

EL COVID-19 Y EL VALOR DE TU EMPRESA

**¿Cómo puede afectar la crisis del COVID-19
a la valoración de tu empresa?**

Los empresarios se preguntan en cuánto ha cambiado el valor de su empresa con el Covid-19. Intentaremos dar algunas claves. Debemos distinguir las empresas que tienen capacidad financiera para soportar esta crisis de aquellas que se tendrán que vender para evitar la quiebra.

Respecto a las primeras, los compradores saben que este virus ha descontrolado los balances y cuentas de resultados de casi todas las empresas: su cadena de suministro está deteriorada, los inventarios desajustados, con parones o retrasos en la producción, dificultades para vender o cobrar, etc. Al ser un asunto común a todas las empresas, no tomarán lo sucedido en 2020 como base para sus valoraciones.

En las últimas, la valoración objetiva pierde relevancia pues lo que pasa a importar es salvar la empresa, los puestos de trabajo y las responsabilidades patrimoniales de los socios. En estos casos cobra sentido el dicho: el valor de la empresa está determinado por el problema que soluciona su venta.



Entonces, ¿cómo saber cuánto vale mi empresa en un entorno de Covid-19?

Si seguimos los acontecimientos de China, allí la producción ya se ha normalizado al 80% y la actividad comercial en su mercado interno también, con la excepción de restaurantes, cines o lugares de reunión. También se ha activado la compraventa de empresas.

Esto significa que, si en unos meses la situación se normaliza, el año 2020 se recordará como una pesadilla para todos, y para valorar se tomarán como referencia los años anteriores junto a las previsiones del 2021 y años posteriores. Los resultados del 2020 se tratarán como una circunstancia anormal y apenas pesarán en la valoración.

Cuando valoramos, debemos elegir el método que mejor se adapte al objetivo de la valoración: no es lo mismo valorar para conocer el valor intrínseco de la empresa que hacerlo para preparar una negociación.

Hay que distinguir entre precio y valor, ya que en una venta de empresa el precio solo se conoce el día de la firma de la escritura (a veces ni entonces), y hasta esa fecha todo es negociación.



**THE WORLD IS
TEMPORARILY CLOSED**



El objetivo de este breve manual es transmitir de la manera más sencilla los conceptos que giran en torno al **valor de una empresa**, y **cómo serán afectados por el Covid-19**, así como los principales métodos de valoración empleados en el mercado para ayudarle a **calcular cuánto vale su empresa**, a través de la experiencia de ONEtoONE Corporate Finance Group como asesor en cientos de operaciones de compraventa durante más de dieciséis años.



INDICE

1. Qué es valorar una empresa
2. Precio y Valor tras Covid-19
3. Rentabilidad y Riesgo
4. Razones Personales
5. El entorno afecta al valor
6. Para qué sirve el Informe de Valoración
7. Adaptar el método por descuento de flujos de caja al Covid-19
8. Método de los múltiplos de transacciones comparables
9. Covid-19 y los múltiplos de las compañías que cotizan
10. Las estructuras de transacción
11. Conclusiones

1. Qué es valorar una empresa.

Valorar una empresa con independencia del método de valoración elegido, es un proceso en el que se cuantifican los elementos actuales que constituyen el patrimonio de la empresa, la posición competitiva que ostenta dentro de su sector y las expectativas futuras de generación de riqueza que sean susceptibles de ser estimadas.

Mediante este análisis se determinarán los elementos creadores de valor y se podrá concretar un rango de valor que será una opinión fundamentada de lo que puede valer la empresa en cuestión.

01

Una valoración no es una auditoría (el analista no efectúa una comprobación de los estados financieros, sino que parte de unas cifras que, inicialmente, se consideran válidas).

02

Tampoco es un diagnóstico exhaustivo de todas las áreas de la empresa, sino que el analista al valorar se centra desde un principio en las áreas críticas que sirven para descubrir los conductores de valor.



La valoración es un trabajo técnico y requiere tener amplios conocimientos financieros. A la vez, para valorar bien, se debe conocer bien el modelo de negocio de la empresa, cuál es su estrategia, entender su mercado y dónde están sus elementos de creación de valor.



En ocasiones dentro de un mandato de venta, cuando se le indica al vendedor un rango de valor intrínseco de la empresa, la reacción más común del empresario es: “Para mí vale más”.

Para mí vale más



La frase anterior encierra un significado muy profundo, ya que, para el empresario, muchas veces fundador de su negocio, su empresa es “como un hijo” al que le ha dedicado su vida y ha hecho crecer. Por lo tanto, generalmente suele tener una "expectativa inflada" de su valor por los condicionantes subjetivos que conlleva.

Si pago todo eso por la empresa, ¿cómo voy a ganar yo dinero?



Por ello, lo recomendable es que, si es vendedor, se ponga en los zapatos del comprador, pues él verá las cosas de manera, pensará: “Si pago todo eso por la empresa, ¿cómo voy a ganar yo

CONCEPTOS CLAVE PARA UNA BUENA VALORACIÓN

2. Precio y Valor tras Covid-19



“Todo necio confunde valor y precio”. Antonio Machado

El precio es el valor concreto que en un momento determinado se materializa mediante la venta de una compañía y depende de la oferta y la demanda en ese momento. Es el resultado de la transacción concreta.

El Valor es el que asigna cada uno a la empresa en función de su perfil e intereses. Es la medición monetaria del grado de utilidad que esa empresa le va a reportar a él.



El precio lo pone el mercado con sus ofertas y el vendedor puede mejorarlo si hace una buena negociación al alza de las ofertas.

En una negociación de compraventa existirán diferentes valores en función de los intereses de los potenciales compradores y según encaje su empresa en la estructura empresarial del posible comprador. De la negociación, cuando pueda existir flexibilidad por ambas partes, surgirá el precio final de la operación.

La realidad es que el precio de una empresa es el fruto de la intersección entre la oferta y la demanda, por eso el valor de una empresa subirá si localiza aquellos posibles compradores en el mundo que más puedan pagar, que tengan los bolsillos más llenos y que tengan más sinergias con su compañía. Conseguir que varios de esos compradores pongan ofertas y compitan para comprarla es la verdadera clave para maximizar el valor.

3. Rentabilidad y Riesgo

Las principales funciones de un ejercicio de valoración toman en consideración los dos factores principales para determinar el valor: la rentabilidad esperada y el riesgo de que no se obtenga esa rentabilidad.

Las empresas, en el fondo, se valoran en función de “su rentabilidad” y “su riesgo”, pues todos los otros elementos se acaban resumiendo en estos dos conceptos, sobre esta base se comparan con inversiones alternativas. Si el comprador tiene otra alternativa, en la que con el mismo riesgo obtiene más rentabilidad, la cogerá.

COVID-19: LA INCERTIDUMBRE DISPARA EL RIESGO

Un elemento que los compradores deberán considerar en una valoración en entorno Covid-19 son los riesgos de pérdida de contratos significativos o de cambios regulatorios, pero esos riesgos se irán despejando durante el 2021.

El valorador deberá hacer un análisis de las expectativas sobre la situación futura de la economía y del sector, basándose en lo que conoce o es posible conocer en el momento de la valoración.



Para medir el riesgo de que los futuros ingresos no se consigan, se utiliza una tasa de descuento que parte del bono de Estado a diez años, a lo que se le añade la prima de riesgo del sector y la de la empresa particular que analizamos. Veremos a continuación las tres.

1

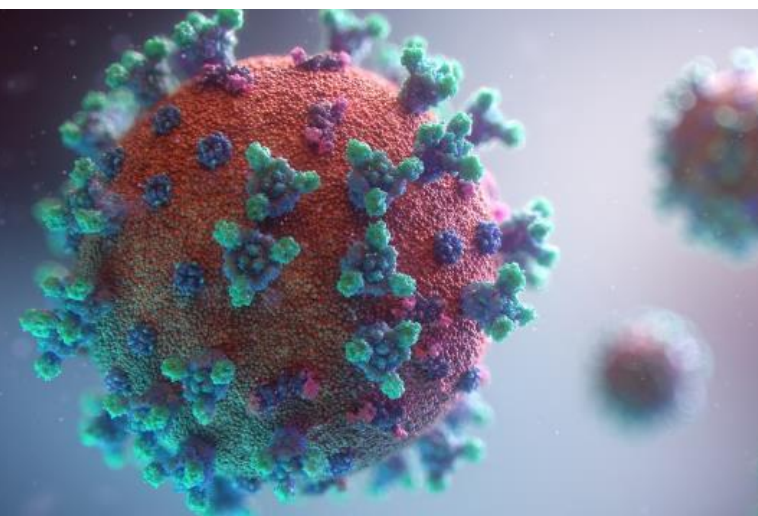
En lo referente a los **bonos del Tesoro**, el denominador será bajo. En Europa los tipos de interés serán reducidos durante mucho tiempo, porque debido a la pirámide de población de Europa se está japonsando, dificultando cualquier repunte de la inflación.

2

Otro tema distinto es la **prima de riesgo de cada sector**. En algunos será superior, como las empresas de componentes del automóvil, los cines, las cadenas de tiendas o las empresas de energías alternativas, debido a la incertidumbre sobre su futuro.

3

Sobre la **prima de riesgo individual**, para cada empresa habrá que analizar cómo les afecta *the new normal*. Algunas saldrán perjudicadas y otras beneficiadas. Ganarán los fabricantes locales, que resultarán más atractivos que los de los países lejanos y aquellos que se sepan adaptar a las nuevas tendencias como la robótica, la venta online o que tengan flexibilidad para reconfigurar sus modelos de negocio.



En el mundo tras el Covid-19 los gobiernos potenciarán que los sectores estratégicos produzcan “en casa”, con facilidades a la fabricación local de productos farmacéuticos y de seguridad de las personas, ante el temor a nuevas infecciones.

4. Razones Personales

Es común que en una valoración puedan influir variables no económicas, tanto por parte del vendedor como del comprador, principalmente razones personales o razones estratégicas de los accionistas.

Por ejemplo, un vendedor puede querer desprenderse de la empresa con rapidez porque tiene una enfermedad grave y no quiere dejar un problema a su familia, eso le hará primar un rápido resultado por encima del precio. De igual modo, un comprador puede apreciar sinergias muy importantes que provoquen que para él valga mucho más.



En ONEtoONE tuvimos un mandato de compra de una empresa en la que el vendedor nos indicó que su precio eran 6 millones de euros. Al preguntarle el por qué, el vendedor justificó que tenía 6 hijas. Como resultado, tuvimos que buscar a otro vendedor con una empresa similar, ya que los argumentos que este ofrecía eran de carácter emocional y, por lo tanto, carecían de validez para nuestro cliente. Los datos que avalen el informe de valoración de una empresa deben ser numéricos, lógicos y debidamente trabajados.



La valoración es un instrumento de negociación y la negociación es un baile que debe soportarse en argumentos racionales para que resulte efectivo.



Cuando son las variables emocionales las que predominan es muy probable que la venta no llegue a éxito.

5. El entorno afecta al valor

Hay que tener también presente que las empresas no son islas. Su valor depende también de factores externos. Por ejemplo, en términos generales si la Bolsa cotiza en múltiplos altos, su empresa vale más que si la Bolsa está baja, aunque su empresa no cotice ni vaya a cotizar en Bolsa. Esto es debido a que la Bolsa es una alternativa de inversión y si, por ejemplo, su empresa es una constructora, podría tener poco sentido comprar acciones de su pequeña empresa a 12 veces beneficios, si el valor en Bolsa de las grandes constructoras es de 7 veces beneficios. Mucho valor estratégico o potencial debería tener su empresa para que un comprador se interesase a ese precio.

Las bolsas se han desplomado, pero si para navidad ya hemos salido de esta pandemia vírica, en 2021 los mercados se habrán recuperado y el precio de las cotizadas no dañará el valor de las que no cotizan.

Lo que si **habrá es mucho dinero, pues muchas empresas están aprovechando las ayudas de los gobiernos para capturar liquidez con deuda a largo plazo ultra barata**. Los gobiernos de Europa y Estados Unidos han comprometidos ocho billones de euros en préstamos para empresas (8 veces el PIB de España). Esta tremenda inyección de recursos a las empresas potenciará el hambre de compras y jugará a favor de los vendedores.



Para una buena valoración se requiere buena información

Antes de abordar cualquiera de los métodos, es crucial validar que los datos financieros históricos que disponemos de la compañía sean precisos. Solo de esta forma, y en coherencia con el planteamiento estratégico, se podrá realizar una proyección fiable a futuro de dichas magnitudes, y se alcanzarán conclusiones ajustadas a la realidad sobre el valor de la compañía. Si no lo son, hay que arreglarlos antes de lanzarnos a valorar.

Asimismo, la valoración será de mayor calidad cuanto mayor sea la información disponible respecto al modelo de negocio de la empresa y de las variables que afecten al desarrollo de su actividad.

6. Entonces, ¿para qué sirve el informe de valoración?

Es muy importante que tenga presente que la valoración de empresas no es una ciencia exacta, sin embargo, resulta fundamental que realice un informe riguroso que le de armas para plantear una buena negociación con los potenciales compradores, quienes también realizarán su valoración para determinar cuánto estarán dispuestos a pagar por la empresa.

El objetivo final que se quiera dar a la valoración condiciona el método a utilizar. En este sentido, el método variará en función del destinatario. Por ejemplo, un inversor financiero buscará rentabilidad en un período de tiempo determinado y un inversor estratégico puede buscar adquirir más cuota de mercado, eliminar a un competidor o incorporar una nueva línea de actividad.



El informe de valoración sirve:



Para dar a conocer el valor intrínseco o lógico de la compañía. No hay un valor exacto, pero sí un rango de valor lógico para cada compañía. Esto nos permitirá conocer cuánto vale y cuánto podemos exigir que nos paguen para recibir un valor razonable.



Para entender en profundidad las variables que sustentan el valor, así como el impacto que puede tener la mejora o deterioro de cada una de esas variables en el valor.



Para preparar una buena negociación y maximizar el precio de su empresa, al disponer de argumentos numéricos y lógicos bien trabajados.



Para calcular las sinergias una vez que conocemos al comprador, y así entender cuánto puede valer para él nuestra compañía. Si somos capaces de negociar bien nos permitirá capturar parte del valor de estas sinergias.

MÉTODOS DE VALORACIÓN

Principales métodos de valoración de empresas

Son varios los métodos de valoración que se utilizan habitualmente, como el Descuento de Flujo de Caja Libre, los múltiplos de operaciones de venta en empresas similares y los múltiplos de valoración de empresas cotizadas que compiten en el mismo sector.

01

Descuento de Flujos de Caja Libre (DFC) o *Discounted Free Cash Flow*

02

Método de los Múltiplos de Transacciones Comparables

03

Múltiplos de las Compañías que Cotizan

7. Adaptar el método por Descuento de Flujos de Caja al Covid-19

El método por Descuento de Flujos de Caja Libre es de amplio consenso y utilización y consiste en determinar la capacidad de generación de riqueza de la compañía. Nos indica el dinero que los propietarios se van a poder llevar a casa durante toda la vida de la empresa. Recuerde que no estamos hablando del beneficio, el beneficio es un dato contable y la caja es otra cosa, mucho más real.

Este método incorpora las expectativas que tenemos en cuanto al desempeño futuro de la compañía y sobre su capacidad de generación de flujos de caja a través de los recursos que hay en la empresa.

Si en unos meses la situación se normaliza, el año 2020 se recordará como una pesadilla para todos, y para valorar se tomarán como referencia los años anteriores junto a las previsiones del 2021 y años posteriores. Los resultados del 2020 se tratarán como una circunstancia anormal y apenas pesarán en la valoración.

Cuatro aspectos necesarios para el cálculo del DFC

1

Análisis del pasado: datos financieros históricos

Nos ayudará a entender los factores determinantes que provocan los costes y generan los ingresos.

Cuando haya variaciones significativas, éstas deberán ser explicadas de la forma más concreta posible para sembrar la confianza del inversor y que pueda entender las causas de dichos cambios. De lo contrario, estas magnitudes sembrarán dudas en el comprador, subirá su prima de riesgo y bajará por tanto el precio que está dispuesto a pagar.

2

Elaboración de las proyecciones de futuro

Servirá para estimar la evolución futura de la actividad de la compañía incorporando planes de gestión, de posicionamiento y perspectivas de evolución del mercado.

Para calcular las ventas y márgenes futuros tenemos que tener muy presente el sector en que la empresa compite, ya que las características estructurales de cada sector condicionan la rentabilidad actual y futura de las empresas que participan en él.

7. Adaptar el método por Descuento de Flujos de Caja al Covid-19



No resulta realista presentar en el Memorando de Información de la compañía para potenciales inversores que la empresa va a crecer en ventas a tasas del 15% cuando en los últimos años ha crecido un 2% y el sector en el que opera no está creciendo más que al 3% porque está en un mercado maduro.



CUATRO ASPECTOS NECESARIOS PARA EL CÁLCULO DEL DFC

3

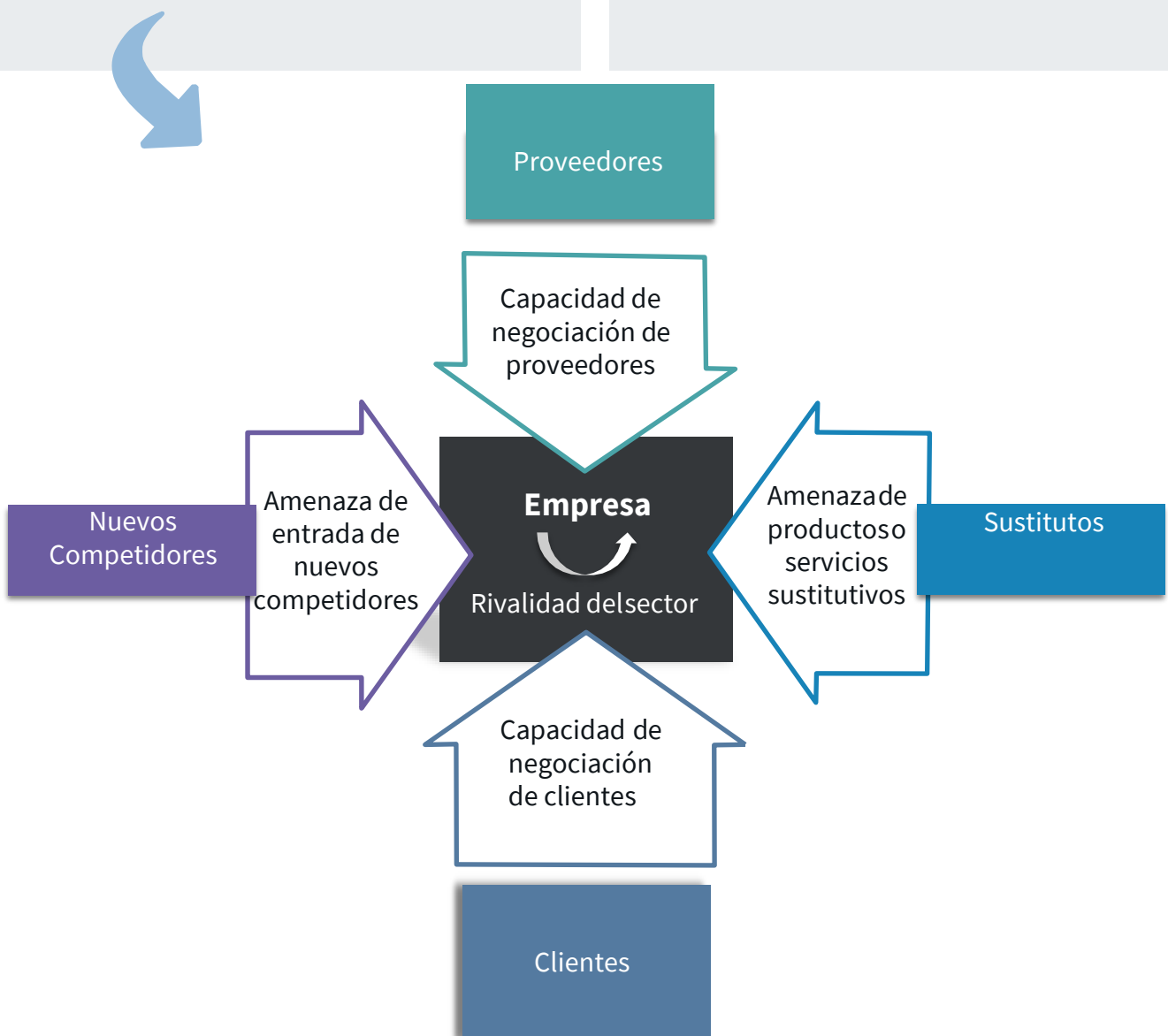
Evaluación de las fuerzas del mercado que influyen en el valor

Las cinco fuerzas de Porter permitirán anticipar cuánto crecerá la demanda en el sector, cuál es el poder negociador de los clientes y de los proveedores, entender la vulnerabilidad de la empresa a los productos sustitutos o el grado de competencia en precios dentro del sector.

4


Su posición competitiva le puede aportar o quitar valor

Hay variables, como dominar un mercado geográfico o un mercado de producto, que elevan el valor de la compañía, o lo que es lo mismo, hacen que el comprador esté dispuesto a incorporar una prima en el precio de compra.



Las Fuerzas de Porter

LOS CAMBIOS DEL COVID-19 EN LA ECONOMÍA

 El Covid-19 va a producir cambios en la economía, nuestro comportamiento y en los sectores. A continuación, apuntamos algunas claves que alterarán las fuerzas competitivas en muchos sectores.



La producción y el comercio se regionalizarán, volviendo a los lugares de consumo, con ayuda de la robótica, la impresión 3D y la productividad 4.0. El miedo a nuevas rupturas de las cadenas de suministros tras la guerra comercial y el Covid-19 actuará como catalizador.



La compra on-line se hará natural. Los perdedores serán las cadenas de tiendas y los centros comerciales que se convertirán en plataformas de ocio.



La formación universitaria y los masters online crecerán en popularidad, potenciados por la realidad aumentada y el 5G.



Las empresas contratarán menos empleados y subcontratarán FreeLancers. Crecerá el número de autónomos porque los profesionales desconfiarán de la seguridad laboral y habrán descubierto el valor de la flexibilidad.



El capital riesgo disparará su inversión en empresas relacionadas con la salud y la tecnología.



Las empresas venderán filiales en el extranjero y participadas no estratégicas para capturar liquidez. Se buscarán proveedores de proximidad y se renegará de los modelos de suministro *just in time*.



Las potentes inyecciones económicas de los gobiernos exacerbarán el sobreapalancamiento de unas economías ya muy endeudadas, lo que culminará en pocos años en una inevitable gran recesión con la explosión de la aumentada burbuja de deuda

Para calcular el flujo de caja se realizan cuatro análisis

1

Proyectar la caja que va a quedar libre y que el accionista podría llevarse a casa sin que se perjudique el crecimiento de la empresa, año a año durante un periodo razonable (4 o 5 años).

Recuerde que no hablamos del beneficio, sino del dinero que se puede llevar a casa sin dañar el futuro de la empresa.

¿Cómo?

Se parte del Beneficio de Explotación de la empresa (el EBIT), al cual se le aplica el tipo impositivo vigente y al resultado se suma las amortizaciones del periodo para obtener el Flujo de Caja Neto de Explotación.

Después, se calculan las necesidades de inversión para que la empresa pueda seguir funcionando con normalidad, es decir, no nos llevamos a casa todo el Flujo de Caja Neto de Explotación.

Para ello, tenemos que restar las inversiones en activo circulante (clientes, existencias) y las inversiones en activo fijo (máquinas, naves) que haremos para poder vender todo lo que hemos proyectado vender en los próximos años.

El resultado es el verdadero Flujo de Caja Libre. Esto sí que se lo puede llevar como propietario a casa en concepto de dividendos sin que la compañía se vea perjudicada en su crecimiento.

2

Calcular cuál será el valor residual el quinto año (cuánto podría valer la empresa en ese momento).

Para realizar esta valoración, se asume que la empresa va a tener una vida ilimitada (a menos que se conozca que esto no será así), y se calcula el valor presente del dividendo que podría generar ésta de forma perpetua.



Tenga en cuenta que el comprador, si compra la empresa es para ganar dinero. Por ello, las proyecciones de incremento de ventas que debe poner tienen que ser coherentes con lo que ha sucedido hasta la fecha y deberán ser realizadas para cada una de las líneas de negocio.



1. Línea de Negocio 1

			2008	2009	2010	2011	2012
Total	Existencias	(Balance)	x	x	x	x	x
Total	Coste de existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Aprovisionamientos	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Var. Existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Ventas	(pyg)	x	x	x	x	x

Bº Bruto	2008	2009	2010	2011	2012
	x	x	x	x	x

2. Línea de Negocio 2

			2008	2009	2010	2011	2012
Total	Existencias	(Balance)	x	x	x	x	x
Total	Coste de existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Aprovisionamientos	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Var. Existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Ventas	(pyg)	x	x	x	x	x

Bº Bruto	2008	2009	2010	2011	2012
	x	x	x	x	x

3. Línea de Negocio 3

			2008	2009	2010	2011	2012
Total	Existencias	(Balance)	x	x	x	x	x
Total	Coste de existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Aprovisionamientos	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Var. Existencias	(pyg)	x	x	x	x	x
Total	Ventas	(pyg)	x	x	x	x	x

Bº Bruto	2008	2009	2010	2011	2012
	x	x	x	x	x

Líneas de Negocio. Fuente: ONEtoONE Corporate Finance

3

Determinar la tasa de descuento a aplicar (el riesgo de que esos flujos no se produzcan o, dicho de otra manera, la rentabilidad anual que el comprador exige a la inversión).

La tasa de descuento se utiliza para descontar los flujos de caja libre de cada año y el valor residual trayéndolos a euros de hoy. Se utiliza la fórmula de la capitalización que se encuentra en todas las calculadoras financieras.

Depende del riesgo que tenga invertir en su empresa. Según baja el tamaño de la compañía o sube su endeudamiento exigiremos más rentabilidad y aplicaremos una tasa de descuento mayor.

Por eso es tan importante la calidad y rapidez de toda la documentación en el proceso de venta, porque ofrece confianza y disminuye el riesgo.

4

Determinar la tasa de descuento a aplicar (el riesgo de que esos flujos no se produzcan o, dicho de otra manera, la rentabilidad anual que el comprador exige a la inversión).

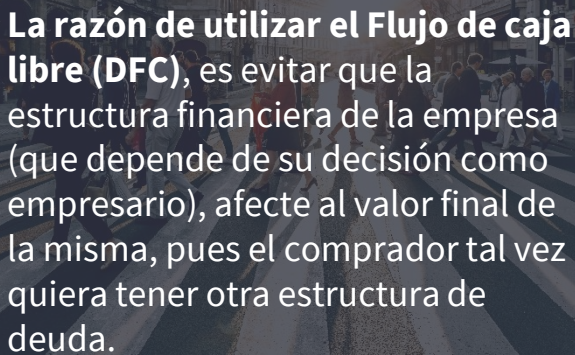
La tasa de descuento se utiliza para descontar los flujos de caja libre de cada año y el valor residual trayéndolos a euros de hoy. Se utiliza la fórmula de la capitalización que se encuentra en todas las calculadoras financieras.

Depende del riesgo que tenga invertir en su empresa. Según baja el tamaño de la compañía o sube su endeudamiento exigiremos más rentabilidad y aplicaremos una tasa de descuento mayor.



El futuro es incierto, lo adecuado es estimar un “rango de valor” sobre las hipótesis y no un valor absoluto. No tiene sentido concluir que la empresa vale 18.7 millones €. Tendrá más lógica considerar que el rango de valor está entre 18 y 20 millones de €.

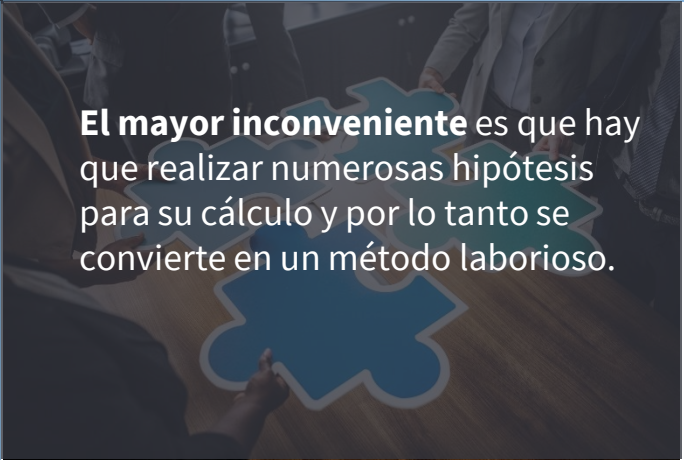
En resumen...



La razón de utilizar el Flujo de caja libre (DFC), es evitar que la estructura financiera de la empresa (que depende de su decisión como empresario), afecte al valor final de la misma, pues el comprador tal vez quiera tener otra estructura de deuda.

Las proyecciones se deben hacer sobre 4 o 5 años aproximadamente, tomando en consideración el ritmo de crecimiento de la empresa y el ritmo de crecimiento del sector. A partir de ahí estimar lo que puede pasar es extraordinariamente difícil.

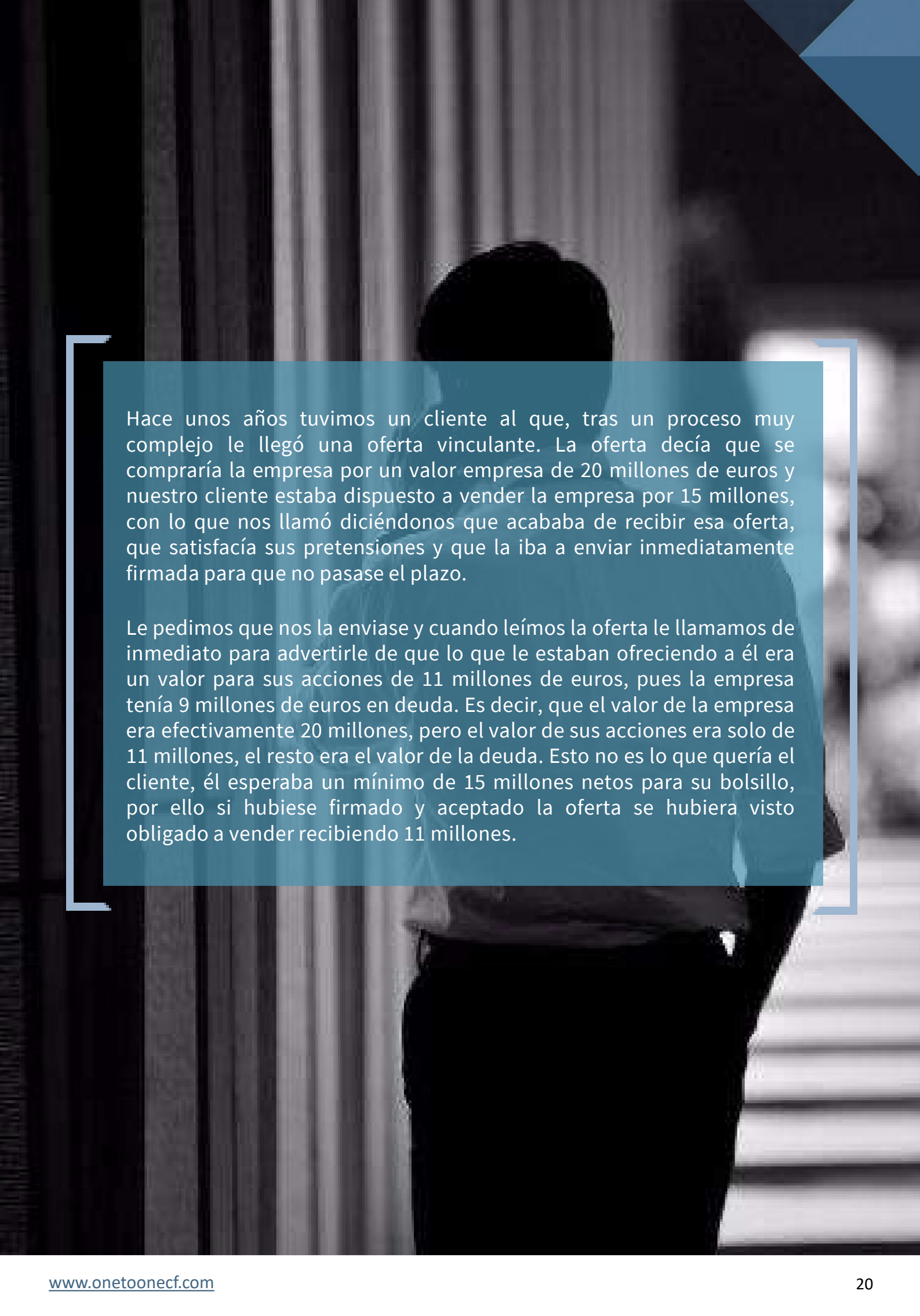
La principal ventaja de este método es que mide elementos del valor de la empresa que otros métodos no son capaces de recoger, en concreto la capacidad de generar beneficios en el futuro.



El mayor inconveniente es que hay que realizar numerosas hipótesis para su cálculo y por lo tanto se convierte en un método laborioso.



Recuerde que su misión es intentar descubrir hasta cuánto puede estar dispuesto a pagar el comprador. Y lo que hemos hecho es calcular el valor actual de la empresa, pero esto no es el valor de sus acciones. Esto es un aspecto que debe tener muy en cuenta y que lleva a malentendidos en muchas ocasiones.



Hace unos años tuvimos un cliente al que, tras un proceso muy complejo le llegó una oferta vinculante. La oferta decía que se compraría la empresa por un valor empresa de 20 millones de euros y nuestro cliente estaba dispuesto a vender la empresa por 15 millones, con lo que nos llamó diciéndonos que acababa de recibir esa oferta, que satisfacía sus pretensiones y que la iba a enviar inmediatamente firmada para que no pasase el plazo.

Le pedimos que nos la enviase y cuando leímos la oferta le llamamos de inmediato para advertirle de que lo que le estaban ofreciendo a él era un valor para sus acciones de 11 millones de euros, pues la empresa tenía 9 millones de euros en deuda. Es decir, que el valor de la empresa era efectivamente 20 millones, pero el valor de sus acciones era solo de 11 millones, el resto era el valor de la deuda. Esto no es lo que quería el cliente, él esperaba un mínimo de 15 millones netos para su bolsillo, por ello si hubiese firmado y aceptado la oferta se hubiera visto obligado a vender recibiendo 11 millones.

8. Método de los múltiplos de transacciones Comparables (DFCL)

El método de los múltiplos de transacciones comparables consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas, para obtener así una estimación del precio que se está pagando hoy en el mercado por una compañía como la suya.

Es el método más utilizado porque tiene la ventaja de ser más rápido, más simple y práctico, aunque, a veces, si no se aplica bien puede ser también el más alejado de la realidad.



3 pasos para el método de las transacciones comparables

1

Seleccionar las empresas comparables. De no seleccionar las empresas adecuadas, el estudio puede carecer de sentido.

Uno de los factores relevantes para la selección de las compañías comparables es el tamaño: no es aconsejable tomar como comparables a empresas con un volumen de ventas o unos beneficios inferiores en un 50% al de la empresa objetivo.

No es sencillo encontrar transacciones comparables, de ahí la importancia de disponer de una base de datos sobre gran cantidad de fusiones y adquisiciones de los últimos años y de tener familiaridad con el sector y con las empresas de que se trate, porque existen muchos “casos especiales”.

2

Cumplir los requisitos para que la valoración por múltiplos sea una metodología válida. Para ello, el colectivo de compañías comparables debe ser suficientemente amplio, homogéneo y los datos recientes.

¿Pero qué magnitudes utilizar?

Depende mucho del sector en el que opere su empresa. Las más habituales son el Precio sobre el beneficio neto (PER), el Precio sobre el beneficio de explotación (EBITDA), los Fondos propios y el Múltiplo sobre facturación.

3

Hacer los cálculos para saber cuánto vale la empresa.

Una vez tengamos el múltiplo EBITDA, tendremos que restarle la deuda, igual que en el método anterior (DFC)



Magnitudes concretas en sectores específicos:

- **Seguros:** volumen de primas contratadas
- **Banca:** neto patrimonial
- **Cemento:** toneladas vendidas y/o capacidad instalada
- **Aparcamientos:** € por plaza

El EBITDA es en la práctica una buena medida para realizar una aproximación rápida al valor y para ser utilizado como referencia de lo que se está pagando en el mercado por empresas comparables.



Para el método de las transacciones comparables en relación con el COVID-19.



De la misma manera que no se tendrán en cuenta los resultados del año 2.020 para realizar las valoraciones, tampoco se utilizarán como referencia las transacciones que hayan tenido lugar durante los años 2.020 y 2.021, pues estarán desvirtuadas por dos elementos:

Las transacciones que se realizarán en entorno de distrés para salvar empresas al borde de la quiebra.


El peso que van a tener los pagos aplazados y condicionados a los resultados de los próximos años, a causa de la incertidumbre actual, desvirtuará y hará difícil conocer los precios que realmente se estarán pagando.

Resumen sobre el DFCL

La principal ventaja es que el DFCL es un método mucho más rápido, simple y práctico.

La razón de usar el método de las compañías comparables (DFCL) es su sencillez, por lo que muchos compradores prefieren utilizarlo en las fases iniciales de análisis de una oportunidad o para preparar una oferta indicativa que no saben si van a aceptar.

El inconveniente más destacado es que si no se aplica bien, puede ofrecer resultados más alejados de la realidad. El Covid-19 provocará que no se tenga en cuenta el 2020 a la hora de calcular los cash flows.



Hace unos años tuvimos un mandato de venta de una empresa que había recibido una oferta no solicitada por una importante empresa francesa. El cliente cuando nos contrató ya había negociado verbalmente los términos generales de la operación. Habían acordado vender por 20 millones de euros, pero cuando se comenzó a entrar en detalles los propietarios vieron que necesitaban Asesores y nos contrataron.

Les solicitamos permiso para reabrir de manera completa las negociaciones y realizamos un estudio de las operaciones de adquisición que habían hecho los franceses los últimos años, al ser una empresa pública cotizada, pudimos encontrar bastante información. Asimismo, intentamos entender cuál era la razón estratégica de la operación.

Con todo este conocimiento nos fuimos a París unos días a negociar. Durante las negociaciones les fuimos comparando la empresa de nuestro cliente con sus adquisiciones anteriores y con los precios que habían pagado por ellas y constantemente les recordábamos el encaje estratégico de nuestra empresa en su proyecto. Finalmente pudimos alcanzar un acuerdo en 42 millones de euros.

9. Covid-19 y los múltiplos de las compañías que cotizan

En ocasiones se utilizan los múltiplos a los que cotizan en Bolsa las empresas del sector para establecer un rango de valor por comparación.

Conviene destacar que cuando se quiere comparar una empresa no cotizada familiar con las empresas cotizadas deben aplicarse las siguientes primas de descuento:



Prima de Liquidez

El que compre acciones de su empresa, no podrá venderlas al día siguiente.

Prima de Tamaño y Diversificación

Por la diferencia de tamaño, es normal que el equipo directivo sea menos completo, la presencia de mercados inferior y la diversificación de actividades dentro del sector menor, lo cual implica más riesgo.

Prima de Oscuridad

Las empresas cotizadas están supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y son analizadas por múltiples bancos de inversión, gestoras, agencias de valores y sociedades de valores. Su empresa no.




Estas primas que hemos comentado hacen que, si se aplican múltiplos comparables de cotización, se realice un descuento de por lo menos el 30% al valor que salga por esos múltiplos.

Habitualmente, estos métodos se combinan y se pondera el peso de cada uno de ellos para estimar un rango de valor. No obstante, conviene usarlos todos, ya que cada uno nos da distintas armas para utilizarlas durante la negociación.



Con el Covid-19 Las bolsas se han desplomado, pero si para navidad ya hemos salido de esta pandemia vírica, en 2.021 los mercados se habrán recuperado y el precio de las cotizadas no dañará el valor de las que no cotizan.



En una ocasión nos visitó un empresario del sector construcción, con una empresa que facturaba 100 millones de euros. Nos explicó que él ya sabía cuánto valía su empresa, pues había cogido un periódico financiero, había consultado el PER de la empresas y había visto que las constructoras cotizaban en 15 veces beneficios de media. Como sus beneficios eran 6 millones de euros, pues entonces su empresa valía 90 millones.

Le explicamos que no era comparable su empresa con ACS, FCC o Ferrovial que son grupos que cotizan y que su peso de construcción ha bajado drásticamente frente a otros negocios como servicios, renovables, medioambiente, concesiones.

10. Las estructuras de transacción

Los asesores decimos que si el vendedor pone el precio, el comprador define las formas de pago y estas definen el verdadero precio. Existen tantas estructuras de transacción como operaciones. Cuando se habla de ofertas sujetas a un múltiplo del EBITDA, puede llevar a confusión si el vendedor no tiene conocimientos de finanzas.

Por ejemplo, el vendedor ha oído que el múltiplo sobre Ebitda medio en que se compran las empresas en su sector es de seis veces y, por tanto, teniendo su empresa un EBITDA de dos millones de Euros piensa que le valorarán en doce millones y que recibirá doce millones contantes y sonantes.

Este vendedor debe entender que, si la empresa tiene deuda financiera, esa deuda se descontará del EBITDA para calcular el importe que recibirán los accionistas.

Deuda financiera es toda aquella deuda que paga intereses, o que formando parte del pasivo no es una actividad de circulante como por ejemplo el pago un acreedor de una maquinaria adquirida para su fábrica.

También es relevante entender qué considera el comprador como EBITDA. En una empresa tecnológica, por ejemplo, el vendedor presenta un EBITDA de 2 millones de euros considerando el I+D+I como una inversión y no como un gasto. Sin embargo, el comprador hace una oferta de 7 veces el EBITDA entendiendo que el I+D+I es gasto, con lo que en lugar de 14 millones su oferta es de 7 millones.

Un comprador puede proponer pagar parte del precio en acciones de su compañía; otro propondrá pagar parte al cierre y otra parte durante varios años en función de la obtención de resultados; otro sugerirá pagos aplazados, pero sin condicionarlos a resultados y en otras ocasiones te propondrán una fusión, con canje de acciones.

Un ejemplo de estructura de pagos que acordamos en ONEtoONE para un cliente fue la siguiente. El precio de las participaciones será:

- **17.000.000 se pagarán a la firma del contrato**
- **Los 4.000.000 restantes (el Precio aplazado) se abonará mediante pagos de 200.000 euros trimestrales durante cinco (5) años.**
- **De forma simultánea la sociedad formalizará un contrato de arrendamiento de la nave industrial por una duración mínima de siete (7) años y una renta mensual de diecisiete mil (17.000 €) euros.**
- **El vendedor se comprometerá a colaborar en labores comerciales. Esta colaboración tendrá una duración máxima de 6 meses y supondrá una dedicación máxima de veinticuatro (24) horas semanales y recibirá por ello una remuneración de 10.000 euros por mes.**

10. Las estructuras de transacción

En ocasiones, el comprador no es capaz de conseguir la financiación, o no tiene liquidez suficiente, y solicita que el vendedor financie la operación (*vendor finance*). De esta manera, va pagando parte del precio en pagos aplazados.

Es evidente que el dinero sale de los resultados de la propia compañía, y aunque eso ofusca a muchos vendedores, no debería importarles. Otra cosa es que hay que tener presente el riesgo de que no pueda pagar (en esos casos conviene establecer cláusulas de que revierta la propiedad de la compañía) y los intereses que deben incorporar esos aplazamientos de los pagos.

Los pagos aplazados son comunes en las empresas de servicios, pues el comprador tiene miedo de que, yéndose los empresarios, se vaya la cartera de clientes fiel a ellos. A través de pagos aplazados el comprador se garantiza una transición que le permita ir haciéndose con la cartera de clientes y fidelizarla mientras todavía los anteriores propietarios están vinculados por la expectativa de cobro de los pagos aplazados.

Cuando hay discrepancias acerca el valor, por ejemplo, el vendedor cree que su empresa va a crecer mucho en el futuro y el comprador no lo tiene tan claro, una manera útil de solucionar el conflicto es condicionando parte del pago a los resultados (*earn out*). Es decir, el comprador paga a la compra el escenario que le resulta creíble y paga a los tres años o anualmente la diferencia si no se va cumpliendo el escenario previsto por el vendedor.



Tras la crisis del COVID-19

La estructura de la compraventa cambiará tras el Covid-19, pues habrá un porcentaje del pago del precio que quedará sujeto a los resultados de los siguientes años, lo que denominamos *earn-out*.

En las compraventas de empresas afectadas por la crisis que estamos asesorando los múltiplos se mantienen pero se están ajustando a la estimación de cómo será el año 2021. Por ejemplo, si acordamos, una transacción basada en un múltiplo de 8 veces Ebitda, el comprador paga ahora cuatro veces el Ebitda estimando para 2021, tres veces el Ebitda cuando se cierre el 2021 y el resto en el 2022.

11. Conclusiones



Hasta el día de la firma de la escritura de compraventa no se conoce el precio de la empresa, por lo que el proceso de estimación del rango de valor queda estrechamente vinculado al desarrollo de una buena negociación. En la situación actual se plantearán estructuras de pago flexibles, que permitan alcanzar las expectativas del vendedor en un entorno de incertidumbre.



La valoración de empresas consiste más en aplicar el sentido común a la información que se dispone que en aplicar mecánicamente fórmulas matemáticas.



La metodología del Flujo de caja libre requiere un cuidadoso análisis sectorial (entorno macroeconómico, regulatorio e identificación de los creadores de valor) y un minucioso estudio microeconómico de la empresa a analizar. El rango de valor alcanzado deberá ser corroborado por algún otro método.



La valoración de una empresa mediante el método de Descuento de flujo de caja libre, aún siendo teóricamente el más perfecto, implica la asunción de numerosas hipótesis de futuro entre comprador y vendedor.



No es sencillo encontrar transacciones comparables. Hay bases de datos públicas de múltiplos de grandes operaciones, pero muy pocos Asesores disponen de buenas bases de datos de múltiplos en empresas no tan grandes. Recopilarlos es un trabajo muy laborioso y que requiere gran dedicación.

En definitiva, **la valoración de una compañía** supone un trabajo técnico y financiero con mucha investigación y estrategia de fondo. Esperamos que este manual le ayude a sentar las bases del proceso de creación de valor que culmine con la magnífica operación que desea.

En **ONEtoONE Corporate Finance Group** quedamos a su disposición ante cualquier consulta que pueda servir de apoyo a su transacción.

Sobre ONEtoONE

ONEtoONE Corporate Finance cuenta con oficinas en Europa, Estados Unidos, Latinoamérica y Asia, lo que nos convierte en el mayor grupo global especialista en el asesoramiento en valoración y compraventa de empresas como la suya.

En **ONEtoONE** sabemos que al menos el setenta por ciento del resultado en la venta de una empresa dependerá de la búsqueda de potenciales compradores y de hablar con las personas clave, siempre dentro de una gestión confidencial de todo el proceso.

En **ONEtoONE** trabajamos exclusivamente en la compraventa de empresas, por lo que todos nuestros recursos humanos, tecnológicos, bases de datos, experiencia y procesos están enfocados en ayudarle a valorar y vender su empresa a aquel inversor que más pueda pagar, esté donde esté.



Estados Unidos - España - Alemania - China - Francia - Italia - Bélgica -
Noruega - India - Reino Unido - Holanda - Portugal - Luxemburgo -
Serbia - Argentina - México - Chile - Colombia

Contacte con nosotros:



info@onetoonecf.com

+34911834858

o

[VISITA NUESTRA WEB](#)



ONE to ONE

CORPORATE FINANCE

El presente documento es propiedad de ONEtoONE Corporate Finance®. Todos los derechos reservados. La descarga del documento a través de la web atribuye la condición de usuario de la misma e implica la aceptación de todas las condiciones incluidas en la política de privacidad. En ningún caso debe considerarse como asesoramiento por parte de ONEtoONE, se trata de información a título informativo, en caso de requerir asesoramiento, póngase en contacto con ONEtoONE a través de los datos que se indican en la última página del presente documento.