

La valoració de l'empresa mitjançant el mètode comparatiu o per múltiples

GREGORIO LABATUT SERER
Facultat d'Economia. Departament de Comptabilitat
Universitat de València

RESUM

Amb l'aplicació del nou Pla General de Comptabilitat (R.D. 1514/2007) s'ha produït un canvi profund en l'enfocament de les normes de valoració comptables adaptant-les als continguts en les Normes Internacionals de Comptabilitat o Normes Internacionals d'Informació Financera, de manera que s'ha aproximat la valoració comptable al valor real de l'empresa. Però, malgrat això, l'objectiu de la valoració comptable no persegueix establir un valor de venda o transacció per a l'empresa en el seu conjunt, ni tampoc un valor de mercat de l'empresa.

La necessitat de determinar el valor real de l'empresa, ha fet sorgir els denominats *mètodes de valoració d'empreses* per a establir-ne el valor de mercat abans d'una transmissió, tot i també es utilitza per altres motius, com per exemple, com a instrument per a determinar la gestió dels administradors, això és, per a determinar la generació o destrucció de valor provocat per la gestió de la direcció.

Aquest estudi pretén apropar el lector a una metodologia de valoració d'empreses senzilla i eficaç que es denomina mètode comparatiu o per múltiples.

Paraules clau

Valoració d'empreses. Mètodes comparables o per múltiples, classes de múltiples, múltiples de cotitzacions i múltiples de transaccions, EBIT, EBITDA, NOPAT, PER.

1. Introducció

Quan la Comptabilitat estableix els comptes anuals d'una empresa, ofereix una valoració del patrimoni, la situació financera i els resultats obtinguts en un període determinat, de manera que pot dir-se que una de les funcions de la Comptabilitat consisteix a establir un determinat valor per a l'empresa.

Però aquest valor que la Comptabilitat assigna a l'empresa, està subordinat als principis i normes comptables, en concret, depèn de l'aplicació de determinats principis, entre els quals cal destacar el d'empresa en funcionament i prudència, i determinats criteris de valoració com el del preu d'adquisició, que sol aplicar-se de forma predominant a causa de la seva objectivitat, però que no representa el valor actual o present de l'empresa.

No obstant això, amb la publicació del nou Pla General de Comptabilitat (RD 1514/2007) s'ha produït un canvi profund en l'enfocament de les normes de valoració comptables i ens ha acostat als continguts de les Normes Internacionals de Comptabilitat o Normes Internacionals d'Informació Financera, de manera que s'ha aproximat la valoració comptable al valor real de l'empresa. Però a pesar d'això, l'objectiu de la valoració comptable no persegueix establir un valor de venda o transacció per a l'empresa en el seu conjunt, ni tampoc un valor de mercat.

Malgrat això, el valor comptable de l'empresa no manca d'importància quan es tracta de transmetre-la, ja que és considerat com a referència per a determinar un possible valor mínim de mercat, és a dir, el valor que com a mínim estaria disposat a acceptar el propietari de l'empresa valorada, però no arriba a determinar un valor total de l'empresa a fi d'una transacció.

A causa de les mancances de la Comptabilitat en la determinació del valor real de l'empresa, sorgeix la necessitat d'aplicar els denominats *mètodes de valoració d'empreses* per a establir-ne el valor de mercat arran d'una transmissió.

També cal dir que la valoració d'empreses no persegueix exclusivament trobar el valor de transacció, ja que també és utilitzat per altres motius, com per exemple, com a instrument per a determinar la gestió dels administradors, és a dir, per a determinar la generació o destrucció de valor provocada per la gestió de la direcció. De manera que els mètodes de valoració d'empreses es presenten com una via per a determinar el grau de consecució d'un objectiu primordial consistent en la maximització del valor de l'empresa des del punt de vista dels seus propietaris¹ (Copeland,

1. *Value-Based Management* o VBM.

Koller i Murria, 2000 i Arnold i Davies 2000, Fernandez 2000, Milla 2003, i Rojo et al. 2003).

Abans de res, aquest treball pretén acostar el lector a una metodologia de valoració d'empreses senzilla i eficaç que es denomina mètode comparatiu o per múltiples.

2. Metodologia

Aquest mètode de valoració presenta una gran senzillesa i eficàcia. Realitzen la valoració d'una empresa per comparació amb certes variables d'una altra o altres empreses comparables de les quals sí que es coneix el seu valor, bé perquè cotitzen a Borsa, o bé perquè han estat alienades en els últims anys.

Es tracta d'una valoració relativa per comparació, l'objectiu de la qual és valorar una empresa basant-se en el valor d'empreses similars que s'hagin transmès en els últims temps o que cotitzen en un mercat de valors. Per tant, representa el valor que el mercat està donant a empreses semblants.

Actualment aquests mètodes s'estan aplicant molt per a calcular el valor d'empreses que no cotitzen a partir de la valoració de mercat d'empreses comparables cotitzades o que s'hagin transmès últimament. Es tracta, per tant, d'un mètode lligat a valors de mercat, basat en la teoria que una empresa val el que algú està disposat a pagar per ella. En aquest sentit, es valora una empresa analitzant el que el mercat ha pagat per una empresa similar. Es tracta d'una metodologia ràpida que reflecteix la percepció actual dels mercats pel que fa al valor de l'empresa.

Si s'utilitza per a valorar empreses no cotitzades per comparació amb empreses cotitzades, cal realitzar una sèrie d'ajustaments com a conseqüència de la menor liquiditat que comporta la no cotització, de manera que aquest fet suposa un menor valor de l'empresa perquè les accions no es poden vendre amb tanta facilitat com en el cas de cotització borsària.

2.1. Fonaments del mètode de valoració comparatiu o per múltiples

Es basa en la comparació d'una empresa amb una altra i encara que, evidentment, no hi ha dues empreses iguals, per a poder aplicar aquests mètodes amb certa garantia cal identificar i seleccionar empreses que puguin ser comparables. Per això, se solen prendre dades de diverses empre-

ses que pertanyin al mateix sector i quota de mercat, grandària, història, creixement, estructura financera, diversificació de productes, expectatives de venda, marges, rendibilitats, etc.

En qualsevol cas, el valor obtingut per aquests mètodes ha de ser interpretat amb cautela a causa de les diferències entre empreses comparades, cosa que provoca la necessitat d'utilitzar conjuntament algun altre mètode de valoració alternatiu, de manera que sol ser considerat com a mètode complementari, i no substitutiu d'altres, com per exemple el descompte de fluxos de tresoreria.

Aquesta metodologia és molt senzilla, però requereix variables o indicadors d'altres empreses del sector o grups d'empreses comparables. Per això ha d'existir una relació entre el valor i les variables que es prenen com a referència, de manera que tindriem la següent relació:

<u>Valors</u>		<u>Variables</u>
V (objectiu)	—————	Y (objectiu)
V (comparable)	—————	Y (comparable)

D'aquí, es dedueix que:

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

↓

Múltiple

Es denomina múltiple la relació entre el Valor comparable (V) dividit per la variable comparable (Y).

Se solen utilitzar dues classes de múltiples:

1. Múltiples de cotitzacions. També conegut amb el nom Mètodes d'empreses cotitzades similars (*Similar Public Company Method*). La comparació es fa amb empreses cotitzades en mercats de valors. Les dades estan disponibles diàriament.
2. Múltiples de transaccions. Conegut com Mètode d'adquisicions recents (*Recent Acquisition Method*). Quan la comparació es fa amb altres empreses transmeses últimament. Han d'utilitzar-se preus de transaccions en què s'hagués transmès el 100 % de l'empresa, o un

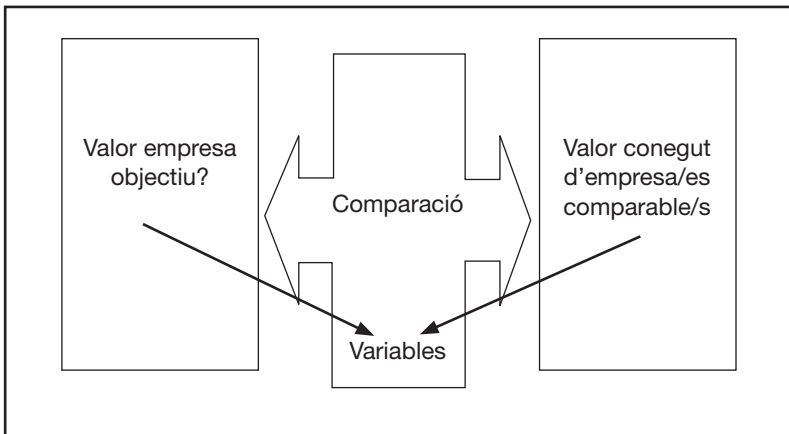
percentatge pròxim, ja que el preu per a adquirir un petit paquet d'accions no seria representatiu. Requereix la utilització de bases de dades de transaccions d'empreses.

Per a realitzar la comparació, no se solen utilitzar dades d'una sola empresa comparable, sinó més aviat un grup d'empreses. Per tant, és necessari realitzar certs ajustaments en les dades perquè aquests siguin comparables, per exemple: allisats de dades, càlcul de mitjanes ponderades, eliminació de dades atípiques i valors extrems, realitzar descomptes per diferència en liquiditat, endeutament, etc., cosa que comporta certa subjectivitat a la valoració.

En aquest sentit, en la valoració de Pimes, no resulta justificable l'aplicació de múltiples d'empreses cotitzades, ja que existeix una gran diferència entre la pime a valorar i l'empresa cotitzada comparable. Fins i tot en ocasions pot succeir que no existeixin empreses cotitzades del sector a què pertany l'empresa a valorar, com per exemple tallers mecànics, professionals, serveis, etc. En aquest cas, resulta molt millor fer comparacions amb múltiples de transaccions recents, sempre que sigui possible, ja que la informació no està tan fàcilment disponible com en empreses cotitzades.

En qualsevol cas, es determina el valor de l'empresa objectiu per comparació amb el valor d'altres empreses el valor de les quals es coneix, a través de determinades variables (Lie i Lie, 2002; Bajaj et al., 2004), tal com s'indica en el quadre 1.

Quadre 1. Valoració per múltiples



La metodologia és molt senzilla, i requereix en primer lloc determinar i analitzar l'empresa objectiu, això és, l'empresa a valorar. Posteriorment hauríem de determinar com és l'empresa o les empreses comparables, després hauríem de seleccionar els múltiples i posteriorment determinar un rang de valoració.

2.2. Anàlisi de l'empresa objectiu

Determinada com és l'empresa a valorar, procedirem a realitzar-ne una anàlisi. D'aquesta manera, s'estudiarà l'activitat que desenvolupa aquesta empresa, s'analitzaran els productes o serveis que presta, així com les característiques del sector en què opera, quota de mercat de què disposa, posicionament de l'empresa en el mercat, etc.

També es realitzarà un estudi sobre la història de l'empresa, la seva evolució en el passat, estructura de l'accionariat, estratègies d'inversió i de finançament, etc.

S'han d'analitzar característiques de tipus qualitatiu (canals de distribució, participació en el mercat, etc.), com característiques de tipus quantitatiu (rendiment, liquiditat, estructura de capital, etc.).

Finalment, es realitzarà una anàlisi comptable i financera dels estats comptables dels últims quatre o cinc anys, per a determinar com ha estat la seva evolució en el passat.

2.3. Selecció d'empreses comparables

És un aspecte fonamental. La selecció de l'empresa o empreses comparables és molt important, ja que de l'encert d'aquesta selecció dependrà el valor assignat a l'empresa objectiu. El més normal és que siguin unes quantes empreses; no una sola, sinó un grup d'empreses, que bé cotitzin en un mercat de valors, o bé hagin estat transmeses últimament, i de les quals es disposin dades de preus i variables.

Han de ser seleccionades de manera que coincideixi el major nombre de característiques tant quantitatives com qualitatives. Per exemple, és necessari que tinguin la mateixa activitat que l'empresa objectiu (no tindria sentit comparar amb empreses de diferent activitat), han de situar-se en el mateix país, tenir una grandària similar, i unes perspectives de negoci futur semblants, posició competitiva semblant, i similar estructura, volum i creixement de negoci.

Des del punt de vista financer, han de ser empreses amb rendibilitat i palanquejament semblants. En definitiva, el més semblant possible a l'empresa objectiu.

Com hem comentat, és convenient disposar de dades de diverses empreses comparables, per a d'aquesta manera poder utilitzar una mitjana de les seves dades, ja que una única observació podria tenir un component subjectiu molt important i, llavors, no seria adequada.

Per a poder tenir aquestes dades és necessari disposar de bases de dades adequades que continguin la informació oportuna. Es pot recórrer a les empreses cotitzades a les borses de comerç, encara que en països com EUA existeixen bases de dades com la «*Standard Industrial Classification Code* (SIC-Code)» facilitat pel ministeri de Comerç, sobre empreses transmeses no cotitzades.

Si s'utilitzen mitjanes d'empreses comparables, s'està assumint que el mercat és eficient en el seu conjunt, de manera que quantes més dades es tinguin d'empreses comparables, millor serà l'estimació del valor de l'empresa objectiu.

Aquesta metodologia de valoració relativa també pot tenir utilitat, acompanyant-la d'altres metodologies com per exemple el descompte de fluxes d'efectiu, per a conèixer si a una empresa se li assigna un valor per damunt o per sota d'empreses similars.

3. Indicadors o classes de múltiples

Com a variables es pot prendre qualsevol magnitud empresarial, però solen prendre's els beneficis, les vendes, els metres quadrats, el nombre de visites (en empreses de noves tecnologies), els dividends, EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*)², EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes and Depreciation of Asset*)³, NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*)⁴, etc.

En principi, i segons Damodaran (2001) es pot crear un múltiple sobre qualsevol indicador o variable. D'aquesta manera s'han creat múltiples específics per a determinades indústries, per exemple Preu/metre quadrat per a l'activitat immobiliària, Preu/nombre de visites per a valorar empreses d'Internet, etc.

2. Benefici abans d'interessos i tributs. BAIT.

3. Benefici abans d'interessos, tributs i amortitzacions. BAAIT.

4. Benefici operatiu (ordinari) abans d'interessos i després d'impostos. BOAI.

De manera tal que, a la pràctica, són utilitzats els següents múltiples:

- Relació: Preu/metre quadrat. Per a determinar el valor en el sector immobiliari.
- Múltiple de vendes: Relació Preu (o valor borsari) /Vendes. És utilitzat en empreses amb fort creixement, com per exemple en empreses relacionades amb internet. Aquest tipus d'empreses no genera beneficis en els primers anys. Per tant és més adequat utilitzar la variable vendes indicativa del seu potencial de creixement. S'utilitza per a valorar empreses en els seus inicis, quan no té beneficis, encara que hi ha autors que indiquen que és inconsistent (Garcia Tamarit, 2001).
- Relació: Preu (o Valor borsari) /Valor comptable (fons propis). Posa en relació el preu amb el valor comptable de l'empresa. Una ràtio major que u significaria que el valor de l'empresa és superior al seu valor comptable.
- Ràtio PER (*Price Earnig Ratio*). Relació: Preu (o valor borsari) / Benefici. Ens indica com està pagant el mercat un euro de benefici de l'empresa. Per exemple un PER de 12 ens està indicant que per cada euro de benefici obtingut per l'empresa, el mercat està pagant 12 euros. És molt utilitzat com a multiplicador per a empreses que cotitzin, atès que les dades són oferides pel mercat de valors. No obstant això, el benefici pot estar subjecte a polítiques comptables (com per exemple política d'amortitzacions, o el nivell d'endeutament o palanquejament financer). Per això, també solen utilitzar-se altres variables diferents del benefici, com l'EBIT o el EBITDA.
- Relació: Preu (o Valor bursátil)/EBITDA. Posa en relació el preu amb el benefici abans d'interessos, tributs i amortitzacions. Per tant, no té en compte la forma en què es finança l'empresa, ni els impostos, ni els costos ocasionats per la depreciació de l'actiu fix (polítiques d'amortització d'actius).

Hi ha empreses amb pèrdues en les quals no pot ser utilitzat el PER. No obstant això, pot tenir EBITDA positiu, i és recomanable utilitzar aquesta ràtio en aquests casos. S'elimina l'impacte en el compte de resultats de diferents polítiques d'amortització comptable i, per això, també és utilitzat per a valorar empreses amb inversions importants i diferent política d'amortització d'actius. També és utilitzat per a valorar empreses de diferents nacionalitats, ja que elimina els efectes de les amortitzacions, de l'endeutament i de diferències en els tipus impositius.

Normalment, es posa en comparació el Preu (entès per capitalització borsària, valor de les accions per a l'accionista) amb l'EBITDA, però alguns autors (Garcia Tamarit, 2001), indiquen que, com que l'EBITDA és una magnitud en la qual no s'han descomptat les despeses financeres, hauria de ser considerada la ràtio de la següent manera:

$$\frac{\text{Capitalització borsària} + \text{valor de mercat del deute}}{\text{EBITDA}}$$

d'aquesta manera s'obtindria el valor total dels actius de l'empresa, i per a conèixer el valor dels fons propis caldria descomptar el valor del deute de l'empresa objectiu. En definitiva, es tracta d'afegir al numerador el valor del deute de l'empresa comparable, per a després descomptar el valor del deute de l'empresa objectiu.

- Relació: Preu (o Valor borsari)/EBIT. Posa en relació el preu amb el benefici abans d'interessos i tributs. Per tant, no té en compte la forma en què es finança l'empresa, ni els impostos. Elimina les diferències entre companyies per tenir diferent estructura financera i representa, per tant, el rendiment operatiu de l'empresa. Igual que en el cas de l'EBITDA, alguns autors (Garcia Tamarit, 2001), indiquen que la ràtio hauria de posar en relació la capitalització borsària més el valor de mercat del deute amb l'EBIT, i obtenir d'aquesta manera el valor dels actius afectes a l'empresa amb independència de com es financi. També per a obtenir el valor final de l'empresa per als seus accionistes (fons propis) caldria descomptar el valor del deute de l'empresa objectiu.
- Relació: Preu (o Valor borsari) /NOPAT. Posa en relació el preu amb el benefici abans d'interessos. Per tant, no té en compte els impostos, de manera que elimina les diferències per aquest motiu.
- Relació: Preu (o Valor borsari) /nombre de visites. Per a valoracions d'empreses de noves tecnologies. És molt utilitzat per a la valoració de pàgines web (websites), que depenen de l'accés que tinguin a la pàgina pels clients potencials. Aquest tipus d'empreses generen ingressos a través de la publicitat en internet o per les transaccions realitzades per internet, per aquest motiu el nombre de visites a la pàgina web és una variable encertada per a poder determinar el valor de l'empresa.
- Relació: Preu/trucades de pàgines web HTML. També és utilitzat per a valorar pàgines web que es financen de publicitat. Posa en relació el preu de l'empresa amb el nombre d'accessos que s'han rea-

litzat de la seva pàgina web, ja que a major nombre d'accessos, major possibilitat de creixement té la pàgina, i per tant major capacitat de publicitat, que és la forma de finançament de la pàgina web.

Cal recordar els següents conceptes:

EBITDA. Benefici ordinari abans d'interessos, impostos i amortitzacions (BAAIT)
(-) Amortitzacions
EBIT. Benefici ordinari abans d'interessos i impostos (BAIT)
(-) Impostos
NOPAT. Benefici ordinari abans d'interessos i després d'impostos (BAI)
(-) Interessos
Benefici ordinari.

El PER és una ràtio molt utilitzada, perquè el seu coneixement està molt difós per a les empreses cotitzades i és molt fàcil d'obtenir. Fins i tot s'ofereix informació sobre el PER no només per a companyies individuals, sinó per a sectors, com pot veure's en la revista mensual de borses i mercats espanyols editat per la Borsa de Madrid⁵.

PER SECTORIAL DE LA BORSA ESPANYOLA								
	Béns de consum	Béns inv. i int.	Energia	Construcció	Serveis financers	Comun. i serv. informació	Serveis de mercat	Total borsa
2001	26,15	10,36	12,01	11,47	12,46	81,26	15,10	17,81
2002	22,69	10,71	10,57	9,82	11,06	Neg.	13,28	16,17
2003	17,95	15,91	10,83	6,50	14,40	Neg.	16,91	19,42
2004	28,37	17,91	13,92	11,07	16,29	32,07	15,77	18,35
	Petroli i energia	Mat. bás. ind. i construc.	Béns de consum	Serveis de consum	Serv. financ. i immobiliaris	Tecnologia i telecomunic.	Total Borsa	
2005	14,16	9,87	26,17	22,74	16,98	19,32	16,07	
2006	12,56	16,92	30,25	28,20	13,71	13,53	15,04	
2007	14,16	9,11	25,46	19,18	10,16	12,38	12,08	
abr.-07	15,73	17,13	30,65	23,93	11,49	13,79	14,82	
maig-07	17,17	18,84	31,61	24,3	11,68	14,08	15,55	
juny-07	17,2	18,2	29,8	23,19	10,94	13,74	14,99	
jul.-07	18,17	10,18	28,96	21,27	10,99	14,94	13,92	
ago.-07	17,88	9,68	28,41	20,83	10,48	11,83	13,09	
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	
des.-07	14,16	9,11	25,46	19,18	10,16	12,38	12,08	

5. Pot veure's a: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/revista.htm>

gen.-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
març-08	14,67	14,83	23,41	18,98	9,03	10,17	12,27
abril-08	14,89	15,98	23,01	20,8	9,41	10,35	12,75

4. Determinació d'un rang de valoració

Una vegada triats els múltiples, se sol donar un rang de valoració en funció del nombre de múltiples triats.

Els múltiples han de fer referència al futur projectat de l'empresa objectiu, o si és difícil fer projeccions es prendran dades històriques. Normalment es prenen dades històriques per a realitzar projeccions futures, ja que aquestes dades projectades de l'empresa objectiu són en essència les que han de ser considerades per a aplicar la valoració.

A vegades pot caldre realitzar alguns ajustaments per diferència entre l'empresa objectiu i les comparables en endeutament, taxes de creixement futur, etc., tal com s'ha comentat anteriorment.

Com hem dit, és interessant no utilitzar un únic múltiple per a valorar l'empresa, sinó uns quants, i determinar el valor de l'empresa per un rang de valors, o establir-ne una mitjana ponderada, en funció de la seva representativitat en el negoci concret de l'empresa a valorar.

Vegem-ho en el següent exemple:

Es vol valorar l'empresa VALOREX (empresa objectiu). D'aquesta empresa es té coneixement de les següents dades referents als últims cinc anys, així com una previsió per als anys futurs. Les dades són les següents (en unitats monetàries):

	MITJANA DELS ÚLTIMS CINC ANYS	PREVISIÓ PER ALS ANYS FUTURS
Benefici net ordinari	90.000	80.000
Xifra de vendes	500.000	480.000
Dividend total	40.000	45.000
Patrimoni net (comptable)	700.000	650.000
Interessos	15.000	10.000
Amortitzacions	25.000	20.000
Impostos	7.500	5.000

També es tenen dades d'empreses comparables transmeses en els últims cinc anys. Les seves dades mitjanes són les següents:

Ràtio	ÚLTIM ANY	MITJANA 5 ANYS ANTERIORS
PER	14,5	15
Preu/valor comptable	2,5	2
Preu/vendes	2	2,4
Preu/EBIT (*)	10,5	12,5
Preu/EBITDA (*)	11	10

(*) A les ràtios Preu/EBIT, i Preu/EBITDA, no es tindrà en compte el valor del deute.

Establir el valor de l'empresa, determinant:

1. Un rang de valoracions en funció dels múltiples indicats.
2. Determinar el valor de l'empresa, sabent que en el negoci de l'empresa és molt més representatiu el benefici, l'EBIT i l'EBITDA, que el valor comptable i les vendes. Per tant, s'atorgarà als primers el doble de pes que a aquests últims en calcular la mitjana per a determinar el valor.

SOLUCIÓ:

Per a ser més objectius, es prendran els múltiples sobre les dades mitjanes dels cinc anys anteriors de les empreses comparables, que és més representatiu que les dades d'un sol any.

Hem de calcular prèviament l'EBIT i l'EBITDA previst per als pròxims anys de l'empresa objectiu.

$$\text{EBIT} = \text{Resultat ordinari} + \text{interessos} + \text{impostos: } 80.000 + 10.000 + 5.000 = 95.000 \text{ u.m.}$$

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

La valoració de l'empresa per múltiples serà:

$$\text{PER: } 15 \times 80.000 = 1.200.000 \text{ unitats monetàries.}$$

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

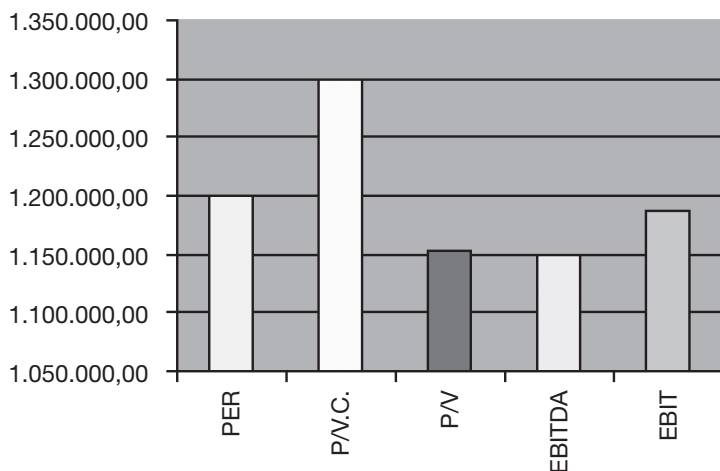
$$\text{Preu/Vendes: } 2,4 \times 480.000 = 1.152.000 \text{ u.m.}$$

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

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

El gràfic amb el rang de valoració seria el següent:

VALORACIÓ EMPRESA VALOREX



1. Pel que s'estableix un rang de valoració entre 1.300.000 u.m. (prenent com variable el Valor comptable) i 1.150.000 u.m. (prenent com variable l'EBITDA).
2. Suposant que en el negoci de l'empresa Valorex és molt més representatiu el benefici, EBIT i EBITDA, sobre les altres variables, determinem el valor de l'empresa, donant a aquestes variables el doble de pes que a les restants per a calcular el valor mitjançant una mitjana ponderada:

Valor de l'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. Avantatges i inconvenients del mètode

Podem dir que l'aplicació d'aquesta metodologia té una sèrie d'avantatges, però també inconvenients.

Entre els avantatges podem indicar:

- Rapidesa i simplicitat.
- Senzilla.
- Fàcil d'entendre.
- Eminentment pràctic.

- Es basa en els valors del mercat (públics).
- Se sol utilitzar comparant-lo amb altres mètodes.
- Reflecteixen millor que altres les fluctuacions del mercat a curt termini, ja que es basen en valors actuals de mercat.
- Se solen utilitzar per a valorar empreses que passen a cotitzar a borsa (OPV).
- Sol utilitzar-se per a valoracions ràpides i inicials d'empreses, per a posteriorment aplicar un mètode alternatiu com el descompte de fluxos de tresoreria. Per tant, s'utilitza com a mètode complementari d'altres.

Però té seriosos inconvenients, com:

- Dificultat per a trobar empreses comparables transmeses en els últims temps.
- Subjectivitat en els ajustaments a realitzar per diferències en grandària, endeutament, projecció futura, mercat, etc.
- S'ignoren situacions concretes i possibilitats de creixement de l'empresa objectiu.
- Sorgeixen diferències en funció del múltiple triat, de manera que resulta en alguns casos difícil d'explicar.
- Subjectivitat en l'elecció del múltiple i de les empreses comparables, la justificació de les quals únicament correspon a l'experiència del valorador.

6. Cas pràctic

Promipyme és una empresa situada a la Comunitat Valenciana del sector de la distribució alimentària i ocupa un lloc destacat dins del seu sector.

Característiques:

- Compta amb 10 establiments de supermercats distribuïts per Espanya, dels quals solament 2 són de la seva propietat. La resta són llogats.
- La seva ràtio d'endeutament dels últims anys és del 60 %.
- Ha experimentat un creixement en els últims anys d'un 40 %.

Davant la possible entrada d'un soci estranger que vol adquirir el 40 %

de l'empresa, se sol·licita una valoració de l'empresa pel mètode dels múltiples. Per a això s'ha realitzat una recerca d'empreses comparables.

S'han considerat quatre empreses que s'han venut en els últims anys amb:

- Creixement semblant.
- Hagi realitzat poques inversions en propietat.
- Operin a Espanya.
- Grandària per centres semblant.
- Semblant ràtio d'endeutament.

Finalment, s'han seleccionat 4 empreses: A, B, C i D, dels informes financers de les quals en els últims cinc anys s'ha obtingut la següent informació (en milers d'euros):

CONCEPTE	EMPRESA A	EMPRESA B	EMPRESA C	EMPRESA D
Preus de venda	323,84	286,4	298,45	116,62
EBITDA	17,6	16	18,9	9,8
Amortitzacions	5,4	3,2	3,6	5,2
Impostos	5	6,2	5,67	0,8
Vendes	297,10	260	220,5	194,36
Valor del deute	150,4	120,8	140,3	95,6

De l'empresa Propyme es té la següent informació de dades mitjanes dels últims cinc anys:

CONCEPTE	Milers euros
Vendes	172,886
EBITDA	10,08
Amortitzacions	2,225
Impostos	3,441
Deutes	110,4

Calcular el valor de l'empresa utilitzant els múltiples:

Preu/Vendes

(Preu + valor del deute)/EBIT (*)

(Preu + valor del deute)/EBITDA (*)

Preu/NOPAT

(*) El criteri que seguirem per al càlcul de l'EBIT i EBITDA és tenir present el valor del deute de les empreses comparables i de l'empresa objectiu.

SOLUCIÓ:

			(2-6)	(3-7)				
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
	Pr. venda	EBITDA	EBIT	NOPAT	VENDES	AMORTITZ.	IMPOSTOS	DEUTES
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
MITJANA	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

Múltiples mitjans de les empreses comparables:

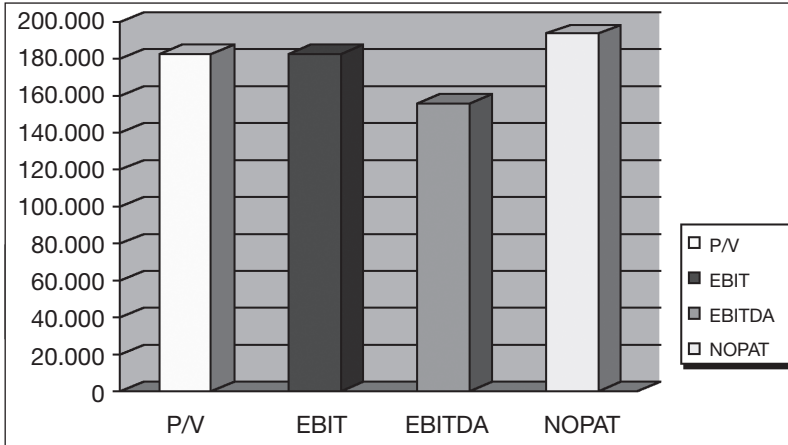
RÀTIO	MITJANA
PREU/VENDES	1,055
(PREU + Valor deute)/EBIT	34,129
(PREU + Valor deute)/EBITDA	24,597
PREU/NOPAT	37,654

Valor de l'empresa:

VALORACIÓ DE L'EMPRESA:	(1)	(2)	(1x2)	(3)	(1x2)-3
	Preu/ vendes (comp.)	Variables empresa	Valor	Deute empresa	Valor empresa
PREU/VENDES sector x VENDES emp.	1,055	172,886	182,376		182,376
(PREU+Valor deute)/EBIT sector x EBIT emp.- Deute emp	34,129	8,575	292,660	110,400	182,260
(PREU+Valor deute)/EBITDA sector x EBITDA emp - Deute emp	24,597	10,800	265,651	110,400	155,251
PREU/NOPAT sector x NOPAT emp.	37,654	5,134	193,314		193,314

Gràficament:

VALORACIÓ PROMIPYME



El valor de l'empresa Propyme es situaria entre 193.314 euros i 155.251 euros, centrant-se els valors en torn a 180.000 euros.

Bibliografia

ARNOLD, G. i DAVIES, M.: *Valued-Based management: Context and Application*, John Wiley and Sons, Ltd., New York, 2000.

BAJAJ, M., DENIS, D. i SARIN, A.: *Mean Reversion 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. i MURRIN, J.: *Valuation: Measuring and Managing 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. i 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, pàg. 58-74, 2003.

ROJO RAMIREZ, A. i 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.



Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció
Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019
info@accid.org - www.accid.org- @Associacio ACCID