

Reempresa

CEDINT L'ÈXIT EMPRESARIAL



Valor vs Preu: L'art de negociar

cecot



Generalitat de Catalunya
Departament d'Economia
i Coneixement



Unió Europea
Fons Europeu
de Desenvolupament Regional
Una manera de fer Europa

Métodos de valoración de empresas

Javier Gómez Biscarri

Javier Gómez Biscarri

- Licenciado en Ciencias Económicas y empresariales por la Universidad Comercial de Deusto
- M.A. Economía, UCLA
- Ph.D. in Business Economics, The Anderson School at UCLA

- Actualmente profesor de la Universitat Pompeu Fabra y Barcelona GSE, y del IESE Business School



Métodos de valoración de empresas

La valoración de una empresa

- **PROBLEMA:** no existe un **número** único (“*el valor de mi empresa*”) al que todos deberíamos llegar después de un proceso correcto de análisis: una valoración es más una **OPINIÓ**N que la solución exacta de un problema matemático.
 - El **objetivo final** de la valoración puede influir en el proceso de análisis: no es lo mismo valorar para comprar que valorar para vender, p.e.
 - **Toda** valoración se basa en factores que hay que **estimar**: evolución de la empresa (crecimiento, estrategias futuras, competencia), identificación de las empresas comparables, etc. → Dos analistas pueden tener ideas muy distintas (ambas razonables) de estos factores.
 - Algunos de los *inputs* del proceso de valoración son **subjetivos** (rentabilidad esperada).

Métodos de valoración de empresas

La valoración de una empresa

- Por ello, la tarea del analista es llegar a una valoración que sea:

1) **Informada:**

- i. Búsqueda de información
- ii. Análisis base adecuado
- iii. Sensitividad
- iv. Uso de métodos

90 % de las negociaciones fallan
70% de las negociaciones fallidas se
deben a expectativas poco razonables
del vendedor

2) **Razonable**

3) **Coherente** con el objetivo de la valoración

4) **Coherente** con las circunstancias de la empresa que se está valorando

Métodos de valoración de empresas

Terminología

Normalmente una valoración mide lo que pagaríamos por ser **propietarios de la empresa** (*equity* o patrimonio neto) → “el valor de las acciones”

Algunos métodos de valoración se centran en valorar el patrimonio, pero otros se centran en el concepto de “**valor del negocio**” (enterprise value):

$$\text{EV} = \text{Patrimonio} + \text{Deuda financiera neta}$$

En el caso de empresas pequeñas con poca (o ninguna) deuda financiera, esta distinción no será importante.

Métodos de valoración de empresas

Los métodos de valoración de empresas

Los analistas usan diversos métodos de valoración:

- Métodos estáticos: basados en el *balance*, o en los activos que tiene la empresa en un momento determinado
- Métodos de comparables o múltiplos: basados en la *cuenta de resultados*
- Métodos mixtos: valor es “activos más un múltiplo del beneficio”
- Métodos basados en el descuento de *flujos de caja*



S.A. Damm

Informe de Valoración

Madrid, a 20 de Octubre de 2014



Generalitat de Catalunya
Departament d'Economia
i Coneixement



Unió Europea
Fons Europeu
de Desenvolupament Regional
Una manera de fer Europa

Métodos de valoración de empresas

S.A. Damm valorada por UBS

Métodos de valoración establecidos por el RD 1066/2007

1 Valor teórico contable

- Consiste en la determinación del valor neto patrimonial de la Compañía

2 Valor liquidativo

- Valor de la Compañía en una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades (contingencias que pudieran existir)

2 métodos estáticos

3 Cotización media durante el semestre anterior al acuerdo de exclusión

- Precio medio diario ponderado por volumen desde el 20 de Abril de 2014 al 20 de Octubre d

4 Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año

- Consiste en el precio de una Oferta Pública **DFC** más reciente sobre la Compañía

5 Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por

5.a Descuento de Flujos de Caja ("DFC")

- Valor sobre la base de la capacidad de generación de flujos de caja

5.b Múltiplos de compañías cotizadas comparables

- Valoración aplicando a las magnitudes de la Compañía los múltiplos a los que cotizan las

5.c Múltiplos de transacciones precedentes comparables

- Valoración aplicando a las magnitudes de la Compañía los múltiplos implícitos en operac
nuestra operación

2 métodos basados en comparables

Métodos de valoración de empresas

Métodos estáticos

Un negocio vale lo que valen **sus activos**:

Valor del negocio = Valor de activos

Valor del patrimonio = Valor de activos – Pasivos exigibles

Activo Fijo	Patrimonio neto
Inventario	
Cuentas a cobrar	Exigible a Largo plazo
Caja	Exigible a corto plazo

Métodos de valoración de empresas

Problemas de una valoración estática

- Los **valores contables** no reflejan el verdadero valor de muchos activos → Solución: ¿valorar los activos a **Valor de mercado (Valor contable ajustado)**? Mejor, pero los activos son valiosos por su capacidad de generar dinero, lo cual no siempre se refleja en su valor de mercado (si es que lo hay).
- Muchos activos valiosos de la empresa no están en el balance (reputación, habilidad del empresario y trabajadores...)
- El balance (activos) refleja fundamentalmente el pasado de la empresa... y lo realmente valioso es el futuro: la capacidad de generar beneficios (caja) en periodos siguientes
- En general, en el caso de **PYMES o emprendedores** los activos suelen ser la parte menos relevante del valor de la empresa → métodos estáticos son poco apropiados

Métodos de valoración de empresas

Ejemplo: S.A. Damm valorada por UBS

Cálculo	A 30 de Junio 2014	
	Individual	Consolidado
Activo Contable (€)	1.138.430.000	1.268.860.000
Pasivo Exigible ¹ (€)	549.758.000	539.957.000
Valor Teórico Contable (€)	588.672.000	728.903.000
Intereses minoritarios (€)	—	7.052.000
Valor Teórico Contable Sociedad Dominante (€)	588.672.000	721.851.000
Número de acciones	270.083.317	270.083.317 ²
Valor Teórico Contable por acción (€)	2,18	2,67

Métodos de valoración de empresas

¿Cuándo se puede usar una valoración estática?

Un tipo de valoración estática: **Valor de liquidación**

**VL = Valor de venta de los activos – pasivos exigibles
– costes de liquidación**

VL es un límite mínimo aceptable: si se liquida la empresa hoy, se conseguiría este valor → cualquier valoración que suponga que la empresa continúa debe ser superior a VL.

Métodos de valoración de empresas

Métodos basados en comparables o “múltiplos”

- ❖ Una manera “indirecta” de estimar el valor de la empresa.
- ❖ Busca empresas **comparables** y valora por comparación con esas empresas similares.
- ❖ Son métodos muy rápidos e intuitivos que se basan en pensar que:
 - ❖ Hay diversas empresas suficientemente similares
 - ❖ Las características “individuales” de las empresas no son tan importantes como las características “comunes”
 - ❖ El mercado valora bien las empresas comparables

Métodos de valoración de empresas

Métodos basados en comparables o “múltiplos”

- La valoración se hace por medio de un ratio (“múltiplo”) que relaciona **valor de mercado** con una magnitud contable (normalmente de la cuenta de resultados) que se supone está directamente relacionada con el valor de la empresa.
- Se calcula este **ratio para varias empresas comparables** (una media, p.e.) y se aplica a la magnitud contable de la empresa que queremos valorar.
- El ratio más utilizado: **PER** (Price-Earnings ratio, o P/E), precio de la acción dividido por EPS (BPA).
- La idea intuitiva: “si empresas similares cotizan a PERs medios de 15, esta empresa también debería hacerlo”.

Métodos de valoración de empresas

Otros múltiplos de valoración utilizados

- **EV/EBITDA**: valor del negocio sobre EBITDA → más adecuado para valorar la empresa en su conjunto
- Múltiplos de la cifra de ventas (**EV/ Ventas**)
- Valor de la empresa por “unidad de negocio”:
 - EV / nº de suscriptores (industrias tipo telefonía, TV...)
 - EV / nº de plazas (garajes...)
 - EV / nº de habitaciones (hoteles)
 - ...

Métodos de valoración de empresas

Múltiplos típicos en algunos sectores

SECTOR	EV/EBITDA	EV/Ventas	PER
Publicidad	8.8	1.76	18.5
Ropa y textil	8.6	2.20	21.0
Servicios informáticos	8.5	0.88	18.1
Educación	9.4	1.44	15.4
Entretenimiento	9.2	1.74	22.3
Mobiliario	8.7	0.85	16.6
Recreo	10.5	1.68	20.3
Transporte	8.0	1.11	18.7
Media del mercado (Europa)	12.0	2.03	13.9
Media del mercado (US)	14.7	2.60	15.0

Métodos de valoración de empresas

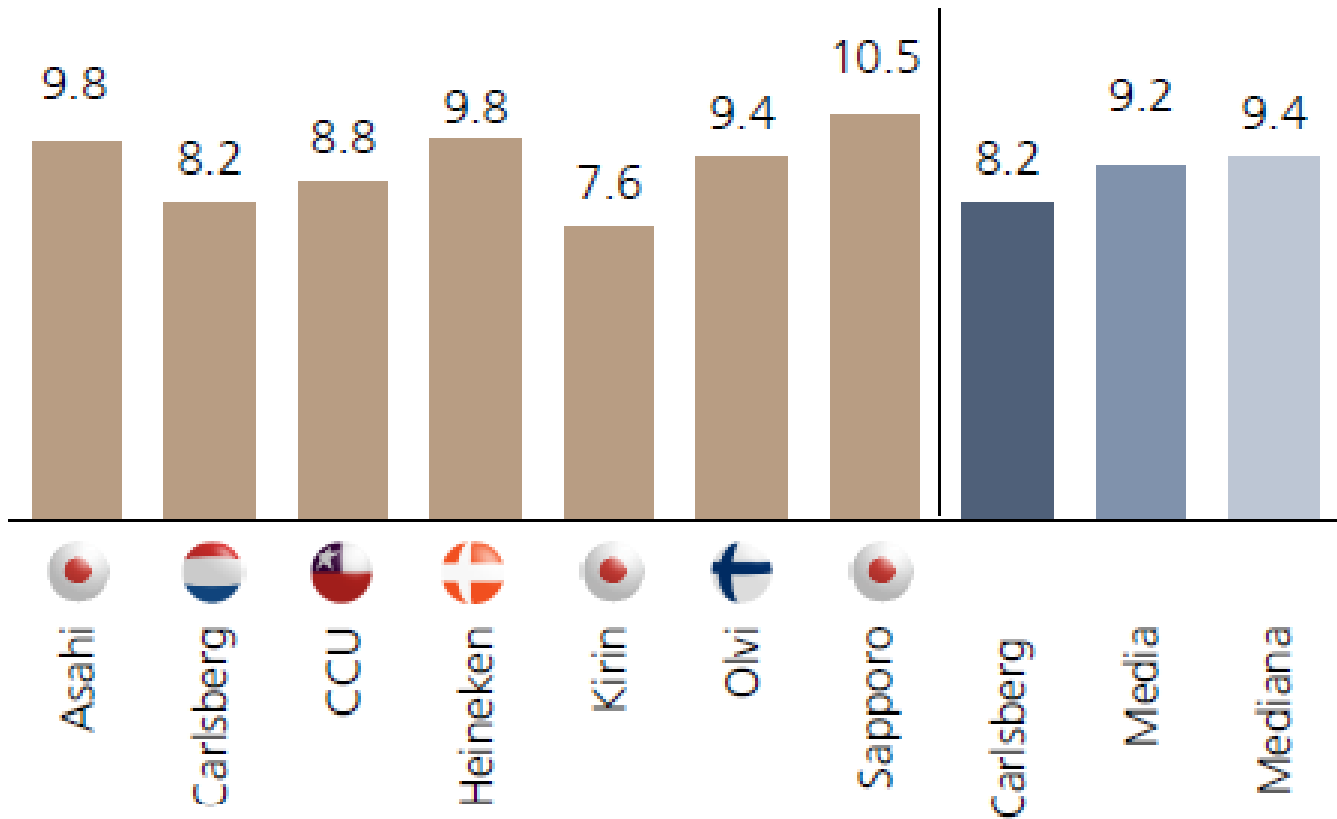
S.A. Damm: Comparables



Métodos de valoración de empresas

S.A. Damm: múltiplos

VE/EBITDA 2014E (x)



Métodos de valoración de empresas

S.A. Damm: múltiplos

(€m / métrica indicada)	2014E		
	Carlsberg	Media	Mediana
Múltiplo (x)	8,2	9,2	9,4
Métrica	171,8	171,8	171,8
VE implícito	1.414	1.577	1.615
Ajustes VE a F.F.P.P	179	179	179
Valor de FF.PP. implícito	1.593	1.756	1.794
Número de acciones (m)	270	270	270
Precio por acción (€)	5,90	6,50	6,64

Métodos de valoración de empresas

Ventajas de valoración por múltiplos

- ❖ Requieren **menos esfuerzo** que valoraciones más complejas: sólo se necesita detectar las empresas comparables y para cada una de ellas recoger unos pocos datos
- ❖ Son **intuitivas** y **comúnmente aceptadas** → a veces se convierten en reglas básicas o rangos aceptables (“5-10 veces EBITDA”, “PERs entre 12-18”).
- ❖ Proporcionan “**benchmarks**” apropiados para valoraciones más complejas: si una valoración difiere mucho de lo resultante de aplicar múltiplos habrá que justificarlo.

Métodos de valoración de empresas

Limitaciones de valoración por múltiplos

- ❖ Algunos múltiplos son muy **inestables** (el PER, probablemente, el más inestable de todos) → ¡cuidado con los números!
 - ❖ Usar varias empresas comparables
 - ❖ Usar varios años de múltiplos
 - ❖ Usar los múltiplos más estables (EV/EBITDA, EV/Ventas)
- ❖ No hay una forma clara de ajustar las valoraciones por las **características individuales** de la empresa (diferentes tasas de crecimiento futuras, riesgo, prácticas contables y de negocio...) → todas las empresas son “iguales”
- ❖ Asumen que el mercado está valorando bien a los comparables

Métodos de valoración de empresas

Limitaciones de valoración por múltiplos

- ❖ En el caso de PYMES y emprendedores, hay problemas adicionales:
 - ❖ **Elección de los comparables:**
 - ❖ Los múltiplos se basan en observar empresas cotizadas, que probablemente no sean comparables a una empresa pequeña → múltiplos basados en **transacciones comparables**
 - ❖ Las características menos medibles son probablemente las más importantes
 - ❖ **La elección del múltiplo no es inmediata**
 - ❖ Múltiplos de beneficio neto o EBITDA/EBIT pueden ser menos apropiados
 - ❖ Múltiplos de ventas o de “unidades de negocio” parecen mejores

Métodos de valoración de empresas

Un múltiplo de moda para valorar empresas pequeñas

- Dadas las peculiares características de empresas pequeñas (personalistas y con gastos discrecionales) se calcula una **medida de EBITDA ajustado**, el **FCP**, o “flujo de caja del propietario” (SDE en inglés):

FCP = EBITDA + Sueldo del propietario + Gastos personales o discrecionales -+ Ingresos/gastos no recurrentes

- A este FCP se le aplica un múltiplo menor que los múltiplos de EBITDA utilizados con empresas grandes.
- El múltiplo depende del propio tamaño del negocio

Métodos de valoración de empresas

Un múltiplo de moda para valorar empresas pequeñas

FCP	Múltiplo	Valor del negocio
50,000	1-1.25	50,000-62,500
75,000	1.1-1.8	82,500-135,000
100,000	2.0-2.7	200,000-270,000
200,000	2.5-3.0	500,000-600,000
500,000	3.0-4.0	1,500,000-2,000,000
1,000,000	3.25-4.25	3,250,000-4,250,000
Media	3	EV = 3 x FCP
Media para las más pequeñas	1.5-2.5	EV = (1.5-2.5) x FCP

Si la empresa tiene **inventario y bienes inmuebles**, se valoran aparte y se añaden al EV; si hay deuda financiera, se resta para obtener el precio de venta.

Métodos de valoración de empresas

Un múltiplo de moda para valorar empresas pequeñas

Resumiendo: es muy posible que un valor que tu comprador / vendedor de un negocio pequeño tenga en mente a la hora de encarar la transacción esté alrededor de:

$$\text{Valor} = (1.5-3) \times \text{FCP} + \text{Inventario} + \text{Bienes inmuebles} - \text{Deuda}$$

La negociación girará alrededor de este valor y será tarea de las partes convencer al comprador (vendedor) de por qué debe pagar más (recibir menos) que esta cantidad. Para esto deberá hacerse una **valoración** que atienda a las particularidades de la empresa, usando algún **método más completo**.

Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja

Son los métodos más usados actualmente por los analistas.

Estos métodos se basan en:

- 1) Estimar los **flujos de caja futuros** que la empresa generará a lo largo de su vida;
- 2) Hallar el **valor actual** de esos flujos de caja, “descontándolos” a una **tasa** que refleje la rentabilidad exigida a la empresa en función de sus características (fundamentalmente, el riesgo).

Métodos de valoración de empresas

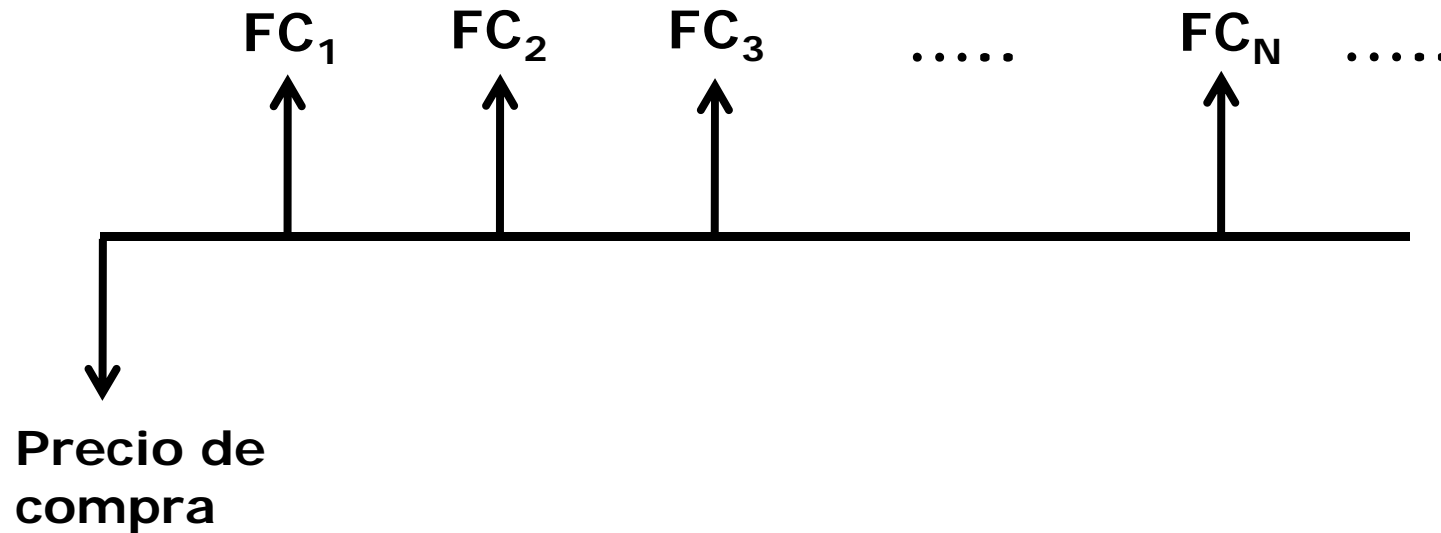
Métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja

La idea de fondo es tratar a la empresa como una inversión financiera:

- Compro la empresa (y pago hoy un **precio**)...
- ...porque espero recibir en el futuro unos retornos (los **flujos de caja** que genere la actividad de la empresa)...
- ...pero esos flujos tienen un riesgo, con lo que debo “penalizarlos” exigiendo una rentabilidad mínima (**tasa de descuento**) que me compense ese riesgo.

Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja



El precio de compra máximo que pagaríamos (“Valor de la empresa”) sería el valor descontado de los FC futuros de la empresa, normalmente con un supuesto de continuación (la empresa funcionará durante “muchos años”).

Métodos de valoración de empresas

Pasos de una valoración por descuento de flujos de caja

1) Previsión de los flujos de caja **esperados** (futuros) de la empresa:

a) **Horizonte temporal**: ¿Cuántos años de previsiones?
Normalmente **3-5** años → calcular un **Valor Terminal** de la empresa en el último año de la previsión

b) Obtendremos la información necesaria para hacer previsiones anuales de los **Flujos de caja**:

a) Ventas y costes

b) Necesidades (inversiones) de fondo de maniobra

c) Inversiones en bienes de capital (y amortización)

2) Cálculo del **coste de capital** para descontar los flujos

Métodos de valoración de empresas

Estimación de los FC de cada periodo

Ingresos Operativos (Ventas)

- Costes de las ventas y costes generales

EBITDA

- Amortización

EBIT (EBT)

- Impuestos (calculados sobre el EBIT)

NOPAT

+ Amortización

FC Operativo

- **Capex (FC por inversiones en inmovilizado)**

- **Aumento de cuentas a cobrar**

- **Aumento de inventario**

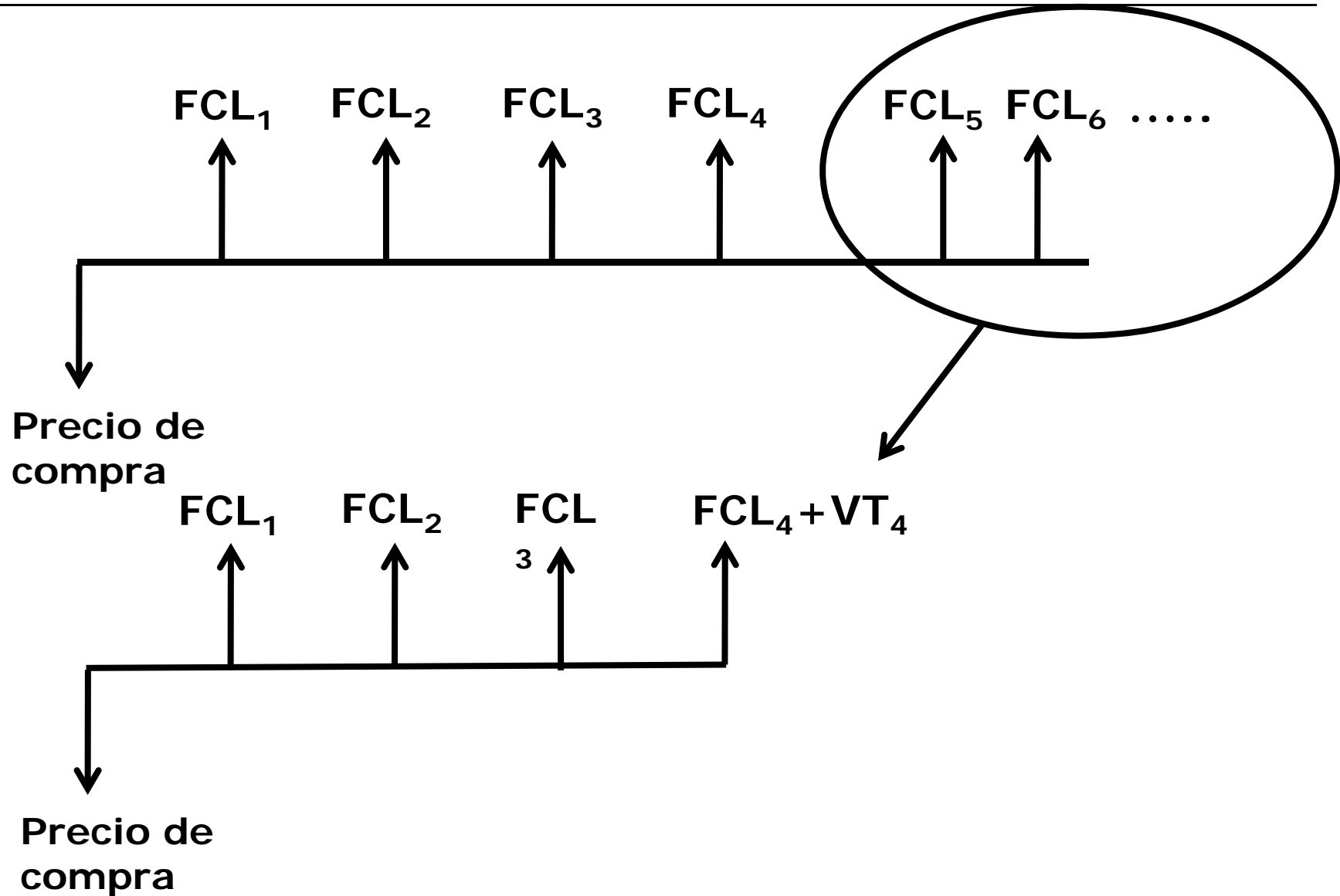
+ **Aumento de cuentas a pagar**

} **Cambios en el fondo de maniobra**

Flujo de caja libre

Métodos de valoración de empresas

El valor terminal



Este valor terminal puede ser un % grande del valor total de la empresa → ¿Cómo se estima?

- Una alternativa es utilizar un supuesto de crecimiento futuro estable para hallar el valor terminal en el momento final:

$$FC_5 = FC_4 \times (1+g) \quad FC_6 = FC_5 \times (1+g) \quad FC_7 = FC_6 \times (1+g) \dots$$

$$\rightarrow VT_4 = \frac{FC_4(1+g)}{r-g} \quad (\text{modelo de Gordon})$$

donde **r** es el **tipo de descuento** y **g** una estimación de **crecimiento sostenible en el futuro** → **g** es una magnitud clave en toda valoración.

Métodos de valoración de empresas

El valor terminal

- Otra posibilidad es utilizar un valor de liquidación en el año final

$VT_4 = (\text{Valor de activos} - \text{pasivos} - \text{costes de liquidación})$

- También puede aproximarse el valor terminal con el método de los múltiplos:

- Un múltiplo del EBITDA para empresas similares;
- Un múltiplo de las ventas previstas en el periodo 4,
- etc...

Métodos de valoración de empresas

Descontar los flujos

- El tipo de descuento o **coste del capital** debe reflejar la rentabilidad esperada de empresas de similar riesgo.

- La medida de coste más usada es el **Coste Medio Ponderado del Capital**:

$$\text{CMPC} = r_E \frac{E}{E + D} + r_D (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

- Este coste refleja el **coste medio de la financiación de la empresa**: E y D son el total de patrimonio neto y deuda, r_E es el **coste de los recursos propios** o la **rentabilidad exigida por los propietarios de la empresa**, $r_D(1-t)$ es el **coste (después de impuestos) de la deuda**

Métodos de valoración de empresas

Descontar los flujos

- El **coste de la deuda** suele ser fácil de estimar (coste de los préstamos o de las emisiones de bonos/pagarés); en el caso de empresas pequeñas, la deuda financiera será pequeña o inexistente.
- El **coste de los recursos propios** es más complejo, ya que refleja la rentabilidad *exigida* por los propietarios de la empresa (¿accionistas?), y esto no es observable.
- En la práctica, se suele usar la fórmula del CAPM, que hace el coste de los recursos propios función del riesgo de la empresa, medido por la *beta*:

$$r_E = r_F + \beta_E \times \text{Prima de riesgo del mercado}$$

- En el caso de empresas pequeñas, se suele añadir una prima por tamaño, llegando a medidas de r_E alrededor del 20%.

Métodos de valoración de empresas

Y al final...

- Después de este “sencillo” proceso, el valor del negocio es:

$$EV = \frac{FCL_1}{(1 + CMPC)} + \frac{FCL_2}{(1 + CMPC)^2} + \frac{FCL_3}{(1 + CMPC)^3} + \frac{FCL_4 + VT_4}{(1 + CMPC)^4},$$

- Si la empresa tiene deuda financiera, el valor del patrimonio neto es, simplemente:

$$E = EV - \text{Deuda financiera (neta de caja)}$$

Métodos de valoración de empresas

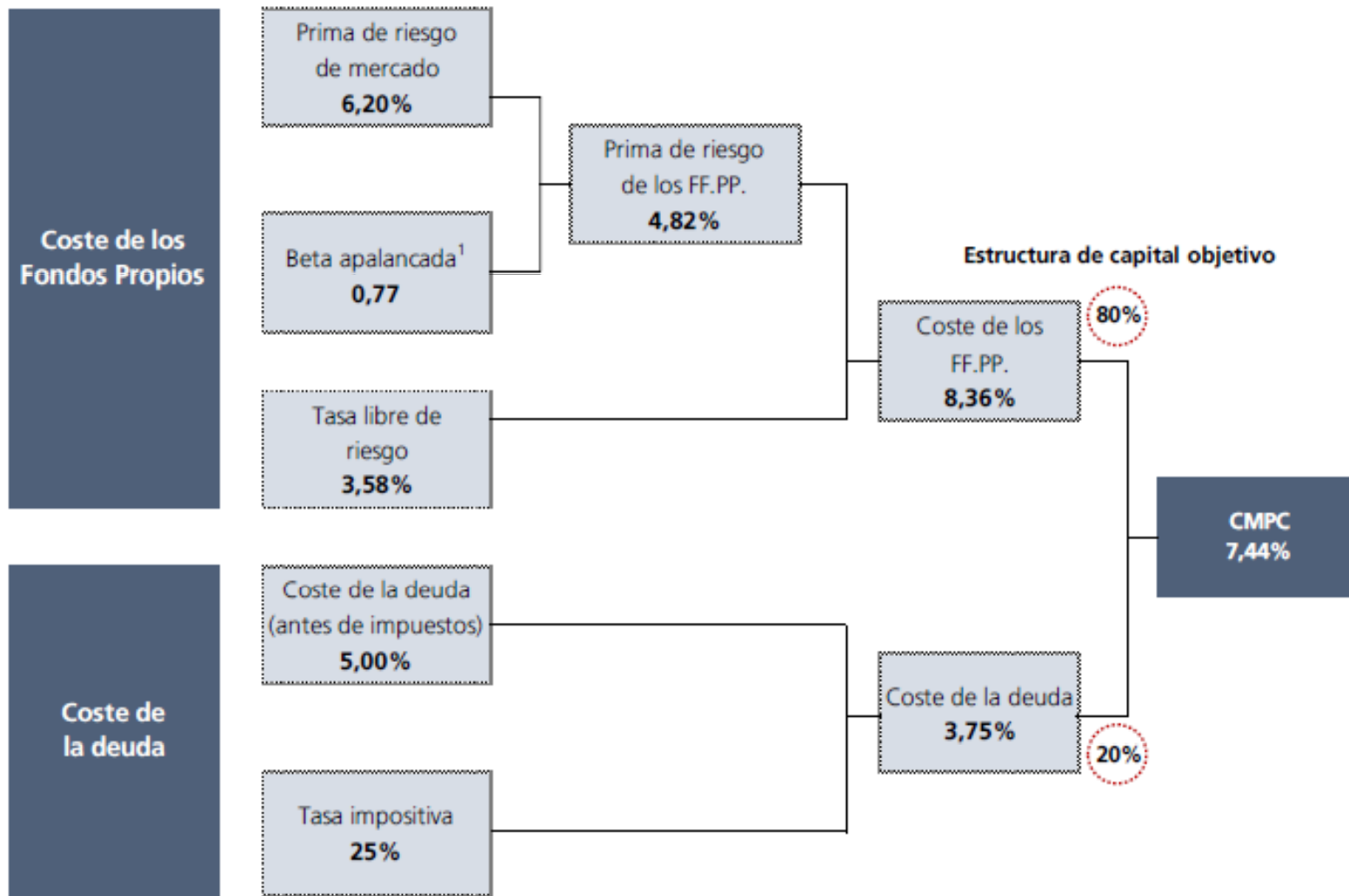
Valoración de S.A. Damm: Proyecciones

Millones de €	2013 Ajustado	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Ventas	880	896	914	929	939	952
% variación	–	1.8	2.1	1.6	1.0	1.4
Otros ingresos de explotación	25	26	26	27	27	27
Ingresos de explotación	905	922	941	956	966	979
Coste de ventas	336	342	355	363	364	368
% ventas	38.1	38.2	38.8	39.0	38.8	38.7
Margen bruto	569	579	586	593	602	611
% ventas	64.7	64.7	64.1	63.8	64.1	64.2
Gastos generales, de venta y de administración	402	408	409	415	420	425
% ventas	45.7	45.5	44.8	44.6	44.7	44.6
EBITDA	167	172	177	178	183	187
% ventas	19.0	19.2	19.3	19.2	19.4	19.6
Depreciación y amortización	71	74	74	74	74	74
% ventas	8.1	8.2	8.1	7.9	7.9	7.8
Resultado de explotación	96	98	103	105	109	113
% ventas	10.9	10.9	11.2	11.3	11.6	11.9
Capex	65²	67	69	72	74	74
% ventas	7.4	7.5	7.6	7.7	7.8	7.8
% depreciación y amortización	90.7	91.0	94.1	97.2	99.6	100.0
Capital circulante	57	58	58	59	60	61
% ventas	6.5	6.5	6.4	6.3	6.4	6.4

Métodos de valoración de empresas

Valoración de S.A. Damm: CMPC

Cálculo del CMPC



Métodos de valoración de empresas

Valoración de S.A. Damm: g y valor final

Sensibilidades al CMPC y tasa de crecimiento terminal ("g")

Valor de la acción (€)

		CMPC		
		7,19%	7,44%	7,69%
g	0,75%	5,51	5,33	5,17
	1,00%	5,67	5,48	5,30
	1,25%	5,84	5,63	5,45

Múltiplo implícito de PER 2014E (x)

		CMPC		
		7,19%	7,44%	7,69%
g	0,75%	18,2	17,5	16,8
	1,00%	18,8	18,1	17,3
	1,25%	19,5	18,7	17,9

Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración basados en el DFC: ventajas

- Obligan a un **análisis profundo** de la empresa: estimar los flujos de caja futuros requiere
 - Conocer los factores que determinan la **demanda** del producto y los **costes** de producción
 - Conocer las **inversiones** previstas por la empresa y las políticas de **expansión**
 - Entender la relación con **clientes** y **proveedores**
- Resuelven (indirectamente) los problemas de los métodos estáticos: los activos son valiosos **por su capacidad de generar dinero futuro**.
- Enfatizan el concepto de **caja**, que es tangible y objetivo (no así el beneficio contable).

Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración basados en el DFC: problemas

- Estos métodos requieren un análisis serio de las características particulares de la empresa, con lo que normalmente son más **complejos y costosos**.
- El principal input son las previsiones de los FC **futuros**: hay mucha incertidumbre sobre estos flujos, con lo que el análisis está sujeto a errores → **Análisis de sensibilidad!**
- Igualmente, puede ser difícil decidir qué **rentabilidad mínima** se le debe exigir a la empresa, especialmente en el caso de empresas pequeñas.

Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración basados en el DFC: problemas

- Algunos de los “números” utilizados están sujetos a la **subjetividad del analista**: crecimiento futuro (g), evolución de las ventas, riesgo de la empresa... → dos analistas con distintos objetivos llegarán a valoraciones correctas pero distintas:

- 1) Un comprador tenderá a estimar crecimientos de ventas pequeños → EV pequeño
- 2) Un vendedor tenderá a estimar crecimientos de ventas altos → EV alto

Métodos de valoración de empresas

S.A. Damm: Comparativa

Métodos	Valor por acción
Valor teórico contable	€2,67
Valor liquidativo	—
Cotización media ponderada último semestre	€4,37
Precio ofrecido en una OPA formulada en el último año	—
Descuento de flujos de caja ¹	€5,17 - €5,84
Múltiplos de compañías cotizadas comparables ²	€4,45 - €4,76
Múltiplos de transacciones de compañías comparables ³	€4,60 - €5,05

Métodos de valoración de empresas

Algunas conclusiones

- Hay MUCHOS métodos para **ESTIMAR** el valor de una empresa.
- Ninguno de ellos es un método exacto: en todos hay estimaciones, cantidades “subjetivas” y factores que el analista debe decidir.
- Es, por ello, fundamental, que nos aseguremos de que nuestra valoración es **RAZONABLE** y que los supuestos y análisis que hemos utilizado son defendibles.
- Valoraciones exclusivamente basadas en valor de activos o valores contables son MUY inadecuadas, salvo en el caso de una empresa en liquidación.

Métodos de valoración de empresas

Algunas conclusiones

- Las valoraciones por múltiplos son excelentes como *benchmark*: si las empresas similares valen X veces su cifra de beneficio/EBITDA/Ventas, la nuestra debería valer “parecido”.
- Valoraciones más completas deben tomar estos *benchmarks* como punto de comparación → justificar las desviaciones.
- Lo **verdaderamente valioso** en una empresa es lo que tiene de diferente: capacidad y experiencia del empresario y trabajadores, innovación, fidelidad de la cartera de clientes,... Estos “activos” sólo se pueden valorar por su capacidad de generar ventas futuras (esto es, con **métodos tipo DFC**) pero su valoración será siempre difícil y con cierta subjetividad.

Reempresa

Centre de Reempresa de Catalunya, 2015
C/Veneçuela 103 primer pis, Barcelona

www.reempresa.org

info@reempresa.org

932667438

cecot



Generalitat de Catalunya
Departament d'Economia
i Coneixement



Unió Europea
Fons Europeu
de Desenvolupament Regional
Una manera de fer Europa