

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

VIII Congrés

Barcelona, 6 i 7 de juny de 2019
IQS School of Management



Valoració d'empreses per múltiples d'EBITDA

Prof. Joan Massons

Professor Titular de Finances d'ESADE (Universitat Ramon Llull)

Acadèmic numerari de la Reial Acadèmia Europea de Doctors.

Barcelona, 7 de juny 2019

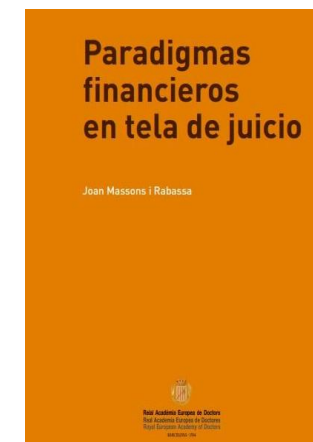
L'EBITDA és una mètrica que rep avui un ampli rebuig.
Lògicament la valoració d'empreses per múltiples
d'EBITDA parteix d'una mètrica no acceptada
per diversos autors i institucions.

Bibliografia sobre la crítica a l'EBITDA:

GIRONELLA, Emili i BARCONS, Maria del Carme. *El EBITDA: indicador útil o inútil?* Revista de Tècnica Contable y Financiera. Edita: Wolters Kluwer. Barcelona any 2018.

MASSONS, Joan *Ratios que mienten*. Revista de Contabilidad y Dirección. Edita: ACCID. Barcelona any 2015

MASSONS, Joan *Paradigmas financieros en tela de juicio*. Edita: Reial Acadèmia Europea de Doctors. Barcelona any 2018.



La CNMV adverteix contra l'ús oportunista de mètriques com l'EBITDA.

Any 2013. Guía para la elaboración del informe de gestión de las empresas cotizadas

Les NIIF (Normes internacionals d'informació financera).

Les FAS (*Financial Accounting Standards*).

Un múltiple sobre el cost anual d'amortització

- Forma indirecta de valorar l'actiu fix brut amortitzable de l'empresa.
- Valor de sentit escàs, car ni és l'actiu fix net ni és un actiu fix fruit d'una taxació.
- No és segur que el múltiple utilitzat respongui a la vida útil mitjana ponderada dels actius fixos de l'empresa.

Un supòsit numèric

	e ^a A	e ^a B	e ^a C	e ^a D
Actiu fix net	230	100	230	120
Stocks	20	22	19	25
Deute de clients	30	160	20	140
Efectiu	2	3	4	2
TOTAL ACTIU NET	282	285	273	287
Capital propi	140	142	139	141
Exigible a llarg termini	70	10	40	20
Exigible a curt termini	72	133	94	126
TOTAL PASSIU	282	285	273	287

	e ^a A	e ^a B	e ^a C	e ^a D
Vendes netes	1.200	1.000	1.100	1.200
-Amortització	-23	-7	-22	-5
-Altres costos d'exploració	-1.163	-963	-1.063	-1.163
-Total costos d'exploració	-1.186	-970	-1.085	-1.168
BAIT (EBIT)	14	30	15	32
-Interessos (i=4%)	-6	-5	-5	-6
BAT	8	25	10	26
-Impostos	-2	-7	-3	-7
BPT	6	18	7	19

Els valors de l'EBITDA

	e ^a A	e ^a B	e ^a C	e ^a D
Amortització	23	7	22	5
BAIT (EBIT)	14	30	15	32
EBITDA	37	37	37	37

Com podem fixar, amb una base mínimament sòlida el múltiple d'EBITDA?

Suposem que un Fons d'inversió te com a norma multiplicar per 6 l'EBITDA d'aquest tipus d'empreses.

Totes elles obtindran idèntica valoració del seus actius: $37 \times 6 = 222$

No podem valorar de la mateixa manera quatre empreses que presenten ràtios de rendiment d'actiu (ROA), que son radicalment diferents:

	e ^a A	e ^a B	e ^a C	e ^a D
BAIT (EBIT)	14	30	15	32
Valor comptable de l'actiu	282	285	273	287
ROA	4,96%	10,53%	-5,49%	11,15%

Els actius d'aquestes empreses podrien donar valors molt diferents en un procés de taxació, qüestió implícita en el càlcul del Valor Substancial pròpia dels diversos mètodes preconitzats per la UEEC (Unió Europea d'experts comptables)



També oscil·laria molt la valoració d'aquests actius mitjançant el mètode del PER (*Price earnings ratio*)

Si el comprador vol obtenir de la inversió en aquestes quatre empreses, per exemple, una ràtio ROA del 10%, la valoració d'actius seria la següent:

	e ^a A	e ^a B	e ^a C	e ^a D
BAIT (EBIT)	14	30	15	32
Actiu segons PER	140	300	150	320
Valor comptable de l'actiu	282	285	273	287
<i>Goodwill</i>	-142	15	-123	33

Defensors del mètode dels múltiples d'EBITDA argumenten que, cal discriminar el múltiple en funció del ROA empresarial.

Si això s'escau, ja no treballem sobre EBITDA, sinó sobre ROA i el mètode dels múltiples d'EBITDA s'annul·la a si mateix

