

La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos

GREGORIO LABATUT SERER
Facultad de Economía. Departamento de Contabilidad
Universidad de Valencia

RESUMEN

Con la aplicación del nuevo Plan General de Contabilidad (R.D. 1514/2007) se ha producido un cambio profundo en el enfoque de las normas de valoración contables adaptándolas a los contenidos en las Normas Internacionales de Contabilidad o Normas Internacionales de Información Financiera, de modo que se ha aproximado la valoración contable al valor real de la empresa. Pero, a pesar de esto, el objetivo de la valoración contable no persigue establecer un valor de venta o transacción para la empresa en su conjunto, ni tampoco un valor de mercado de la misma.

La necesidad de determinar el valor real de la empresa, ha hecho surgir los denominados *métodos de valoración* de empresas para establecer el valor de mercado de las mismas ante una transmisión, aunque también es utilizado por otros motivos, como por ejemplo, como instrumento para determinar la gestión de los administradores, esto es, para determinar la generación o destrucción de valor provocado por la gestión de la dirección.

Este trabajo pretende acercar al lector a una metodología de valoración de empresas sencilla y eficaz que se denomina método comparativo o por múltiplos.

PALABRAS CLAVE

Valoración de empresas. Métodos comparables o por múltiplos, clases de múltiplos, múltiplos de cotizaciones y múltiplos de transacciones, EBIT, EBITDA, NOPAT, PER.

1. Introducción

Cuando la Contabilidad establece las Cuentas Anuales de una empresa ofrece una valoración del patrimonio, la situación financiera y los resultados obtenidos en un período determinado, por lo que puede decirse que una de las funciones de la Contabilidad consiste en establecer un determinado valor para la empresa.

Pero este valor que la Contabilidad asigna a la empresa, está subordinado a los Principios y Normas Contables, en concreto, depende de la aplicación de determinados principios, entre los que cabe destacar el de empresa en funcionamiento y prudencia, y determinados criterios de valoración como el del precio de adquisición, que suele aplicarse de forma predominante debido a su objetividad, pero que no representa el valor actual o presente de la empresa.

No obstante, con la publicación del nuevo Plan General de Contabilidad (R.D. 1514/2007) se ha producido en un cambio profundo en el enfoque de las normas de valoración contables acercándonos a los contenidos en las Normas Internacionales de Contabilidad o Normas Internacionales de Información Financiera, de modo que se ha aproximado la valoración contable al valor real de la empresa, pero a pesar de esto, el objetivo de la valoración contable no persigue establecer un valor de venta o transacción para la empresa en su conjunto, ni tampoco un valor de mercado de la misma.

Pese a ello, el valor contable de la empresa no carece de importancia ante una transmisión de la misma, pues es considerado como referencia para determinar un posible valor mínimo de mercado, es decir, el valor que como mínimo estaría dispuesto a aceptar el propietario de la empresa valorada, pero no llega a determinar un valor total de la empresa al objeto de una transacción.

Tras las carencias de la Contabilidad en la determinación del valor real de la empresa, surge la necesidad de aplicar los denominados *métodos de valoración de empresas* para establecer el valor de mercado de las mismas ante una transmisión.

También, hay que decir que la valoración de empresas no persigue exclusivamente encontrar el valor de transacción, pues también es utilizado por otros motivos, como por ejemplo, como instrumento para determinar la gestión de los administradores, esto es, para determinar la generación o destrucción de valor provocado por la gestión de la dirección. De modo que los métodos de valoración de empresas se presentan como una vía para determinar el grado de consecución de un objetivo primordial consistente en la maximización del valor de la empresa desde el punto de vista de sus

propietarios¹ (Copeland, Koller y Murria, 2000 y Arnold y Davies 2000, Fernandez 2000, Milla 2003, y Rojo et alt. 2003).

Ante todo esto, este trabajo pretende acercar al lector a una metodología de valoración de empresas sencilla y eficaz que se denomina método comparativo o por múltiplos.

2. Metodología

Este método de valoración presenta una gran sencillez y eficacia. Realizan la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de otra u otras empresas comparables de las cuales si se conoce su valor, bien porque coticen en Bolsa, o bien porque han sido enajenadas en los últimos años.

Se trata de una valoración relativa por comparación, cuyo objetivo es valorar una empresa basándose en el valor de empresas similares que se hayan transmitido en los últimos tiempos o que coticen en un mercado de valores, por lo tanto, representa el valor que el mercado esta dando a empresas semejantes.

Actualmente estos métodos están siendo muy aplicados para calcular el valor de empresas que no cotizan a partir de la valoración de mercado de empresas comparables cotizadas o que se hayan transmitido últimamente. Se trata, por lo tanto, de un método ligado a valores de mercado, basado en la teoría de que una empresa vale lo que alguien esta dispuesto a pagar por ella. En este sentido, se valora una empresa analizando lo que el mercado ha pagado por una empresa similar. Se trata de una metodología rápida que refleja la percepción actual de los mercados con respecto al valor de la empresa.

Si se utiliza para valorar empresas no cotizadas por comparación con empresas cotizadas, hay que realizar una serie de ajustes como consecuencia de la menor liquidez que conlleva la no cotización, de modo que éste hecho supone un menor valor de la empresa porque las acciones no se pueden vender con tanta facilidad como en el caso de cotización bursátil.

2.1. Fundamentos del método de valoración comparativo o por múltiplos

Se basa en la comparación de una empresa con otra, y aunque evidentemente, no hay dos empresas iguales, para poder aplicar estos métodos

1. *Value-Based Management* o VBM.

con cierta garantía hay que identificar y seleccionar empresas que puedan ser comparables. Para ello, se suele tomar datos de varias empresas que pertenezcan al mismo sector y cuota de mercado, tamaño, historia, crecimiento, estructura financiera, diversificación de productos, expectativas de venta, márgenes, rentabilidades, etc.

En cualquier caso, el valor obtenido por estos métodos debe ser interpretado con cautela debido a las diferencias entre empresas comparadas, lo que provoca la necesidad de utilizar conjuntamente otro método de valoración alternativo, de modo que suele ser considerado como método complementario, y no sustitutivo, de otros, como por ejemplo el descuento de flujos de tesorería..

Esta metodología es muy sencilla, pero requiere variables o indicadores de otras empresas del sector o grupos de empresas comparables. Para ello, debe existir una relación entre el valor y las variables que se toman como referencia, de modo que tendríamos la siguiente relación:

<u>Valores</u>		<u>Variables</u>
V (objetivo)	_____	Y (objetivo)
V (comparable)	_____	Y (comparable)

De aquí, se deduce que:

$$V(\text{objetivo}) = \frac{V(\text{comparable})}{Y(\text{comparable})} \times Y(\text{objetivo})$$

↓

Múltiplo

Se denomina múltiplo a la relación entre el Valor comparable (V) dividido por la variable comparable (Y).

Se suelen utilizar dos clases de múltiplos:

1. Múltiplos de cotizaciones. También conocido con el nombre Métodos de empresas cotizadas similares (*Similar Public Company Method*). La comparación se hace con empresas cotizadas en mercados de valores. Los datos están disponibles diariamente.
2. Múltiplos de transacciones. Conocido como Método de adquisiciones recientes (*Recent Acquisition Method*). Cuando la comparación se hace con otras empresas transmitidas últimamente. Deben de utilizar-se precios de transacciones en la que se hubiera transmitido el 100%

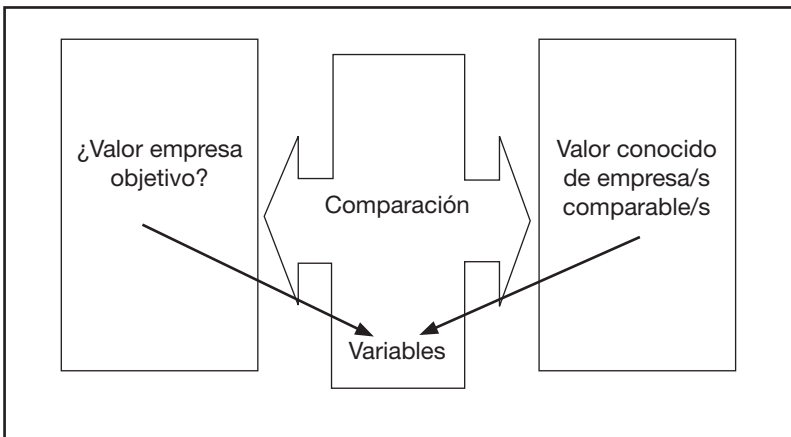
de la empresa, o un porcentaje próximo, puesto que el precio para adquirir un pequeño paquete de acciones no sería representativo. Requiere la utilización de bases de datos de transacciones de empresas.

Para realizar la comparación, no se suele utilizar datos de una sola empresa comparable, sino más bien un grupo de empresas, por lo tanto, es necesario realizar ciertos ajustes en los datos para que éstos sean comparables, por ejemplo: alisados de datos, cálculo de medias ponderadas, eliminación de datos atípicos y valores extremos, realizar descuentos por diferencia en liquidez, endeudamiento, etc., lo que conlleva cierta subjetividad a la valoración.

En este sentido, en la valoración de Pymes, no resulta justificable la aplicación de múltiplos de empresas cotizadas, puesto que existe una gran diferencia entre la pyme a valorar y la empresa cotizada comparable, incluso en ocasiones puede suceder que no existan empresas cotizadas del sector al que pertenece la empresa a valorar, como por ejemplo talleres mecánicos, profesionales, servicios, etc. En este caso, resulta mucho mejor realizar comparaciones con múltiplos de transacciones recientes, siempre que sea posible, ya que la información no esta tan fácilmente disponible como en empresas cotizadas.

En cualquier caso, se determina el valor de la empresa objetivo por comparación con el valor de otras empresas cuyo valor se conoce, a través de determinadas variables (Lie y Lie, 2002; Bajaj et al, 2004), tal y como se indica en el cuadro 1.

Cuadro 1. Valoración por múltiplos



La metodología es muy sencilla, y requiere en primer lugar determinar y analizar la empresa objetivo, esto es, la empresa a valorar, posteriormente tendremos que determinar cual es la empresa o las empresas comparables, después tendremos que seleccionar los múltiplos y posteriormente determinar un rango de valoración.

2.2. Análisis de la empresa objetivo

Determinada cual es la empresa a valorar, procederemos a realizar un análisis de la misma. De este modo, se estudiará la actividad que desarrolla dicha empresa, se analizará los productos o servicios que presta, así como las características del sector en el que opera, cuota de mercado que dispone, posicionamiento de la empresa en el mercado, etc.

También se realizará un estudio sobre la historia de la empresa, su evolución en el pasado, estructura del accionariado, estrategias de inversión y financiación, etc.

Se deben de analizar características de tipo cualitativo (canales de distribución, participación en el mercado, etc.), como características de tipo cuantitativo (rendimiento, liquidez, estructura de capital, etc.).

Finalmente, se realizará un análisis contable y financiero de los estados contables de los últimos cuatro o cinco años, para determinar cual ha sido su evolución en el pasado.

2.3. Selección de empresas comparables

Es un aspecto fundamental, la selección de la empresa, o empresas comparables es muy importante, pues de lo acertado de la misma, dependerá el valor asignado a la empresa objetivo. Lo más normal es que sea unas cuantas empresas, no una sola, sino un grupo de empresas, que bien coticen en un mercado de valores, o bien que hayan sido transmitidas últimamente, y de las cuales se dispongan datos de precios y variables.

Deben de ser seleccionado de modo que coincidan el mayor número de características tanto cuantitativas como cualitativas. Por ejemplo, es necesario que tengan la misma actividad que la empresa objetivo (no tendría sentido comparar con empresas de distinta actividad), deben ubicarse en el mismo país, tener un tamaño similar, y unas perspectivas de negocio futuro semejantes, posición competitiva parecida, y similar estructura, volumen y crecimiento de negocio.

Desde el punto de vista financiero, deben ser empresas con rentabilidad y apalancamiento parecidos. En definitiva, lo más parecida posible a la empresa objetivo.

Como hemos comentado, es conveniente disponer de datos de varias empresas comparables, para de este modo poder utilizar una media de datos de las mismas, puesto que una única observación no sería adecuada, ya que podría tener un componente subjetivo muy importante.

Para poder tener estos datos es necesario disponer de bases de datos adecuadas que contenga la información oportuna. Puede recurrirse a las empresas cotizadas en las bolsas de comercio, aunque en países como EE.UU. existen bases de datos como la «*Standard Industrial Classification Code* (SIC-Code)» facilitado por el Ministerio de Comercio, sobre empresas transmitidas no cotizadas.

Si se utilizan medias de empresas comparables, se está asumiendo que el mercado es eficiente en su conjunto, de modo que contra más datos se tengan de empresas comparables mejor será la estimación del valor de la empresa objetivo.

Esta metodología de valoración relativa también puede tener utilidad, acompañándola de otras metodologías como por ejemplo el descuento de flujos de efectivo, para conocer si a una empresa se le asigna un valor por encima o por debajo de empresas similares.

3. Indicadores o clases de múltiplos

Como variables, puede tomarse cualquier magnitud empresarial, pero suelen tomarse los beneficios, las ventas, los metros cuadrados, el número de visitas (en empresas de nuevas tecnologías), los dividendos, EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*)², EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes and Depreciation of Asset*)³, NOPAT (*Net Operating Profit After Taxex*)⁴, etc.

En principio, y según Damodaran (2001) se puede crear un múltiplo sobre cualquier indicador o variable, de este modo se han creado múltiplos específicos para determinadas industrias, por ejemplo Precio/metro cuadrado para la actividad inmobiliaria, Precio/número de visitas para valorar empresas de Internet, etc.

2. Beneficio antes de Intereses y Tributos. BAIT.

3. Beneficio antes de Intereses, Tributos y Amortizaciones. BAAIT.

4. Beneficio operativo (ordinario) antes de intereses y después de impuestos. BOAI.

De modo tal que, en la práctica, son utilizados los siguientes múltiplos:

- Relación: Precio/metro cuadrado. Para determinar el valor en el sector inmobiliario.
- Múltiplo de ventas: Relación Precio (o valor bursátil)/Ventas. Es utilizado en empresas con fuerte crecimiento, como por ejemplo en empresas relacionadas con internet. Este tipo de empresas no genera beneficios en los primeros años, por lo tanto es más adecuada utilizar la variable ventas indicativa de su potencial de crecimiento. Se utiliza para valorar empresas en sus inicios en los cuales no existe beneficios, aunque hay autores que indican que es inconsistente (García Tamarit, 2001).
- Relación: Precio (o Valor bursátil)/Valor contable (fondo propios). Pone en relación el precio con el valor contable de la empresa. Un ratio mayor que uno significaría que el valor de la empresa es superior a su valor contable.
- Ratio PER (*Price Earnig Ratio*). Relación: Precio (o valor bursátil)/Beneficio. Nos indica como esta pagando el mercado un euro de beneficio de la empresa. Por ejemplo un PER de 12, nos esta indicando que por cada euro de beneficio obtenido por la empresa, el mercado esta pagando 12 euros. Es muy utilizado como multiplicador para empresas que coticen dado que la obtención de los datos se ofrece por el mercado de valores, no obstante, el beneficio puede estar sujeto a políticas contables (como por ejemplo política de amortizaciones, o el nivel de endeudamiento o apalancamiento financiero), por lo tanto, también suele utilizarse otras variables distintas al beneficio, como el EBIT o el EBITDA.
- Relación: Precio (o Valor bursátil)/EBITDA. Pone en relación el precio con el beneficio antes de intereses, tributos y amortizaciones, por lo tanto, no tiene en cuenta la forma en la que se financia la empresa, ni los impuestos, ni los gastos ocasionados por la depreciación del activo fijo (políticas de amortización de activos).

Hay empresas con pérdidas en las que no puede ser utilizado el PER, sin embargo puede tener EBITDA positivo, y es recomendable utilizar este ratio en esos casos. Se elimina el impacto en la cuenta de resultados de diferentes políticas de amortización contable, por lo que también es utilizado para valorar empresas con inversiones importantes y distinta política de amortización de activos. También es utilizado para valorar empresas de distintas nacionalida-

des, pues elimina los efectos de las amortizaciones, endeudamiento y distintos tipos impositivos de impuestos.

Normalmente, se pone en comparación el Precio (entendido por capitalización bursátil, valor de las acciones para el accionista) con el EBITDA, pero algunos autores (García Tamarit, 2001), indican que el ser el EBITDA una magnitud en la que no se ha descontado los gastos financieros, debería ser considerado el ratio del modo siguiente:

$$\frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{valor de mercado de la deuda}}{\text{EBITDA}}$$

de este modo se obtendría el valor total de los activos de la empresa, y para conocer el valor de los fondos propios habría que descontar el valor de la deuda de la empresa objetivo. En definitiva, se trata de añadirle al numerador el valor de la deuda de la empresa comparable, para después descontar el valor de la deuda de la empresa objetivo.

- Relación: Precio (o Valor bursátil)/EBIT. Pone en relación el precio con el beneficio antes de intereses y tributos, por lo tanto, no tiene en cuenta la forma en la que se financia la empresa, ni los impuestos. Elimina las diferencias entre compañías por tener distinta estructura financiera y representa por tanto el rendimiento operativo de la empresa. Al igual que en el caso del EBITDA, algunos autores (García Tamarit, 2001), indican que la ratio debería poner en relación la capitalización bursátil más el valor de mercado de la deuda con el EBIT, obteniendo de este modo el valor de los activos afectos a la empresa con independencia de su financiación. También para obtener el valor final de la empresa para sus accionistas (fondos propios) habría que descontar el valor de la deuda de la empresa objetivo.
- Relación: Precio (o Valor bursátil)/NOPAT. Pone en relación el precio con el beneficio antes de intereses, por lo tanto, no tiene en cuenta los impuestos, por lo que elimina las diferencias por este motivo.
- Relación: Precio (o Valor bursátil) /número de visitas. Para valoraciones de empresas de nuevas tecnologías. Es muy utilizado para la valoración de páginas web (*websites*), que dependen del acceso que tengan a la página por los clientes potenciales. Este tipo de empresas generan ingresos a través de la publicidad en internet o por las transacciones realizadas por internet, por este motivo el número de visitas a la página web es una variable acertada para poder determinar el valor de la empresa.

- **Relación: Precio/llamadas de páginas web HTLM.** También es utilizado para valorar páginas web que se financian de publicidad. Pone en relación el precio de la empresa con el número de llamadas que se han realizado de su página web, ya que a mayor número de llamadas mayor posibilidad de crecimiento tiene la página, y por lo tanto mayor capacidad de publicidad, que es la forma de financiación de la página web.

Hay que recordar los siguientes conceptos:

EBITDA. Beneficio ordinario antes de intereses, impuestos y amortizaciones. (BAAIT) (-) <u>Amortizaciones</u>
EBIT. Beneficio ordinario antes de intereses e impuestos (BAIT) (-) <u>Impuestos</u>
NOPAT. Beneficio ordinario antes de intereses y después de impuestos. (BAI) (-) <u>Intereses</u> Beneficio ordinario.

El PER es un ratio muy utilizado, porque su conocimiento esta muy difundido para las empresas cotizadas y es muy fácil de obtener, incluso se ofrece información sobre el PER no sólo para compañías individuales, sino para sectores, como puede verse en la revista mensual de bolsas y mercados españoles editado por la Bolsa de Madrid⁵.

PER SECTORIAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA								
	Bienes de consumo	Bienes Inv. e Int....	Energía	Construcción	Servicios financieros	Comun. y serv. inform.	Servicios de mercado	Ivial. bolsa
2001	26.15	10.36	12.01	11.41	12.46	81.26	15.10	11.81
2002	22.69	10.11	10.51	9.82	11.06	NeQ.	13.28	16.11
2003	11.95	15.91	10.83	6,50	14.40	Neg.	16,91	19,42
2004	28,31	11,91	13,92	11,01	16,29	32,01	15,11	18,35
	Petróleo y energía	Mat. bás. ind. y construc.	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Serv. financ. e inmobiliarios	Tecnología y telecomunic.	Filial Bolsa	
2005	14,16	9,81	26,11	22,14	16,98	19,32	16,07	
2006	12,56	16,92	30,25	28,20	13,11	13,53	15,04	
2007	14,16	9,11	25,46	19,18	10,16	12,38	12,08	
abr.-07	15,73	11,13	30,65	23,93	11,49	13,19	14,82	
may.-07	11,11	18,84	31,61	24,3	11,68	14,08	15,55	
jun.-07	11,2	18,2	29,8	23,19	10,%	13,14	14,99	
jul.-07	18,11	10,18	28,96	21,21	10,99	14,94	13,92	
ago.-07	11,88	9,68	28,41	20,83	10,48	11,83	13,09	

5. Puede verse en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/revista.htm>

sep.-07	17,95	9,28	28,54	19,89	10,31	12,69	13,06
oct.-07	14,51	10,28	30,74	20,39	10,66	12,81	12,83
nov.-07	14,61	9,98	28,91	17,55	10,63	12,82	12,6
dic.-07	14,16	9,11	25,46	19,18	10,16	12,38	12,08
ene.-08	18,55	10,67	22,46	16,54	9,09	10,9	12,16
feb.-08	14,68	14,31	21,73	19,24	8,75	10,72	12,04
mar.-08	14,67	14,83	23,41	18,98	9,03	10,17	12,27
abr.-08	14,89	15,98	23,01	20,8	9,41	10,35	12,75

4. Determinación de un rango de valoración

Una vez elegidos los múltiplos, se suele dar un rango de valoración en función del número de múltiplos elegidos.

Los múltiplos deben de hacer referencia al futuro proyectado de la empresa objetivo, o si es difícil hacer proyecciones se tomarán datos históricos. Normalmente se toman datos históricos para realizar proyecciones futuras, pues estos datos proyectados de la empresa objetivo son en esencia los que deben ser considerados para aplicar la valoración.

En ocasiones puede ser necesario realizar algunos ajustes por diferencia entre la empresa objetivo y las comparables en endeudamiento, tasas de crecimiento futuro, etc., tal y como se ha comentado anteriormente.

Como hemos dicho, es interesante no utilizar un único múltiplo para valorar la empresa, sino varios de ellos, determinando el valor de la empresa por un rango de valores, o establecer una media ponderada de ellos, en función de su representatividad en el negocio concreto de la empresa a valorar.

Veámoslo en el siguiente ejemplo:

Se quiere valorar la empresa VALOREX (empresa objetivo). De esta empresa se tiene conocimiento de los siguientes datos referentes a los últimos cinco años, así como una previsión para los años futuros. Los datos son los siguientes (en unidades monetarias):

	MEDIA DE LOS CINCO ÚLTIMOS AÑOS	PREVISIÓN PARA LOS AÑOS FUTUROS
Beneficio neto ordinario	90.000	80.000
Cifra de ventas	500.000	480.000
Dividendo total	40.000	45.000
Patrimonio neto (contable)	700.000	650.000
intereses	15.000	10.000
Amortizaciones	25.000	20.000
Impuestos	7.500	5.000

También se tienen datos de empresas comparables transmitidas en los últimos cinco años. Sus datos medios son los siguientes:

Ratio	ÚLTIMO AÑO	MEDIA 5 AÑOS ANTERIORES
PER	14,5	15
Precio/Valor contable	2,5	2
Precio/ventas	2	2,4
Precio/EBIT (*)	10,5	12,5
Precio/EBITDA (*)	11	10

(*) En la ratio Precio/EBIT, y Precio/EBITDA, no se tendrá en cuenta el valor de la deuda.

Determinar el valor de la empresa, determinando:

1. Un rango de valoraciones en función de los múltiplos indicados.
2. Determinar el valor de la empresa, sabiendo que en el negocio de la empresa es mucho más representativo el beneficio, el EBIT y el EBITDA, que el valor contable y las ventas, por lo tanto se le otorgará a los primeros el doble de peso que a estos últimos al calcular la media para determinar el valor.

SOLUCIÓN:

Para ser más objetivos, se tomarán los múltiplos sobre los datos medios de los cinco años anteriores de las empresas comparables, que es más representativo que los datos de un solo año.

Tenemos que calcular previamente el EBIT y el EBITDA previsto para los próximos años de la empresa objetivo.

$EBIT = \text{Resultado ordinario} + \text{intereses} + \text{impuestos} = 80.000 + 10.000 + 5.000 = 95.000 \text{ u.m.}$

$EBITDA = EBIT + \text{Amortizaciones} = 95.000 + 20.000 = 115.000 \text{ u.m.}$

La valoración de la empresa por múltiplos será:

PER: $15 \times 80.000 = 1.200.000$ unidades monetarias.

Precio/Valor contable: $2 \times 650.000 = 1.300.000 \text{ u.m.}$

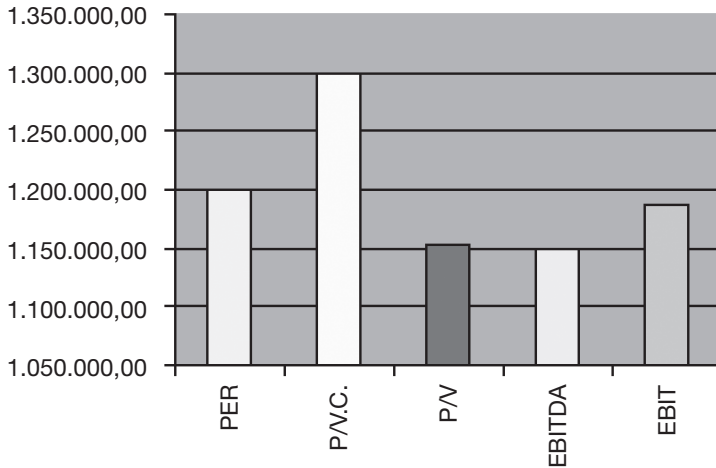
Precio/Ventas: $2,4 \times 480.000 = 1.152.000 \text{ u.m.}$

Precio/EBITDA: $10 \times 115.000 = 1.150.000 \text{ u.m.}$

Precio/EBIT: $12,5 \times 95.000 = 1.187.500 \text{ u.m.}$

El gráfico con el rango de valoración, sería el siguiente:

VALORACIÓN EMPRESA VALOREX



1. Por lo que se establece un rango de valoración entre 1.300.000 u.m. (tomando como variable el Valor contable) y 1.150.000 u.m. (tomando como variable el EBITDA).
2. Suponiendo que en el negocio de la empresa Valorex es mucho más representativo el beneficios, EBIT y EBITDA, sobre la demás variables, vamos a determinar el valor de la empresa, dándole a estas variables el doble de peso que a las restantes para calcular el valor mediante una media ponderada:

Valor de la empresa VALOREX =

$$\frac{2 \times 1.200.000 + 2 \times 1.150.000 + 2 \times 1.187.500 + 1 \times 1.300.000 + 1 \times 1.152.000}{2 + 2 + 2 + 1 + 1} = 1.190.875 \text{ u.m.}$$

5. Ventajas e inconvenientes del método

Podemos decir que la aplicación de esta metodología tiene una serie de ventajas, pero también inconvenientes. Entre las ventajas podemos indicar:

- Rapidez y simplicidad.
- Sencillez.
- Fácil de entender.
- Eminentemente prácticos.

- Se basa en los valores del mercado (públicos).
- Se suele utilizar comparándolo con otros métodos.
- Reflejan mejor que otros las fluctuaciones del mercado a corto plazo, ya que se basan en valores actuales de mercado.
- Se suelen utilizar para valorar empresas que van a cotizar en bolsa (OPV).
- Suele utilizarse para valoraciones rápidas e iniciales de empresas, para posteriormente aplicar un método alternativo como el descuento de flujos de tesorería. Por lo tanto, se utiliza como método complementario a otros.

Pero tiene serios inconvenientes, como:

- Dificultad para encontrar empresas comparables transmitidas en los últimos tiempos.
- Subjetividad en los ajustes a realizar por diferencias en tamaño, endeudamiento, proyección futura, mercado, etc.
- Se ignoran situaciones concretas y posibilidades de crecimiento de la empresa objetivo.
- Surgen diferencias en función del múltiplo elegido, por lo que resulta en algunos casos difícil de explicar.
- Subjetividad en la elección del múltiplo y de las empresas comparables, cuya justificación únicamente corresponde a la experiencia del valorador.

6. Caso práctico

Promipyme es una empresa ubicada en la Comunidad Valenciana del sector de la distribución alimenticia y ocupa un lugar destacado dentro de su sector. Características:

- Cuenta con 10 establecimientos de supermercados distribuidos por España, de los cuales solamente 2 son de su propiedad, el resto alquilados.
- Su ratio de endeudamiento de los últimos años es del 60%.
- Ha experimentado un crecimiento en los últimos años de un 40%.

Ante la posible entrada de un socio extranjero que quiere adquirir el 40% de la empresa, se solicita una valoración de la empresa por el método

de los múltiplos, para lo cual se ha realizado una búsqueda de empresas comparables.

Para ello se ha considerado cuatro empresas con que se han vendido en los últimos años con:

- Crecimiento parecido.
- Haya realizado pocas inversiones en propiedad.
- Operen en España.
- Tamaño por centros parecidos.
- Parecido ratio de endeudamiento.

Finalmente, se han seleccionado 4 empresas: A, B, C y D, y de cuyos informes financieros de los últimos cinco años, se ha obtenido la siguiente información (en miles de euros):

CONCEPTO	EMPRESA A	EMPRESA B	EMPRESA C	EMPRESA D
Precios de venta	323,84	286,4	298,45	116,62
EBITDA	17,6	16	18,9	9,8
Amortizaciones	5,4	3,2	3,6	5,2
Impuestos	5	6,2	5,67	0,8
Ventas	297,10	260	220,5	194,36
Valor de la deuda	150,4	120,8	140,3	95,6

De la empresa Propyme se tiene la siguiente información de datos medios de los últimos cinco años:

CONCEPTO	Miles euros
Ventas	172,886
EBITDA	10,08
Amortizaciones	2,225
Impuestos	3,441
Deudas	110,4

Calcular el valor de la empresa utilizando los múltiplos:

Precio/Ventas

(Precio + valor de la deuda)/EBIT (*)

(Precio + valor de la deuda)/EBITDA (*)

Precio/NOPAT

(*) El criterio que vamos a seguir para el cálculo del EBIT y EBITDA es tener en cuenta el valor de la deuda de las empresas comparables y de la empresa objetivo.

SOLUCIÓN:

			(2-6)	(3-7)				
	1.	2. EBITDA	3.	4.	5.	6.	7.	8.
	Pr. venta		EBIT	NOPAT	VENTAS	AMORTIZ.	IMPUESTOS	DEUDAS
EMPRESA A	323,840	17,600	12,200	7,200	297,100	5,400	5,000	150,40
EMPRESA B	286,400	16,000	12,800	6,600	260,000	3,200	6,200	120,80
EMPRESA C	298,450	18,900	15,300	9,630	220,500	3,600	5,670	140,30
EMPRESA D	116,620	9,800	4,600	3,800	194,360	5,200	0,800	95,60
MEDIA	256,328	15,575	11,225	6,808	242,990	4,350	4,418	126,775
PROMIPYME		10,800	8,575	5,134	172,886	2,225	3,441	110,400

Múltiplos medios de las empresas comparables:

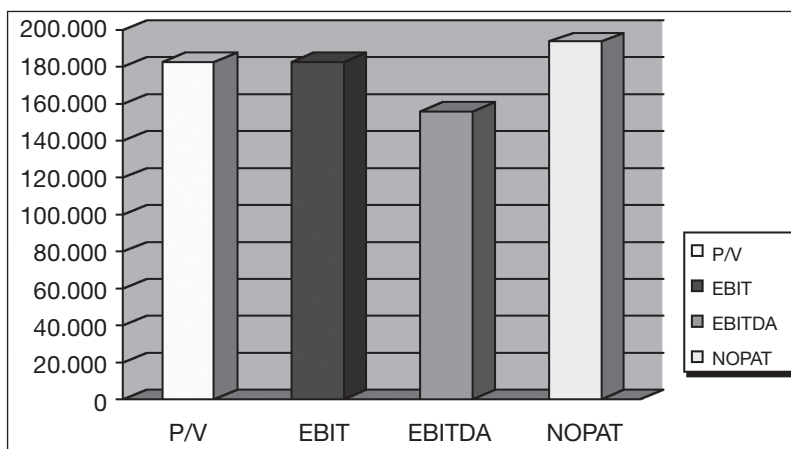
RATIO	MEDIA
PRECIO/VENTAS	1,055
(PRECIO + Valor deuda)/EBIT	34,129
(PRECIO + Valor deuda)/EBITDA	24,597
PRECIO/NOPAT	37,654

Valor de la empresa:

VALORACIÓN DE LA EMPRESA:	(1) Precio/ ventas (comp.)	(2) Variables empresa	(1x2) Valor	(3) Deuda empresa	(1x2)-3 Valor empresa
PRECIO/VENTAS (sector)*VENTAS emp.	1,055	172,886	182,376		182,376
(PRECIO+Valor deuda)/EBIT (sector)x EBIT emp.- Deuda emp	34,129	8,575	292,660	110,400	182,260
(PRECIO+Valor deuda)/EBITDA(sector)xEBITDA emp - Deuda emp	24,597	10,800	265,651	110,400	155,251
PRECIO/NOPAT (sector)*NOPAT emp.	37,654	5,134	193,314		193,314

Gráficamente:

VALORACIÓN PROMIPYME



El valor de la empresa Propyme se situaría entre 193.314 euros y 155.251 euros, centrándose los valores en torno a 180.000 euros.

Bibliografía

- ARNOLD, G. y DAVIES, M.: *Valued-Based management: Context and Application*, John Wiley and Sons, Ltd., New York, 2000
- BAJAJ, M., DENIS, D. y SARIN, A.: *Mean Reversión in Earnings and the Use of E/P Multiples in Corporate Valuation*, Journal of Applied Finance, 2004, Spring, vol. 14, núm. 1.
- COPELAND, T.E.; KOLLER, T. y MURRIN, J.: *Valuation: measuring and Menaging the Value of Companies*, Mc Kinsey and Co., New York, 2000.
- FERNANDEZ, P.: *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona, 2001.
- GARCIA TAMARIT, L.: *Valoración por múltiplos*, PATAGON, Agosto 2001. <http://www.patagon.es/download/ValoracionMultiplos.pdf>
- LIE, E. y LIE, H.: *Multiples used to Estimate Corporate Value*, Financial Analysis Journal, 2002, Mar/april, vol. 58, núm. 2.
- MILLA, A.: *El EVA (Economic Value Added): ¿Un indicador de gestión o un indicador de creación de valor?*, Análisis Financiero núm. 92, pág. 58-74, 2003.

ROJORAMIREZ, A. y GARCIA PEREZ DE LEMA, D.: *La Valoración de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES)*. Ponencia 1 de las Jornadas sobre Valoración y Análisis de Pymes. Almería. Publicado por AECA y Laboratorio de Análisis y Creación de Valor de Empresas LACVE, Madrid, 2003.



Asociación Catalana de Contabilidad y Direcció

Edif. Colegio de Economistas de Catalunya
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensió 2019
info@accid.org – wwwaccid.org