

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

En este capítulo definiremos el concepto de valoración, y aprenderemos a distinguir los conceptos de Valor de Empresa (EV) y Valor de los Fondos Propios (Capitalización), así como cada uno de sus componentes.

A continuación, se detallan los diferentes métodos de valoración, así como sus ventajas e inconvenientes, para posteriormente acercar al lector al concepto de valoración en un contexto de mercado, adquisición, salida a bolsa o liquidación.

La importancia de los *value drivers* (generadores de valor) y su relación con la valoración se explica finalmente, justo antes del resumen y del ejercicio práctico de este capítulo.

1. La valoración y su importancia

Cómo valorar una transacción, cómo saber si una acción está sobre o infravalorada, cómo predecir si el mapa empresarial va a sufrir un proceso de consolidación... son algunas de las muchísimas aplicaciones en las que la valoración de una empresa es un elemento de gran relevancia.

La maximización de valor para el accionista, regla por la cual las empresas rigen su gestión empresarial, está íntimamente ligada a la percepción del mercado y potenciales adquirentes de la compañía y su valoración.

En particular, dentro del mundo de la banca de inversión, la valoración forma una parte esencial del trabajo de los analistas financieros, de los ejecutivos de Corporate Finance, de los equipos de venta de acciones, de bonos, de productos derivados, etc.

Las aplicaciones de la valoración de empresas son demasiado amplias como para realizar una enumeración exhaustiva de las mismas; sin embargo, veamos algunas situaciones donde resulta de extremada importancia.

La valoración es crucial cuando se produce una compra o una venta de una compañía o parte de ella. En el caso de compra de compañías, el Consejo de Administración de la compañía adquirente deberá demostrar a sus accionistas que el precio pagado por ese activo se traduce en una creación de valor, una vez tenidas en cuenta las posibles sinergias, mientras que el Consejo de Administración de la empresa que vende deberá demostrar a sus accionistas (cuando recomienda la oferta) que el precio que se paga es superior al de la compañía en solitario (lo cual fundamenta las primas sobre el precio de mercado en las adquisiciones), y que no están recomendando una oferta que no represente el valor real de la compañía.

Por ejemplo, si una compañía cotiza a 8 € por acción en el mercado bursátil, y un adquirente ofrece 10 € por acción, el adquirente debe pensar, y convencer a sus accionistas, que las sinergias derivadas de la adquisición son superiores a 2 € por acción (que es la prima que está pagando).

De igual forma, el adquirente, si recomienda la oferta, deberá convencer a sus accionistas de que el valor de la compañía por sí sola difícilmente alcanzaría los 10 € por acción, y que por tanto es, desde un punto de vista estratégico o simplemente financiero, recomendable aceptar la oferta.

La valoración es también fundamental cuando una compañía quiere captar fondos en el mercado de acciones y deuda. Otras aplicaciones importantes de la valoración incluyen la determinación de los valores “fundamentales” de mercado, la apropiada determinación de la estructura óptima de capital, o ejercer una defensa efectiva de la empresa cuando se produce una oferta hostil (no recomendada por el Consejo de Administración).

Finalmente, es la valoración de una compañía la que debe marcar las pautas de gestión de la misma, en tanto todas las decisiones operativas, financieras, estratégicas... deben estar dirigidas a la creación de valor para los accionistas.

Con este manual pretendemos acercar la valoración de empresas a través de un enfoque de total pragmatismo. No pretendemos crear un resumen de las diferentes teorías sobre la valoración y sus métodos, sino mostrar cómo poder realizar la valoración de una empresa, interpretar el resultado de la misma, y dar solución a los problemas que surgen cuando nos enfrentamos a ella.

Aplicaciones generales de la valoración



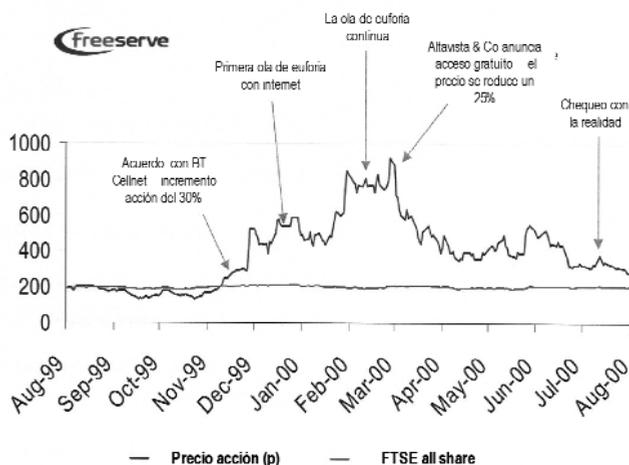
2. Concepto, concepciones erróneas y metodología

Definición de valoración

El valor de una empresa podría definirse como el valor de mercado o valor de esa compañía si estuviera cotizada, como el valor de adquisición, que es el valor de la misma en un contexto de cambio de control, o como el valor de liquidación, o valor suma de cada uno de los activos cuando se venden de forma independiente a la realidad de la compañía. Y toda valoración depende de la percepción sobre la compañía y sus posibilidades de generar flujos de caja en el futuro.

Financieramente, el precio pagado por cualquier activo es, al menos teóricamente, el valor presente de los flujos de caja que ese activo es capaz de generar en el futuro. La percepción sobre la cuantía de esos flujos, o del riesgo asociado a los mismos, resulta en importantes diferencias de valoración.

Sin embargo, la percepción no siempre esta respaldada por la realidad. Veamos un ejemplo.



Internet ha sido un claro ejemplo de cómo las percepciones tienen que demostrar estar relacionadas con la realidad. A la euforia inicial, debida a la expectativa de crecimiento infinito de muchas de las compañías, se opuso la realidad de pérdidas sin esperanza de recuperación, de competencia sin barreras de entrada, y de problemas tecnológicos que destrozaban las expectativas de crecimiento sobre las que muchas de ellas se asentaban.

El mercado vio la posibilidad de invertir en la economía del futuro, en el crecimiento de compañías que liderarían la economía mundial. La realidad es que, si bien es cierto que el crecimiento es un importante componente en la valoración, es necesario que vaya acompañado de flujos de caja positivos en el futuro. Al final “Cash is King”.

Concepciones erróneas

Para hablar de la valoración de una compañía y de cómo calcular ese valor hace falta, previamente, desmitificar algunas afirmaciones:

“Dado que los modelos de valoración son cuantitativos, la valoración resultante es objetiva”

- Si bien es cierto que los modelos que se construyen con el fin de valorar la compañía son cuantitativos, las hipótesis en las que se basan los mismos y que son empleadas por el modelo son subjetivas, y dependen del criterio personal de la persona que lleva a cabo la valoración.
- Si las hipótesis en que se basa el modelo de valoración dependen en gran medida de la persona que lo esté llevando a cabo, parece claro que el resultado, es decir, la valoración, es más subjetiva que objetiva.
- En la práctica, la valoración de una compañía es el resultado del análisis por varios métodos de valoración contrastados con la realidad.

“Cuanto mas complejo es el modelo, mejor será la valoración”

- No importa cómo de completo o complejo sea el modelo construido, pues si las hipótesis empleadas no son las correctas, la valoración tampoco lo será.
- No se debe caer en el error de creer que una valoración, para ser más correcta, debe ser lo más compleja posible. Los modelos de valoración, si bien deben abarcar la totalidad de la realidad empresarial analizada, tienen que elaborarse de acuerdo a pautas que simplifiquen el funcionamiento del mismo, haciendo más sencilla su revisión y flexibilidad.

“Una buena valoración da como resultado una buena estimación de valor”

- El modelo parte de unas premisas o hipótesis con un alto componente subjetivo, por lo que el resultado de la valoración no tiene porque ser correcto.
- Puesto que se parte de unas hipótesis subjetivas, las valoraciones se suelen expresar siempre como rangos de valoración que se establecen en función de los resultados aportados por diferentes técnicas de valoración.
- Es fácilmente comprobable que pequeños cambios en las hipótesis del modelo de valoración generan grandes diferencias y cambios substanciales en la valoración.
- Finalmente, el valor de una compañía está altamente relacionado con las dinámicas de la oferta y demanda, que son imposibles de cuantificar en un modelo matemático.

“Una valoración bien construida no está afectada por el paso del tiempo”

Toda valoración está basada en unas expectativas de beneficio futuro, y en unas determinadas condiciones de mercado.

En consecuencia, cada vez que se produce un evento que cambia nuestra expectativa de beneficios, cambia nuestra valoración.

En concreto, las valoraciones de mercado cambian constantemente. Si por ejemplo nos fijamos en las valoraciones del mercado con posterioridad al 11 de septiembre de 2001, observaremos como la incertidumbre que conllevó el ataque terrorista provocó una fuerte caída en los mercados.



El 2001 fue un año bursátil teñido de rojo en Wall Street, el índice de renta variable Standard & Poor's 500 cerró 2001 con un retroceso del 13%, tras haber perdido un 10% en el año 2000.

Metodología

Pero, entonces ¿cómo se valora una compañía?, ¿cómo se elabora un buen método de valoración de empresas?

Con este manual intentaremos responder a estas preguntas; pero recordemos que la valoración, más que una ciencia, es un arte, y siempre cabe albergar dudas sobre la fiabilidad del modelo, de las hipótesis seleccionadas, y por tanto, del resultado de la misma. Esa falta de certeza deriva de la propia realidad de la compañía, que al ser un “ente vivo”, en movimiento constante, cambia su valoración cada vez que se produce un cambio en las expectativas de generación de flujos de caja futuros de la misma o en el riesgo asociado a los mismos.

En este capítulo explicaremos el concepto de valor del negocio (EV) y el valor de los fondos propios (capitalización), las diferentes metodologías existentes para llegar a esos valores, así como los principales parámetros o hipótesis que inciden en el resultado de una valoración.

3. Valoración del negocio vs valoración de los fondos propios

En terminología anglosajona a la valoración del negocio o valor de empresa se le denomina Enterprise Value o simplemente EV. A la valoración de los fondos propios, se le conoce con el nombre de Equity Value. Pero, ¿qué significa realmente esa terminología?

El valor de negocio (EV) se identifica con el valor de la totalidad de los activos de una compañía, y como consecuencia, con el valor presente del 100% de los flujos de caja futuros generados por la misma antes de atender al pago de los proveedores de capital (es decir, con anterioridad a intereses y dividendos).

Como sabemos, los activos de una compañía pueden financiarse bien a través de recursos propios (generalmente acciones), bien a través de recursos ajenos (por ejemplo, deuda bancaria).

El valor de los fondos propios o Equity Value será pues el valor de aquella proporción de los activos de la compañía financiados por recursos propios (es decir, el valor presente de los flujos de caja futuros de la compañía después de haber pagado a los proveedores de recursos ajenos).

La definición de valor de negocio normalmente genera problemas iniciales de comprensión del concepto. *El valor de negocio no es el valor de una compañía en bolsa o capitalización bursátil, ya que esto representa el valor que el mercado paga por sus fondos propios (el valor de las acciones que cotizan en bolsa).*

Componentes del Valor de Negocio

El valor de negocio está compuesto por los siguientes elementos:

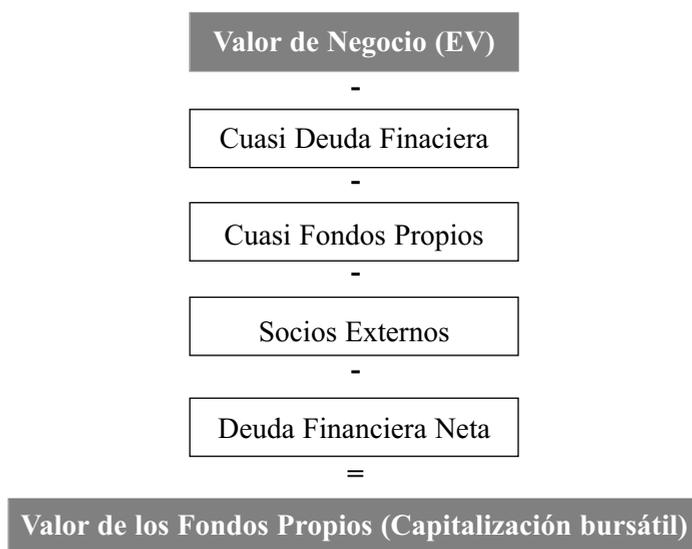
a) **El valor de mercado de los fondos propios** (o capitalización bursátil, en el caso de una compañía cotizada), que representa el valor presente de los flujos de caja de la compañía disponibles a sus accionistas.

b) **El valor de mercado de otros elementos con consideración de cuasi-fondos propios**; entre estos elementos hay que destacar las obligaciones convertibles (híbrido entre deuda y fondos propios), que también pueden ser consideradas como cuasi deuda, y las opciones sobre acciones (fondos propios no realizados). Estos elementos tienen un derecho latente sobre los flujos de caja reservados a los proveedores de fondos propios.

c) **El valor de los socios externos**; los socios externos, o minority interests en terminología inglesa, corresponden a aquellas participaciones en filiales cuyos accionistas son distintos de la matriz.

d) **El valor de mercado de la deuda financiera neta**, que determina el valor real del derecho de los proveedores de deuda a ciertos flujos de caja de la compañía.

e) **El valor de otros elementos con consideración de cuasi-deuda**, entre los que se encuentran los fondos de pensiones no subcontratados, el arrendamiento financiero y la financiación fuera de balance. En España, no existen fondos de pensiones que no estén subcontratados, y como consecuencia, no forman parte del EV.



Valor de Negocio Total vs Valor de Negocio Operativo (o Fundamental)

El concepto de Valor de Negocio Total (o EV total) es muy similar al descrito anteriormente como EV. Supone el precio de valorar el 100% de las operaciones subyacentes de la compañía.

Sin embargo, en ocasiones queremos llegar a un valor de negocio que pueda ser comparable al de otras compañías del sector, por lo que ciertos activos que no forman parte de la actividad principal de la compañía podrían distorsionar dicha comparación.

Así llegamos al Valor de Negocio Operativo que sería el EV Total menos el valor de mercado de todos aquellos activos cuya descripción no entra dentro del concepto de actividad “normal o principal” de la empresa, es decir, aquellas actividades no relacionadas directamente con la actividad corriente de la misma. Normalmente se incluyen aquí el efectivo neto, las inversiones financieras permanentes y las compañías asociadas o por puesta en equivalencia. Ninguno de los ingresos o gastos relacionados con los activos “no operativos” entra a formar parte del EBIT.

Se dice que una empresa tiene Efectivo Neto cuando la deuda financiera es menor en términos absolutos que el efectivo (activos líquidos, recordando la definición que ofrecemos en el Anexo II al definir la deuda neta) que la compañía posee.

Las inversiones financieras permanentes suponen participaciones accionariales en otras compañías pero inferiores al 20% que tienen un carácter estratégico (o de largo plazo).

Una compañía tiene una consolidación por puesta en equivalencia cuando se posee más del 20% de la misma. Simplemente conviene advertir que si bien las compañías por puesta en equivalencia podrían considerarse tanto activos “operativos” como “no operativos”, dependiendo de que el objeto de su actividad esté o no relacionado con el objeto principal de la matriz, su valoración siempre se realiza independientemente.

Algunas veces, aunque raramente, nos encontramos con activos “no operativos” que se encuentran fuera de balance, o que no se engloban en la clasificación anterior (como los riesgos medioambientales y los lease-back). Se dice entonces que nos encontramos ante activos “no fundamentales” o periféricos.

El Valor de Negocio Fundamental es igual al Valor de Negocio Operativo menos los activos periféricos. Dichos activos periféricos deben abstraerse por su valor de mercado.

(€ millones)	Capitaliz. bursátil	Deuda neta	Socios externos	Pensiones	EV Total	Activos no oper.	EV Operativo
D. Chrysler	82.904	-17.399	1.826	20.024	87.355	13.421	73.934
Volkswagen	20.077	-8.065	241	7.454	19.707	1.994	17.713
BMW	14.853	-542	73	1.263	15.647	2.731	12.916
FIAT	12.910	-2.241	2.151	1.176	13.996	5.591	8.405
Volvo	10.729	-2.930	185	331	8.315	483	7.832
Renault	8.365	-411	328	1.093	9.375	2.116	7.259
Michelin	5.368	2.554	465	1.534	9.921	53	9.868
GKN	10.591	972	59	258	11.880	0	11.880
Peugeot	6.555	959	672	0	8.186	2.154	6.032
Valeo	6.303	548	34	87	6.972	1.208	5.764

Los fondos propios están afectados por la estructura de capital así como por otros factores

En España no existen fondos de pensiones no subcontratados por lo que esta partida no aparece

Los EV total son más comparables pero pueden distorsionarse por los activos no operativos

El EV operativo es el más comparable, pero para llegar a su valor es necesario hacer hipótesis subjetivas

Finalmente, cabe recordar que todos aquellos activos “no operativos” o “periféricos” cuyo valor iremos sustrayendo serán valorados a precio de mercado, y no a su valor en libros.

Para participaciones en compañías asociadas o por puesta en equivalencia no cotizadas, y como regla general, podemos aplicar una valoración basada en métodos relativos de valoración a través de múltiplos de compañías cotizadas comparables; por ejemplo el ratio PER (“Price Earnings Ratio” o relación entre precio y beneficio neto) medio de sus compañías comparables multiplicado por la participación de beneficio neto que recibe la sociedad matriz de la compañía asociada.

Obviamente, el beneficio neto de la compañía debe ser ajustado cuando la valoremos para no contabilizar doblemente dichos ingresos por puesta en equivalencia.

Aunque estudiaremos en detalle el PER y otros múltiplos en el Capítulo II, digamos aquí que el PER se define como el valor de mercado de los fondos propios dividido por el beneficio neto después de impuestos y socios externos.

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de Mercado}}{\text{Beneficio Neto}}$$

Los Fondos Propios y los cuasi-Fondos Propios

Los accionistas de una empresa son los responsables últimos de su gestión, los que más riesgo adquieren con su inversión, y también los que más se benefician de un incremento de la rentabilidad de la empresa.

El valor de mercado de la acción cuando la compañía está cotizada es su cotización bursátil. La capitalización bursátil de sus fondos propios es, por consiguiente, dicho precio por acción multiplicado por el número de acciones emitidas.

Debido a la volatilidad del mercado conviene siempre fijarse en la evolución de la cotización de la acción en el pasado cuando se analiza el valor de los fondos propios.

Veámoslo más claro a través de un ejemplo: se anuncia que la compañía Z, que cotiza actualmente a 15 euros por acción, va a ser adquirida por la compañía X a un precio de 20 euros por acción; el precio en bolsa se elevaría hasta situarse aproximadamente en ese nivel (con un margen dependiendo de la certeza de que la oferta tenga éxito). Este nivel estaría influenciado por dicha oferta y no sería representativo del valor de mercado en solitario de compañía Z, sino que representaría el valor de la compañía Z para la compañía X, que está pagando una prima por la adquisición del control, la consecución de sinergias y la posible revalorización de la compañía X en el mercado...

En ocasiones, una empresa tiene más de un tipo o clase de acciones. En estos casos, el valor de mercado de los fondos propios es la suma del valor de mercado de cada una de sus diferentes clases.

<i>(euros)</i>	Compañía X	Compañía Z
Acciones ordinarias A	1.000.000	1.000.000
Precio por acción ordinaria A	3,5	21,0
Valor Mercado acciones A	3.500.000	21.000.000
Acciones ordinarias B	1.500.000	-
Precio por acción ordinaria B	10	-
Valor Mercado acciones B	15.000.000	-
Total Valor Mercado	18.500.000	21.000.000

Además de las acciones ordinarias, podemos incluir como cuasi Fondos Propios las acciones preferentes, las obligaciones convertibles y las opciones sobre acciones.

Las acciones preferentes son frecuentemente incluidas como parte de la deuda financiera neta, debido a que tienen un cupón fijo y habitualmente no detentan derechos de voto.

La inclusión de las obligaciones convertibles y de las opciones sobre acciones como fondos propios de la compañía depende de la ecuación de canje en las primeras, y del precio de ejecución (Strike) en las segundas.

Se entiende por número básico de acciones el compuesto por el total de acciones ordinarias emitidas por la compañía en un momento dado. El número diluido de acciones incluye, además de las ordinarias, las acciones preferentes, las opciones sobre acciones y las obligaciones convertibles (es decir, el número de acciones ordinarias existentes y potenciales de una compañía).

Composición del capital de la empresa Y	<i>(en miles de acciones)</i>
Acciones ordinarias A	2.000
Acciones ordinarias B	3.000
Obligaciones convertibles	1.500
Opciones sobre acciones	1.000
Total número básico de acciones	5.000
Total número diluido de acciones	7.500

Los Socios Externos (o Accionistas Minoritarios)

Los socios externos forman parte del EV porque los activos de la filial son contabilizados al 100%, y las magnitudes EBITDA, EBIT y BAI de la compañía consolidada siempre incluyen el 100% de los respectivos beneficios de la filial.

Sin embargo, el Equity Value no debe incluir el valor de los socios externos ya que los accionistas de la sociedad matriz no poseen el 100% de la filial. En consecuencia, los socios externos deben ser sustraídos del EV para calcular el Equity Value.

El valor al cual deben ser sustraídos es, como siempre, el valor de mercado, que si la filial está cotizada, será su capitalización bursátil. En algunos casos, las compañías que poseen filiales cotizadas sufren un “descuento de holding”, consecuencia entre otras de la posibilidad del inversor de diversificar la cartera por sí mismo (es decir, si el inversor quisiera, podría invertir en la filial directamente, y no a través de la matriz).

Cuando se trata de socios externos en una sociedad no cotizada, se debe estimar su valor de mercado. Normalmente la estimación se realiza multiplicando la cuota de beneficios perteneciente a los socios externos por el PER de la compañía

matriz. En cualquier caso, no debe utilizarse el valor en libros de los socios externos, a no ser que su valor sea relativamente muy pequeño.

En el siguiente ejemplo detallamos una estimación del valor de los socios externos.

- Beneficio neto atribuido a los socios externos (euros): 250.000
- PER de la sociedad matriz: 14.5x
- Valor estimado de los socios externos (euros): 3.625.000

Recordemos, asimismo, que la contribución de los socios externos a una empresa desde el punto de vista de Pérdidas y Ganancias no tiene una relación directa con el flujo de caja que la compañía matriz recibe de la subsidiaria (el cual se hace a través de dividendos, únicamente). Este aspecto es particularmente importante para las agencias de “rating”, que, en muchas ocasiones, desestiman los beneficios creados en subsidiarias en tanto no pueden utilizarse para el pago de intereses en la deuda de la sociedad matriz.

Así, si la compañía A posee el 80% de la compañía B, de Beneficio Neto igual a 1.000.000 de euros, la compañía A no recibirá 800.000 euros, sino que recibirá tan sólo el 80% de los dividendos que la compañía B decida repartir (que pueden ser nulos).

La Deuda Financiera Neta y la cuasi-Deuda Financiera

Hemos definido la deuda financiera neta en el Anexo II. Sólo mencionar aquí que es necesario tomar el valor de mercado de la misma cuando esté disponible, aunque de forma habitual se utiliza el valor en libros (que no suele ser muy diferente del de mercado a no ser que una parte de la misma sea a interés fijo y haya habido un cambio en los tipos de interés).

Para el cálculo de la deuda financiera neta solemos apoyarnos en el último balance de situación al que tengamos acceso. No obstante, para obtener el valor de empresa, deberemos usar el valor de mercado de la deuda financiera cuando sea posible. Si la deuda emitida está referenciada a un tipo fijo las potenciales diferencias entre el tipo de mercado y los que soporta la deuda de la compañía afectaran al valor de mercado de esa deuda, y, en consecuencia, a la valoración de la compañía.

Igualmente, si el rating de los bonos emitidos cambia, por ejemplo, determinando que los bonos tienen aparejados un riesgo mayor, el principal de los bonos en el mercado bajará hasta que el rendimiento de esos bonos se equipare con el rendimiento de bonos de riesgo equivalente.

Ejemplo: Las dos compañías siguientes son idénticas con excepción de que la compañía A tiene emitidos bonos de interés variable, y es capaz de beneficiarse de la bajada de tipos en el mercado pagando menos intereses, y la compañía B tiene

deuda emitida de interés fijo, que se hace relativamente más cara al cambiar las condiciones del mercado.

Millones de Euros	Compañía A	Compañía B
EBIT	100	100
Interés a pagar	-20	-30
Beneficio (sin impuestos)	80	70
Capitalización bursátil	1.600	1.400
Deuda Neta – Valor en libros	400	400
Deuda Neta – Valor mercado	400	600

En el caso de los créditos con instituciones financieras, el valor de mercado es equivalente a su coste de cancelación, que normalmente se corresponde con su valor en libros.

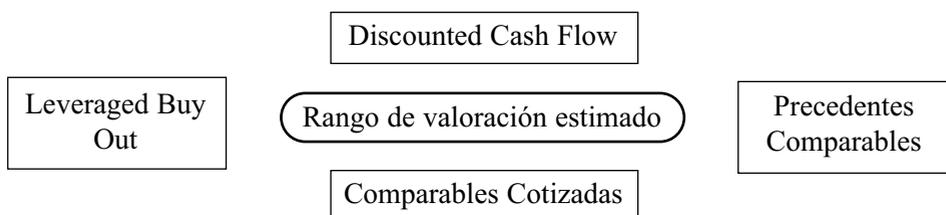
Dentro de la deuda financiera, podemos establecer una clasificación atendiendo a la prioridad de pago de los acreedores. Aquellos cuya prioridad de pago sea alta tendrán derecho a un tipo de interés o rendimiento relativamente inferior a aquellos que tienen una prioridad de pago baja (situándose todos en la misma curva rentabilidad–riesgo).

De esta forma, los proveedores de fondos propios soportan un riesgo superior al de los proveedores de deuda financiera, debido a que su preferencia en el pago es inferior.

Este concepto será de fundamental importancia cuando hablemos de coste de capital, y de por qué los proveedores de fondos propios necesitan un retorno superior al esperado por los proveedores de deuda financiera para situarse en la misma curva rentabilidad–riesgo.

4. Alternativas en la valoración de empresas

A la hora de afrontar el cálculo del valor de una empresa, la comunidad financiera emplea diferentes métodos de valoración que iremos estudiando en profundidad a lo largo de este manual. No obstante, conviene tener presente ya los diferentes tipos de valoración que existen y que se emplean con asiduidad por los analistas financieros. Aunque no es una enumeración exhaustiva, en la mayoría de los casos los métodos de valoración utilizados son los siguientes:



4.1 Métodos de valoración relativos vs. Valoraciones basadas en flujos de caja

La diferencia entre ambos métodos radica principalmente en que mientras en las valoraciones basadas en flujos de caja se analiza la compañía que queremos valorar de forma independiente en base a sus flujos de caja futuros estimados, en los métodos de valoración relativa se establece una comparación entre otras compañías similares y su valoración y la empresa a valorar.

En el fondo, ambos métodos derivan del mismo análisis: el estudio del comportamiento futuro de una compañía y de su capacidad de generar flujos de caja. La diferencia radica principalmente en que en la valoración relativa, dicho análisis se resume en una única cifra (los múltiplos).

El análisis detallado de los múltiplos y su relación con los value drivers se examina posteriormente en este manual. En cualquier caso, los cuatro sistemas de valoración suelen utilizarse simultáneamente y siempre deben contrastarse con la realidad.

Método de valoración por compañías cotizadas comparables

Este método compara las magnitudes operativas de la compañía a valorar con la relación entre la valoración en mercado y magnitudes operativas de otras compañías cotizadas similares.

Ejemplo

Queremos valorar la compañía A, en base a un múltiplo de EBITDA, utilizando como comparable la compañía cotizada B que tiene las siguientes magnitudes operativas y de mercado:

	<u>EV</u>	<u>EBITDA 2006 (estimado)</u>
Compañía B	100	10

Como consecuencia, su múltiplo de EBITDA 2006 será $(100/10)$ 10.0x. Aplicamos ese múltiplo al EBITDA 2006 de la compañía A, y nos da la valoración de la misma en función de sus compañías cotizadas comparables.

En particular, determina como el mercado ha capitalizado los ingresos, beneficios, balance o flujos de caja de compañías similares para aplicar dichos múltiplos a la compañía a valorar.

Esta técnica tienes los siguientes puntos a favor y en contra:

A FAVOR

- La eficiencia del mercado debería asegurar que los valores de mercado representan las tendencias de la industria, el riesgo del negocio, el potencial de crecimiento y de generación de flujos de caja en el futuro...

- Los valores obtenidos deberían ser una buena representación del valor de la compañía para un accionista minoritario (esto es, para aquellos accionistas que no tienen ninguna influencia o una influencia limitada en la gestión de la sociedad).

- Se basa en estimaciones de los resultados en el futuro de las compañías.

EN CONTRA

- Es difícil encontrar compañías realmente comparables, y es complicado analizar las diferencias entre las mismas.

- Los problemas estructurales del mercado de fondos propios (que no valora apropiadamente las compañías pequeñas, con poca liquidez o poca cobertura de analistas) hace que la capitalización de algunas compañías comparables produzca valores distintos a su valor real.

- Diferencias en contabilidad entre las compañías pueden distorsionar los resultados.

En cualquier caso, cuando se está realizando una valoración por compañías cotizadas comparables es importante tener en cuenta que el valor que se obtiene es el valor de mercado, y no incluye nunca una prima por cambio de control y consecución de sinergias (como correspondería en una adquisición).

Recordemos también que el mercado no es siempre eficiente, y que al elegir las compañías comparables debemos asegurarnos de que no están sometidas a un descuento estructural consecuencia de su reducido tamaño o escasa liquidez.

Finalmente, es siempre necesario, como en cualquier valoración, constatar los resultados con la realidad. Un adecuado conocimiento del sector y sus tendencias, así como de la compañía en particular ayuda significativamente a analizar los resultados de la valoración.

Método de valoración por transacciones comparables

Este método de valoración compara el precio pagado en el pasado por compañías similares por unidad de beneficio, balance o flujo de caja (es decir compara los múltiplos históricos en estas transacciones) y los aplica a las magnitudes de la empresa a valorar.

Esta técnica tiene los siguientes puntos a favor y en contra:

A FAVOR

- Transacciones comparables recientes dan información fiable sobre el mercado real para ese tipo de compañías.

- Es realista, en tanto dichas transacciones en el pasado fueron ejecutadas a esos múltiplos.

- En el caso de compañías cotizadas, indica el rango de primas pagadas sobre el precio de mercado (como consecuencia del cambio de control y consecución de sinergias).
- Las tendencias de consolidación (compradores financieros, extranjeros...) quedan más gráficamente explicadas con este análisis.

EN CONTRA

- Las transacciones en el pasado son raramente comparables (no sólo porque es difícil encontrar compañías comparables, sino porque las dinámicas de las transacciones son muy diferentes).
- La información sobre transacciones en el pasado es generalmente difícil de encontrar y no siempre tiene una fiabilidad alta.
- Este análisis está generalmente basado en información histórica.
- Es necesario tener en cuenta las circunstancias que rodean a cada transacción, y su análisis es complejo.
- El factor tiempo es fundamental en la valoración de las compañías, lo cual limita el número de transacciones relevantes.
- Diferencias en contabilidad entre las compañías pueden distorsionar los resultados.

En general, este análisis se da sólo en industrias donde el proceso de consolidación es reciente, y en consecuencia se dispone de un número alto de transacciones relevantes.

Dado que el análisis es generalmente histórico, es importante analizar el grado de desarrollo del negocio de las diferentes compañías (ya que, compañías que a 3 años vista tendrían un negocio maduro similar, pueden haber sido adquiridas en crecimiento, con beneficios artificialmente pequeños y múltiplos artificialmente altos).

El análisis de la prima pagada sobre el precio de cotización es común cuando se realiza una valoración. De media, esta prima se sitúa entre un 20%-40%. Sin embargo, es importante resaltar que si bien la media arroja resultados similares en casi todas las industrias, la desviación típica de la muestra es altísima, con lo que la prima se debe analizar para cada caso en particular en lugar de aplicando ese número.

Esta prima es sobre el valor de los fondos propios únicamente, ya que son los accionistas los únicos que se benefician de la misma.

Método de valoración por descuento de flujos de caja futuros (DCF)

En su versión más habitual, este método de valoración descuenta los flujos de caja operativos (sin apalancar) futuros de la compañía por el coste medio del capital empleado, obteniendo el valor presente de sus activos (EV).

Normalmente viene acompañado de tablas de sensibilidad que muestran el efecto en la valoración de un cambio en las hipótesis utilizadas.

Esta técnica tiene los siguientes puntos a favor y en contra:

A FAVOR

- Está menos influenciada por las condiciones de mercado, que en algunos casos pueden ser volátiles.
- El análisis de los flujos de caja futuros está menos influenciado por diferencias en contabilidad.
- Puede utilizarse cuando no existen buenos comparables o cuando es necesario realizar estimaciones a medio plazo ya que la compañía no genera flujos de caja en el futuro inmediato.
- Supone un importante instrumento de análisis, ya que identifica los value drivers operativos y financieros del negocio y ayuda a la comprensión de la realidad empresarial.
- Es particularmente útil para desarrollar valoraciones de concesiones (autopistas o minas, por ejemplo).
- Las sinergias, así como su coste de implementación, pueden incluirse fácilmente en la valoración.
- Permite una valoración por divisiones de la compañía.

EN CONTRA

- La valoración está muy ligada a las hipótesis del modelo en la elaboración de flujos de caja futuro, valor terminal y tasa de descuento.
- El valor terminal representa normalmente una porción substancial del valor total de la compañía.
- La valoración obtenida puede variar notablemente con pequeños cambios de las hipótesis y, en consecuencia, ser de utilidad relativa.
- Para que el análisis sea útil, es necesario disponer de proyecciones realistas de 5 a 10 años.

Los siguientes aspectos deben ser tenidos en cuenta en las valoraciones por DCF:

- Las valoraciones por DCF deben ser ajustadas para reflejar la presencia de determinados activos no operativos y/o periféricos, tales como las responsabilidades medioambientales y el valor de otros activos.
- La estructura de capital de la compañía afecta al valor de la misma a través de su efecto en el coste medio del capital empleado (WACC).
- El DCF valora toda la compañía, por lo que sería erróneo aplicar una prima de control. Las sinergias resultantes en la transacción se incluyen como parte de los flujos de caja estimados cuando se trata de averiguar el mayor precio que el potencial adquirente pagaría por la compañía.

Método de valoración por compra apalancada (LBO)

Este tipo de valoración es la más frecuentemente usada por inversores financieros (casas de capital riesgo o private equity) y analiza cuál es el máximo valor que se puede pagar por una compañía bajo una estructura apalancada dados ciertos retornos mínimos.

Asume también que la transacción tiene lugar bajo las actuales condiciones de endeudamiento del mercado, determinando cuál es la máxima deuda que la compañía puede soportar (el resto es financiado con fondos propios, sobre los cuales se obtienen los retornos).

Normalmente se analizan varios escenarios, y el máximo nivel de deuda de la compañía se analiza bajo el peor de los escenarios operativos realistas.

Esta técnica tiene los siguientes puntos a favor y en contra:

A FAVOR

- Proporciona una valoración con independencia de los mercados de acciones o de fusiones y adquisiciones.
- Ayuda a entender el máximo valor que un comprador financiero puede pagar por la compañía. Este valor deberá ser siempre inferior al que ofrecería un comprador estratégico.

EN CONTRA

- La valoración por LBO no tiene en cuenta las sinergias operativas (ya que normalmente el comprador financiero no es capaz de realizar ninguna).
- El valor obtenido está muy ligado a las estimaciones de los flujos de caja, al coste de la deuda en el momento inicial, y a la estructura de capital inicial.
- Finalmente, este tipo de valoración sólo tiene sentido en compañías que pueden operar bajo estructuras apalancadas (aquellas que por su grado de desarrollo no son capaces de producir flujos de caja en el corto plazo no pueden ser valoradas por LBO).

En cualquier caso, estos métodos de valoración vienen explicados en detalle en los próximos capítulos del manual, donde tendremos oportunidad de ver ejemplos prácticos de valoración.

4.2 Tipos de valoración en función del alcance de la misma

Al hablar de diferentes tipos de valoración, hemos de tener en cuenta los diferentes propósitos que deseamos cubrir con la misma. Así, debemos distinguir si pretendemos obtener:

a) Una valoración en circunstancias normales de mercado: este tipo de valoración asume que no existe cambio de control y que la compañía es valorada “as it is”, sin tener en cuenta sinergias potencialmente disponibles en el contexto de una transacción. Es, en definitiva, la valoración de mercado. Para calcular este valor en compañías no cotizadas utilizaremos como medio principal de valoración el de compañías cotizadas comparables, o el DCF (sin incluir ninguna sinergia).

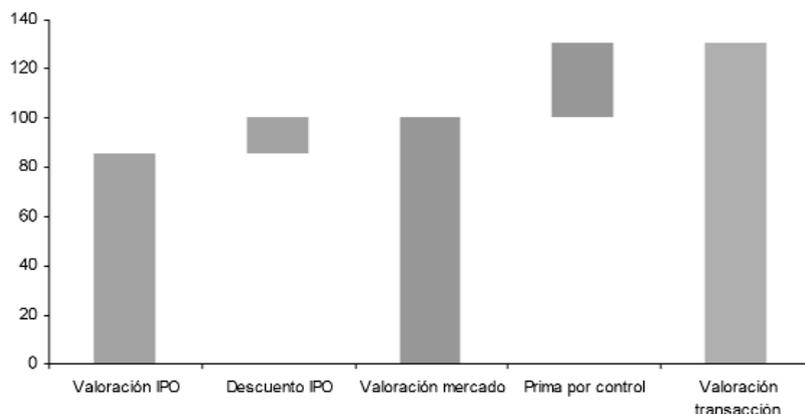
b) Una valoración para una salida a bolsa o venta pública de acciones: es una valoración en circunstancias normales de mercado a la que se le aplica un descuento de salida a bolsa. Dicho descuento es un incentivo para que los inversores se decidan a invertir en una compañía que aun no conocen bien. La pregunta clave en un proceso de este tipo es evidente ¿qué descuento se debe aplicar? Y la respuesta no es sencilla. Si bien la práctica habitual de las salidas a bolsa nos revela un descuento que se situaría entre un 10% y un 20% sobre su valor normal de mercado, es evidente que hay que realizar un profundo estudio de mercado y percepción de los inversores institucionales y particulares sobre la oferta. Dicha tarea suele llevarse a cabo por los bancos de inversión.

c) Una valoración para la adquisición de otra compañía: normalmente esta valoración es superior a la valoración en circunstancias normales de mercado ya que incluye una prima por control así como la inclusión de al menos parte de las sinergias potenciales derivadas de la adquisición. La prima de control se sitúa de media, como ya hemos comentado previamente en este manual, en un 30% sobre el valor de mercado. El análisis por transacciones comparables o por DCF (incluyendo sinergias) es el más frecuente en este tipo de valoración, aunque no es inusual el realizar una valoración por compañías cotizadas comparables a la que se le aplica una prima por control media.

d) Una valoración para llevar a cabo una compra apalancada –LBO-: en la valoración final se tendrá en cuenta el precio máximo que se puede llegar a pagar en función de la capacidad de endeudamiento de la compañía que se pretende adquirir, así como de la rentabilidad mínima exigida por la firma de capital riesgo para sus inversiones. De esta forma se sigue un criterio de eficacia económica a través del apalancamiento que en algunos casos permitiría conseguir valoraciones agresivas. No existe una correlación importante entre las anteriores valoraciones y ésta, aunque suele servir de criterio a los compradores estratégicos para saber el precio mínimo que tienen que ofertar.

e) Una valoración de empresa en liquidación: dado que la empresa va a ser liquidada, parece poco útil una valoración por cualquiera de los métodos

señalados anteriormente, donde está implícita la continuidad de la actividad empresarial. En este caso se suele calcular el valor como una suma de las diferentes valoraciones de cada uno de los activos por sí solos, menos las obligaciones a las que tendrá que hacer frente (cuyo valor se suele renegociar). En este manual no vamos a centrarnos en este tipo de valoración que se produce en casos excepcionales.



En cualquier caso, la valoración de cualquier compañía suele realizarse a través de diversos métodos de valoración (generalmente DCF, comparables y precedentes), analizando los resultados obtenidos por cada uno de ellos y constatándolos con la realidad.

5. Identificación y comprensión de los “value drivers”

Podríamos definir como value drivers aquellos factores fundamentales para el éxito del negocio, y, en consecuencia, para la consecución de flujos de caja. Los value drivers no siempre son consistentes ni tienen la misma relevancia en todas las industrias, aunque algunos, como el crecimiento y los márgenes, son siempre relevantes.

Tasas de crecimiento

Como hemos mencionado anteriormente, la valoración depende de las expectativas de generación futura de flujos de caja. El crecimiento de las operaciones es, en consecuencia, un factor altamente relevante en la valoración de las compañías.

Así, dadas dos compañías con idénticos márgenes y características, tendrá un valor superior aquella que en el futuro sea capaz de generar mayores flujos de caja, es decir, aquella que tenga el mayor crecimiento esperado.

Márgenes

Los márgenes de una compañía constituyen un factor fundamental en su valoración. Dos compañías que tengan el mismo crecimiento esperado y calidad y riesgo de sus flujos de caja tendrán una valoración directamente proporcional a la diferencia entre sus márgenes.

El margen de beneficio de una compañía debe, en consecuencia, ser analizado en detalle, tanto históricamente como en el futuro. En particular, es importante analizar si los márgenes observados en el pasado son sostenibles en el futuro, de acuerdo con el perfil de crecimiento de la compañía y las tendencias del sector.

Impuestos

La tasa impositiva efectiva (que se determina aplicando las deducciones posibles a la tasa impositiva corporativa) tiene una gran relevancia en la cuantía de los flujos de caja generados, y en consecuencia, en la valoración. El efecto de una mayor tasa impositiva corporativa tiene un doble efecto. Por un lado, hace que la financiación sea relativamente más barata, al ser los intereses de la deuda financiera fiscalmente deducibles. Por otro lado, reduce el beneficio neto disponible a los accionistas y los flujos de caja que la compañía es capaz de generar, reduciendo el valor de la compañía.

En el siguiente ejemplo, mostramos el efecto de un incremento de la tasa impositiva de la compañía S en su beneficio neto.

Millones de Euros	Compañía A	Compañía B
EBIT	100	100
Interés a pagar	20	20
Beneficio (sin impuestos)	80	80
Tasa impositiva (30 – 35%)	-24	28
Beneficio neto	56	52
Beneficio neto - margen	56%	52%

Como se puede apreciar, un incremento del 5% en la tasa impositiva sólo influye en el margen de beneficio neto en un 4%, debido a la deductibilidad de los intereses de la deuda.

En el caso de que la compañía hubiera sido financiada en su totalidad por fondos propios, el impacto de dicho cambio en la tasa impositiva se habría trasladado en su totalidad al margen de beneficio neto (lo cual se puede comprobar fácilmente repitiendo el ejercicio anterior en ausencia de intereses).

WACC o coste medio ponderado del capital **(Weighted Average Cost of Capital)**

Tal y como hemos comentado anteriormente, el valor de una compañía depende de su capacidad de generación de flujos de caja en el futuro y del riesgo asociado a los mismos.

Todos los value drivers comentados anteriormente tienen una incidencia directa en la generación futura de flujos de caja. El WACC, por el contrario, mide el coste medio ponderado de financiar la compañía, dada una estructura de capital elegida; es decir, la rentabilidad mínima que la compañía debe alcanzar para no destruir valor.

El WACC está compuesto por el coste medio de la deuda (después de impuestos) y el coste de los fondos propios, ponderados por su peso relativo como fuente de financiación de la compañía.

Dicho coste no es sino una representación del riesgo y oportunidades de inversión alternativas, y es la tasa que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros generados por la compañía. Obviamente, y a medida que el WACC aumenta, la valoración de dicha compañía se reduce.

En el Capítulo IV hablamos en detalle del WACC, por lo que nos remitimos al mismo para su estudio. Es importante resaltar aquí, no obstante, su importancia en la valoración de la compañía como value driver.

Finalmente, es necesario comprender que la valoración de una compañía está asimismo ligada con factores estructurales no directamente ligados a la realidad de la empresa en sí.

En los siguientes apartados detallamos algunos de los aspectos estructurales que más afectan la valoración de las empresas.

Tamaño

El tamaño de la empresa es relevante como elemento de creación de valor por diferentes motivos:

- La cobertura de los analistas de mercado y las limitaciones de los inversores institucionales.

Los analistas son una parte importante del esfuerzo de marketing de una compañía a los inversores institucionales (que son, en definitiva, los que mueven la mayor parte del dinero destinado a la inversión).

Debido a que muchos de los inversores institucionales tienen limitaciones de inversión en empresas de mediano o pequeño tamaño, y a que las grandes compañías son las que registran mayor movimiento de compra-venta (concepto conocido como liquidez de la acción), los analistas dedican generalmente mucho menos tiempo haciendo marke-

ting de pequeñas y medianas empresas, lo que, unido a las limitaciones de inversión que ciertos inversores institucionales tienen en estas compañías, conlleva un diferencial de valoración entre éstas y las grandes compañías.

- La capacidad para aprovecharse de las oportunidades globales existentes.

Además de tener unos recursos muy superiores, las compañías de gran tamaño se benefician de marketing activo por parte de los bancos de inversión y consultoras.

Su capacidad para aprovecharse de oportunidades globalmente, así como su mayor capacidad de diversificación del riesgo son algunos de los principales argumentos de las agencias de rating para otorgar relativamente mejores ratings a empresas grandes, aunque sus ratios financieros sean similares a aquellos de compañías más pequeñas.

- El mayor acceso a fuentes de financiación y mercados de capitales

Las compañías de cierto tamaño se benefician de una mayor capacidad de obtención de recursos financieros en diferentes países.

Adicionalmente, su tamaño les permite acceder a los mercados de capitales de deuda, donde es posible emitir bonos de la compañía a inversores privados e institucionales.

Esta opción no está abierta a empresas pequeñas, que no puede hacer frente a las altas comisiones y gastos de estructura y marketing derivados de una emisión de bonos.

- La inclusión en los índices de mercado o “index weighting”.

Las compañías de gran tamaño y alta liquidez se benefician de un factor adicional que mantiene su cotización relativamente más alta que la de sus directos comparables de más reducido tamaño: son incluidas como parte de los índices, beneficiándose del flujo de dinero que proviene de aquellos fondos que únicamente invierten en aquellas compañías que forman parte de algún índice bursátil reconocido (por ejemplo en España, el Ibex 35).

En particular, el diario Expansión en su edición del 26 de mayo de 2004 comenta: *“Independientemente de la función de escaparate que supone pertenecer a la lista de las compañías más líquidas, hay un efecto económico evidente, que además se puede cuantificar. Los expertos calculan que una empresa nueva que salta al IBEX puede*

recibir durante las semanas previas y posteriores a su incorporación efectiva una avalancha de compras en bolsa por valor de 100 millones de euros.”

“Free float”

Se denomina free float a la parte o porcentaje del capital social que no forma parte del núcleo estable de accionistas de una compañía (que, salvo operaciones muy concretas, no ponen en venta sus paquetes accionariales). Imaginemos una compañía cotizada pero de carácter familiar, donde la familia controla un 60% de las acciones. Se dice entonces que el free float de la compañía es del 40%. Este factor influye directamente en la liquidez de la acción, y tiene también un reflejo en la cotización bursátil, y por tanto en el valor de negocio.

Por ejemplo, Telefónica Móviles está participada en un 75,87% por Telefónica, siendo dicha participación una participación estratégica, por lo que, en ningún caso, esas acciones están disponibles en el mercado para ser compradas o vendidas a ningún tercero.

En este caso, el free float de Telefónica Móviles no es el 100% de sus fondos propios, sino tan sólo un 24,13%, que se corresponde con el número de acciones que no se encuentra en manos de accionistas estables, sin intención de compra o venta.

Recordemos que los inversores institucionales normalmente están condicionados a invertir en compañías de elevada liquidez, por lo que despreciaran muchas compañías con un free float reducido, lo cual conlleva consecuencias similares en su cobertura por analistas y valoración relativa a los descritos anteriormente.

Condiciones de los mercados de capitales

Las condiciones de los mercados resultan ser de una importancia tan trascendental como obvia. El incremento de rentabilidad de los mercados de high yield respecto a otros mercados supone una desviación de parte del capital disponible hacia ese mercado, lo cual impacta la valoración de las compañías.

En general, la bolsa es muy “temperamental” y su volatilidad (velocidad y magnitud de sus cambios) está directamente correlacionada con la cantidad de dinero en circulación, las expectativas de beneficio futuro, la estabilidad de dichas expectativas, y con la rentabilidad y liquidez de inversiones alternativas.

Cantidad de fondos en circulación

Periodos de valoraciones altas normalmente siguen a periodos en los que el crecimiento real de la economía ha dado lugar a la creación de una masa

importante de ahorro. El crecimiento real de la economía y del ahorro se suele traducir en un incremento del volumen manejado por los fondos de inversión, propiciando un aumento general del precio de las acciones en el mercado.

6. Resumen

1. Aplicaciones de la valoración: Fusiones y Adquisiciones, Emisiones de capital, Reestructuraciones de capital, determinación del valor fundamental, **gestión empresarial**.

2. Tipos de valoración: Valoración de mercado (como si estuviera cotizada), valoración de transacción (en un contexto de cambio de control), y valor de liquidación (cuando la compañía se liquida).

3. Valor de Empresa o EV: Valor de mercado de todos los activos de la compañía (pertenecen a todos los proveedores de financiación de la compañía – deuda y fondos propios). Se corresponde con el valor presente descontado de todos los flujos de caja de la compañía en el futuro, antes del pago de intereses y dividendos.

4. Capitalización o Fondos Propios: Valor de mercado de aquellos activos de la compañía que pertenecen a los accionistas de la misma. Se corresponde con el valor presente descontado de todos los flujos de caja de la compañía en el futuro, después del pago de intereses y antes del pago de dividendos.

5. Deuda financiera neta: Valor de mercado de la deuda financiera (es decir, que devenga intereses) menos activos líquidos (activos que pueden transformarse en efectivo en poco tiempo y con bajo coste) de la compañía. Suele incluir las acciones preferentes.

6. Socios externos: Aquella porción de los activos del grupo consolidado que no pertenece a los accionistas de la matriz, sino a los accionistas de la subsidiaria.

7. $EV = \text{Fondos Propios} + \text{Cuasi Fondos Propios} + \text{Deuda Financiera Neta} + \text{Cuasi Deuda Financiera} + \text{Socios Externos}$

8. Métodos de valoración de empresas:

Métodos de Valoración Relativa		Métodos de valoración por flujos	
Compañías cotizadas comparables	Transacciones precedentes comparables	Descuento de flujos operativos libres (DCF)	Leverage Buy Out
Utiliza múltiplos de compañías similares para la valoración	Utiliza múltiplos en transacciones comparables para la valoración	Descuenta los flujos de caja estimados de la compañía por el coste medio del capital	Analiza el máximo valor que es posible pagar dada cierta capacidad de deuda de una compañía y un mínimo retorno sobre los fondos propios
Representa la valoración más real del mercado pero necesita buena comparabilidad	Da una valoración de adquisición pero está afectada por el tiempo, comparabilidad de la transacciones y fiabilidad de la información	Da una valoración de la compañía sin necesidad de comparación, y ayuda a entender los value drivers, pero depende mucho de las hipótesis y tasas de descuento	Sólo es práctica para compañías con flujos de caja altos que pueden endeudarse y representa un valor que cualquier comprador estratégico debe superar (debido a las sinergias)

9. Value Drivers: Aquellos factores determinantes de la valoración. Incluyen aspectos operativos como el crecimiento, el margen, los impuestos, de valoración, como el WACC, y otros factores estructurales como el tamaño, los flujos en el mercado, la cobertura de analistas, etc.

7. Ejercicio práctico

Calcular el EV Total de mercado y de transacción de la compañía Riviera Española S.A., teniendo en cuenta la siguiente información:

Número de acciones ordinarias: 4.000.000

Precio de la acción en el mercado: €12

Precio ofrecido: €14

Número de acciones preferentes: 1.000.000

Precio de la acción: €9

Precio ofrecido: €10

**Numero de opciones sobre acciones ordinarias ejercitables en 3 años:
250.000**

Strike o valor de ejecución de la opción:	100.000 a €6
	100.000 a €12
	50.000 a €15

Socios Externos:

Valor en libros: €10.000

Beneficio asociado a los socios externos: €3.500

Fondos de pensiones externalizados a una empresa aseguradora: €200.000

Deuda financiera:

Valor en libros: €300.000

Valor de mercado: €220.000

Efectivo en caja: €120.000

Efectivo en cuentas corrientes: €30.000

Inversiones financieras temporales: €20.000

Inversiones financieras permanentes: €120.000

**Beneficio de la sociedad matriz después de pago del dividendo preferente:
€3.500.000**

Solución

La valoración EV de mercado se realiza en un contexto de normalidad de cotización de la compañía, es decir, con anterioridad al anuncio de la transacción. Para la resolución de este ejercicio asumimos que el precio de mercado no está afectado por ningún rumor sobre una posible transacción sobre Riviera Española S.A.

EV de mercado

Capitalización (acciones ordinarias): $4.000.000 \times 12 = €48.000.000$

Las opciones sobre acciones no representan ningún valor hoy, ya que, si bien algunas tienen su precio de ejecución por debajo del precio de mercado (están “in the money”), su ejercicio no es posible hasta dentro de tres años.

Deuda Financiera (incluyendo preferentes): $1.000.000 \times 9 + 220.000 = \text{€}9.220.000$

Consideramos en este caso las acciones preferentes como parte de la deuda financiera. Aunque su inclusión como parte de los fondos propios no es incorrecta, es generalmente incluida como deuda (en cualquier caso, el resultado final – cálculo del EV – no varía).

Los fondos de pensiones no se consideran deuda en este caso ya que están externalizados, y, en consecuencia, no suponen ninguna obligación para la compañía.

Activos líquidos: $120.000 + 30.000 + 20.000 = \text{€}170.000$

Las inversiones financieras permanentes no se consideran efectivo, ya que no pueden realizarse rápidamente y con pequeñas pérdidas de valor (sino que son activos a largo plazo). En particular, las inversiones financieras temporales deberían substraerse cuando se está calculando un EV Operativo.

Socios externos: $\text{€}3.500 \times \text{PER matriz } (48.000.000/3.500.000 = 13.71) = \text{€}48.000$

Aunque el valor en libros de los Socios Externos es de €10.000, en este ejemplo nos valemos del múltiplo de beneficio neto (PE) de la matriz para aproximar un valor de mercado de los ingresos recibidos por los Socios Externos. De esta forma, el valor que obtenemos es de €48.000. En la práctica, sin embargo, cuando los Socios Externos representen una magnitud relativa tan pequeña, se tomará generalmente el valor en libros.

Así, el EV de mercado es:

$48.000 + 48.000.000 + 9.220.000 - 170.000 = \text{€}57.098.000$

EV de transacción

La única diferencia es que el valor de las acciones es aquel que se ha ofrecido, y que las opciones sobre acciones (aunque no hay información sobre el tema en concreto) generalmente son ejercitables en un contexto de cambio de control. Así:

Opciones convertidas: 200.000

Hay 200.000 opciones que tienen un valor inferior a 14 €

Ingresos provenientes de los tenedores de opciones: $100.000 \times 6 + 100.000 \times 12 = \text{€}1.800.000$

Al ejercitar sus opciones, los tenedores de las mismas deben abonar el precio de strike para canjear la acción. Los ingresos que provienen del ejercicio de las opciones pueden netearse (suponiendo un menor precio de adquisición, como hemos realizado en el presente ejercicio), o reducir la deuda de la compañía.

Capitalización: $4.200.000 \times 14 - 1.800.000 = \text{€}57.000.000$

Deuda financiera: $1.000.000 \times 10 + 220.000 = \text{€}10.220.000$

Activos líquidos: $\text{€}170.000$

Socios externos: $\text{€}48.000$ (aquí no asumimos que el valor de los Socios externos se incrementa al incrementarse el PER de la compañía, ya que los accionistas de la subsidiaria no se benefician de la prima pagada).

Con lo que el EV de transacción es:

$48.000 + 57.000.000 + 10.220.000 - 170.000 = \text{€}67.098.000$