

Valoración de una compañía en venta

Por Antony J. Paget
vicepresidente de Redirection



La valoración de una empresa es una estimación sobre su valor de mercado, basada en un análisis de sus estados

financieros "hist" y una comparación con otras empresas similares, presentado de una manera objetiva y documentada.

Una empresa puede tener distinto valor para distintos compradores, y también puede tener distinto valor para comprador y vendedor. Según el inversor, el valor puede variar entre un valor teórico de la empresa como entidad independiente, y otro valor cuando la empresa vendedora es combinada con la empresa compradora y se tienen en consideración elementos sinérgicos, o de ingeniería financiera.

Una de las principales razones para valorar a una empresa es decidir en primer lugar si vale la pena ponerla en venta, o si ya se ha tomado esa decisión, saber lo que es un precio razonable, y de esta manera evitar venderla por menos de su valor de mercado, o pedir un precio que no se puede justificar y que impida su venta.

Existen muchos métodos de valoración, sin embargo, los principales se pueden clasificar bajo las siguientes tres metodologías: Métodos basados en el balance de situación; Métodos comparativos y Descuento de flujos de caja libre.

Métodos basados en el balance de situación. Generalmente generan el valor mínimo de una empresa. Sin embargo, a menos que se vaya a liquidar a la empresa, métodos que solo utilizan el valor patrimonial, ya sea contable, revalorizado, de reposición o liquidación, no tienen sentido. Estos métodos proporcionan un valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que tienen un impacto sobre el valor y que no están reflejados en el balance de situación. La crítica más seria es que estos métodos de valoración se limitan a valorar a los

activos tangibles, pero no tienen en cuenta la capacidad de la empresa de generar beneficios, que es la razón más importante para adquirir una empresa. Por ejemplo, si una empresa hace perforaciones en busca de petróleo, pero todos los pozos salen "secos", la inversión hecha, a pesar de ser muy alta, no serviría como argumento para conseguir ese precio por ellos. No obstante, en ningún caso valdrá la empresa menos que su valor de liquidación, en el que el valor de la empresa es igual a lo que se puede recibir de una venta de los activos menos deudas y gastos de liquidación.

Métodos comparativos. Calculan el valor de una empresa considerando la relación entre el valor de empresas "similares" y ciertas de sus variables, como beneficios netos, EBIT, EBITDA, patrimonio neto, o facturación. Aunque los métodos comparativos son aparentemente fáciles de utilizar, pueden dar resultados erróneos si las empresas con las que se hace la comparación, no son realmente "similares", o no se utilizan los métodos apropiados para la situación, o no se hacen los ajustes necesarios para tener en cuenta las diferencias que existen entre la empresa que se está valorando y las empresas con las que se la compara.

El primer paso es determinar qué empresas son "similares". ¿Tienen que ser empresas que desempeñan la misma actividad? Es decir, si la empresa que se está valorando elabora aceitunas en conserva, es imprescindible compararla con otra aceitunera, o se puede ampliar el abanico y hacer la comparación con otras empresas del sector de alimentación. ¿Es lícito hacer comparaciones con

empresas de otros países?

Es importante escoger los métodos apropiados a cada situación, y saber qué importancia darle al resultado de cada método en cada situación particular. Por ejemplo, sería más lícito utilizar el múltiplo de EBIT (beneficio operacional) en vez del múltiplo de beneficios netos (PER) si la empresa que se está valorando tuviese unos gastos extraordinarios importantes, ya que el beneficio neto no sería representativo de la rentabilidad real de la empresa. De la misma manera sería más lícito utilizar el múltiplo de EBITDA (beneficio operacional, antes de amortización y depreciación), en vez del múltiplo de EBIT o PER si la empresa que se está valorando tiene una política de amortizaciones más agresiva que la de las empresas "similares" con las que se le está comparando.

Ninguna empresa es exactamente idéntica a otra empresa, por lo tanto es imprescindible tener en cuenta las diferencias que existen entre las empresas que se comparan y hacer los consiguientes ajustes al múltiplo aplicable. Algunas de las variables a tener en cuenta son el nivel de rentabilidad, la tasa de crecimiento, el nivel de endeudamiento, tamaño, etc. Por ejemplo, aunque dos empresas "similares" tuviesen los mismos beneficios, no tendrían el mismo valor si una estuviese creciendo al 15% por año y la otra al 5%; o si una tuviese una maquinaria e instalaciones muy modernas, mientras las de la otra empresa fuesen piezas de museo que requerirían fuertes inversiones en el futuro. También las circunstancias de venta deben ser similares, por ejemplo, no es lo mismo una compra al contado, que una compra con pagos aplazados dependiente de resultados futuros.

Los métodos comparativos son una medida de *valor relativo*, que no intentan medir el valor intrínseco de una empresa, sino su valor en relación con otras empresas. En épocas cuando los mercados están eufóricos, los valores generados por métodos comparativos son más altos que los generados por la actualización de flujos de caja; y cuando los mercados están en una fase pesimista suele ocurrir lo contrario.

Descuento de flujos de caja libre. Es un método de valoración dinámico que toma en cuenta el valor del dinero a través del tiempo, y calcula el *valor absoluto* de una empresa, por lo que no requiere ninguna comparación con empresas similares.

El valor económico de una empresa es el "valor presente" de la suma de todos flujos de caja libre (FCL) que se estima que la empresa generará en el futuro. La definición de los FCL es: (a) el beneficio operacional (EBIT), (b) menos los impuestos aplicados a este beneficio, (c) más las amortizaciones, (d) menos las inversiones en inmovilizado, (e) más, o menos, los aumentos o disminuciones en capital circulante.

Al utilizar los flujos de caja libres, en vez de beneficios, como la base de valoración, se eliminan los efectos de la estructura del capital (el nivel de apalancamiento que tenga la empresa y el impacto del nivel de los tipos de intereses), los ingresos y gastos no-operacionales que pueda tener la empresa, y los apuntes contables que no afectan a los flujos de caja (amortizaciones).

En el cálculo de los FCL el primer paso es calcular de una manera detallada los FCL durante un periodo de tiempo que

generalmente no supera los cinco o diez años, dado que la incertidumbre crece con el paso del tiempo. El segundo paso es calcular el valor "residual" de la empresa, que es el valor que va más allá del período de previsiones detalladas.

Una vez que los FCL futuros y el valor residual de la empresa han sido estimados, es necesario convertir estos flujos de caja futuros en un valor presente mediante una tasa de descuento. La tasa de descuento utilizada es el coste medio, ponderado de las diferentes fuentes de financiación de la empresa (recursos propios y pasivo remunerado). Este coste ponderado refleja el riesgo asociado a la realización de los FCL. Los inversores siempre requieren una rentabilidad directamente proporcional al riesgo asumido. Es decir, a medida que aumenta el riesgo, mayor rentabilidad exigirá el inversor.

El coste de la deuda es simplemente la tasa media que la empresa paga a los bancos ajustado por el escudo fiscal.

El coste del capital aportado por los accionistas también depende del riesgo asociado a la realización de los FCL. Este coste de capital se computa sumando la siguiente serie de factores de riesgo: (a) La tasa libre de riesgo, que es la rentabilidad que un inversor percibe por invertir en un activo "sin riesgo". La tasa que se utiliza es la Deuda del Estado de mayor duración, que en España es el bono de 10 años, más (b) la prima de riesgo de mercado, que es la "rentabilidad adicional" que un inversor requiere para hacer una inversión "con riesgo", como sería la inversión en una empresa y adicionalmente (c) prima de riesgo de empresa, que es una prima que incorpora una serie de riesgos adicionales específicos a la empresa siendo valorada, como son la falta de liquidez de empresas no cotizadas, su nivel de apalancamiento operativo, su nivel de apalancamiento financiero, y el sector de la economía en la que opera. Generalmente las pequeñas y medianas empresas son más arriesgadas que las grandes empresas.

Actualizar los FCL, así como el valor residual, con la tasa de descuento calculada, genera el valor de la empresa ("enterprise value"). Para determinar el valor del capital aportado por los accionistas (es decir, el valor de las acciones) es necesario restar la deu-

da financiera del valor de la empresa, y finalmente sumar el valor de los activos no operacionales (por ejemplo, exceso de tesorería, terrenos no utilizados en la generación de flujos de caja).

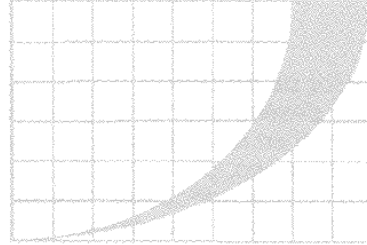
Evidentemente, las valoraciones obtenidas por este método son muy sensibles a la fiabilidad de las proyecciones de los FCL futuros (lo cual es especialmente difícil a partir de los primeros cinco años, y en particular en negocios cíclicos); la determinación del valor residual de la empresa; y la tasa de actualización que refleje el riesgo asociado a la realización de los FCL.

Conclusión

Los métodos de valoración son cuantitativos y dan la impresión de exactitud matemática. Pero la valoración de una empresa no es una ciencia exacta, ya que no se pueden aplicar formulas de una manera mecánica. No existe un método de valoración "correcto" o "mejor". Todos los métodos pueden contribuir a la labor de estimar el valor de una empresa, pero todos tienen sus limitaciones y deben ser aplicados con cautela. Es conveniente utilizar el máximo número de métodos de valoración que permita la situación y la información disponible. Aunque los diferentes métodos resulten en diferentes valoraciones, todas se pueden comparar entre sí para establecer un rango de posibles valores de la empresa. El proceso de reconciliar estas estimaciones para llegar a un rango de valores, no es un proceso matemático, sino uno que requiere un juicio de valor por parte de un profesional experimentado.

El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compraventa. El precio a pagar solo puede ser determinado por las negociaciones conjuntas entre el comprador y el vendedor. Frecuentemente el precio y el valor de la empresa son similares, pero en otras ocasiones pueden haber importantes divergencias. Precisamente para poder negociar un precio que refleje el valor de mercado de la empresa, de una manera seria y racional, es esencial saber cual es su valor y entender el razonamiento que conduce a esa valoración. □

redirection



mergers & acquisitions

Redirection, S.L.
Fernández de la Hoz, 53
28003 - Madrid

Teléfono: (34) 914 426 166
Telefax: (34) 914 418 640

mail@redirection.com

www.redirection.com

www.imap.com

Redirection es la firma más antigua de España especializada en asesorar a empresas españolas en fusiones y adquisiciones.