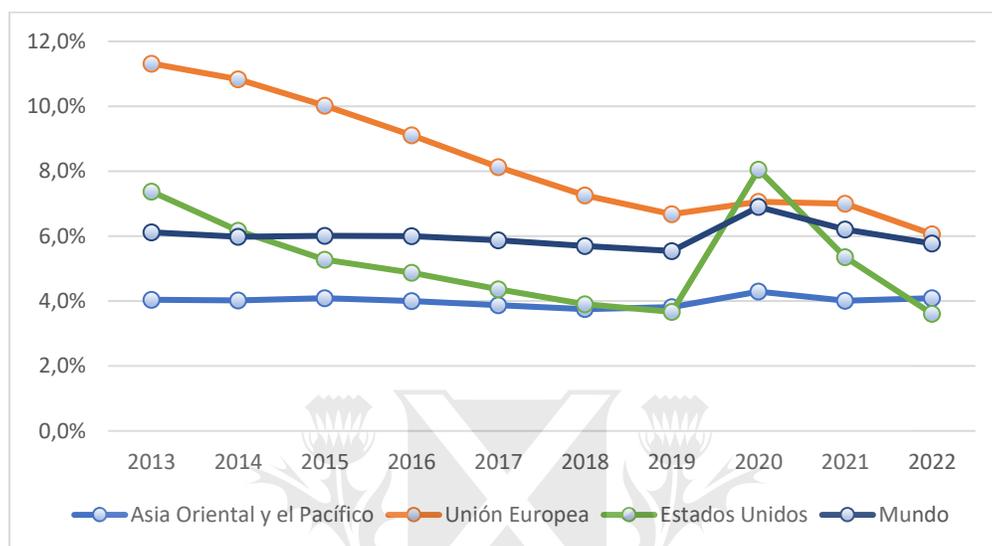


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Las ventas tuvieron un comportamiento similar en las tres principales empresas del rubro. En el 2022 se puede ver una caída en las ventas sobre todo en ManpowerGroup que se debió al fortalecimiento del dólar con respecto al resto de las monedas del mundo en 2022. El 17.6% de las ventas se generaron en Estados Unidos por lo que el efecto fue importante, este problema no lo tuvieron las otras dos empresas ya que Randstad publica sus balances en Euros y Adecco en Francos Suizos. En 2019 Randstad supera a Adecco en ventas y en el 2021 se ve un crecimiento importante de la empresa neerlandesa con respecto a sus competidores.

Una variable macroeconómica que es interesante analizar es la tasa de desempleo, ya que la misma tiene un impacto importante en el mercado en el que se desempeñan este tipo de empresas.

GRÁFICO 23: EVOLUCIÓN TASA DE DESEMPLEO 2013-2022.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL.

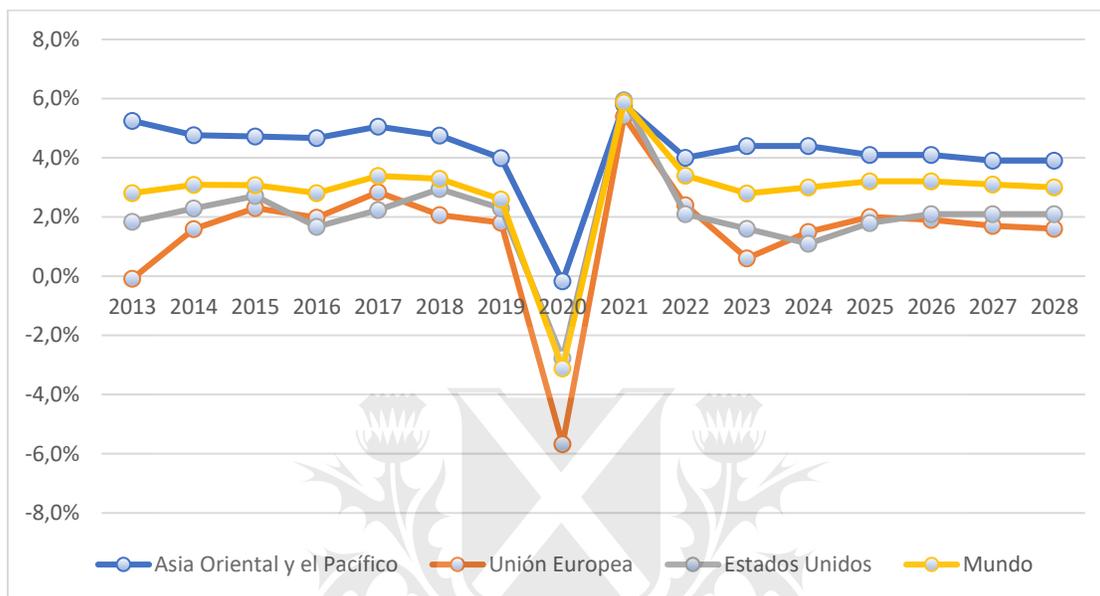
A nivel mundial, en los últimos 10 años la tasa de desempleo estuvo en un promedio de 6,0%, teniendo un pico en el 2020 producto de la pandemia de 6,9%. En 2022 la misma se ubicó en 5,8% y se espera que continúe en los mismos niveles en los próximos años por lo que no debería afectar en el corto y mediano plazo a nuestras proyecciones.

En la Unión Europea se produjo un descenso importante de la misma en los últimos 10 años, partiendo de 11,3% en 2013 y cerrar el 2022 en 6,1% apenas por encima del promedio mundial. En lo que respecta a Asia y el Pacífico se mantuvo estable en 4,0% durante todo este período, teniendo un pequeño pico de 4,3% en 2020.

En donde si se evidenció un pico importante de desempleo en 2020 fue en Estados Unidos y América Latina. En Estados Unidos la tasa subió hasta 8,1% luego de dos años en los que estuvo por debajo del 4,0%, ya en 2021 se pudo observar una importante mejora de este indicador y 2022 cerró en 3,6% más en línea con los niveles con los que venía prepandemia.

Otro indicador que podemos analizar es el PBI, ya que es un indicador que nos marca el crecimiento de la economía y está relacionado íntimamente con la fuerza laboral.

GRÁFICO 24: TASAS DE CRECIMIENTO (PBI) 2013-2022 Y PROYECCIONES 2023-2028.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL.

Podemos observar que del 2015 al 2018 el indicador estuvo relativamente estable, en 2019 se produce una desaceleración y en 2020 producto de la pandemia toca pisos del período bajo análisis, llevando el indicador a valores negativos en todos los mercados analizados que son aquellos en los que ManpowerGroup tiene mayor participación.

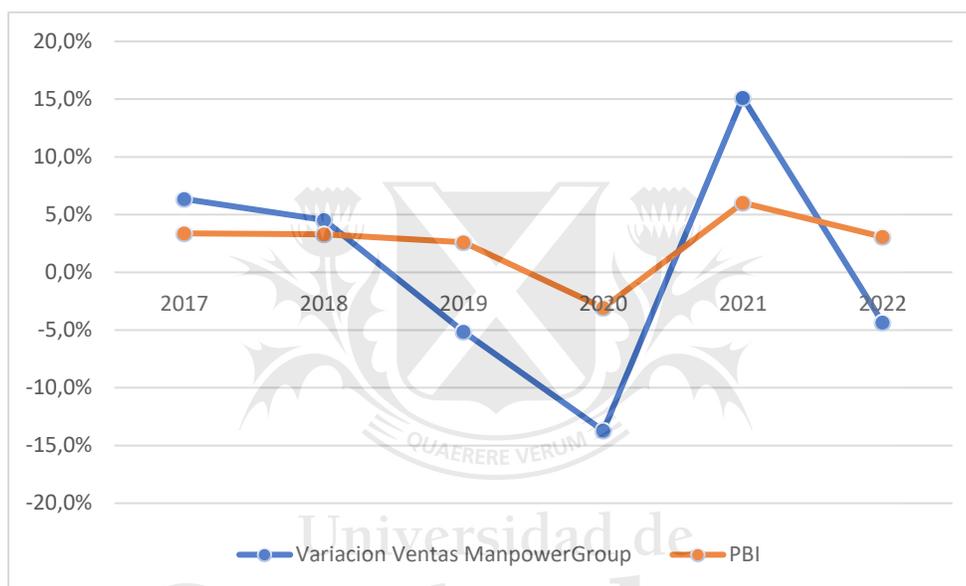
En 2021 se da un repunte importante pero ya en 2022 a pesar de seguir en valores positivos vuelve a desacelerarse y de acuerdo a las proyecciones del Banco Mundial la tendencia continuaría en esta dirección. 2023 sería un año difícil sobre todo para Europa registrando un PBI de 0,6% al igual que para Estados Unidos que bajaría a 1,6%, en 2024 Europa comenzaría a mejorar y establecerse en un promedio de 1,7% para el período 2023-2028, un nivel inferior al registrado prepandemia.

Mientras que en Estados Unidos en el año 2024 la economía crecería 1,1% incluso por debajo del 2023 y en el año 2025 comenzaría a recuperarse para establecerse en un nivel de 2,1% para el período 2026-2028. La economía en los próximos años va a ser empujada principalmente por los

países emergente con crecimientos promedio del 4,0%, países en los que por el momento ManpowerGroup no tiene tanta participación.

Para las proyecciones de nuestro DCF vamos a utilizar el PBI como indicador macroeconómico, en el siguiente gráfico podemos observar la evolución de las tasas de crecimiento comparadas con la variación en las ventas de ManpowerGroup.

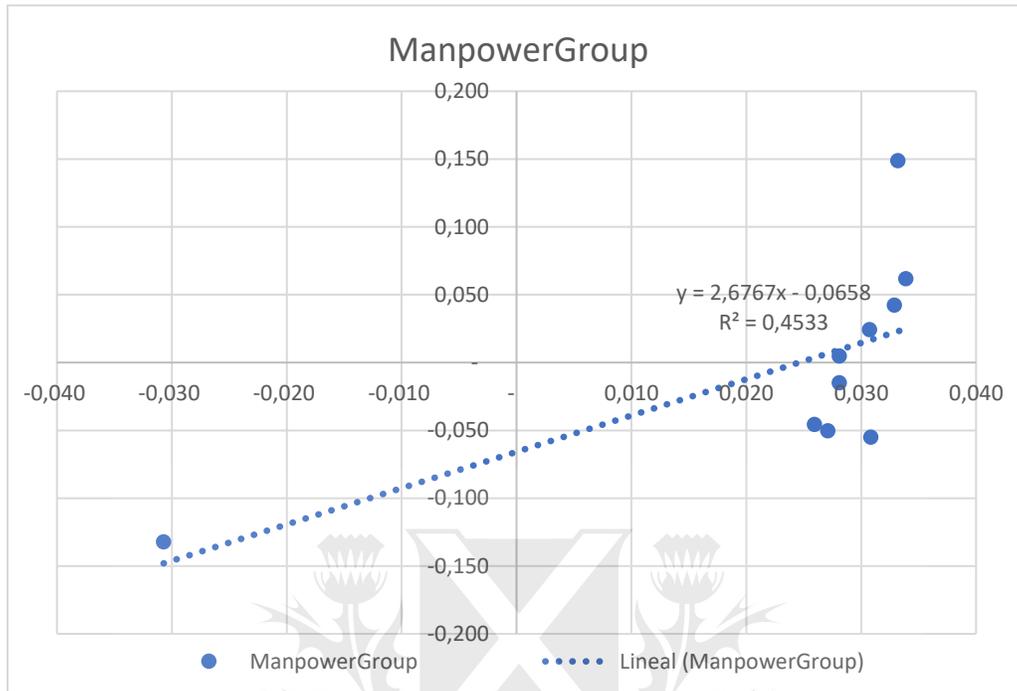
GRÁFICO 25: VARIACIÓN VENTAS MANPOWERGROUP Y TASAS DE CRECIMIENTO (PBI) 2017-2022



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

Podemos ver que mantiene la tendencia de la economía, pero en los picos tanto de crecimiento, como de contracción o desaceleración de la economía suele exagerar su rendimiento. Para complementar este análisis realizamos la regresión lineal de la variación de las ventas de ManpowerGroup en contraposición del PBI Mundial.

GRÁFICO 26: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL MANPOWERGROUP-PBI MUNDIAL 2011-2020.

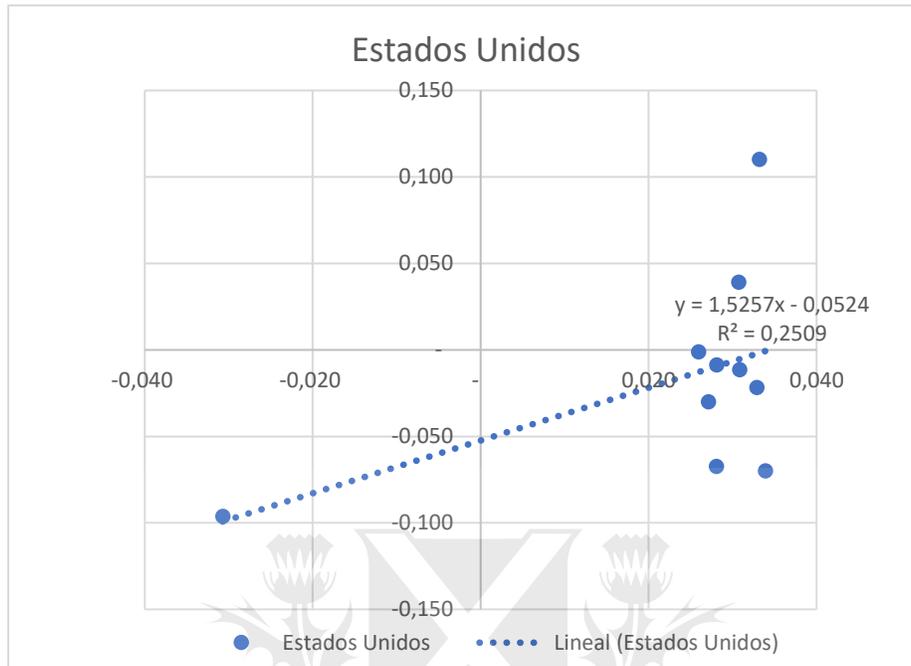


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

El coeficiente obtenido fue de 2,7 para el período 2011-2020. El R², o coeficiente de determinación, indica la proporción de la varianza total de los retornos de la acción que es explicada por los movimientos del mercado. En este caso, el valor que adopta el R² de la regresión es 0,45, significa que el 45% de los movimientos en las ventas pueden ser explicados por el movimiento del mercado.

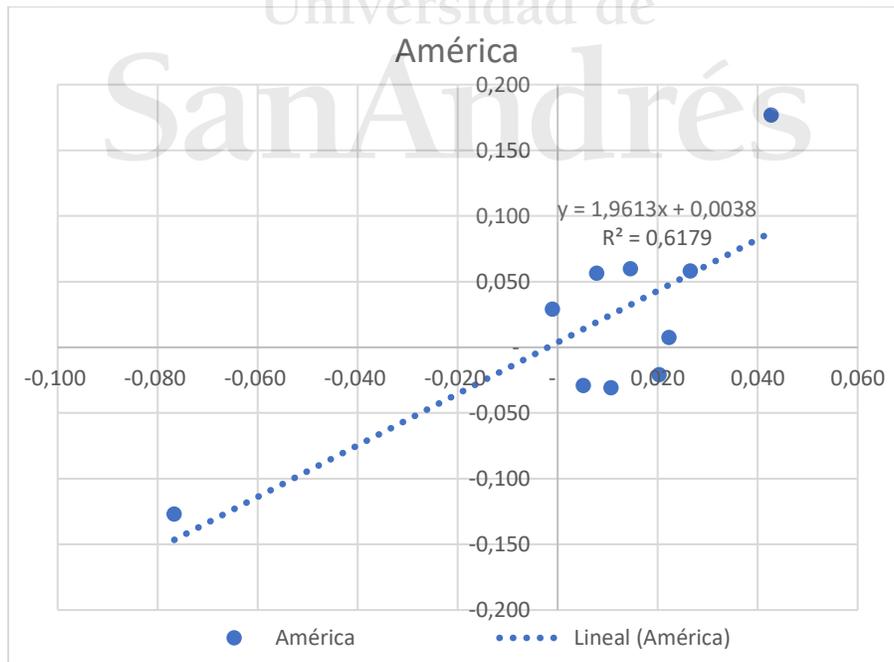
Este análisis también fue realizado para todas las zonas geográficas en las que ManpowerGroup reporta sus resultados, que fueron utilizados como base para la proyección de ventas.

GRÁFICO 27: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL ESTADOS UNIDOS-PBI 2011-2020.



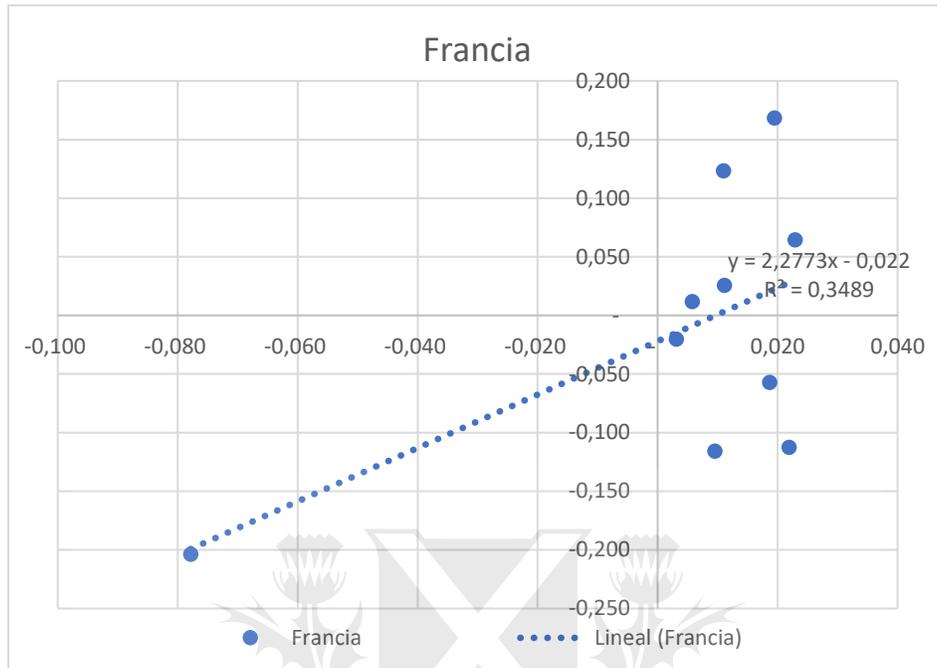
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 28: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL AMÉRICA-PBI 2011-2020.



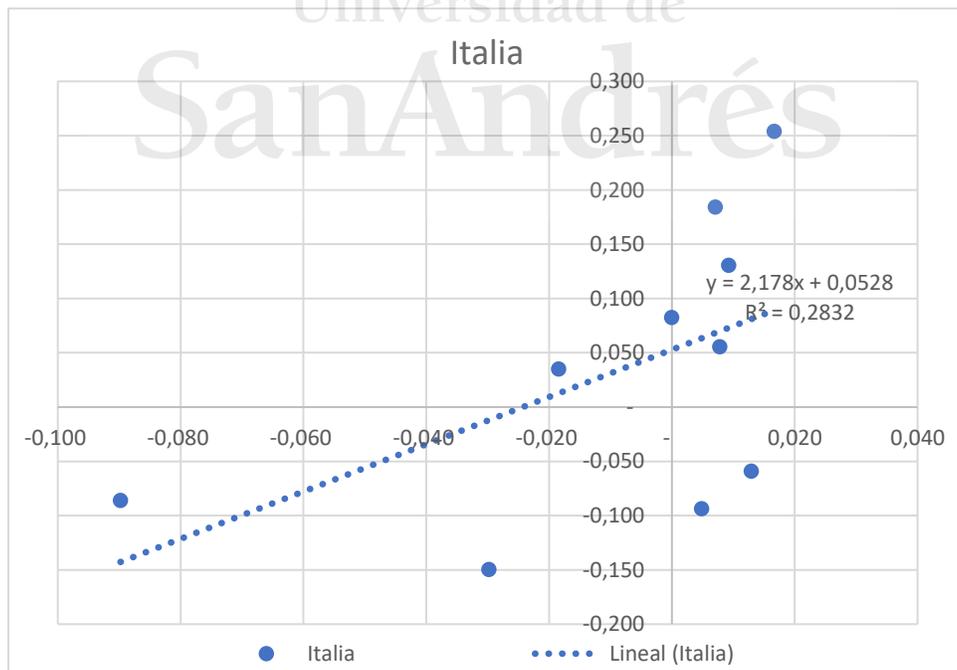
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 29: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL FRANCIA-PBI 2011-2020.



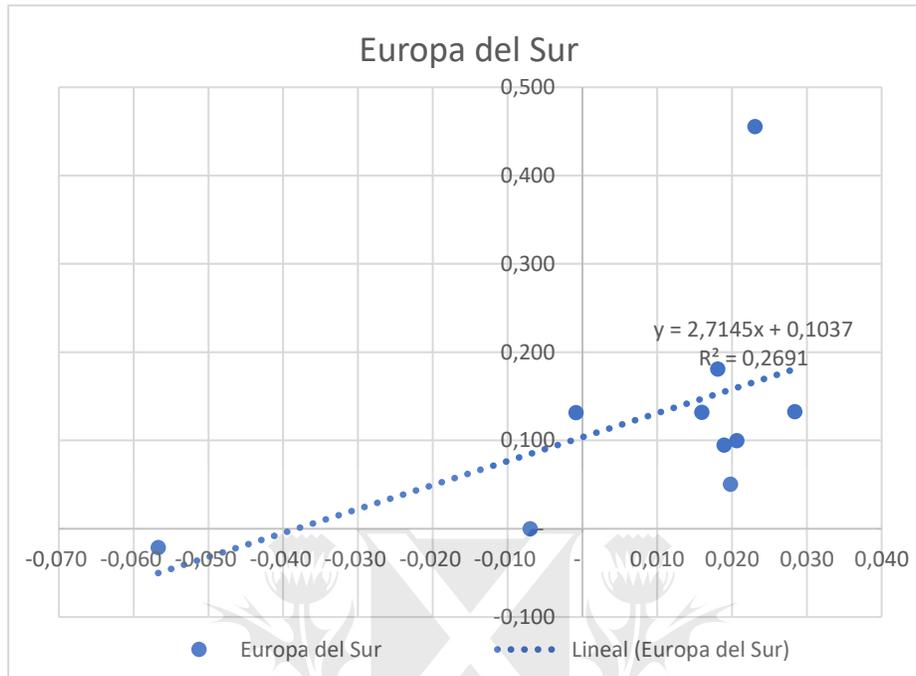
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 30: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL ITALIA-PBI 2011-2020.



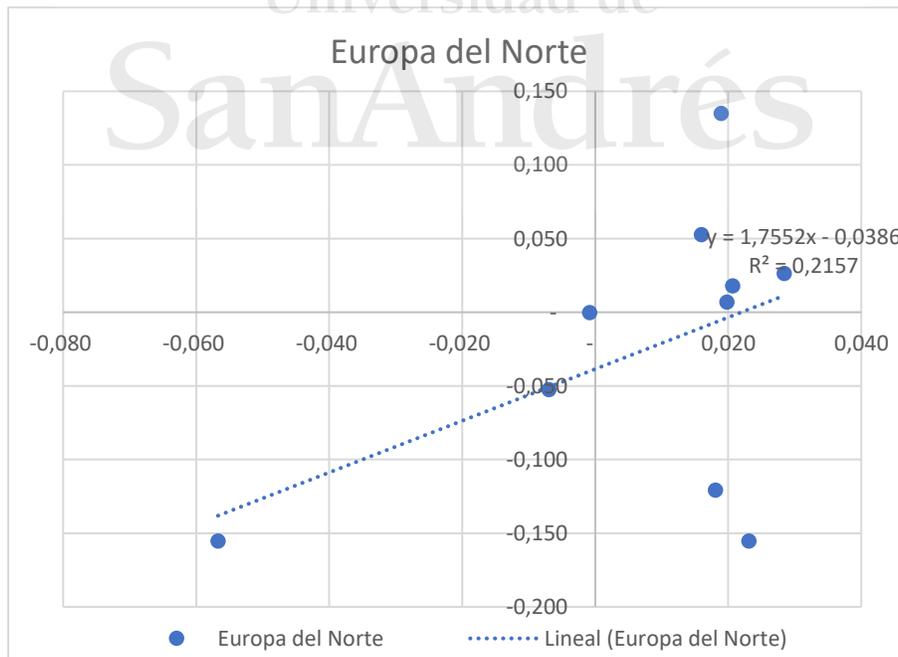
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 31: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL EUROPA DEL SUR-PBI 2011-2020.



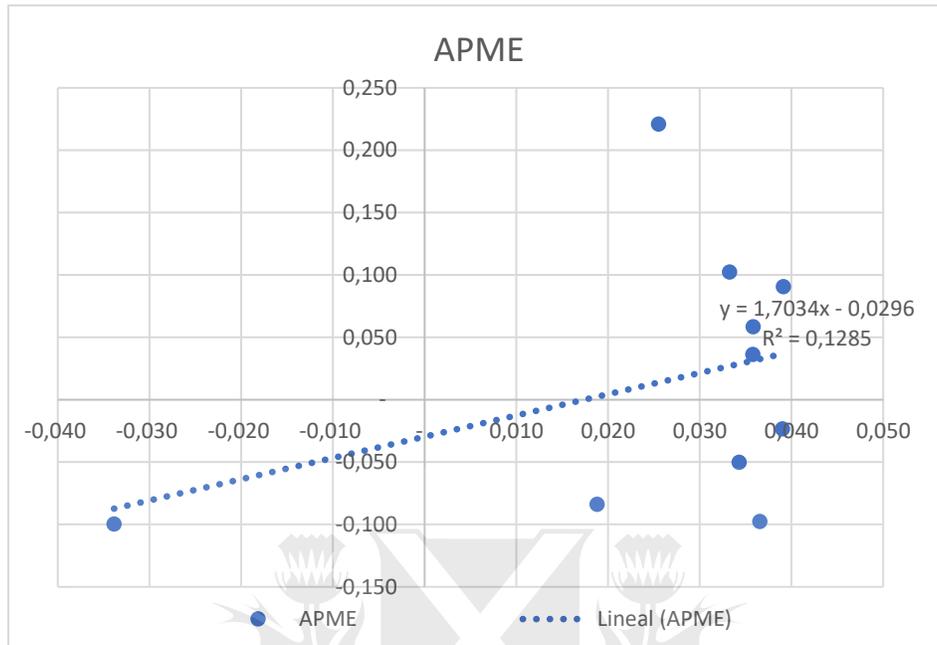
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 32: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL EUROPA DEL NORTE-PBI 2011-2020.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

GRÁFICO 33: GRÁFICO REGRESIÓN LINEAL APME-PBI 2011-2020.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES DEL BANCO MUNDIAL Y DE MANPOWERGROUP.

3.1 Análisis Competitivo



Para entender mejor la Industria de Personal Temporario, realizamos un análisis FODA que nos va a mostrar los aspectos más importantes que debemos tener en cuenta si decidimos invertir en esta industria.

Las fortalezas principales son la flexibilidad y la reducción de costos que le ofrece a sus clientes. Esta industria ofrece una solución flexible para las empresas que necesitan cubrir necesidades de personal a corto plazo o adaptarse a cambios en la demanda de su negocio. Contratar personal temporal puede ser una opción más económica para las empresas que no pueden permitirse el costo de contratar personal permanente a tiempo completo.

Las empresas más importantes de este rubro entre las que se destacan ManpowerGroup, Adecco y Randstad tienen presencia en todo el mundo, con miles de sucursales para poder cubrir las demandas de distintos tipos de clientes.

Para destacar entre las debilidades tenemos como ya mencionamos anteriormente la escasez de talento y la falta de estabilidad. La industria puede verse afectada por la escasez de talento en ciertas áreas o sectores, lo que dificulta la búsqueda de personal altamente capacitado. Los trabajos temporales no ofrecen la estabilidad laboral que muchos trabajadores buscan, lo que puede dificultar la retención de personal en la industria.

La demanda de servicios de personal temporal está creciendo en todo el mundo, lo que ofrece oportunidades para que las empresas expandan sus operaciones y servicios. La innovación tecnológica es otra oportunidad que estas empresas deberían aprovechar, la adopción de tecnologías innovadoras puede mejorar la eficiencia y la calidad del servicio ofrecido por las empresas. La demanda de trabajadores independientes y autónomos están en constante crecimiento, lo que puede crear nuevas oportunidades de negocio para la industria

Finalmente, dentro de las amenazas las que nos parece más importante destacar son la alta competencia y las regulaciones laborales. La industria de personal temporario se enfrenta a una competencia creciente de proveedores, es altamente competitiva y prácticamente sin barreras de ingreso, la variable de ajuste suele ser el precio y los márgenes, por eso la importancia de diversificarse hacia la prestación de servicios más rentables.

Las regulaciones laborales pueden limitar la flexibilidad de la industria y aumentar los costos, este es un punto que va a depender mucho de la zona en la que se preste el servicio. Hay países en los

que las regulaciones son más fuertes y limitan la prestación de este tipo de servicios. La pandemia de COVID-19 ha cambiado significativamente el mercado laboral y podría afectar la demanda de servicios de personal temporario en el futuro.

4. Indicadores Financieros

En el siguiente apartado vamos a realizar un análisis de los principales indicadores financieros de la empresa, lo que nos va a permitir tener un mejor entendimiento de ManpowerGroup, que luego será la base para nuestra valuación. Nos va a permitir conocer la salud económico-financiera de la empresa.

Las ratios los vamos a dividir en tres grandes grupos:

- Rentabilidad
- Endeudamiento
- Actividad



4.1 Indicadores de Rentabilidad

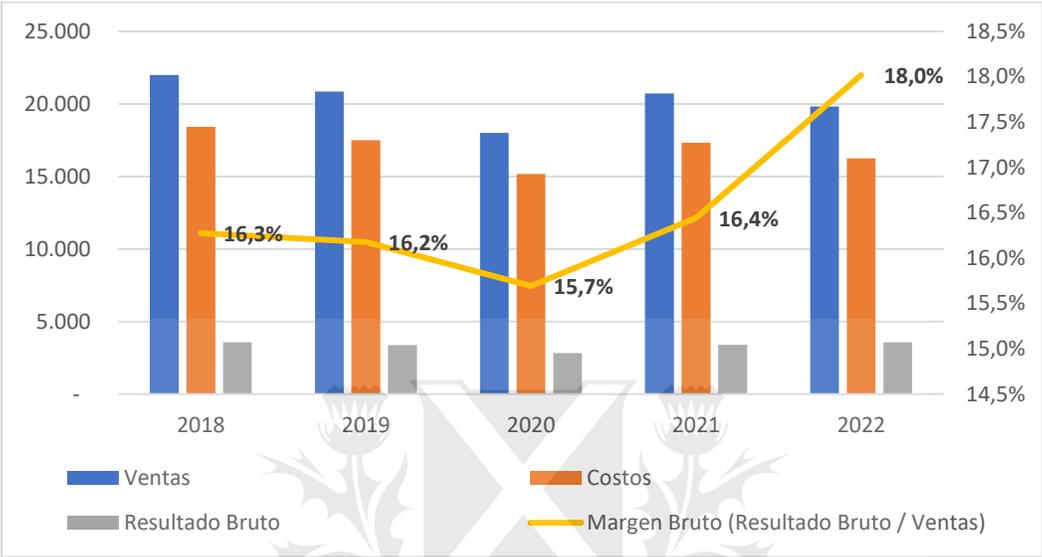
Los indicadores de rentabilidad son de dos tipos: los que muestran la rentabilidad en relación con las ventas y los que la muestran en relación con la inversión. Estas razones indican la efectividad global de la operación de la empresa.

Un indicador que es bueno analizar es el Margen Bruto. Esta razón nos da la ganancia de la empresa relativa a las ventas, después de deducir el costo de brindar los servicios. Es una medida de la eficiencia en la operación de la empresa, al igual que un indicador de cómo se asigna precio a los productos.

En ManpowerGroup se puede observar un crecimiento sostenido desde el 2020, llegando a un pico de 18% en el 2022, esto se debe al crecimiento de los servicios no tradicionales que tienen una

mayor utilidad. Ese es el norte que está marcando la empresa, crecer en este tipo de servicios que tienen una utilidad mayor y se puede ver claramente en este gráfico.

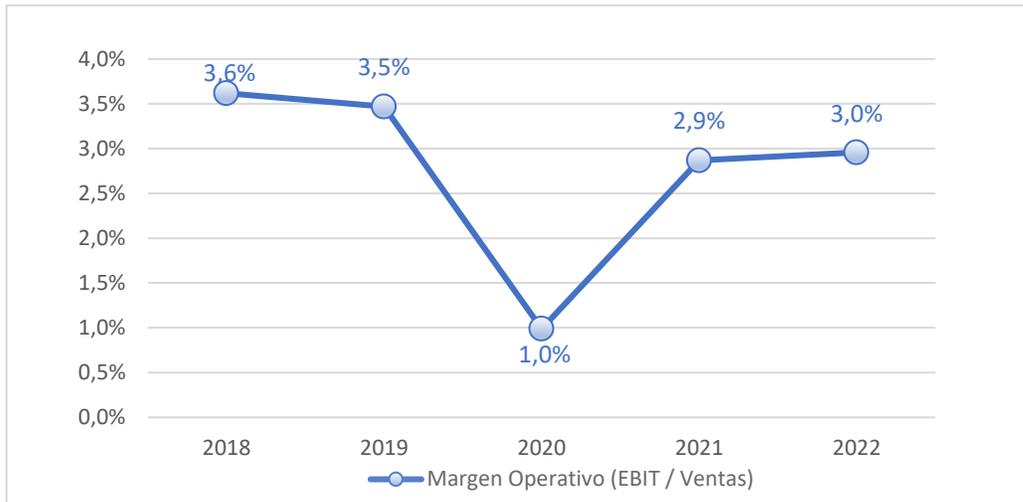
GRÁFICO 34: EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO 2018-2022 (VENTAS Y COSTOS EN MILLONES DE USD).



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

El margen operativo es una medida que nos permite relacionar el resultado operativo de la compañía con las ventas de esta. Dado que el mismo no tiene en cuenta el efecto de intereses e impuestos, es un ratio que nos permite evaluar la rentabilidad de una empresa en base a sus operaciones.

GRÁFICO 35: EVOLUCIÓN MARGEN OPERATIVO 2018-2022.

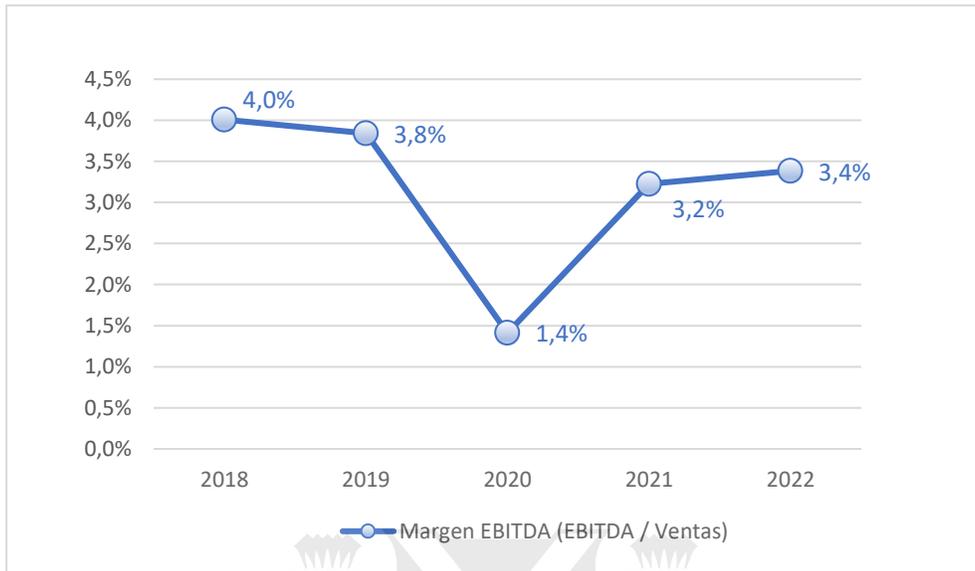


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

En el gráfico se puede observar como en los años en los que cae o se desacelera la economía, caen las ventas, también trae aparejado una caída en la utilidad. En 2019 se puede observar una pequeña caída del indicador, fue un año de caídas de ingresos en la mayoría de los mercados europeos, con una desaceleración del crecimiento económico a nivel mundial. Los mercados laborales también ajustaron en el período sumado a un fortalecimiento del USD con respecto al resto de las monedas. 2020 fue el año de la pandemia en el que todos los indicadores de la compañía cayeron, pero ya desde el 2021 se puede observar un crecimiento y se espera que continúe en ese sendero en los próximos años.

Otro indicador muy utilizado para evaluar la rentabilidad de un negocio es el margen EBITDA. A diferencia del margen operativo, el margen EBITDA no deduce los costos asociados a depreciaciones y amortizaciones de los activos fijos.

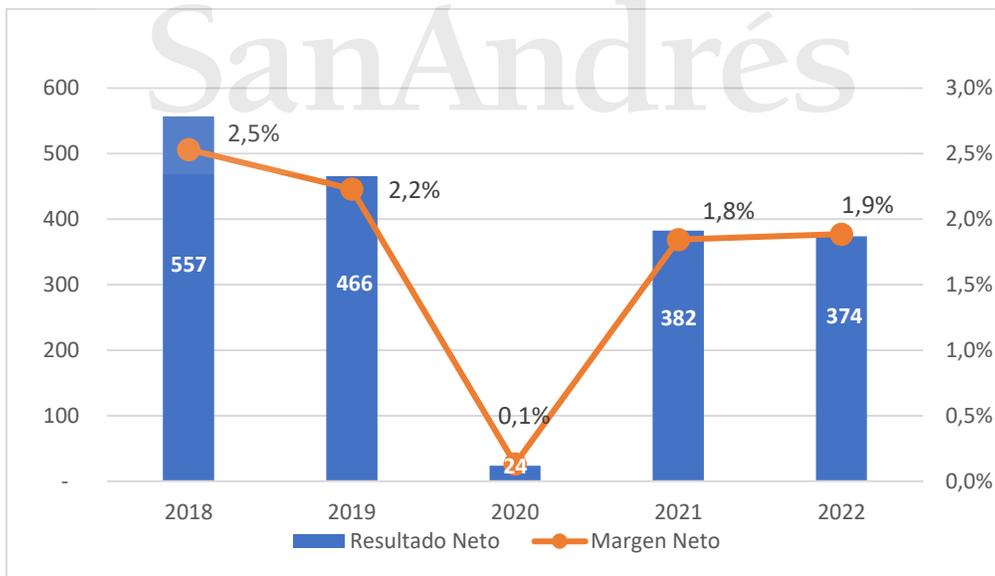
GRÁFICO 36: EVOLUCIÓN MARGEN EBITDA 2018-2022.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

La lógica de este gráfico tiene la misma que la del margen operativo, el peso que tienen las depreciaciones y amortizaciones no es significativo en este tipo de empresas.

GRÁFICO 37: EVOLUCIÓN DE LAS GANANCIAS NETAS 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



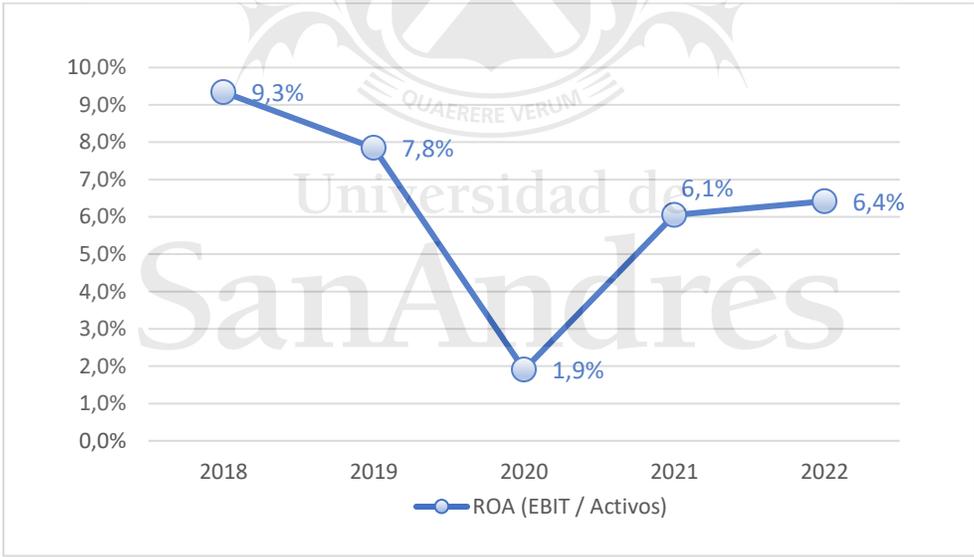
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Se mantiene una tendencia similar a la del Margen Operativo y del Margen EBITDA. Una caída en el 2019 producto de la desaceleración que se dio en la economía a nivel global, el crecimiento de ese año fue el menor que se registró en la década. En 2020 se produjo la pandemia del COVID-19 y a partir del 2021 volvió a crecer paulatinamente, en volumen el 2022 fue un poco menor al 2021 pero esto se explica en su totalidad por el fortalecimiento del USD con respecto al resto de las monedas.

Otras medidas que resultan de utilidad a la hora de evaluar la rentabilidad de la compañía son el ROA y el ROE, dos indicadores de rentabilidad muy utilizados en la práctica financiera.

El ROA es un indicador de rentabilidad que permite medir la eficacia de la empresa para generar beneficios con sus activos disponibles, mide el porcentaje de rentabilidad que representa el EBIT sobre el activo total.

GRÁFICO 38: EVOLUCIÓN ROA 2018-2022.



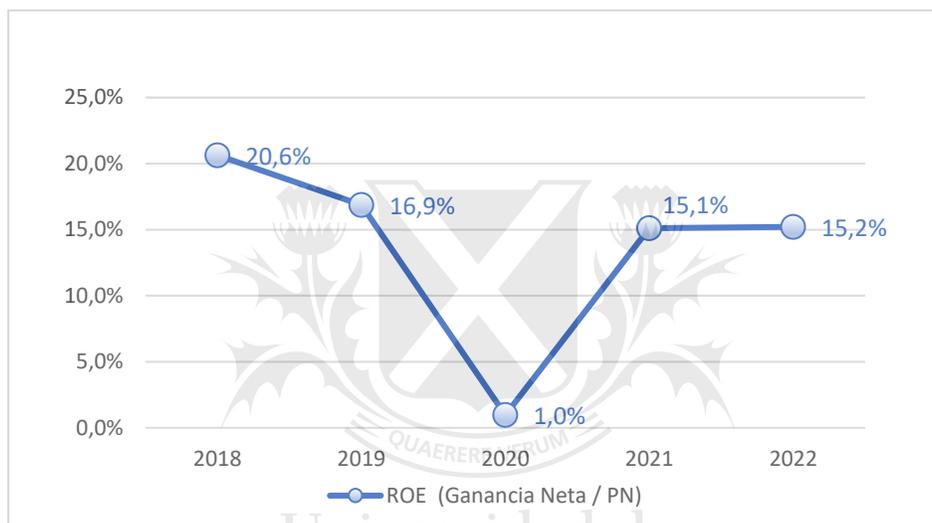
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Para interpretar mejor las variaciones del ROA, se puede abrir el indicador en dos partes, rotación de activos y margen operativo. En el caso de ManpowerGroup la explicación de estas fluctuaciones está dado por el lado del Margen Operativo como vimos en los gráficos anteriores. En lo que respecta la rotación de activos estuvo relativamente estable, entre 2,0 y 2,25.

El ROE, es un ratio que permite medir la rentabilidad sobre la inversión en patrimonio propio o de propiedad de los accionistas. Se calcula como el cociente entre el resultado neto y el patrimonio neto.

Esta razón nos da la capacidad de generar ganancias sobre el valor en libros de la inversión de los accionistas, y con frecuencia se usa para comparar dos o más empresas en la industria.

GRÁFICO 39: EVOLUCIÓN ROE 2018-2022.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Al igual que el ROA, el ROE también se puede abrir en varios componentes. En este caso el Indicador recibe el nombre de Dupont y está conformado por tres razones que nos terminan dando el ROE:

- La eficiencia económica, medida por el margen de utilidad que obtenemos sobre las ventas.
- Eficiencia Operativa, medida por la rotación de activos.
- Apalancamiento Financiero, medido por el multiplicador del patrimonio neto.

ROE = Margen Neto x Rotación de Activos x Multiplicador del PN

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

TABLA 2: ANÁLISIS DUPONT 2018-2022.

Indicadores	ManpowerGroup				
	2018	2019	2020	2021	2022
ROE (Ganancia Neta / PN)	20,6%	16,9%	1,0%	15,1%	15,2%
Margen Neto (Ganancia Neta / Ventas)	2,5%	2,2%	0,1%	1,8%	1,9%
Rotación de Activos (Ventas / Activos)	2,6	2,3	1,9	2,1	2,2
Multiplicador del Capital (Activos / PN)	3,2	3,3	3,8	3,9	3,7

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Al igual que en el caso del ROA, podemos observar que el factor que tiene más influencia en las fluctuaciones que tuvo el indicador es el del Margen Neto. En 2019 por el enfriamiento de la economía y en 2020 por la pandemia todos los indicadores se vieron afectados. Las ventas cayeron a mayor velocidad que los gastos, además de la decisión de la empresa de no achicar tanto la estructura para poder estar listos para un rebote y no ver afectado su rendimiento en el largo plazo cuando se normalizase la demanda.

4.2 Indicadores de Endeudamiento

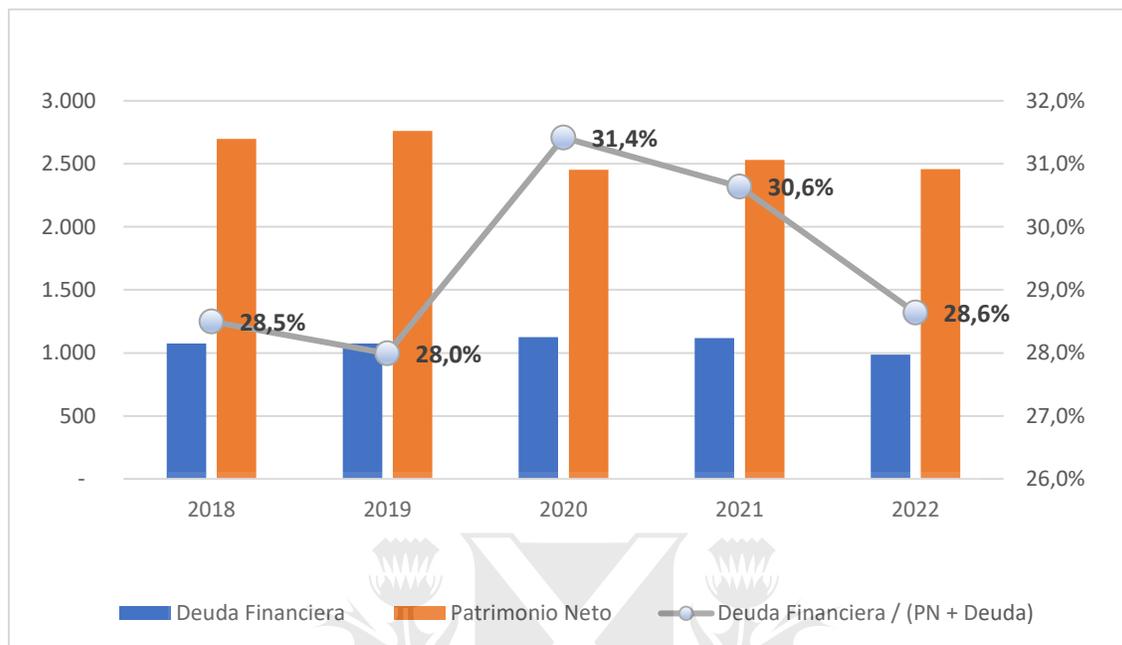
Dentro de estos indicadores vamos a hacer foco en dos problemáticas, la estructura de capital de la empresa y la capacidad que tiene para afrontar el pago de deuda e intereses.

En lo que respecta a la estructura de capital, se mantuvo constante en los últimos años, con un nivel de deuda que osciló entre 28% y 31%. Es esencial la estructura de capital en estas empresas y los niveles de caja de los que dispone, el mercado de personal eventual en los últimos años se convirtió netamente en un negocio financiero.

Un indicador que es seguido muy de cerca es el de DSO (Days Sales Outstanding), los días que se tarda en cobrar las facturas emitidas, al cierre del 2022 estaba en los 56 días, un día más que en 2021.

Las deudas financieras que tiene la compañía son en su gran mayoría de largo plazo, por encima del 95% con excepción del año 2021 en donde representó el 51% de la misma. El nivel de la deuda sobre el total de los pasivos es estable, en los últimos cinco años estuvo alrededor del 15%.

GRÁFICO 40: EVOLUCIÓN DEUDA FINANCIERA Y PN 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

La deuda se mantuvo estable en los últimos cinco años, está compuesta por notas emitidas en euros a una tasa promedio de 2,6% al cierre del 2022. Las mismas tienen vencimiento en junio del 2026 y 2027.

La deuda a largo plazo tiene una calificación de Baa1 de Moody's Investor Services y BBB de Standard and Poor's, ambas con perspectiva estable. Ambas calificaciones crediticias son de grado de inversión. Las agencias de calificación utilizan una metodología propia en la determinación de sus calificaciones y perspectivas que incluye, entre otras cosas, índices financieros basados en niveles de deuda y rendimiento de las ganancias.

Existe una amplia variedad de ratios que pueden contribuir a una mayor comprensión de la estructura de financiamiento de la compañía. A continuación, veremos la evolución de los que consideramos más importantes:

TABLA 3: EVOLUCIÓN INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO 2018-2022.

Indicadores Endeudamiento	ManpowerGroup				
	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento Financiero (Deuda Financiera / PN)	0,40	0,39	0,46	0,44	0,40
Cobertura de Intereses (EBIT / Intereses Financieros)	19,41	18,85	5,89	22,20	20,21
Cobertura de Deuda (Deuda Financiera / EBITDA)	1,22	1,34	4,42	1,67	1,47
Ratio de Liquidez (Activos Corrientes / Pasivos Corrientes)	1,44	1,46	1,42	1,11	1,21
Nivel de Apalancamiento (Deuda Financiera / Activo)	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

El endeudamiento financiero muestra la relación entre la deuda financiera de la firma y el patrimonio neto. En los cinco años que estamos analizando se puede ver un comportamiento relativamente estable alrededor de 0,40.

El índice de cobertura más conocido es el de cobertura de intereses, que relaciona el resultado operativo con los intereses que genera la deuda y nos indica la cantidad de veces que la empresa gana o cubre los intereses de la misma. Esta cifra demuestra que la empresa se encuentra en condiciones de afrontar con comodidad sus costos de financiamiento de terceros con los resultados de su actividad principal.

El ratio de liquidez muestra la capacidad de la compañía de hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos de corto plazo. Este ha oscilado durante el período, pero en todo momento se mantuvo arriba de 1, lo que significa que, por cada unidad monetaria de deuda de corto plazo, la empresa cuenta con más de una unidad monetaria de activo realizable en el corto plazo.

Finalmente, el ratio de nivel de apalancamiento de ManpowerGroup no es alto, y se ha mantenido relativamente estable durante los cinco años analizados, desde 0,13 a 0,11 en 2021 y 2022. Esta cifra muestra que la deuda financiera de la empresa representa en promedio un 11% del activo total.

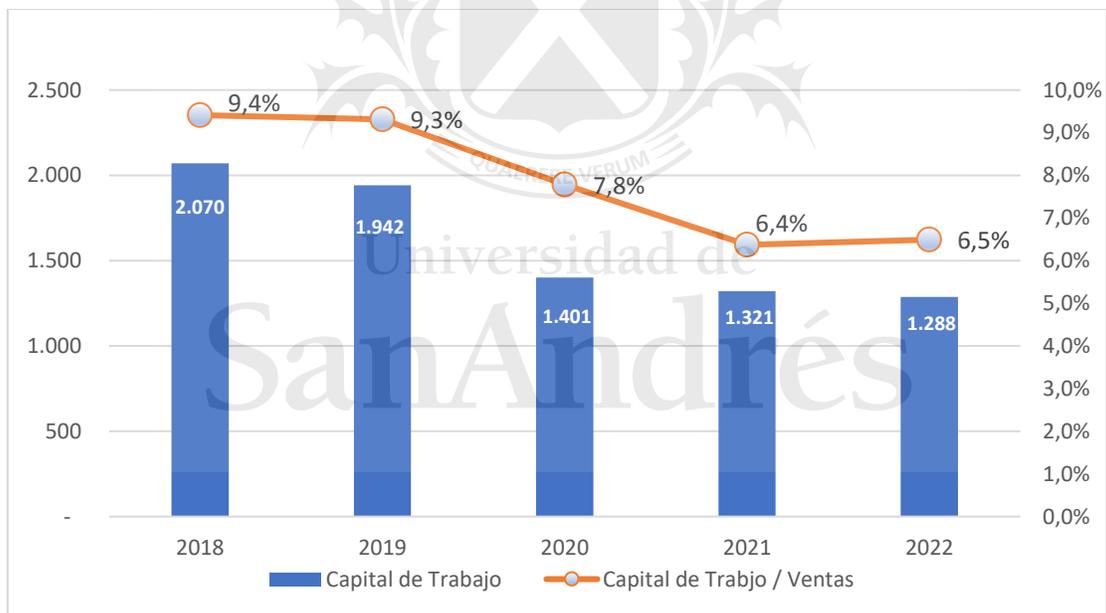
4.3 Indicadores de Actividad

Los índices de actividad procuran juzgar la eficiencia con que las firmas usan sus activos y pasivos.

El capital de trabajo es una magnitud que muestra los recursos con los que una empresa puede contar en el corto plazo para sus actividades operativas. Se calcula como la diferencia entre los activos y los pasivos corrientes.

Para el cálculo del capital de trabajo se tomó en cuenta, cuentas a cobrar para llegar al activo corriente, mientras que para el pasivo corriente se consideraron cuentas a pagar, remuneraciones de empleados y cargas sociales a pagar. No se tuvieron en cuenta las existencias de dinero en efectivo y equivalentes, ni los activos o pasivos de índole financiera.

GRÁFICO 41: EVOLUCIÓN CAPITAL DE TRABAJO 2018-2022 EN MILLONES DE USD.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Se puede observar que el Capital de Trabajo en estos último cinco años fue bajando, partiendo de los USD 2.000 millones a niveles de USD 1.300 millones en 2021 y 2022. Al relacionar el capital de trabajo neto con las ventas del grupo, se puede analizar la evolución de esta magnitud en relación

con el volumen del negocio, también se destaca que fue bajando paulatinamente cerrando el año 2022 en un 6,5%.

Existen otros indicadores que permiten analizar cómo se está llevando la administración de la firma. El ciclo de conversión de caja es el tiempo que transcurre desde el compromiso de efectivo para compras hasta el cobro de las cuentas por cobrar que resultan de la venta de bienes o servicios. En el caso de ManpowerGroup no existen los días de inventario ya que es una empresa que presta servicios de recursos humanos.

TABLA 4: EVOLUCIÓN INDICADORES DE ACTIVIDAD 2018-2022.

Indicadores	ManpowerGroup				
	2018	2019	2020	2021	2022
Días de Inventario	-	-	-	-	-
Días de Cuentas a Cobrar	87,6	92,3	99,6	96,0	94,6
Días de Cuentas a Pagar	63,6	69,5	84,4	87,0	86,4
Ciclo de Conversión de Caja	24,0	22,7	15,2	9,0	8,1

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

Se puede observar una mejora de este indicador en los últimos años, los días de cuentas a cobrar empeoraron 7 días en este período, pero lo que logró mejorar este ciclo es la postergación del pago a proveedores. Igualmente, no es un indicador tan importante el de ciclo de conversión de caja en esta industria, el costo principal de estas empresas son salarios y cargas sociales de los asociados que se encuentran trabajando en los clientes. Dentro de las líneas que lo componen al único al que hay que prestarle mayor atención es al de días de cuentas a cobrar.

4.4 Comparación con Pares de Mercado

En esta sección vamos a comparar los indicadores financieros más importantes que estuvimos viendo de ManpowerGroup, en contraposición con los de los competidores más importantes que tiene en la industria. Para este análisis seleccionamos a las dos empresas más grande del mercado que son Randstad y Adecco, como mencionamos anteriormente esta industria está compuesta por

muchas empresas de distintos tamaños y alcances, pero queda bastante claro que la posición dominante la tienen estas tres empresas, que en forma conjunta acaparan alrededor del 15% del mercado.

TABLA 5: INDICADORES DE RENTABILIDAD 2022.

Indicadores Rentabilidad	ManpowerGroup	Adecco	Randstad
Crecimiento de Ventas CAGR (2018-2022)	-2,6%	-3,1%	0,7%
Crecimiento EBIT CAGR (2018-2022)	-7,4%	-12,9%	5,5%
Margen Operativo (EBIT / Ventas)	3,0%	2,1%	4,1%
Margen EBITDA (EBITDA / Ventas)	3,4%	3,1%	5,1%
ROA (EBIT / Activos)	6,4%	3,7%	10,2%
ROE (Ganancia Neta / PN)	15,2%	8,9%	18,9%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LAS COMPAÑÍAS 2022.

Actualmente la empresa líder en la industria es Randstad, en el año 2022 las ventas fueron un 32% mayores a las de ManpowerGroup y un 17% a las de Adecco, este crecimiento se dio en los últimos años y el CAGR nos sirve como prueba ya que fue la única de las tres que pudo crecer en el período bajo análisis. El 2022 tuvo un impacto negativo en ManpowerGroup debido al fortalecimiento del USD con respecto al Euro y al resto de las monedas.

En el resto de los indicadores también se puede observar la mejor situación de Randstad con respecto a sus competidores, pero en este caso se puede ver la mejor posición que tiene ManpowerGroup sobre Adecco tanto en los márgenes de rentabilidad como en los retornos sobre los activos y el patrimonio neto. La utilidad bruta de ManpowerGroup tuvo un crecimiento importante estos últimos años lo que permitió mejorar la utilidad, a través de un mejor mix de negocios.

TABLA 6: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO 2022.

Indicadores Endeudamiento	ManpowerGroup	Adecco	Randstad
Endeudamiento Financiero (Deuda Financiera / PN)	0,40	0,83	0,11
Cobertura de Intereses (EBIT / Intereses Financieros)	20,21	11,17	104,71
Cobertura de Deuda (Deuda Financiera / EBITDA)	1,47	4,38	0,39
Ratio de Liquidez (Activos Corrientes / Pasivos Corrientes)	1,21	1,18	1,24
Nivel de Apalancamiento (Deuda Financiera / Activo)	0,11	0,24	0,05

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LAS COMPAÑÍAS 2022.

En los indicadores de endeudamiento podemos ver una situación similar, en la que Randstad arroja mejores números, pero al igual que en el caso anterior la situación de ManpowerGroup es mejor a la de Adecco a pesar de que en volumen de ventas esta última sea mayor.

Es importante seguir estos ratios ya que son empresas que mensualmente tienen un gran nivel de erogaciones para afrontar sueldos y cargas sociales de sus asociados. Los ratios de liquidez y los niveles de apalancamiento son similares en las tres empresas. En el caso de Adecco, hace un poco de ruido el nivel de cobertura de deuda ya que se encuentra por encima de tres, las tres tienen buena cobertura de intereses, incluso el número de Randstad pareciera demasiado elevado.

TABLA 7: INDICADORES DE ACTIVIDAD 2022.

Indicadores Actividad	ManpowerGroup	Adecco	Randstad
Capital de Trabajo (Millones de USD)	1.288	1.451	1.287
Capital de Trabajo / Ventas	6,5%	5,8%	4,4%
Días de Inventario	-	-	-
Días de Cuentas a Cobrar	94,6	73,5	77,2
Días de Cuentas a Pagar	86,4	66,0	77,0
Ciclo de Conversión de Caja	8,1	7,4	0,2

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LAS COMPAÑÍAS 2022.

En lo que respecta a los indicadores de actividad, el capital de trabajo utilizado por las tres empresas es similar. Si lo analizamos sobre las ventas, el de ManpowerGroup y Adecco son un poco más elevados.

Como mencionábamos antes, dentro del ciclo de conversión caja el indicador que nos parece más importante para este tipo de industrias es el de días de cuentas a cobrar que en este caso podemos observar que tanto Adecco como Randstad están en una mejor situación, con una diferencia de 20 días con respecto a ManpowerGroup.

5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

En este punto se realizará la valuación de ManpowerGroup a través de la metodología de valuación por flujo de fondos descontados, con el objetivo de estimar el valor del capital accionario de la empresa al 31 de diciembre de 2022, fecha correspondiente al último cierre de ejercicio.

El método de flujo de fondos descontado (DCF por sus siglas en inglés) establece que el valor de un activo financiero es igual al valor presente de los flujos de caja proyectados descontados a una tasa de descuento que debe reflejar el riesgo de la inversión. El FCFF, o flujo de fondos disponibles de la firma, es aquel que genera la empresa y que se encuentra disponible para ser distribuido entre los inversores, entendiéndose como tales a los accionistas y a los acreedores. Para llegar a este valor, se calcula el flujo de caja de la firma luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos financieros.

EBIT x (1 - Tasa Impositiva)

+ Depreciaciones

- Inversiones de Capital (CAPEX)

+ - Variaciones del Capital de Trabajo

Flujo de Fondos Disponibles de la Firma (FCFF)

Para construir los flujos es necesario estimar la vida del negocio. Para este trabajo, se asume que la vida de la empresa es infinita, ya que se espera que la compañía genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado. Por lo tanto, se realizará una proyección de flujos para un período específico de tiempo y a ello se adicionará una estimación de valor terminal, que equivale al flujo de fondos a perpetuidad con posterioridad a los años de proyección explícita.

Para arribar al valor presente del FCFF será necesario utilizar una tasa de descuento, que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero y el costo de oportunidad. La más utilizada para este tipo de mediciones es el WACC (Weighted Average Cost of Capita), una medida de costo de capital que tiene

en cuenta su estructura de financiamiento. Es el promedio del costo de los fondos propios, que a partir de ahora denominaremos K_e , y del costo de la deuda financiera, al que denominaremos K_d , ponderado según el porcentaje de participación de cada fuente de financiamiento sobre la estructura de capital de la empresa. Esta tasa refleja los retornos requeridos por los accionistas y los acreedores de deuda financiera.

Los intereses pagados al tenedor de la deuda califican para la exención de impuestos. Estos ahorros fiscales se contabilizan en la tasa de descuento. El beneficio del escudo fiscal se incorpora a la tasa de descuento al multiplicar el factor $(1-t)$ por el costo de la deuda. El costo real de la deuda se reduce así para tener en cuenta los beneficios fiscales disponibles por los gastos de intereses.

$$WACC = \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} K_e + \frac{\text{Deuda}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} K_d (1 - t)$$

Este método de cálculo descripto parte de la estimación de flujo de fondos de todos los inversionistas de la empresa, por lo que el resultado que se obtendrá será el del valor de la empresa. Luego, deberemos deducir del valor de la empresa, el valor de la deuda financiera de la empresa para poder llegar al valor del capital accionario de ManpowerGroup.

El valor de la empresa puede expresarse como la sumatoria de los FCFE descontados a la tasa WACC mediante la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1+WACC)^N} \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FCFF_N (1+g)}{(WACC-g)}$$

Donde:

VP: Valor Presente de los Flujos de Fondos

FCFF: Flujos de Fondos de la Firma

WACC: Tasa de descuento

VT: Valor Terminal de la Firma

g: Tasa de crecimiento esperada a perpetuidad

La principal ventaja de utilizar este método es que el resultado obtenido es una valuación en términos absolutos. Además, permite un análisis detallado del negocio, ya que para estimar los FCFF es necesario proyectar estados contables de años futuros haciendo una serie de supuestos razonables para ciertas variables claves de la empresa, la industria y la economía en su conjunto.

La principal desventaja radica en la dificultad de estimar el flujo de fondos, dado que requiere hacer supuestos sobre diversos factores cuyo futuro es incierto.

5.1 Proyección de Ventas

Para la proyección de ventas nos vamos a basar en el crecimiento esperado de la economía, como vimos anteriormente el desempeño de la empresa está muy relacionado con este indicador. En épocas de expansión económica y demanda laboral, la empresa crece mientras que en épocas de contracción o incluso de desaceleración tiende a caer.

Realizamos una regresión lineal entre la variación de las Ventas y del PBI de cada una de las regiones y países en los que ManpowerGroup reporta sus resultados. Una vez obtenidos esos coeficientes, fueron aplicados a las proyecciones del PBI realizadas por el Fondo Monetario Internacional.

Se espera que el mercado laboral siga creciendo, generándose nuevos puestos de trabajo relacionados con los avances en tecnología que están ocurriendo, el sector de IT tuvo un crecimiento importante en estos últimos años que dentro de ManpowerGroup son prestados a través de la marca Experis.

La cuota de mercado de ManpowerGroup de 2018 a 2021 en promedio fue de 4,3%, en 2022 sufrió una caída al 3,9% explicado por el fortalecimiento del dólar ya que más del 80% de sus ventas se generan fuera de Estados Unidos. Además, está el problema de la alta competencia que tiene esta industria por las nulas barreras de ingreso que existen, es difícil ganar cuota de mercado, incluso es un desafío mantener la que se tiene. Para nuestras proyecciones, una vez superada la situación de

la apreciación del USD, es volver a una cuota de mercado de 4,1% que es el promedio de los últimos cuatro años.

En lo que respecta a la economía, las proyecciones del Fondo Monetario Internacional no son muy alentadoras, sobre todo para los países desarrollados que es de donde provienen más del 90% de las ventas de la empresa. El mayor crecimiento se va a dar en los países emergentes, los cuáles van a tener una gran preponderancia y peso en la economía mundial para el año 2030.

TABLA 8: TASAS DE CRECIMIENTO (PBI) 2023-2028.

Región	Proyección PBI FMI					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Estados Unidos	1,6%	1,1%	1,8%	2,1%	2,1%	2,1%
América	1,6%	2,2%	2,3%	2,6%	2,3%	2,3%
Francia	0,7%	1,3%	1,9%	1,8%	1,6%	1,4%
Italia	0,7%	0,8%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%
Europa del Sur	0,8%	1,4%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%
Europa del Norte	0,8%	1,4%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%
APME	1,3%	1,0%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A REPORTES DEL FMI.

TABLA 9: PROYECCIÓN VENTAS 2023-2028 EN MILLONES DE USD.

Zonas Geográficas	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Estados Unidos	3.585	3.645	3.745	3.865	3.989	4.117
Crecimiento	2,4%	1,7%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%
América	1.481	1.545	1.615	1.697	1.774	1.854
Crecimiento	3,1%	4,3%	4,5%	5,1%	4,5%	4,5%
Francia	4.861	5.005	5.222	5.436	5.634	5.814
Crecimiento	1,6%	3,0%	4,3%	4,1%	3,6%	3,2%
Italia	1.733	1.763	1.809	1.853	1.893	1.930
Crecimiento	1,5%	1,7%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%
Europa del Sur	2.089	2.168	2.280	2.385	2.482	2.577
Crecimiento	2,2%	3,8%	5,2%	4,6%	4,1%	3,8%
Europa del Norte	4.105	4.206	4.346	4.476	4.594	4.707
Crecimiento	1,4%	2,5%	3,3%	3,0%	2,6%	2,5%
APME	2.440	2.482	2.507	2.528	2.546	2.563
Crecimiento	2,2%	1,7%	1,0%	0,9%	0,7%	0,7%
Total Ventas	20.295	20.815	21.524	22.240	22.911	23.561
	1,9%	2,6%	3,4%	3,3%	3,0%	2,8%
Mercado Personal Temporario	512.578	519.754	530.149	540.752	551.567	568.000
Cuota	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A COEFICIENTES DE PROYECCIÓN CALCULADOS.

En la tabla se puede ver el crecimiento esperado para cada segmento en los que reporta la empresa. Mantenemos las proyecciones del FMI para para el período 2023-2028. En América se tomó un promedio de los principales países que la conforman que son Canadá, México y Argentina. En lo que respecta a APME se tomó como base los crecimientos de los países que tienen un mayor peso en la zona que son Japón y Australia.

5.2 Proyección de Márgenes

Como se vio en el apartado de análisis financiero, el margen operativo a partir del 2020 experimentó una clara mejora luego del año de la pandemia, que deprimió la mayoría de los indicadores. Una de las principales estrategias de la empresa está enfocada en la diversificación de servicios para mejorar los márgenes de utilidad.

En 2022 la utilidad bruta tuvo un fuerte crecimiento de la mano del aumento de los servicios de permanente, pasando de 16,4% a 18,0% mientras que el margen operativo evidenció una mejora de 2,9% a 3,0%.

Cada segmento tiene su utilidad, no todas las zonas tienen el mismo comportamiento, en algunos lugares la competencia es más fuerte y el mix de negocios no es igual en todas las regiones. El peso de cada región impactará de acuerdo con el nivel de ventas de cada una de ellas. América actualmente tiene el mejor margen, impulsado principalmente por Estados Unidos que en los últimos años tuvo un desarrollo importante de la marca Experis en todos los negocios relacionados con IT.

TABLA 10: PROYECCIÓN MÁRGENES OPERATIVOS 2023-2028.

Zonas Geográficas	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Estados Unidos	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%
Participación en Ventas ManpowerGroup	17,7%	17,5%	17,4%	17,4%	17,4%	17,5%
América	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%
Participación en Ventas ManpowerGroup	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%
Francia	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%
Participación en Ventas ManpowerGroup	24,0%	24,0%	24,3%	24,4%	24,6%	24,7%
Italia	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
Participación en Ventas ManpowerGroup	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Europa del Sur	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%
Participación en Ventas ManpowerGroup	10,3%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%
Europa del Norte	0,7%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
Participación en Ventas ManpowerGroup	20,2%	20,2%	20,2%	20,1%	20,1%	20,0%
APME	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%
Participación en Ventas ManpowerGroup	12,0%	11,9%	11,6%	11,4%	11,1%	10,9%
ManpowerGroup	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A PROYECCIONES DE CRECIMIENTO.

En esta proyección vamos a suponer que la empresa sigue intensificando su política de diversificación de servicios, que continúa la tendencia de los últimos dos años en los que los negocios de selección permanente, RPO, consultoría y Experis siguen creciendo e incrementando su participación sobre el total de ventas de la empresa. Esperamos que el 2023 sea similar al 2022 en lo que respecta a márgenes ya que la actividad no termina de despegar, el primer trimestre del 2023 continuó con la misma tendencia del año anterior.

5.3 CAPEX

En lo que respecta a CAPEX no son empresas que realicen grandes inversiones, al ser la provisión de recursos humanos y los servicios de consultoría sus actividades principales. Se analizó la relación histórica del CAPEX con las ventas de la compañía. El resultado fue estable a lo largo de los últimos cinco años, por lo que se utilizará este dato para la proyección.

TABLA 11: EVOLUCIÓN CAPEX 2018-2022 EN MILLONES DE USD.

	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	21.991,2	20.863,5	18.001,0	20.724,4	19.827,5
CAPEX	64,7	52,9	50,7	64,2	75,6
	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

TABLA 12: PROYECCIÓN CAPEX 2023-2028 EN MILLONES DE USD.

	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Ventas	20.294,5	20.814,5	21.524,4	22.240,4	22.911,4	23.560,6
CAPEX	61,7	63,3	65,5	67,6	69,7	71,6
	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A PROYECCIONES.

5.4 Depreciaciones y Amortizaciones

En el período 2018-2022 la relación entre Depreciaciones y Amortizaciones respecto a los activos fijos e intangibles se ha mantenido en un rango entre 2,6% y 3,4%. Vamos a utilizar el promedio de estos cinco años que nos da 2,9%. Como mencionamos en el apartado anterior, este tipo de empresas no tienen inversiones importantes en CAPEX.

TABLA 13: EVOLUCIÓN DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES 2018-2022 EN MILLONES DE USD.

	2018	2019	2020	2021	2022
Activos Fijos e Intangibles	2.524,7	2.523,6	2.514,5	3.342,0	3.230,8
Depreciaciones y Amortizaciones	85,8	77,2	76,3	73,4	84,6
	3,4%	3,1%	3,0%	2,2%	2,6%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS REPORTES ANUALES DE LA COMPAÑÍA 2018-2022.

TABLA 14: PROYECCIÓN DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES 2023-2028 EN MILLONES DE USD.

	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Activos Fijos e Intangibles	3.292,5	3.355,8	3.421,3	3.488,9	3.558,6	3.630,2
Depreciaciones y Amortizaciones	94,2	96,0	97,9	99,8	101,8	103,9
	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A PROYECCIONES.

5.5 Capital de Trabajo

Para la estimación del capital de trabajo, se analizó la relación entre el capital de trabajo neto y las ventas, ya que es un indicador que está altamente correlacionado con las mismas. Este ratio en 2018 fue de 9,4% y fue disminuyendo hasta alcanzar 6,5% en 2022, el promedio de los cinco años nos dio 7,9% que es el valor que vamos a utilizar para la proyección.

Las variaciones positivas, o aumentos del capital de trabajo tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán. Las variaciones negativas o disminuciones tendrán un efecto positivo y deberán ser sumadas al flujo.

TABLA 15: PROYECCIÓN CAPITAL DE TRABAJO 2023-2028 EN MILLONES DE USD.

	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Ventas	20.294,5	20.814,5	21.524,4	22.240,4	22.911,4	23.560,6
Capital de Trabajo	1.598,0	1.639,0	1.694,9	1.751,2	1.804,1	1.855,2
Capital de Trabajo / Ventas	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Variación Capital de Trabajo	36,8	40,9	55,9	56,4	52,8	51,1

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A PROYECCIONES.

5.6 Impuestos

La tasa efectiva del impuesto a las ganancias de los últimos años, en promedio fue del 33.0%. Durante el 2022 el gobierno de Emmanuel Macron aprobó una serie de medidas en el congreso, una de las cuáles es la reducción de impuestos que puede representar un ahorro de 1.5% en 2023 y llegar a 3.0% en 2024. Para esta proyección utilizaremos una tasa de 31.5% para el 2023 y a partir del 2024 mantendremos la tasa en 30.0%.

5.7 Tasa de Descuento

Para arribar al valor presente será necesario descontar el FCFF utilizando una tasa de que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero y el costo de oportunidad. Esta tasa representa el costo de financiamiento promedio para la compañía, y tiene en cuenta para su cálculo la estructura de capital de esta.

La tasa de descuento tendrá en cuenta el costo de financiamiento de todos los inversores. Los inversores pueden agruparse en acreedores, quienes prestan fondos a la firma a cambio del pago de intereses, y accionistas, quienes aportan capital propio y reciben como retribución el pago de dividendos, además de los beneficios que puedan obtener por la variación en el precio del capital accionario.

Como mencionamos anteriormente para nuestro cálculo vamos a utilizar el WACC, tasa promedio ponderado del rendimiento de los accionistas y acreedores, cómo está formada la estructura de capital.

$$\text{WACC} = \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} K_e + \frac{\text{Deuda}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} K_d (1 - t)$$

A continuación, iremos calculando y explicando cada una de las partes de esta fórmula hasta llegar a la tasa de descuento que utilizaremos para descontar los flujos de caja.

5.7.1 Estructura de Capital

Inicialmente lo que vamos a determinar es la estructura de capital de la empresa, la ponderación entre la deuda financiera y el capital accionario que es lo que nos va a determinar qué porcentaje se le va a aplicar a cada una de las fuentes de financiación.

Este promedio ponderado debe hacerse a valores de mercado, no al valor de libros. Para la deuda financiera vamos a utilizar el valor de libros ya que no existen grandes diferencias con el valor de mercado, es un buen proxy.

En base a lo reportado en los estados contables al 31 de diciembre de 2022, y a los valores de mercado de las acciones, la estructura de capital de la empresa se compone de un 81,0% de capital propio y un 19,0% de deuda financiera.

5.7.2 Costo de Capital Propio

Para el cálculo del retorno esperado por los accionistas, vamos a utilizar el Capital Asset Pricing Model, o CAPM, un modelo de valuación de activos financieros que permite estimar la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático.

Este modelo sostiene que el costo del capital propio es igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente beta, que representa el riesgo sistemático de la compañía, multiplicado por la prima de riesgo del mercado.

El cálculo del costo del capital propio está dado por la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta \times PRM$$

Donde:

R_f: Tasa Libre de Riesgo

β: Coeficiente Beta

PRM: Prima de Riesgo de Mercado



Universidad de

San Andrés

Tasa Libre de Riesgo

Para que una tasa pueda ser considerada como libre de riesgo, deben cumplirse dos condiciones: no debe existir riesgo de default o de incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. De esa manera, la tasa de retorno obtenida será igual a la tasa de retorno esperada.

La estimación de rendimiento libre de riesgo crea controversia, no en cuanto al tipo de rendimiento que se debe usar, sino al vencimiento relevante del valor. La mayoría está de acuerdo en que un valor del Tesoro, respaldado por el gobierno de Estados Unidos, es el instrumento adecuado si se desea hacer una estimación del rendimiento libre de riesgo.

Para este trabajo, cuyos flujos de fondos se han proyectado en dólares, se utilizará la tasa de los bonos de Estados Unidos. Se tomará la tasa de las notas del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años. Al 31 de diciembre de 2022, dicha tasa ascendía a 3,88%.

Prima de Riesgo de Mercado

La prima de riesgo del mercado se calcula como la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio diversificado representativo del mercado y la tasa libre de riesgo. Representa el retorno esperado por encima de la tasa de riesgo, para ese portafolio representativo del mercado.

El cálculo de la prima de riesgo de mercado para este trabajo de valuación, se adoptará la metodología más utilizada en la práctica financiera, que consiste en estimar dicha prima a partir de datos históricos. Cuanto mayor sea el período analizado, más robusto será el análisis. Para nuestro ejercicio vamos a utilizar como índice el Morgan Stanley World Index (MSCI) ya que más del 80% de las ventas provienen de países fuera de los Estados Unidos.

Tenemos información desde 1970, por lo que utilizaremos el promedio aritmético de los rendimientos del índice desde esa fecha al 2022, para contar con un buen volumen de datos que haga más sustentable el indicador.

TABLA 16: PRIMA DE RIESGO DE MERCADO.

Prima de Riesgo del Mercado	
Retorno del MSCI World (1970-2022)	10,34%
Tasa Libre de Riesgo	3,88%
Prima de Riesgo de Mercado	6,46%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN MSCI Y DE US TREASURY.

Beta

Se denomina beta al coeficiente que representa el riesgo sistemático del capital accionario, es decir aquel riesgo que no puede eliminarse mediante la diversificación de un portafolio. Este coeficiente es una medida de la sensibilidad de un activo en relación con movimientos del mercado.

Si la pendiente es 1, el activo tiene el mismo riesgo sistemático que todo el mercado. Betas mayores a 1 tiene más riesgo inevitable que el mercado en su conjunto y si es menor a 1 indican menor riesgo sistemático respecto al mercado.

Las acciones de ManpowerGroup cotizan en la bolsa de Nueva York, se estimó el coeficiente beta utilizando la información disponible en el mercado de la siguiente manera:

- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del capital accionario de ManpowerGroup a partir de la información histórica del precio de las acciones de los últimos 5 años (2018-2022).
- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del índice MSCI World a partir la información histórica de los últimos 5 años (2018-2022).
- Estimación del coeficiente beta de ManpowerGroup utilizando el método de regresión lineal simple.

La ecuación de la regresión lineal simple es la siguiente:

$$r_{MAN} = \alpha + \beta_{MAN} \times r_{MSCI}$$

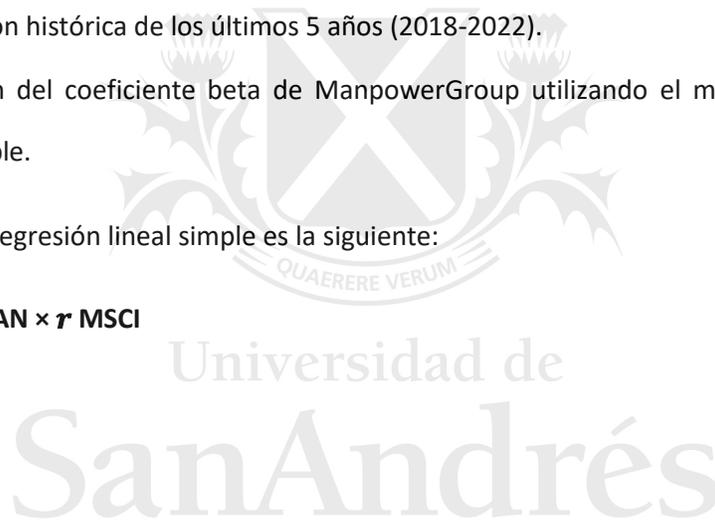
Donde:

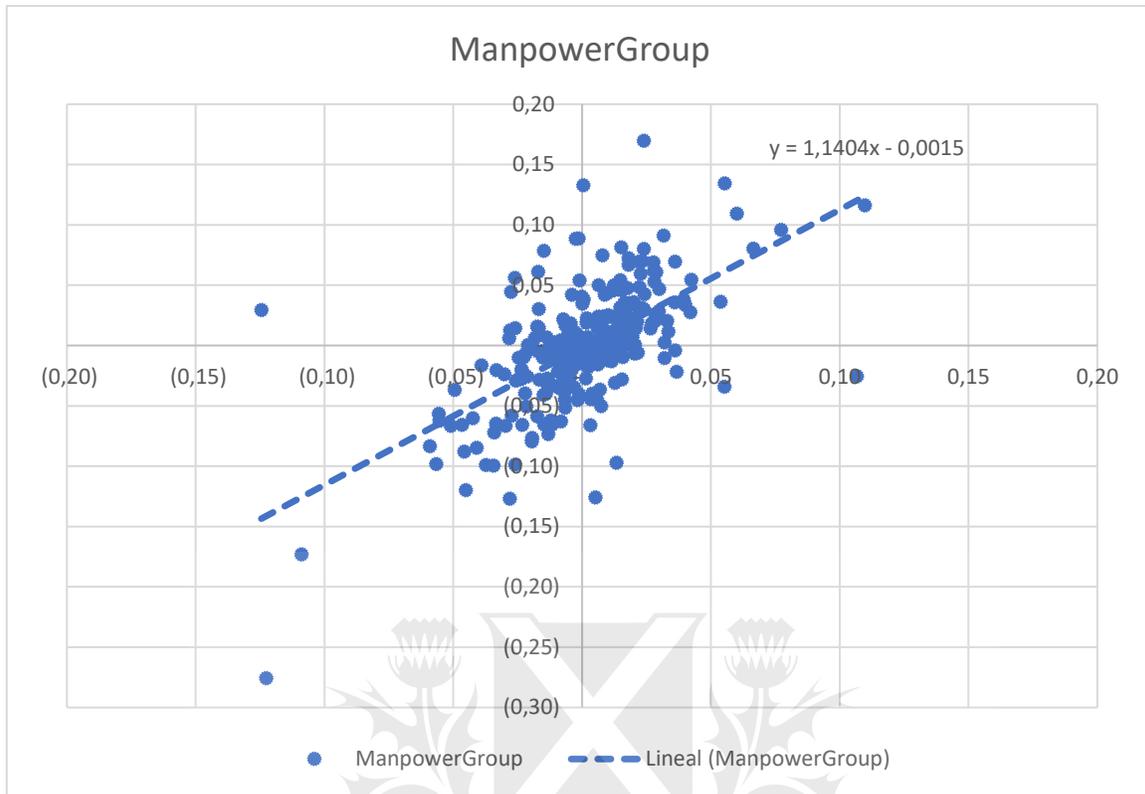
r_{MAN} : Rendimiento del capital accionario de ManpowerGroup.

A : Intercepto

β_{MAN} : Coeficiente Beta de ManpowerGroup

r_{MSCI} : Rendimiento del Índice MSCI World





Estadísticas de la Regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0.62
Coefficiente de determinación R ²	0.39
R ² ajustado	0.39
Error típico	0.04
Observaciones	261

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.249	0.249	165.277	0.000
Residuos	259	0.390	0.002		
Total	260	0.638			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-	0.00	0.00	0.61	0.54	-
Variable X 1	1.14	0.09	12.86	0.00	0.97	1.32

El coeficiente beta obtenido es de 1,14. Del mismo modo, se calculó el beta teniendo en cuenta datos históricos de los últimos 7 años (2016-2022), consiguiendo un beta de 1,15.

El R², o coeficiente de determinación, indica la proporción de la varianza total de los retornos de la acción que es explicada por los movimientos del mercado. En este caso, el valor que adopta el R²

de la regresión para MAN, que es 0,39, significa que el 39% de los movimientos en los precios de la acción pueden ser explicados por el movimiento del mercado.

Para contrastar el beta obtenido mediante la regresión, se realizó el mismo análisis para cuatro empresas del mercado: Randstad, Adecco, Kelly Services y Robert Half. Como resultado se obtuvo un coeficiente beta apalancado para cada una de ellas.

Luego, en base a los datos obtenidos de mercado y de los balances de cada firma al 31 de diciembre de 2022, se calculó un beta desapalancado para cada una de ellas. Esto supone calcular un beta que se corresponda con una estructura de capital que no tenga deuda, solo capital accionario.

TABLA 17: BETA COMPARABLES.

	Randstad	Adecco	Kelly Services	Robert Half
Beta Apalancado (2018-2022)	1,31	1,24	1,12	1,21
Deuda / Equity	6,1%	83,9%	0,1%	0,0%
Tasa de Impuesto	17,5%	23,5%	18,9%	26,6%
Beta Desapalancado	1,25	0,76	1,12	1,21
Beta Desapalancado Promedio				1,08
Deuda / Equity MAN				23,4%
Tasa de Impuesto				32,9%
Beta Apalancado MAN				1,25

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN DE YAHOO FINANCE Y REPORTES ANUALES.

El beta obtenido a través del cálculo descrito es de 1,25, por lo que puede decirse que el mismo guarda relación con el beta obtenido a partir de la regresión lineal simple.

5.7.3 Costo de la Deuda Financiera

Como fue mencionado anteriormente, la deuda financiera de la empresa está compuesta principalmente por emisiones de notas en Euros. Dado que la valuación de la empresa se hará en dólares estadounidenses, la moneda de emisión de estos instrumentos no permite tomar como costo de la deuda las tasas de retorno de estos.

Tanto Adecco como Randstad que son empresas de un tamaño similar y tienen deuda en volúmenes similares también están endeudados en Euros, ya que la mayoría de sus negocios se desarrollan en Europa al igual que ManpowerGroup.

Esta es la composición de la deuda financiera al cierre del 2022, incluso las tasas de las notas están por debajo de la tasa libre de riesgo del tesoro de Estados Unidos. La empresa posee un monto menor de deuda con bancos a una tasa del 6.1%. Para el costo de la deuda decidimos tomar la tasa libre de riesgo ajustada por el default spread en base al rating crediticio del que dispone la empresa.

TABLA 18: DEUDA FINANCIERA Y TASAS.

Instrumento	Tasa
Euro Notes Junio 2026	2,6%
Euro Notes Junio 2027	3,5%
Deuda Corto Plazo Bancos	6,1%
Tasa Libre de Riesgo	3,88%
Default Spread BBB	1,72%
Kd	5,60%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A REPORTE ANUAL 2022, US TREASURY Y ST.LOUIS FED.

5.7.4 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

A continuación, se detalla el resultado del cálculo de los elementos del WACC y el cálculo del costo promedio ponderado del capital de ManpowerGroup.

TABLA 19: WACC.

Costo Promedio Ponderado del Capital	
Costo de Capital Accionario	11,25%
Tasa Libre de Riesgo	3,88%
Beta ManpowerGroup	1,14
Prima Riesgo de Mercado	6,46%
Costo de la Deuda - Post Impuestos	3,92%
Costo de la Deuda - Antes de Impuestos	5,60%
Tasa Impuesto a las Ganancias	30,00%
Estructura de Capital	
Capital Accionario / Capital Total	81,02%
Deuda Financiera / Capital Total	18,98%
WACC	9,86%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

5.8 Valor Terminal

El valor terminal representa el flujo de fondos disponibles esperado más allá del período proyectado explícitamente. Esto parte del supuesto de que la vida de la compañía es infinita, ya que se espera que genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado.

Para el cálculo de este concepto se utilizará la siguiente fórmula:

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Donde:

VT: Valor Terminal

FCFF: Flujo de Fondos de la Firma

WACC: Tasa de Descuento

g: Tasa de Descuento a la Perpetuidad



Esta industria, por lo que estuvimos viendo, no crece al mismo ritmo que la economía, va acompañando la tendencia pero a niveles más cercanos a la inflación. Las proyecciones para el 2028 la ubican en 1,9%, por lo que nos parece que es un buen indicador para establecer el crecimiento a perpetuidad sumándole el crecimiento poblacional a futuro que pudimos obtener de reportes emitidos por la ONU. Avances tecnológicos, alta competencia y regulaciones gubernamentales son el sustento para proyectar este crecimiento, el énfasis la empresa lo tiene en mejorar la utilidad a través de una distinta combinación de negocios.

A continuación, detallamos las proyecciones de inflación esperadas de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, que como mencionamos anteriormente a partir del 2026 se establecería alrededor del 1,9%.

TABLA 20: EVOLUCIÓN INFLACIÓN 2023-2028.

	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Economías Avanzadas	4,7%	2,6%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORME DEL FMI.

TABLA 21: TASA DE CRECIMIENTO A PERPETUIDAD.

ManpowerGroup	
Crecimiento Poblacional ONU (2023-2100)	0,33%
Inflación Esperada	1,90%
Tasa de Crecimiento (g)	2,24%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

5.9 Resultado de la Valuación

En este apartado se resumirán los resultados de la valuación de ManpowerGroup, realizada mediante el método de flujo de fondos descontados, con fecha 31 de diciembre de 2022.

TABLA 22: VALUACIÓN MANPOWERGROUP AL 31/12/2022.

ManpowerGroup	
Fecha de Valuación	31/12/2022
Tasa de Descuento (WACC)	9,86%
Tasa de Crecimiento Perpetuidad (g)	2,24%
Valor de ManpowerGroup en millones de USD	5.841,95
Caja y Equivalentes al 31/12/2022	639,00
Deuda Financiera al 31/12/2022	- 986,50
Valor del Equity de ManpowerGroup en millones de USD	5.494,45
Cantidad de Acciones	50,62
Precio por Acción	108,54

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

Como puede observarse en la tabla, el valor de la empresa al 31 de diciembre de 2022 asciende a USD 5.842 millones. A este resultado se le han hecho los ajustes necesarios, adición de saldo de caja y equivalentes y sustracción de saldo de deuda financiera a la fecha de la valuación para arribar al valor del capital accionario. Este asciende a USD 5.494 millones.

El precio por acción asciende a USD 108,54, el precio de las acciones en el mercado a esa fecha ascendía a USD 83,21.

A continuación, se expone una matriz en la que pueden apreciarse las variaciones del valor de la acción en función de cambios en las tasas de crecimiento y descuento estimadas:

TABLA 23: MATRIZ DE TASAS WACC Y G. IMPACTO EN EL PRECIO POR ACCIÓN EN USD.

WACC	g	2,04%	2,14%	2,24%	2,34%	2,44%
9,46%		112,7	113,8	115,0	116,3	117,6
9,66%		109,5	110,6	111,7	112,9	114,1
9,86%		106,4	107,5	108,5	109,6	110,8
10,06%		103,6	104,5	105,5	106,6	107,6
10,26%		100,8	101,7	102,7	103,7	104,6

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

Pequeñas variaciones en las tasas aplicadas al modelo pueden generar cambios significativos en el valor que adquieren las acciones de la compañía.

5.10 Análisis de Sensibilidad

Las proyecciones realizadas están basadas en supuestos sobre el comportamiento futuro de determinadas variables claves. Por eso, es conveniente realizar un análisis de sensibilidad, en el que se planteen dos escenarios adicionales, uno más pesimista y otro más optimista que el escenario base. De esa forma, se podrá observar cómo impactan ciertos cambios de las variables clave en los resultados de la valuación.

- Escenario Base
 - Ventas, el crecimiento acompaña al mercado. Cuota de Mercado al 2028 4,1%.
 - Mejora en márgenes generado por la diversificación de servicios, pasando de 3,0% en 2022 a 3,2% en 2028.
- Escenario Pesimista
 - Ventas, reducción de la cuota de mercado de 3,9% a 3,8% en 2028. CAGR 2028-2022 1,2%.
 - Caída de los márgenes de utilidad a 2,9%.
- Escenario Optimista
 - Ventas, se gana cuota de mercado llegando en 2028 a un 4,3% de Share. CAGR 2028-2022 3,6%.
 - Mejora en márgenes generado por la diversificación de servicios, pasando de 3,0% en 2022 a 3,5% en 2028.

TABLA 24: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL CAPITAL ACCIONARIO DE MANPOWERGROUP.

ManpowerGroup	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Fecha de Valuación	31/12/2022	31/12/2022	31/12/2022
Tasa de Descuento (WACC)	9,86%	9,86%	9,86%
Tasa de Crecimiento Perpetuidad (g)	2,24%	2,24%	2,24%
CAGR Ventas 2028-2022	1,2%	2,9%	3,6%
Margen Operativo 2028	2,9%	3,2%	3,5%
Valor de ManpowerGroup en millones de USD	4.917,40	5.841,95	6.584,28
Caja y Equivalentes al 31/12/2022	639,00	639,00	639,00
Deuda Financiera al 31/12/2022	- 986,50	- 986,50	- 986,50
Valor del Equity de ManpowerGroup en millones de USD	4.569,90	5.494,45	6.236,78
Cantidad de Acciones	50,62	50,62	50,62
Precio por Acción	90,28	108,54	123,21

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

De acuerdo a los resultados obtenidos del análisis de sensibilidad, el precio de la acción podría oscilar entre USD 90,28 y USD 123,21.

6. Valuación por Múltiplos

En valuaciones relativas, el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado le asigna a activos similares. Es un método alternativo de valuación que se utiliza habitualmente como complemento de la valuación por DCF.

Los pasos a seguir son los siguientes:

- Identificar compañías que coticen en bolsa, realicen actividades de negocios similares y posean características similares en términos de retorno, riesgo.
- Inferir de los precios de mercado valores estandarizados.
- Comparar los múltiplos del activo analizado con los comparables para juzgar la valuación del activo.

Dentro de las ventajas de este método es que reflejan la percepción del mercado en un momento determinado. Requieren menor información y son más fáciles de obtener e identificar, debe haber gran número de activos comparables y precios reflejados en el mercado.

Proveen credibilidad ya que reflejan niveles de precios donde se han realizado transacciones entre compradores y vendedores.

Por el lado de las desventajas, acciones de compañías que parecen subvaluadas en términos relativos pueden estar sobrevaluadas en términos absolutos. Se asume una determinación sobre variables que puede ser equivocada. La distinta utilización de las normas contables requiere realizar ajustes de las variables.

Cada múltiplo está basado en ciertas variables fundamentales, cambios en estas variables alteran los múltiplos. Es necesario conocer la relación entre estas variables y los múltiplos de valuación.

Los múltiplos del valor de una empresa son computados respecto a las ganancias operativas EBIT o EBITDA, para nuestro trabajo vamos a utilizar el múltiplo Valor de Empresa / EBIT, ya que las depreciaciones no tienen un impacto importante en esta industria.

Este múltiplo permite comparar firmas con distintas estructuras de capital ya que el valor de la firma es independiente de la estructura de capital. Excluye intereses que reflejan la decisión de utilizar deuda e impuestos que están impactados por los intereses. Dentro de las limitaciones podemos destacar que no incluye CAPEX, el cual es necesario para mantener la posición competitiva y para hacer crecer el negocio.

El múltiplo está determinado por la siguiente fórmula:

$$\frac{\text{Valor Empresa}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Valor Mercado Equity} + \text{Valor Mercado Deuda} - \text{Caja}}{\text{Ganacias antes de Intereses e Impuestos}}$$

Las empresas seleccionadas para este análisis fueron Randstad, Adecco y Robert Half que son empresas líderes en Recursos Humanos a nivel global.

TABLA 25: COMPAÑÍAS DE MERCADO COMPARABLES CON MANPOWERGROUP.

Compañía	EV / EBIT	CAGR Ventas 2018-2022	CAGR EBIT 2018-2022	Margen Operativo	ROE	ROA
 randstad	8,1	0,7%	5,5%	4,1%	18,9%	10,2%
 Adecco	12,7	-3,1%	-12,9%	2,1%	8,9%	3,7%
 rh Robert Half	8,2	5,7%	19,3%	12,3%	41,9%	30,0%
Promedio	9,7	1,1%	4,0%	6,2%	23,2%	14,7%
 ManpowerGroup	7x - 9x	-2,6%	-7,4%	3,0%	15,2%	6,4%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A REPORTES DE LAS COMPAÑÍAS.

Las empresas más similares a ManpowerGroup son Randstad y Adecco, en tamaño Robert Half es una empresa más pequeña que maneja un volumen menor de asociados.

Los principales indicadores utilizados se encuentran entre los valores de Randstad y Adecco, en general son mejores a los de Adecco y por debajo de los de Randstad. En consecuencia, se considera que el rango del múltiplo EV/EBIT de ManpowerGroup debería situarse entre 7,0x y 9,0x ya que los indicadores financieros son inferiores al promedio de sus competidores.

La siguiente tabla presenta el valor de la empresa, el capital accionario y el precio de la acción de ManpowerGroup para el rango del múltiplo seleccionado y considerando el EBIT de la empresa para el período 2022:

TABLA 26: VALUACIÓN DE MANPOWERGROUP POR COMPAÑÍAS COMPARABLES.

ManpowerGroup			
Múltiplo de Mercado	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
	7x	8x	9x
Información Financiera ManpowerGroup:			
EBIT en millones de USD	586,1	586,1	586,1
Valuación por Múltiplo EV/EBITDA			
Valor de la Empresa en millones de USD	4.102,7	4.688,8	5.274,9
Valor Deuda Financiera en millones de USD	-986,5	-986,5	-986,5
Valor Caja y Equivalentes en millones de USD	639,0	639,0	639,0
Valor del Equity ManpowerGroup en millones de USD	3.755,2	4.341,3	4.927,4
Cantidad de Acciones	50,6	50,6	50,6
Precio por Acción en USD	74,2	85,8	97,3

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

Finalmente, se expone un análisis de sensibilidad del valor de la empresa, el capital accionario y el precio de la acción de ManpowerGroup para el rango del múltiplo seleccionado y teniendo en cuenta distintos valores que podría adoptar el EBIT de la empresa:

TABLA 27: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA EMPRESA EN MILLONES DE USD.

EBIT	EV/EBIT	7x	7,5x	8x	8.5x	9x
	527,5		3.692,4	3.956,2	4.219,9	4.483,7
556,8		3.897,6	4.176,0	4.454,4	4.732,8	5.011,2
586,1		4.102,7	4.395,8	4.688,8	4.981,9	5.274,9
615,4		4.307,8	4.615,5	4.923,2	5.230,9	5.538,6
644,7		4.513,0	4.835,3	5.157,7	5.480,0	5.802,4

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

TABLA 28: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL CAPITAL ACCIONARIO EN MILLONES DE USD.

EV/EBIT		6x	6,5x	7x	7.5x	8x
EBIT						
527,5		3.344,9	3.608,7	3.872,4	4.136,2	4.399,9
556,8		3.550,1	3.828,5	4.106,9	4.385,3	4.663,7
586,1		3.755,2	4.048,3	4.341,3	4.634,4	4.927,4
615,4		3.960,3	4.268,0	4.575,7	4.883,4	5.191,1
644,7		4.165,5	4.487,8	4.810,2	5.132,5	5.454,9

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

TABLA 29: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL PRECIO POR ACCIÓN EN USD.

EV/EBIT		6x	6,5x	7x	7.5x	8x
EBIT						
527,5		66,1	71,3	76,5	81,7	86,9
556,8		70,1	75,6	81,1	86,6	92,1
586,1		74,2	80,0	85,8	91,6	97,3
615,4		78,2	84,3	90,4	96,5	102,5
644,7		82,3	88,7	95,0	101,4	107,8

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

Universidad de
San Andrés

7. Bibliografía

7.1 Bibliografía Académica

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). Principles of Corporate Finance. Décima Edición. McGraw Hill Higher Education.

Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance. Cuarta Edición. John Wiley & Sons.

Dumrauf Guillermo L. (2010). Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano. Segunda Edición. Alfaomega.

Fabozzi Frank J. (2004). Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program. Segunda Edición. Frank J. Fabozzi Associates.

7.2 Informes y Reportes

Adecco Group. Estados Contables.

FMI. World Economic Outlook. Real GDP Growth. Abril 2023.

[World Economic Outlook \(April 2023\) - Real GDP growth \(imf.org\)](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/04/wEO-2023-04)

FMI. World Economic Outlook. Inflation rate, average consumer prices. Abril 2023.

[World Economic Outlook \(April 2023\) - Inflation rate, average consumer prices \(imf.org\)](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/04/wEO-2023-04)

Kelly Services. Estados Contables.

Korn Ferry. Estados Contables.

ManpowerGroup Earnings Call Transcript (Q1 2022 – Q1 2023).

ManpowerGroup Earnings Presentation (Q1 2022 – Q1 2023).

ManpowerGroup. Estados Contables.

Randstad. Estados Contables.

Robert Half. Estados Contables.

7.3 Sitios Web

Damodaran, A. Online Database: Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread [Ratings and Coverage Ratios \(nyu.edu\)](#)

Investing. [Investing.com Español - Finanzas, Noticias y Bolsa de Valores](#)

MSCI. [Real time index data search - MSCI](#)

Seeking Alpha. [Seeking Alpha | Stock Market Analysis & Tools for Investors](#)

Statista. [Statista - The Statistics Portal for Market Data, Market Research and Market Studies](#)

US Treasury. Daily Treasury Yield Curve Rates. [Interest Rate Statistics | U.S. Department of the Treasury](#)

Yahoo Finance. [Yahoo Finance - Stock Market Live, Quotes, Business & Finance News](#)

Anexo A: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Base

ManpowerGroup	2018	2019	2020	2021	2022	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Ventas Totales Netas	21.991	20.864	18.001	20.724	19.828	20.295	20.815	21.524	22.240	22.911	23.561
Costo y Gastos Administrativos/Comercialización	21.196	20.140	17.823	20.130	19.241	19.697	20.184	20.864	21.553	22.180	22.808
Resultado Operativo (EBIT)	796	724	178	595	586	598	631	661	687	731	752
Impuestos	- 263	- 239	- 59	- 196	- 193	- 188	- 189	- 198	- 206	- 219	- 226
EBIT * (1-t)	533	485	119	399	393	410	442	462	481	512	527
Depreciaciones y Amortizaciones	86	77	76	73	85	94	96	98	100	102	104
CAPEX	- 65	- 53	- 51	- 64	- 76	- 62	- 63	- 65	- 68	- 70	- 72
Variaciones de Capital de Trabajo	- 4	128	541	81	33	37	41	56	56	53	51
Flujo de Fondos de la Firma	550	637	686	488	435	405	433	439	457	491	508
Valor Terminal											6.809
Flujo de Fondos Total de la Firma	550	637	686	488	435	405	433	439	457	491	7.317
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)											2,24%
Tasa de Descuento (WACC)						9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Valor Presente del FFCF al 31/12/2022						369	359	331	314	307	4.162
Valor de la Empresa ManpowerGroup al 31/12/2022	5.842										
Caja y Equivalentes al 31/12/2022	639										
Deuda Financiera al 31/12/2022	- 987										
Valor del Equity de ManpowerGroup al 31/12/2022	5.494										
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	50,6										
Precio x Acción de ManpowerGroup	108,5										

Anexo B: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Pesimista

ManpowerGroup	2018	2019	2020	2021	2022	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Ventas Totales Netas	21.991	20.864	18.001	20.724	19.828	20.026	20.226	20.529	20.837	21.108	21.362
Costo y Gastos Administrativos/Comercialización	21.196	20.140	17.823	20.130	19.241	19.445	19.639	19.934	20.233	20.496	20.742
Resultado Operativo (EBIT)	796	724	178	595	586	581	587	595	604	612	619
Impuestos	- 263	- 239	- 59	- 196	- 193	- 183	- 176	- 179	- 181	- 184	- 186
EBIT * (1-t)	533	485	119	399	393	398	411	417	423	428	434
Depreciaciones y Amortizaciones	86	77	76	73	85	94	96	98	100	102	104
CAPEX	- 65	- 53	- 51	- 64	- 76	- 62	- 63	- 65	- 68	- 70	- 72
Variaciones de Capital de Trabajo	- 4	128	541	81	33	37	41	56	56	53	51
Flujo de Fondos de la Firma	550	637	686	488	435	394	402	393	399	408	415
Valor Terminal											5.563
Flujo de Fondos Total de la Firma	550	637	686	488	435	394	402	393	399	408	5.978
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)											2,24%
Tasa de Descuento (WACC)						9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Valor Presente del FFCF al 31/12/2022						358	333	297	274	255	3.401
Valor de la Empresa ManpowerGroup al 31/12/2022	4.917										
Caja y Equivalentes al 31/12/2022	639										
Deuda Financiera al 31/12/2022	987										
Valor del Equity de ManpowerGroup al 31/12/2022	4.570										
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	50,6										
Precio x Acción de ManpowerGroup	90,3										

Anexo C: Flujo de Fondos de la Firma Escenario Optimista

ManpowerGroup	2018	2019	2020	2021	2022	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F
Ventas Totales Netas	21.991	20.864	18.001	20.724	19.828	20.442	21.096	21.940	22.818	23.639	24.467
Costo y Gastos Administrativos/Comercialización	21.196	20.140	17.823	20.130	19.241	19.808	20.421	21.216	22.065	22.835	23.610
Resultado Operativo (EBIT)	796	724	178	595	586	634	675	724	753	804	856
Impuestos	- 263	- 239	- 59	- 196	- 193	- 200	- 203	- 217	- 226	- 241	- 257
EBIT * (1-t)	533	485	119	399	393	434	473	507	527	563	599
Depreciaciones y Amortizaciones	86	77	76	73	85	94	96	98	100	102	104
CAPEX	- 65	- 53	- 51	- 64	- 76	- 62	- 63	- 65	- 68	- 70	- 72
Variaciones de Capital de Trabajo	- 4	128	541	81	33	37	41	56	56	53	51
Flujo de Fondos de la Firma	550	637	686	488	435	430	464	483	503	542	581
Valor Terminal											7.787
Flujo de Fondos Total de la Firma	550	637	686	488	435	430	464	483	503	542	8.367
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)											2,24%
Tasa de Descuento (WACC)						9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Valor Presente del FFCF al 31/12/2022						391	385	365	345	339	4.760
Valor de la Empresa ManpowerGroup al 31/12/2022	6.584										
Caja y Equivalentes al 31/12/2022	639										
Deuda Financiera al 31/12/2022	- 987										
Valor del Equity de ManpowerGroup al 31/12/2022	6.237										
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	50,6										
Precio x Acción de ManpowerGroup	123,2										

Universidad de
San Andrés

Anexo D: Regresiones Lineales

Estados Unidos				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	3.137,3	3.040,0	0,110	0,033
2012	3.010,5	2.948,6	- 0,030	0,027
2013	2.967,0	2.923,2	- 0,009	0,028
2014	3.086,4	3.037,8	0,039	0,031
2015	3.005,8	3.002,8	- 0,012	0,031
2016	2.836,8	2.800,4	- 0,067	0,028
2017	2.659,0	2.604,3	- 0,070	0,034
2018	2.608,9	2.547,8	- 0,022	0,033
2019	2.590,6	2.544,8	- 0,001	0,026
2020	2.327,2	2.299,6	- 0,096	- 0,031

Regresión 1,5

América				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	1.512,1	1.465,2	0,177	0,043
2012	1.585,4	1.552,8	0,060	0,015
2013	1.543,2	1.520,4	- 0,021	0,020
2014	1.497,3	1.473,7	- 0,031	0,011
2015	1.486,2	1.484,7	0,007	0,022
2016	1.460,4	1.441,7	- 0,029	0,005
2017	1.557,4	1.525,4	0,058	0,027
2018	1.650,0	1.611,3	0,056	0,008
2019	1.688,0	1.658,2	0,029	- 0,001
2020	1.465,2	1.447,8	- 0,127	- 0,077

Regresión 2,0

Francia				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	6.179,1	5.987,5	0,168	0,019
2012	5.425,6	5.314,0	- 0,112	0,022
2013	5.284,9	5.206,8	- 0,020	0,003
2014	5.351,6	5.267,3	0,012	0,006
2015	4.661,3	4.656,6	- 0,116	0,010
2016	4.837,4	4.775,3	0,025	0,011
2017	5.477,2	5.364,5	0,123	0,011
2018	5.846,4	5.709,4	0,064	0,023
2019	5.479,6	5.382,7	- 0,057	0,019
2020	4.338,1	4.286,7	- 0,204	- 0,078

Regresión 2,3

Italia				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	1.255,8	1.216,9	0,184	0,007
2012	1.056,8	1.035,1	- 0,149	- 0,030
2013	1.087,6	1.071,5	0,035	- 0,018
2014	1.178,8	1.160,2	0,083	- 0,000
2015	1.226,1	1.224,9	0,056	0,008
2016	1.167,7	1.152,7	- 0,059	0,013
2017	1.475,9	1.445,5	0,254	0,017
2018	1.673,9	1.634,7	0,131	0,009
2019	1.508,3	1.481,6	- 0,094	0,005
2020	1.370,7	1.354,4	- 0,086	- 0,090

Regresión 2,2

Europa del Sur				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	776,9	752,8	0,095	0,019
2012	768,5	752,7	- 0,000	- 0,007
2013	864,5	851,7	0,132	- 0,001
2014	979,3	963,9	0,132	0,016
2015	1.404,1	1.402,7	0,455	0,023
2016	1.492,5	1.473,3	0,050	0,020
2017	1.703,9	1.668,9	0,133	0,028
2018	1.879,6	1.835,5	0,100	0,021
2019	2.206,5	2.167,5	0,181	0,018
2020	2.146,4	2.120,9	- 0,021	- 0,057

Regresión 2,7

Europa del Norte				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	6.159,4	5.968,4	0,135	0,019
2012	5.773,9	5.655,1	- 0,052	- 0,007
2013	5.738,8	5.654,0	- 0,000	- 0,001
2014	6.048,1	5.952,9	0,053	0,016
2015	5.033,7	5.028,7	- 0,155	0,023
2016	5.129,1	5.063,3	0,007	0,020
2017	5.306,4	5.197,3	0,026	0,028
2018	5.417,5	5.290,5	0,018	0,021
2019	4.735,5	4.651,8	- 0,121	0,018
2020	3.976,7	3.929,5	- 0,155	- 0,057

Regresión 1,8

APME				
Año	Ventas Nominales	Ventas Reales	Variación	PBI
2011	2.661,7	2.579,2	0,221	0,026
2012	2.728,8	2.672,7	0,036	0,036
2013	2.447,7	2.411,5	- 0,098	0,037
2014	2.327,1	2.290,5	- 0,050	0,034
2015	2.239,1	2.236,9	- 0,023	0,039
2016	2.471,3	2.439,6	0,091	0,039
2017	2.636,4	2.582,2	0,058	0,036
2018	2.914,9	2.846,6	0,102	0,033
2019	2.655,0	2.608,1	- 0,084	0,019
2020	2.376,7	2.348,5	- 0,100	- 0,034

Regresión 1,7

Proyección PBI FMI						
Región	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Estados Unidos	0,0160	0,0110	0,0180	0,0210	0,0210	0,0210
América	0,0160	0,0220	0,0230	0,0260	0,0230	0,0230
Francia	0,0070	0,0130	0,0190	0,0180	0,0160	0,0140
Italia	0,0070	0,0080	0,0120	0,0110	0,0100	0,0090
Europa del Sur	0,0080	0,0140	0,0190	0,0170	0,0150	0,0140
Europa del Norte	0,0080	0,0140	0,0190	0,0170	0,0150	0,0140
APME	0,0130	0,0100	0,0060	0,0050	0,0040	0,0040

Coeficientes Proyección						
Región	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Estados Unidos	0,0244	0,0168	0,0275	0,0320	0,0320	0,0320
América	0,0314	0,0431	0,0451	0,0510	0,0451	0,0451
Francia	0,0159	0,0296	0,0433	0,0410	0,0364	0,0319
Italia	0,0152	0,0174	0,0261	0,0240	0,0218	0,0196
Europa del Sur	0,0217	0,0380	0,0516	0,0461	0,0407	0,0380
Europa del Norte	0,0140	0,0246	0,0333	0,0298	0,0263	0,0246
APME	0,0221	0,0170	0,0102	0,0085	0,0068	0,0068