

Valoración de empresas en el contexto de una *due diligence*: caso práctico mediante el método de descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comparables

JOSEP MARIA REALP
Profesor Asociado de la Universitat Pompeu Fabra

Resumen

Este estudio se plantea como objetivo fundamental el de analizar un caso práctico de valoración de empresas mediante los métodos del descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comparables. Estos dos métodos son dos de los principales métodos de valoración generalmente aceptados.

Palabras clave

Valoración de Empresas, *Due Diligence*, Método de Valoración por Múltiples.

1. Introducción y objetivos

Ante la pregunta: ¿Por qué valorar una empresa?, podemos encontrar distintas respuestas:

- Es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión.
- Sirve como herramienta muy adecuada para el proceso de planificación estratégico de una sociedad.
- Sirve como soporte para decisiones sobre la estrategia de una compañía.
- Sirve para evaluar salidas a bolsa.
- O bien, como referencia para evaluar y remunerar directivos.

En toda valoración de empresas debemos tener en cuenta que valor no es siempre lo mismo que precio. Es decir, Valor es el resultado de la aplicación de una metodología para su determinación. Dicho resultado debe basarse en un enfoque lo más objetivo posible (datos contrastables) y representa una opinión sustentada técnicamente. No obstante, precio se entiende como el importe efectivamente pagado, determinado como resultado de una negociación libre entre partes. En este sentido, se debe poner de manifiesto que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir diferentes precios para un negocio en particular debido a factores subjetivos, de poder de negociación entre las partes, de las distintas percepciones sobre las perspectivas futuras del negocio, así como, por posibles sinergias, positivas o negativas, tales como ahorros de costes, incrementos o disminuciones de ingresos esperados, efectos fiscales u otras. Asimismo, en el caso de participaciones minoritarias en acciones de compañías no cotizadas, el precio de las mismas puede verse afectado por las características inherentes a este tipo de participación, tales como la ausencia de un mercado organizado líquido que permita la venta de acciones en cualquier momento o el limitado grado de control sobre el negocio asociado a la participación accionarial.

Así, el valor de mercado de la compañía (¿Cuál es el precio si quisiera vender?) podría interpretarse en función de los múltiplos que se están pagando sobre las diferentes variables que definen una empresa/sector, tanto en los mercados cotizados como en operaciones privadas, podemos concluir un rango sobre lo que se podría pagar por una compañía, siempre sujeto a consideraciones cualitativas sobre la viabilidad de las operaciones y la rigurosidad en la aplicación de comparaciones. En cambio, el valor intrínseco de la compañía (¿Cuánto valen mis acciones?) se sustentaría sobre

el principio generalmente aceptado de que una empresa vale lo que es capaz de generar. En este sentido, el método de valoración por descuento de flujos de caja permite ofrecer un valor actual en función de lo que la empresa va a ir generando en un determinado escenario de actuación.

Asimismo, debemos tener en cuenta que toda valoración considera, además de factores objetivos, estimaciones de naturaleza subjetiva que implican juicio y que tienen inherente un cierto grado de incertidumbre. Por lo tanto, el «valor» obtenido constituye únicamente un punto de referencia para las partes interesadas en conocer esta información, y por tanto, no es posible asegurar que terceros estén de acuerdo con las conclusiones de nuestro trabajo.

Este estudio se plantea como objetivo fundamental el de analizar un caso práctico de valoración de empresas mediante los métodos del descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comprables. Estos dos métodos son dos de los principales métodos de valoración generalmente aceptados.

2. Método del descuento de flujos libres de caja (DCF)

El método del Descuento de Flujos Libres de Caja es aceptado de forma general por los expertos en valoración, tanto desde el punto de vista teórico como práctico, como el método que mejor incorpora al resultado de la valoración todos los factores que afectan al valor de un negocio.

Las principales ventajas del DCF son:

- Tiene en cuenta la capacidad de generación de flujos futuros al considerar expectativas de futuro (beneficios y *cash flows*).
- Método riguroso.
- Método de valoración generalmente aceptado.
- Considera a la empresa como un auténtico «proyecto de inversión».
- Se basa en la capacidad de generación de caja, prestando menor atención al resultado contable, que puede estar fuertemente afectados por criterios subjetivos que intervienen en su determinación.

De acuerdo con este método, el valor de las acciones (*equity value*) de la Sociedad resulta de aplicar la suma algebraica de los siguientes componentes [(1)+(2)+(3)+(4)+(5)]:

(1) Valor presente a la fecha de valoración de los Flujos Libres de Caja (*free cash flow*), generados por la Sociedad durante el período de la proyección. Para cada año, el *free cash flow* se determina de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 & \text{Resultado de Explotación (EBIT)} \\
 & + \text{Amortizaciones y provisiones} \\
 & (-) \text{Impuestos sobre EBIT} \\
 & (-) \text{Variación del Fondo de Maniobra} \\
 & (-) \text{Inversiones en Inmovilizado (CAPEX)} \\
 & = \text{Flujo Libre de Caja (free cash flow)}
 \end{aligned}$$

Los flujos libres de caja se descuentan a una tasa equivalente al WACC (Coste Medio Ponderado del Capital), considerando la estructura financiera de la Sociedad a la fecha de valoración.

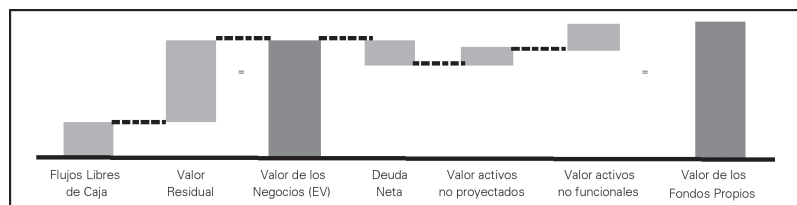
(2) Valor residual calculado como el valor presente a la fecha de valoración del flujo libre de caja normalizado que se estima generará la Sociedad, a partir del último año de la proyección, y considerando una tasa de crecimiento a perpetuidad (*g*).

(3) Posición financiera neta de la Sociedad, a la fecha de valoración.

(4) Valor de los activos financieros no incluidos en la proyección.

(5) Valor de los activos no afectos a la explotación.

Gráficamente podríamos resumir el valor de los fondos propios de la Sociedad mediante la aplicación del método de descuento de flujos libres de caja tal y como sigue:



Veamos, a continuación cada uno de los puntos comentados siguiendo un ejemplo práctico:

2.1. Proyecciones financieras

La preparación de unas proyecciones financieras de la Sociedad a valorar es el primer paso en la aplicación del método del DFC. Estas proyecciones deberán comprender un balance de situación provisionales, una cuenta de pérdidas y ganancias proyectada y un estado de flujos de caja previstos.

El período de proyección debe ser suficientemente largo que permita a la compañía obtener una estabilización de sus ingresos, márgenes, estructura financiera y flujos de caja. En este sentido, el período de proyección debería incluir, al menos, un ciclo económico completo. Asimismo, cuanto menor es la madurez del sector, mayor debería de ser el período explícito de proyección y debemos tener en cuenta que períodos de proyección cortos, pueden implicar tasas de crecimiento a perpetuidad (g) mayores tal y como veremos en el apartado relativo al valor residual. En términos generales, el período explícito de proyección estará comprendido entre 5-10 años.

Las proyecciones financieras deberán estar fundamentadas en unas hipótesis realistas u coherentes, respecto a la evolución futura del negocio. Es, por tanto, esencial analizar y comprender el comportamiento histórico de la Sociedad a valorar, el mercado en el que opera la compañía y la capacidad del equipo directivo-gestor.

Presentamos a continuación las proyecciones financieras estimadas para la Sociedad A para un período de 5 años:

— Cuenta de Resultados:

Cuadro 1. Proyecciones Financieras de la Cuenta de Resultados.

Ejercicio (En miles de euros)	Histórico		Proyecciones				
	Año 1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Cifra neta de negocio	9.329	10.411	11.908	13.047	14.254	15.537	16.898
Cifra neta de negocio	9.329	10.411	11.908	13.047	14.254	15.537	16.898
% crecimiento		11,6%	14,4%	9,6%	9,3%	9,0%	8,8%
Coste de ventas	2.649	2.955	3.380	3.735	4.117	4.526	4.965
Coste de ventas	2.649	2.955	3.380	3.735	4.117	4.526	4.965
% s/ingresos	28,4%	28,4%	28,4%	28,6%	28,9%	29,1%	29,4%
Margen bruto	6.680	7.456	8.529	9.311	10.138	11.011	11.933
Margen bruto	6.680	7.456	8.529	9.311	10.138	11.011	11.933
% s/ingresos	71,6%	71,6%	71,6%	71,4%	71,1%	70,9%	70,6%
% crecimiento		11,6%	14,4%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%
Gastos de personal	3.616	4.144	4.745	5.171	5.630	6.124	6.656
Gastos de personal	3.616	4.144	4.745	5.171	5.630	6.124	6.656
% s/ingresos	38,8%	39,8%	39,8%	39,6%	39,5%	39,4%	39,4%
% crecimiento		14,6%	14,5%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%
Arrendamientos y cánones	467	547	626	685	749	816	888
Reparaciones y conservación	608	607	694	760	830	905	984
Servicios profesionales independientes	69	51	58	63	69	75	82
Transportes	495	577	660	724	791	862	937
Primas de seguros	23	30	34	37	41	44	48
Pub., propaganda y relaciones públicas	6	36	41	45	49	54	58

Suministros	318	340	389	427	466	508	553
Otros servicios	46	48	55	60	65	71	78
Tributos	36	40	45	50	54	59	64
Total gastos de explotación	2.069	2.275	2.602	2.851	3.115	3.395	3.692
% <i>s/ingresos</i>	22,2%	21,9%	21,9%	21,8%	21,9%	21,9%	21,9%
% <i>crecimiento</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
% <i>EBITDA/ingresos</i>	10,7%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%
% <i>crecimiento</i>		4,4%	13,8%	9,2%	8,0%	7,1%	6,3%
Amortizaciones	389	428	479	511	543	575	607
Provisión insolvencias	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	606	610	702	778	849	916	978
% <i>EBIT/ingresos</i>	6,5%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
% <i>crecimiento</i>		0,7%	15,1%	10,9%	9,2%	7,9%	6,7%
Resultado Financiero	(37)	(34)	(29)	(18)	(2)	5	8
Resultado Extraordinario	-	4	80	-	-	-	-
EBT	568	580	752	760	847	921	986
Impuesto sobre Sociedades	199	203	263	266	297	322	345
Resultado del ejercicio	369	377	489	949	551	599	641
% <i>EBITDA/ingresos</i>	10,7%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%
% <i>crecimiento</i>		0,7%	15,1%	10,9%	9,2%	7,9%	6,7%

— Balance de Situación:

Cuadro 2. Proyecciones Financieras del Balance de Situación.

Ejercicio (En miles de euros)	Histórico		Proyecciones				
	Año 1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Inmovilizado inmaterial	41	77	64	51	38	25	12
Inmovilizado inmaterial bruto	92	129	129	129	129	129	129
A. A. Inmovilizado inmaterial	(51)	(52)	(65)	(78)	(91)	(104)	(117)
Inmovilizado material	2.391	2.472	2.606	2.507	2.377	2.214	2.020
Inmovilizado material bruto	4.273	5.231	5.831	6.231	6.631	7.031	7.431
A. A. Inmovilizado material	(2.333)	(2.759)	(3.225)	(3.724)	(4.254)	(4.817)	(5.411)
Inmovilizado financiero	100	163	196	198	201	204	207
Total Inmovilizado	2.531	2.712	2.865	2.756	2.616	2.443	2.239
Gastos a distribuir en varios ejercicios	-	3	4	1	-	-	-
Existencias	88	70	80	88	97	107	117
Deudores	1.785	2.152	2.457	2.704	2.965	3.242	3.536
Tesorería + IFT	101	(6)	-	141	621	1.304	2.056
Total activo circulante	1.975	2.216	2.537	2.933	3.683	4.653	5.709
Total Activo	4.506	4.931	5.404	5.690	6.299	7.096	7.948
Capital social	33	33	33	33	33	33	33
Reservas	1.742	2.198	2.575	3.064	3.558	4.109	4.708
Resultado del ejercicio	369	377	489	494	551	599	641
Total Fondos Propios	2.144	2.608	3.097	3.591	4.142	4.741	5.382
Deudas a largo plazo	666	414	260	130	-	-	-

Pasivo Circulante	1.695	1.908	2.047	1.969	2.157	2.355	2.566
Deudas con entidades de crédito	254	286	210	–	–	–	–
Acreedores comerciales	791	861	985	1.089	1.200	1.319	1.447
Otras deudas no comerciales	650	761	851	880	957	1.036	1.119
Total Pasivo	4.506	4.931	5.404	5.690	6.299	7.096	7.948

— Estado de *cash flow*:

Cuadro 3. Proyecciones Financieras del *Cash Flow*.

Ejercicio (En miles de euros)	Año 0	Proyecciones				
		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
EBIT	610	702	778	849	916	978
– Impuestos sobre EBIT	(213)	(246)	(272)	(297)	(321)	(342)
+ Amortizaciones	428	479	511	543	575	607
+ Provisiones	0	0	0	0	0	0
EBITDA, neto de efecto impositivo	824	936	1.017	1.095	1.171	1.243
<i>Variación working capital (operativo)</i>						
Existencias	18	(10)	(8)	(9)	(10)	(10)
Deudores	(367)	(305)	(246)	(261)	(277)	(294)
Acreedores comerciales	70	124	104	111	119	128
Otras deudas no comerciales	111	90	29	76	79	83
Variación working capital (operativo)	(168)	(101)	(122)	(83)	(88)	(94)
Inversiones en inmovilizado (CAPEX)	(545)	(600)	(400)	(400)	(400)	(400)
Cash flow libre operativo	111	234	495	613	682	749
Deudas a largo plazo	(252)	(155)	(130)	(130)	–	–
Variaciones Inmovilizado financiero	(63)	(32)	(3)	(3)	(3)	(3)
Otras variaciones	85	1	1	1	–	–
Resultado financiero	(34)	(29)	(18)	(2)	5	8
Resultado extraordinario	4	80	–	–	–	–
Efecto impositivo Resultado financiero	11	(18)	6	1	(2)	(3)
Cash flow libre financiero	(250)	(154)	(143)	(133)	0	2
Cash flow libre	(139)	81	352	480	683	752

2.2. Análisis de compañías y transacciones comparables

Una vez realizadas las proyecciones financieras de la Sociedad objeto de valoración, suele ser de mucha utilidad realizar un análisis de compañías cotizadas comparables, así como de transacciones acontecidas entre empresas del mismo sector o similares al de la sociedad objeto de valoración.

Un detalle de los múltiplos obtenidos para empresas cotizadas comparables, en el caso de nuestro ejemplo, se muestra a continuación:

Cuadro 4. Muestra de compañías comparables.

Empresa Comparable	EV/ Ventas	EV/ EBITDA	P/E	Beta	Deuda/ (Deuda + 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%
Media	0,6x	6,0x	14,4x	0,78	11%
Media ajustada	0,6x	6,1x	14,4x	0,78	11%
Mediana	0,6x	6,1x	14,7x	0,79	11%

Asimismo, un detalle de los múltiplos de transacciones recientes entre empresas del mismo sector que la sociedad objetote valoración se muestra a continuación:

Cuadro 4. Muestra de compañías comparables.

Transacción	País	EV/Ventas	EV/EBITDA
Transacción 1	Gran Bretaña	0,6x	6,3x
Transacción 2	Holanda	0,8x	6,1x
Transacción 3	Alemania	0,5x	5,8x
Transacción 4	España	0,6x	6,0x
Transacción 5	España	0,6x	5,5x
Transacción 6	Italia	0,5x	7,0x
Transacción 7	Alemania	0,6x	7,5x
Transacción 8	Gran Bretaña	0,5x	6,5x
Transacción 9	España	0,7x	5,5x
Transacción 10	España	0,5x	5,5x
Media		0,6x	6,2x
Media ajustada		0,6x	6,1x
Mediana		0,6x	6,1x

2.3. Determinación de la tasa de descuento (WACC)

La tasa de descuento, aplicada en el cálculo de los valores actuales a la fecha de valoración se determina de acuerdo con el coste medio ponderado

de capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), calculada como sigue:

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

Siendo,

K_e : Coste de los recursos propios

$\% E$: Proporción de recursos propios en la estructura financiera

K_d : Coste de los recursos ajenos (deuda)

T : Tipo impositivo

$\% D$: Proporción de recursos ajenos en la estructura financiera

K_e , se determina como sigue:

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

Siendo,

- R_f : tasa libre de riesgo, estimada de acuerdo con la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado español a 10 años).
- b : representa el riesgo sistemático de la Sociedad que es aquel asociado con el mercado (= Bolsa) y, se calcula considerando el coeficiente beta de una muestra de compañías cotizadas comparables del mismo sector que la Sociedad.
- R_m : prima de riesgo de mercado estimada en base a estudios empíricos de series de datos que analizan la diferencia entre la rentabilidad media obtenida en el mercado bursátil y en la deuda pública a largo plazo.
- α : corresponde con la prima de riesgo específica de la Sociedad por tratarse de una empresa no cotizada y, teniendo en cuenta, principalmente, su tamaño y localización geográfica...

En el caso de nuestro ejemplo, el coste de los recursos propios (K_e) se ha estimado de acuerdo con una tasa sin riesgo del 4% anual y una prima de riesgo del mercado del 5% corregida por un coeficiente beta apalancado del 0,9, más una prima de riesgo específica del 4%.

Por consiguiente, el coste de los recursos propios se ha estimado en el 12,3%.

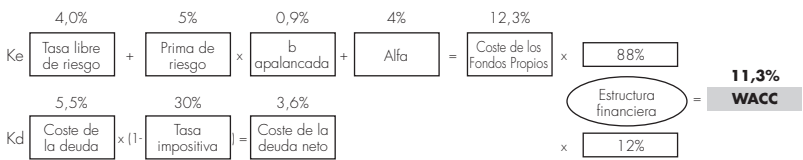
El coste de la deuda, K_d , se ha estimado de acuerdo con el coste de la deuda pública a largo plazo del 4% más un diferencial del 1,5% atendiendo al riesgo y estructura financiera de la Sociedad. Por consiguiente, el coste neto de la deuda se ha estimado en el 3,6% (considerando su correspondiente ahorro fiscal).

La estructura de capital (proporción de deuda y recursos propios) se ha estimado de acuerdo con la media de los valores de mercado de las empresas cotizadas comparables, resultando una proporción de recursos propios/deuda del 88%/12%, aproximadamente.

Por consiguiente, la tasa de descuento (WACC) se ha estimado en el 11,3%.

Un resumen más gráfico del cálculo de la tasa de descuento (WACC) se muestra a continuación:

Cuadro 5. Detalle cálculo del WACC.



2.4. El valor residual

Con anterioridad, hemos comentado la importancia de establecer la duración óptima de las proyecciones financieras que servirán de base para una valoración. En este sentido, teniendo en cuenta que la mayoría de proyecciones financieras abarcan un período de entre 5 y 10 años, lo más probable es que al final de dicho período, aún le quede mucha vida al negocio, por tanto, será también necesario calcular el valor en ese momento. Éste valor del negocio se conoce como valor residual.

Considerando un período de proyección explícito de 7 años, el valor residual (VR) suele superar el 60% del valor total de una compañía. Asimismo, para compañías en negocios en crecimiento y con altas inversiones en el período de proyección explícito (pe. empresas de alta tecnología o empresas de internet), el valor residual puede superar el 100% del valor total de la sociedad.

La importancia relativa del valor residual dependerá de los siguientes elementos:

- Número de años del período de proyección explícito
- Tasa de crecimiento en el período explícito
- Importe de las inversiones en el período explícito
- Valor del WACC y g

La determinación del valor residual requiere considerar aspectos estratégicos a largo plazo del sector y de la posición competitiva de la compañía a valorar, especialmente:

- Crecimiento de ventas del sector y cuota de mercado
- Evolución de márgenes y rentabilidad

En este sentido, existen dos «pseudo-axiomas» que debemos considerar sobre la evolución a largo plazo de una compañía:

- A largo plazo, el crecimiento de ventas de una compañía no puede ser superior al PIB nominal
- A largo plazo, la rentabilidad de una compañía no puede ser superior al WACC

El valor residual puede ser determinado considerando uno de los siguientes enfoques:

- Múltiplo sobre Ebitda, Ebit, Nopat, PER
- Patrimonio estimado en año n (FFPP, Capital invertido)
- Renta perpetua del *Cash Flow* en año n+1

De los tres enfoques anteriores, es el de actualización de una renta perpetua del *cash flow* estimado al final del período de proyección el método más utilizado

En este sentido, la fórmula generalmente utilizada es la siguiente:

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

Donde,

- NOPAT se corresponde con el EBITDA del último ejercicio de proyección neto de impuestos.
- Las inversiones en activos fijos se corresponden con la amortización existente en el último ejercicio de proyección, lo que equivale a las inversiones de mantenimiento.

- El Capital circulante crece con la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).
- El Activo Fijo neto, igualmente crece con la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), es decir se consideran las inversiones de crecimiento.

Tal y como podemos observar una de las variables clave a determinar en el cálculo del valor residual es la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). En este sentido, la tasa g debe ser fijada teniendo en cuenta las decisiones sobre la longitud del período explícito y el *cash flow* normalizado. Asimismo, la tasa g debe considerar que el crecimiento a largo plazo de las ventas será inferior al PIB nominal así como que el margen-rentabilidad se reducirá progresivamente.

Para su estimación, es de mucha utilidad la obtención y análisis de las tasas de crecimiento utilizadas por los analistas para las compañías comparables del sector.

En términos generales, g suele tomar valores comprendidos entre el 0% y 2%. No obstante, es conveniente realizar un análisis de sensibilidad.

2.5. Posición financiera neta

La posición financiera neta corresponde a la liquidez mantenida en cuentas bancarias (Inversiones Financieras Temporales, Caja y Bancos) menos la deuda de naturaleza financiera a la fecha de valoración.

2.6. Resultados obtenidos y análisis de sensibilidad

Un detalle de los resultados obtenidos mediante la aplicación del método del descuento de flujos libres de caja, se muestra a continuación:

Ejercicio (En miles de euros)	Proyecciones					
	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Cash flow libre operativo	111	234	495	613	682	749
Período		1	2	3	4	5
Tasa / Factor de descuento	11,3%	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Valor actual cash flow libre operativo		210	399	444	444	438
Suma flujos descontados		1.937				

Valor residual	4.072
«Enterprise Value»	6.009
Posición financiera neta	(706)
«Equity Value»	5.303

El valor residual, se ha calculado, tal y como sigue:

Cálculo Valor Residual	
EBITDA Año 5	1.585
– Impuestos sobre EBITDA Año 5	(555)
NOPAT	1.030
– Inversiones a perpetuidad	(607)
Ahorro fiscal A = 1	213
Inversiones a perpetuidad netas	(395)
Flujo libre de aja a perpetuidad	636
Tasa de crecimiento a perpetuidad	2%
Flujo libre de caja normalizado	648
WACC - g	9,3%
Flujo descontado	6.959
Factor de descuento	0,6
Valor actual	4.072

Asimismo, un análisis de sensibilidad del valor obtenido a variaciones de la tasa de descuento (WACC), así como de la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) considerada, se muestra a continuación:

Análisis de sensibilidad					
Tasa crecimiento a perpetuidad («g»)					
	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
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. Método de múltiplos comparables

El método de múltiplos de mercado, consiste en la obtención de una serie de ratios a partir de la capitalización bursátil o del precio pagado en transacciones de mercado de compañías similares, y su posterior aplicación sobre las magnitudes de la sociedad que es objeto de valoración.

En general, se utiliza esta metodología como contraste de los resultados obtenidos en la aplicación del método del descuento de flujos libres de caja y los resultados han de entenderse en la limitación que supone la comparabilidad de la muestra de sociedades cotizadas y de transacciones de mercado con la Sociedad objeto de valoración (por ejemplo, tamaño, mercados geográficos, tipos de productos, estructura financiera, etc.).

Los ratios o multiplicadores se obtienen relacionando la cotización y/o capitalización bursátil de empresas cotizadas y de transacciones de mercado comparables con sus principales magnitudes financieras (EBITDA, EBIT, EAT):

EBITDA = Resultados antes de amortizaciones, intereses e impuestos

EBIT = Resultado antes de intereses e impuestos

P/E = Capitalización Bursátil / Beneficio después de impuestos (EAT)

EV = Valor del negocio (Capitalización Bursátil+ Deuda financiera neta + Minoritarios, en su caso)

En base a los múltiplos obtenidos en nuestro ejemplo, mostrados en el capítulo 2.2, un resumen de los valores obtenidos mediante la aplicación de esta metodología se muestra a continuación:

— Empresas cotizadas comparables

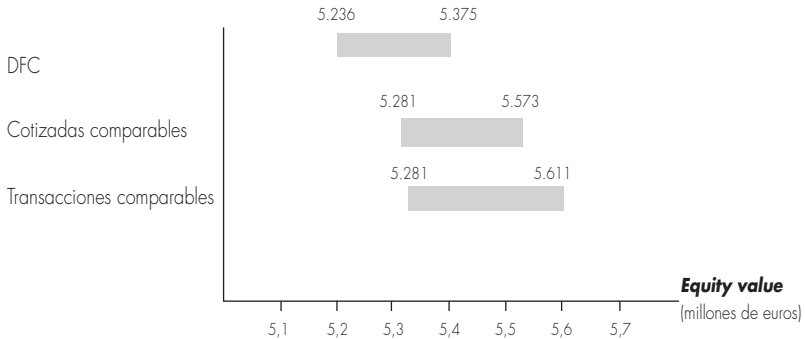
Cotizadas comparables	EV/Ventas Año 0	EV/EBITDA Año 0
Múltiplo	0,6x	6,1x
Ventas / EBITDA	10,411	1,038
<i>Enterprise Value</i>	5.986	6.278
Posición Financiera Neta	(706)	(706)
<i>Equity Value</i>	5.281	5.573

— **Transacciones comparables**

Transacciones comparables	EV/Ventas Año 0	EV/EBITDA Año 0
Múltiplo	0,6x	6,1x
Ventas / EBITDA	10,411	1,038
«Enterprise Value»	5.986	6.317
Posición Financiera Neta	(706)	(706)
«Equity Value»	5.281	5.611

4. Conclusiones

Un resumen de los resultados obtenidos mediante las dos metodologías comentadas se muestra a continuación:



Por lo tanto, el valor del 100% de las acciones de la Sociedad objeto de valoración mediante la aplicación del método del descuento de flujos libres de caja operativos se situaría entre 5,2 y 5,4 millones de euros.

Bibliografía

COPELAND, T.; KOLLER, T. y 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. y LEE, K.: *Company Valuation under IFRS*, Harriman House Publishing, London, 2005.



Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

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