

Valoració d'empreses en el context d'una *due diligence*: cas pràctic mitjançant el mètode de descompte de fluxos lliures de caixa i el mètode de múltiples comparables

JOSEP MARIA REALP
Professor Associat de la Universitat Pompeu Fabra

Resum

Aquest estudi es planteja com a objectiu fonamental el d'analitzar un cas pràctic de valoració d'empreses mitjançant els mètodes del descompte de fluxos lliures de caixa i el mètode de múltiples comparables. Aquests dos mètodes es compten entre els principals mètodes de valoració generalment acceptats.

Paraules clau

Valoració d'Empreses, *Due Diligence*, Mètode de Valoració per Múltiples.

1. Introducció i objectius

Davant la pregunta: per què valorar una empresa?, podem trobar diferents respostes:

- És un procés fonamental en totes les operacions d'adquisició o fusió.
- Serveix com a eina molt adequada per al procés de planificació estratègica d'una societat.
- Serveix com a suport per a decisions sobre l'estratègia d'una companyia.
- Serveix per a avaluar sortides a borsa.
- O bé, com a referència per a avaluar i remunerar directius.

En tota valoració d'empreses hem de tenir en compte que valor no és sempre el mateix que preu. És a dir, valor és el resultat de l'aplicació d'una metodologia per a determinar-lo. Aquest resultat ha de basar-se en l'enfocament més objectiu possible (dades contrastables) i representa una opinió sustentada tècnicament. En canvi, preu s'entén com l'import efectivament pagat, determinat com a resultat d'una negociació lliure entre parts. En aquest sentit, s'ha de posar de manifest que, en el context d'un mercat obert, poden existir diferents preus per a un negoci en particular a causa de factors subjectius, de poder de negociació entre les parts, de les diferents percepcions sobre les perspectives futures del negoci, així com per possibles sinergies, positives o negatives, tals com estalvis de costos, increments o disminucions d'ingressos esperats, efectes fiscals o altres. Així mateix, en el cas de participacions minoritàries en accions de companyies no cotitzades, el seu preu es pot veure afectat per les característiques inherents a aquest tipus de participació, tals com l'absència d'un mercat organitzat líquid que permeti la venda d'accions en qualsevol moment o el limitat grau de control sobre el negoci associat a la participació accionarial.

Així, el valor de mercat de la companyia (quin és el preu si volgués vendre?) podria interpretar-se en funció dels múltiples que s'estan pagant sobre les diferents variables que defineixen una empresa/sector, tant en els mercats cotitzats com en operacions privades. Podem concloure un rang sobre el que es podria pagar per una companyia, sempre subjecte a consideracions qualitatives sobre la viabilitat de les operacions i la rigorositat en l'aplicació de comparatives. En canvi, el valor intrínsec de la companyia (quant valen les meves accions?) se sustentaria sobre el principi generalment acceptat que una empresa val el que és capaç de generar. En aquest

sentit, el mètode de valoració per descompte de fluxos de caixa permet oferir un valor actual en funció del que l'empresa anirà generant en un determinat escenari d'actuació.

Així mateix, hem de tenir en compte que tota valoració considera, a més de factors objectius, estimacions de naturalesa subjectiva que impliquen judici i que tenen inherent un cert grau d'incertesa. Per tant, el valor obtingut constitueix únicament un punt de referència per a les parts interessades a conèixer aquesta informació, i per tant, no és possible assegurar que altres persones estiguin d'acord amb les conclusions del nostre treball.

Aquest estudi es planteja com a objectiu fonamental el d'analitzar un cas pràctic de valoració d'empreses mitjançant els mètodes del descompte de fluxos lliures de caixa i el mètode de múltiples comparables. Aquests dos mètodes es compten entre els principals mètodes de valoració generalment acceptats.

2. Mètode del descompte de fluxos lliures de caixa (DCF)

El mètode del descompte de fluxos lliures de caixa és acceptat de forma general pels experts en valoració, tant des del punt de vista teòric com pràctic, com el mètode que millor incorpora al resultat de la valoració tots els factors que afecten el valor d'un negoci.

Els principals avantatges del DCF són:

- Té en compte la capacitat de generació de fluxos futurs en considerar expectatives de futur (beneficis i *cash flows*).
- És rigorós.
- És generalment acceptat.
- Considera a l'empresa com un autèntic «projecte d'inversió».
- Es basa en la capacitat de generació de caixa i presta menor atenció al resultat comptable, que pot estar fortament afectat per criteris subjectius que intervenen en la seva determinació.

D'acord amb aquest mètode, el valor de les accions (*equity value*) de la societat resulta d'aplicar la suma algebraica dels següents components [(1)+(2)+(3)+(4)+(5)]:

(1) Valor present a la data de valoració dels Fluxos Lliures de Caixa (*free cash flow*), generats per la societat durant el període de la projecció. Per a cada any, el *free cash flow* es determina de la següent manera:

Resultat d'Explotació (EBIT)
 + Amortitzacions i provisions
 (-) Impostos sobre EBIT
 (-) Variació del Fons de Maniobra
 (-) Inversions en Immobilitzat (CAPEX)
 = Flux Lliure de Caixa (*free cash flow*)

Els fluxos lliures de caixa es descompten a una taxa equivalent al WACC (cost mitjà ponderat del capital), considerant l'estructura financera de la societat a la data de valoració.

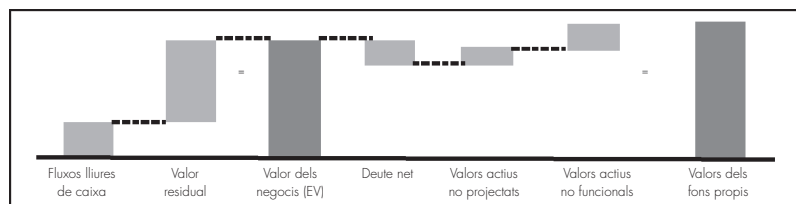
(2) Valor residual calculat com el valor present a la data de valoració del flux lliure de caixa normalitzat que s'estima que generarà la societat, a partir de l'últim any de la projecció, i considerant una taxa de creixement a perpetuïtat (g).

(3) Posició financera neta de la societat, a la data de valoració.

(4) Valor dels actius financers no inclosos en la projecció.

(5) Valor dels actius no afectes a l'explotació.

Gràficament podríem resumir el valor dels fons propis de la societat mitjançant l'aplicació del mètode de descompte de fluxos lliures de caixa tal com segueix:



Veiem, a continuació cadascun dels punts comentats seguint un exemple pràctic:

2.1. Projeccions financeres

Les preparació d'unes projeccions financeres de la societat a valorar és el primer pas en l'aplicació del mètode del DFC. Aquestes projeccions haurien de comprendre un balanç de situació previsual, un compte de pèrdues i guanys projectat i un estat de fluxos de caixa previstos.

El període de projecció ha de ser prou llarg com per permetre a la companyia obtenir una estabilització dels seus ingressos, marges, estructura financera i fluxos de caixa. En aquest sentit, el període de projecció hauria d'incloure, almenys, un cycle econòmic complet. Així mateix, com menys madur és el sector, més gran hauria de ser el període explícit de projecció. I hem de tenir en compte que períodes de projecció curts poden implicar taxes de creixement a perpetuïtat g més grans, tal com veurem a l'apartat relatiu al valor residual. En termes generals, el període explícit de projecció estarà comprès entre 5 i 10 anys.

Les projeccions financeres haurien d'estar fonamentades en unes hipòtesis realistes o coherents, respecte a l'evolució futura del negoci. És, per tant, essencial analitzar i comprendre el comportament històric de la societat a valorar, el mercat en què opera la companyia i la capacitat de l'equip directiu-gestor.

Presentem a continuació les projeccions financeres estimades per a la societat A per a un període de 5 anys:

— Compte de Resultats:

Quadre 1. Projeccions financeres del compte de resultats.

Exercici (En milers d'euros)	Històric		Projeccions				
	Any 1	Any 0	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Xifra neta negoci	9.329	10.411	11.908	13.047	14.254	15.537	16.898
<i>% creixement</i>		11,6%	14,4%	9,6%	9,3%	9,0%	8,8%
Cost de vendes	2.649	2.955	3.380	3.735	4.117	4.526	4.965
<i>% s'ingressos</i>	28,4%	28,4%	28,4%	28,6%	28,9%	29,1%	29,4%
Marge brut	6.680	7.456	8.529	9.311	10.138	11.011	11.933
<i>% s'ingressos</i>	71,6%	71,6%	71,6%	71,4%	71,1%	70,9%	70,6%
<i>% creixement</i>		11,6%	14,4%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%
Despeses de personal	3.616	4.144	4.745	5.171	5.630	6.124	6.656
<i>% s'ingressos</i>	38,8%	39,8%	39,8%	39,6%	39,5%	39,4%	39,4%
<i>% creixement</i>		14,6%	14,5%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%
Arrendaments i cànons	467	547	626	685	749	816	888
Reparacions i conservació	608	607	694	760	830	905	984
Serveis professionals independents	69	51	58	63	69	75	82
Transports	495	577	660	724	791	862	937
Primes assegurança	23	30	34	37	41	44	48
Pub., propaganda i relacions públiques	6	36	41	45	49	54	58
Subministraments	318	340	389	427	466	508	553
Altres serveis	46	48	55	60	65	71	78
Tributs	36	40	45	50	54	59	64
Total despeses d'explotació	2.069	2.275	2.602	2.851	3.115	3.395	3.692
<i>% s'ingressos</i>	22,2%	21,9%	21,9%	21,8%	21,9%	21,9%	21,9%
<i>% creixement</i>		9,9%	14,4%	9,6%	9,3%	9,0%	8,8%
EBITDA	994	1.038	1.181	1.289	1.393	1.492	1.585

% EBITDA/ingressos	10,7%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%
% creixement		4,4%	13,8%	9,2%	8,0%	7,1%	6,3%
Amortitzacions	389	428	479	511	543	575	607
Provisió insolvències	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	606	610	702	778	849	916	978
% EBIT/ingressos	6,5%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
% creixement		0,7%	15,1%	10,9%	9,2%	7,9%	6,7%
Resultat Financer	(37)	(34)	(29)	(18)	(2)	5	8
Resultat Extraordinari	-	4	80	-	-	-	-
EBT	568	580	752	760	847	921	986
Impost sobre Societats	199	203	263	266	297	322	345
Resultat de l'exercici	369	377	489	949	551	599	641
% EBITDA/ingressos	10,7%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%
% creixement		0,7%	15,1%	10,9%	9,2%	7,9%	6,7%

— Balanç de Situació:

Quadre 2. Projeccions financeres del balanç de situació.

Exercici (En milers d'euros)	Històric		Projeccions				
	Any 1	Any 0	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Immobilitzat immaterial	41	77	64	51	38	25	12
Immobilitzat immaterial brut	92	129	129	129	129	129	129
A. A. Immobilitzat immaterial	(51)	(52)	(65)	(78)	(91)	(104)	(117)
Immobilitzat material	2.391	2.472	2.606	2.507	2.377	2.214	2.020
Immobilitzat material brut	4.273	5.231	5.831	6.231	6.631	7.031	7.431
A. A. Immobilitzat material	(2.333)	(2.759)	(3.225)	(3.724)	(4.254)	(4.817)	(5.411)
Immobilitzat financer	100	163	196	198	201	204	207
Total Immobilitzat	2.531	2.712	2.865	2.756	2.616	2.443	2.239
Despeses a distribuir en varis exercicis	-	3	4	1	-	-	-
Existències	88	70	80	88	97	107	117
Deutors	1.785	2.152	2.457	2.704	2.965	3.242	3.536
Tresoreria + IFT	101	(6)	-	141	621	1.304	2.056
Total actiu circulant	1.975	2.216	2.537	2.933	3.683	4.653	5.709
Total Actiu	4.506	4.931	5.404	5.690	6.299	7.096	7.948
Capital social	33	33	33	33	33	33	33
Reserves	1.742	2.198	2.575	3.064	3.558	4.109	4.708
Resultat de l'exercici	369	377	489	494	551	599	641
Total Fons Propis	2.144	2.608	3.097	3.591	4.142	4.741	5.382
Deutes a llarg termini	666	414	260	130	-	-	-
Passiu Circulant	1.695	1.908	2.047	1.969	2.157	2.355	2.566
Deutes amb entitats de crèdit	254	286	210	-	-	-	-
Creditors comercials	791	861	985	1.089	1.200	1.319	1.447
Altres deutes no comercials	650	761	851	880	957	1.036	1.119
Total Passiu	4.506	4.931	5.404	5.690	6.299	7.096	7.948

— Estat de *cash flow*:

Quadre 3. Projeccions financeres del *Cash Flow*.

Exercici (En milers d'euros)	Any 0	Projeccions				
		Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
EBIT	610	702	778	849	916	978
– Impostos sobre EBIT	(213)	(246)	(272)	(297)	(321)	(342)
+ Amortitzacions	428	479	511	543	575	607
+ Provisions	0	0	0	0	0	0
EBITDA, net d'efecte impositiu	824	936	1.017	1.095	1.171	1.243
<i>Variació working capital (operatiu)</i>						
Existències	18	(10)	(8)	(9)	(10)	(10)
Deutors	(367)	(305)	(246)	(261)	(277)	(294)
Creditors comercials	70	124	104	111	119	128
Altres deutes no comercials	111	90	29	76	79	83
Variació working capital (operatiu)	(168)	(101)	(122)	(83)	(88)	(94)
Inversions en immobilitzat (CAPEX)	(545)	(600)	(400)	(400)	(400)	(400)
Cash flow lliure operatiu	111	234	495	613	682	749
Deutes a llarg termini	(252)	(155)	(130)	(130)	–	–
Variacions immobilitzat financer	(63)	(32)	(3)	(3)	(3)	(3)
Altres variacions	85	1	1	1	–	–
Resultat financer	(34)	(29)	(18)	(2)	5	8
Resultat extraordinari	4	80	–	–	–	–
Efecte impositiu Resultat financer	11	(18)	6	1	(2)	(3)
Cash flow lliure financer	(250)	(154)	(143)	(133)	0	2
Cash flow lliure	(139)	81	352	480	683	752

2.2. Anàlisi de companyies i transaccions comparables

Una vegada realitzades les projeccions financeres de la societat objecte de valoració, sol ser de molta utilitat realitzar una anàlisi de companyies cotitzades comparables, així com de transaccions esdevingudes entre empreses del mateix sector o similars al de la societat objecte de valoració.

Un detall dels múltiples obtinguts per a empreses cotitzades comparables, en el cas del nostre exemple, es mostra a continuació:

Quadre 4. Mostra de companyies comparables.

Empresa Comparable	EV/ Vendes	EV/ EBITDA	P/E	Beta	Deute/ (Deute + FFPP)
Empresa 1	0,5x	6,0x	14,0x	0,70	10%
Empresa 2	0,6x	6,1x	13,5x	0,66	9%
Empresa 3	0,7x	5,7x	15,2x	0,81	7%
Empresa 4	0,5x	6,5x	14,7x	0,75	11%
Empresa 5	0,5x	5,8x	15,1x	0,83	12%
Empresa 6	0,5x	6,3x	13,5x	0,88	16%
Empresa 7	0,8x	6,9x	13,7x	0,69	17%
Empresa 8	0,6x	5,0x	14,6x	0,93	8%
Empresa 9	0,7x	5,8x	15,0x	0,77	12%
Empresa 10	0,4x	6,2x	14,8x	0,80	8%
Mitjana	0,6x	6,0x	14,4x	0,78	11%
Mitjana ajustada	0,6x	6,1x	14,4x	0,78	11%
Mediana	0,6x	6,1x	14,7x	0,79	11%

Així mateix, un detall dels múltiples de transaccions recents entre empreses del mateix sector que la societat objecte de valoració es mostra a continuació:

Quadre 4. Mostra de companyies comparables.

Transacció	País	EV/Vendes	EV/EBITDA
Transacció 1	Gran Bretanya	0,6x	6,3x
Transacció 2	Holanda	0,8x	6,1x
Transacció 3	Alemanya	0,5x	5,8x
Transacció 4	Espanya	0,6x	6,0x
Transacció 5	Espanya	0,6x	5,5x
Transacció 6	Itàlia	0,5x	7,0x
Transacció 7	Alemanya	0,6x	7,5x
Transacció 8	Gran Bretanya	0,5x	6,5x
Transacció 9	Espanya	0,7x	5,5x
Transacció 10	Espanya	0,5x	5,5x
Mitjana		0,6x	6,2x
Mitjana ajustada		0,6x	6,1x
Mediana		0,6x	6,1x

2.3. Determinació de la taxa de descompte (WACC)

La taxa de descompte, aplicada en el càlcul dels valors actuals a la data

de valoració, es determina d'acord amb el cost mitjà ponderat de capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), calculada com segueix:

$$\text{WACC} = K_e \times \% E + K_d \times (1 - t) \times \% D$$

On,

K_e : cost dels recursos propis

$\% E$: proporció de recursos propis en l'estructura financera

K_d : Cost dels recursos aliens (deute)

T : Tipus impositiu

$\% D$: Proporció de recursos aliens en l'estructura financera

K_e , es determina com segueix:

$$K_e = R_f + b \times R_m + \alpha$$

On,

- R_f : taxa lliure de risc, estimada d'acord amb la rendibilitat del deute públic a llarg termini (bons i obligacions de l'Estat espanyol a 10 anys).
- b : representa el risc sistemàtic de la societat que és l'associat amb el mercat (=Borsa) i, es calcula considerant el coeficient beta d'una mostra de companyies cotitzades comparables del mateix sector que la societat.
- R_m : Prima de risc de mercat estimada en base a estudis empírics de sèries de dades que analitzen la diferència entre la rendibilitat mitjana obtinguda en el mercat borsari i en el deute públic a llarg termini.
- α : correspon a la prima de risc específica de la societat per tractar-se d'una empresa no cotitzada i tenint en compte, principalment, la seva grandària i localització geogràfica...

En el cas del nostre exemple, el cost dels recursos propis (K_e) s'ha estimat d'acord amb una taxa sense risc del 4% anual i una prima de risc del mercat del 5% corregida per un coeficient beta palanquejat del 0,9, més una prima de risc específica del 4%.

Per tant, el cost dels recursos propis s'ha estimat en el 12,3%.

El cost del deute, K_d , s'ha estimat d'acord amb el cost del deute públic

a llarg termini del 4% més un diferencial del 1,5% atenent al risc i a l'estructura financera de la societat. Per tant, el cost net del deute s'ha estimat en el 3,6% (considerant el seu corresponent estalvi fiscal).

L'estructura de capital (proporció de deute i recursos propis) s'ha estimat d'acord amb la mediana dels valors de mercat de les empreses cotitzades comparables, resultant una proporció de recursos propis/deute del 88% / 12%, aproximadament.

Per tant, la taxa de descompte (WACC) s'ha estimat en l'11,3%.

Un resum més gràfic del càlcul de la taxa de descompte (WACC) es mostra a continuació:

Quadre 5. Detall càlcul del WACC.

$$\begin{array}{l}
 K_e \left[\begin{array}{c} 4,0\% \\ \text{Taxa lliure} \\ \text{de risc} \end{array} \right] + \left[\begin{array}{c} 5\% \\ \text{Prima de} \\ \text{risc} \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{c} 0,9\% \\ \text{b palan-} \\ \text{quejada} \end{array} \right] + \left[\begin{array}{c} 4\% \\ \text{Alfa} \end{array} \right] = \left[\begin{array}{c} 12,3\% \\ \text{Cost dels Fons} \\ \text{Propis} \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{c} 88\% \\ \text{Estructura} \\ \text{financera} \end{array} \right] \\
 K_d \left[\begin{array}{c} 5,5\% \\ \text{Cost del} \\ \text{deute} \end{array} \right] \times (1 - \left[\begin{array}{c} 30\% \\ \text{Taxa} \\ \text{impositiva} \end{array} \right]) = \left[\begin{array}{c} 3,6\% \\ \text{Cost del} \\ \text{deute net} \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{c} 12\% \\ \text{Estructura} \\ \text{financera} \end{array} \right] = \mathbf{11,3\%} \\
 \text{WACC}
 \end{array}$$

2.4. El valor residual

Abans hem comentat la importància d'establir la durada òptima de les projeccions financeres que serviran de base per a una valoració. En aquest sentit, tenint en compte que la majoria de projeccions financeres abasten un període d'entre 5 i 10 anys, el més probable és que, al final d'aquest període, encara li quedi molta vida al negoci. Per tant, serà també necessari calcular el valor en aquest moment. Aquest valor del negoci es coneix com a valor residual.

Considerant un període de projecció explícit de 7 anys, el valor residual (VR) sol superar el 60% del valor total d'una companyia. Així mateix, per a companyies en negocis en creixement i amb altes inversions en el període de projecció explícit (p.e. empreses d'alta tecnologia o empreses d'internet), el valor residual pot superar el 100% del valor total de la societat.

La importància relativa del valor residual dependrà dels següents elements:

- Nombre d'anys del període de projecció explícit

- Taxa de creixement en el període explícit
- Import de les inversions en el període explícit
- Valor del WACC i g

La determinació del valor residual requereix considerar aspectes estratègics a llarg termini del sector i de la posició competitiva de la companyia a valorar, especialment:

- Creixement de vendes del sector i quota de mercat
- Evolució de marges i rendibilitat

En aquest sentit, existeixen dos «pseudoaxiomes» que hem de considerar sobre l'evolució a llarg termini d'una companyia:

- A llarg termini, el creixement de vendes d'una companyia no pot ser superior al PIB nominal
- A llarg termini, la rendibilitat d'una companyia no pot ser superior al WACC

El valor residual pot ser determinat considerant un dels següents enfocaments:

- - Múltiple sobre Ebitda, Ebit, Nopat, PER
- Patrimoni estimat en l'any n (FFPP, Capital invertit)
- Renda perpètua del *cash flow* en l'any n+1

Dels tres enfocaments anteriors, el més utilitzat és el d'actualització d'una renda perpètua del *cash flow* estimat al final del període de projecció.

En aquest sentit, la fórmula generalment utilitzada és la següent:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{NOPAT } n \times (1+g) + \text{Capital Circulant } n \times g + \text{Amortització } n \times g}{\text{WACC} - g}$$

On,

- NOPAT es correspon amb l'EBITDA de l'últim exercici de projecció net d'impostos
- Les inversions en actius fixos es corresponen amb l'amortització existent en l'últim exercici de projecció, cosa que equival a les inversions de manteniment

- El capital circulant creix amb la taxa de creixement a perpetuïtat (g)
- L'actiu fix net, igualment creix amb la taxa de creixement a perpetuïtat (g), és a dir, es consideren les inversions de creixement.

Tal com podem observar, una de les variables clau a determinar en el càlcul del valor residual és la taxa de creixement a perpetuïtat (g). En aquest sentit, la taxa g ha de ser fixada tenint en compte les decisions sobre la longitud del període explícit i el *cash flow* normalitzat. Així mateix, la taxa g ha de considerar que el creixement a llarg termini de les vendes serà inferior al PIB nominal així com que el marge - rendibilitat es reduirà progressivament.

Per a la seva estimació, és de molta utilitat l'obtenció i anàlisi de les taxes de creixement utilitzades pels analistes per a les companyies comparables del sector.

En termes generals, g sol prendre valors compresos entre el 0% i 2%. No obstant això, és convenient realitzar una anàlisi de sensibilitat.

2.5. Posició financera neta

La posició financera neta correspon a la liquiditat mantinguda en comptes bancaris (inversions financeres temporals, caixa i bancs) menys el deute de naturalesa financera a la data de valoració.

2.6. Resultats obtinguts i anàlisi de sensibilitat

Un detall dels resultats obtinguts mitjançant l'aplicació del mètode del descompte de fluxos lliures de caixa, es mostra a continuació:

Exercici (En milers d'euros)	Projeccions					
	Any 0	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Cash flow lliure operatiu	111	234	495	613	682	749
Període		1	2	3	4	5
Taxa / Factor de descompte	11,3%	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Valor actual cash flow lliure operatiu		210	399	444	444	438
Suma fluxos descomptats		1.937				
Valor residual		4.072				

«Enterprise Value»	6.009
Posició financera neta	(706)
«Equity Value»	5.303

El valor residual s'ha calculat com segueix:

Càlcul Valor Residual	
EBITDA Any 5	1.585
– Impostos sobre EBITDA Any 5	(555)
NOPAT	1.030
– Inversions a perpetuïtat	(607)
Estalvi fiscal A = 1	213
Inversions a perpetuïtat netes	(395)
Flux lliure de caixa a perpetuïtat	636
Taxa de creixement a perpetuïtat	2%
Flux lliure de caixa normalitzat	648
WACC – g	9,3%
Flux descomptat	6.959
Factor de descompte	0,6
Valor actual	4.072

Així mateix, una anàlisi de sensibilitat del valor obtingut a variacions de la taxa de descompte (WACC), així com de la taxa de creixement a perpetuïtat (g) considerada, es mostra a continuació:

		Anàlisi de sensibilitat				
		Taxa creixement a perpetuïtat («g»)				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	10,8%	5.173	5.404	5.661	5.948	6.272
	11,1%	5.019	5.236	5.477	5.746	6.048
	11,3%	4.872	5.077	5.303	5.555	5.837
	11,6%	4.732	4.925	5.138	5.375	5.639
	11,8%	4.599	4.781	4.982	5.204	5.452

3. Mètode de múltiples comparables

El mètode de múltiples de mercat consisteix en l'obtenció d'una sèrie de ràtios a partir de la capitalització borsària o del preu pagat en transaccions de mercat de companyies similars, i la seva posterior aplicació sobre les magnituds de la societat que és objecte de valoració.

En general, s'utilitza aquesta metodologia com a contrast dels resultats obtinguts en l'aplicació del mètode del descompte de fluxos lliures de caixa. Els resultats han d'entendre's en la limitació que suposa la comparabilitat de la mostra de societats cotitzades i de transaccions de mercat amb la societat objecte de valoració (per exemple, grandària, mercats geogràfics, tipus de productes, estructura financera, etc.).

Les ràtios o multiplicadors s'obtenen relacionant la cotització i/o la capitalització borsària d'empreses cotitzades i de transaccions de mercat comparables amb les seves principals magnituds financeres (EBITDA, EBIT, EAT):

EBITDA = Resultats abans d'amortitzacions, interessos i impostos

EBIT = Resultat abans d'interessos i impostos

P/E = Capitalització borsària / Benefici després d'impostos (EAT)

EV = Valor del negoci (Capitalització borsària + Deute financer net + Minoritaris, si s'escau)

En base als múltiples obtinguts en el nostre exemple, mostrats en el capítol 2.2, un resum dels valors obtinguts mitjançant l'aplicació d'aquesta metodologia es mostra a continuació:

— Empreses cotitzades comparables

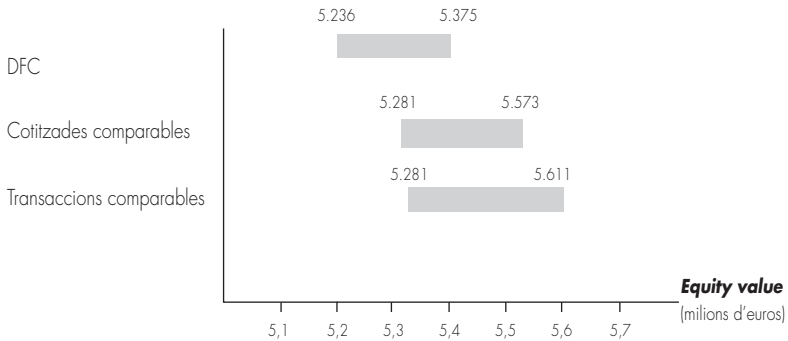
Cotitzades comparables	EV/Vendes Any 0	EV/EBITDA Any 0
Múltiple	0,6x	6,1x
Vendes / EBITDA	10,411	1,038
<i>Enterprise Value</i>	5.986	6.278
Posició Financera Neta	(706)	(706)
<i>Equity Value</i>	5.281	5.573

— **Transaccions comparables**

Transaccions comparables	EV/Vendes Any 0	EV/EBITDA Any 0
Múltiple	0,6x	6,1x
Vendes / EBITDA	10,411	1,038
«Enterprise Value»	5.986	6.317
Posició Financera Neta	(706)	(706)
«Equity Value»	5.281	5.611

4. Conclusions

Un resum dels resultats obtinguts mitjançant les dues metodologies comentades es mostra a continuació:



Per tant, el valor del 100% de les accions de la societat objecte de valoració mitjançant l'aplicació del mètode del descompte de fluxos lliures de caixa operatius se situaria entre 5,2 i 5,4 milions d'euros.

Bibliografia

COPELAND, T.; KOLLER, T. i MURRIN, J.: *Valoración. Medición y Gestión del Valor*, Ediciones Deusto, Barcelona, 2004.
 FERNÁNDEZ, P.: *Valoración de Empresas*, Gestión 2000, Barcelona, 2002.

PriceWaterhouseandCoopers: *Guía de Valoración de Empresas*, Prentice Hall, Madrid, 2003.

ACCID: *NIC/NIIF*, Gestión 2000, Barcelona, 2004.

ANTILL, N. i LEE, K.: *Company Valuation under IFRS*, Harriman House Publishing, London, 2005.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

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