



Cuaderno 8

¿Cómo se valora una empresa?

Madrid

Barcelona

Bilbao

San Sebastián



¿Cómo se valora una empresa?

NORGESTIÓN viene prestando desde su fundación, a inicios de la década de los 70, sus servicios profesionales de asesoramiento integral a empresarios y directivos en cuatro áreas diferenciadas:

- El Corporate Finance o asesoramiento en la reorganización de las estructuras financiero-patrimoniales corporativas.
- El Asesoramiento Jurídico y Tributario.
- La Consultoría de Dirección.
- La Gestión Temporal de Empresas en procesos de cambio.

Estos "**Cuadernos NORGESTIÓN**" pretenden sintetizar y divulgar parte de nuestro conocimiento y experiencia en diferentes temas que consideramos de interés.

Títulos de la Colección "**Cuadernos NORGESTIÓN**"

1 - ¿Cómo comprar o vender una empresa?

2 - ¿Qué es el Capital Riesgo?

3 - ¿Qué es un "Management Buy Out" (MBO)?

4 - ¿Qué es una "Due Diligence"?

5 - ¿Cómo funciona un Consejo de Administración?

6 - ¿Cómo se gestiona una Empresa Familiar?

7 - ¿En qué consiste el "Protocolo Familiar"?

8 - ¿Cómo se valora una empresa?

¿Cómo se valora una empresa?

Índice

¿Por qué se valora una empresa?	5
¿Cómo aproximarnos a los distintos métodos de valoración?	6
Métodos Patrimoniales	7
Métodos de Rentabilidad	8
¿Qué método hay que usar?	9
¿Cómo valorar una empresa por Descuento de Flujos?	9
Filosofía	9
Inconveniente de este método de valoración	11
Procedimiento	11
Conclusión	14
¿Cómo valorar una empresa por Múltiplos?	15
Filosofía	15
Inconveniente de este método de valoración	16
Procedimiento	16
Conclusión	17
¿Qué sabemos finalmente de todo lo relacionado con la valoración de empresas?	17

Objetivo de este Cuaderno

Suministrar al lector información sobre los procesos de valoración de las empresas y los diferentes métodos utilizados.

NORGESTIÓN presta servicios de asesoramiento de Corporate Finance a la propiedad y equipos de dirección de compañías de distintos sectores de actividad y tamaño, muy en particular, en el ámbito de la empresa familiar; tanto en operaciones de inversión (compras) como de desinversión (ventas).

¿Por qué se valora una empresa?

Existen muchas razones para valorar una empresa. A menudo su propiedad necesita disponer de una idea de valor porque:

- I. Existe un tercero interesado en comprar la compañía.
- II. Existe alguna disputa accionarial entre socios y conviene fijar un valor que permita dar salida a uno de los socios.
- III. Se quiere acometer una ampliación de capital y es conveniente definir el valor que ha de asignarse al negocio con carácter previo.
- IV. Simplemente se quiere tener una referencia interna de valor.

Es evidente que los propietarios, más tarde o más temprano y por la razón que fuere, deben interrogarse sobre cuál es el valor de su negocio. Y a menudo la respuesta no es fácil. La contabilidad no siempre ayuda. El valor de los fondos propios no necesariamente refleja

el valor de la empresa. La contabilidad es una herramienta que ha de permitir realizar un juicio sobre el valor del negocio pero no contiene por sí misma la respuesta al valor de la empresa.

Para complicar más las cosas, los propietarios pueden tener una visión sesgada del valor de su negocio. Ya se sabe que “el ojo del amo engorda el caballo” y que resulta complicado para un empresario evadirse de una “afectio moral” que implica componentes subjetivos que a veces distorsionan exageradamente el valor subjetivo frente al valor de mercado.

Conviene recordar que valor y precio no necesariamente coinciden. Una cosa es tratar de determinar un valor de mercado atribuible a un negocio, y otra cosa distinta es establecer un precio que responde a un acuerdo entre comprador y vendedor para realizar una transacción en función de un proceso de negociación sujeto a una serie de circunstancias y hechos que pueden alterar las diferencias entre el valor y el precio acordado.

En cualquier caso, la pregunta sigue siendo ineludible por parte de los propietarios. En algún momento de la vida de la empresa surge la cuestión: ¿Cuánto vale mi empresa?

Para paliar las dificultades técnicas y evitar subjetividades, el empresario puede apoyarse en un asesor que le ayude a formular un juicio más objetivo sobre cuál puede ser el valor de su empresa. Desde hace más de treinta años, Norgestión ha asesorado a muchas empresas en la determinación de cuál puede ser su valor de mercado teniendo en cuenta las particularidades de cada empresa y el fin último de cada valoración.

¿Cómo aproximarnos a los distintos métodos de valoración?

Hay quien dice que la valoración de una empresa no es una ciencia, es algo más, es un arte. Al margen de este tipo de aseveraciones pretenciosas, parece razonable admitir que la valoración de empresas difícilmente puede ser considerada como una ciencia exacta.

La complejidad vital de una empresa hace difícil que ésta pueda medirse en una fórmula financiera. Cuestiones como la estrategia, las personas, el producto, la tecnología, los mercados y clientes, el riesgo del negocio, la competencia y el futuro medido como capacidad de desarrollo y crecimiento influyen sustancialmente en la determinación del valor.

Sirva de ejemplo en este proceloso mundo de las valoraciones el siguiente caso: nadie aceptaría que dos empresas con idénticas magnitudes financieras en la actualidad tengan valores similares si una tiene un producto obsoleto tecnológicamente y la otra tiene un

producto con una potencialidad de desarrollo exponencial. Parece lógico asignar más valor a la empresa con capacidad de desarrollo aun cuando la realidad financiera de ambas sea similar.

Asumiendo que cualquier valoración se sustenta en arenas movedizas, es evidente que se ha de requerir cierto coraje en el intento y que la experiencia y objetividad son dos pilares que ayudan a cimentar la valoración.

Existen diferentes fórmulas de valoración y no todos los métodos reflejan siempre el mismo valor para la empresa. Por este motivo es necesario tratar de determinar qué métodos pueden encajar mejor en cada caso.

Suele ser habitual agrupar los métodos de valoración según este criterio:

a) Métodos Patrimoniales:

Fundamentan su valor en la situación patrimonial de la empresa y por tanto resultan ser valoraciones muy estáticas. La empresa vale según su patrimonio, es decir la diferencia de sus activos menos sus pasivos. Evidentemente esta determinación puede requerir ajustes para la estimación de este patrimonio ya que la contabilidad ignora ciertas plusvalías o minusvalías de activos o, a veces, hay que aflorar ciertos pasivos que pueden alterar el valor de sus fondos propios.

Partiendo del Valor Teórico Contable (VTC) equivalente al valor de los fondos propios, y en función de ajustes se puede determinar:

- I. El valor Patrimonial Ajustado (VPA)
- II. El Valor de Liquidación (VL)
- III. El Valor Sustancial (VS)

Variantes de esta metodología, tratan de añadir un valor adicional al patrimonio mediante la adición de un fondo de comercio que trata de medir la capacidad del negocio de generar rentabilidad. Así existen fórmulas diversas para cuantificar ese fondo de comercio:

- I. El Método Anglosajón.
- II. El Método Práctico.
- III. Las distintas fórmulas de la Unión de Expertos Contables.

b) Métodos de Rentabilidad:

El valor de la empresa se fundamenta en la capacidad del negocio para crear riqueza, es decir en su capacidad de generar rentabilidad. A mayor rentabilidad mayor valor. Ello nos obliga a reflexionar sobre la rentabilidad futura que la empresa es capaz de generar. Y hablar de futuro es hablar a menudo de incertidum-

bre y desconocimiento, lo que ya plantea la dificultad de emplear estos métodos de valoración.

Algunos métodos pudieran ser:

- I. El valor del PER (multiplicador del beneficio).
- II. El valor por Descuento de Dividendos según Gordon-Shapiro.
- III. El valor por Multiplicadores en base a múltiplos de compañías comparables.
- IV. El Valor por Descuento de Flujos (en sus vertientes de WACC y CAPM).

A estas alturas, el lector habrá advertido que existiendo tantos métodos de valoración, el resultado de intentar valorar su empresa puede ser desconcertante y descorazonador.

¿ Qué método hay que usar ?

La respuesta depende de cada caso. En función de la situación de cada empresa, deben seleccionarse aquellos métodos que parezcan más razonables.

A modo de ejemplo, valorar una empresa inmobiliaria por un método patrimonial puede tener mucho sentido, pero emplear este método para valorar una empresa de biotecnología puede resultar equivocado a todas luces.

Suponemos que esta respuesta no sacia las inquietudes del lector que desea profundizar en las técnicas de valoración. Para atender esta sana curiosidad, nos vemos obligados a seleccionar algún método de entre este amplio abanico de formulas financieras. Y así lo hacemos. En nuestra opinión, cualquier valoración de una empresa exige emplear al menos estos métodos:

- I. Valor por Descuento de Flujos.
- II. Valor por Multiplicadores.

¿ Cómo valorar una empresa por Descuento de Flujos?

Filosofía:

Conceptualmente este método valora la empresa en función de la capacidad de ésta de generar flujos de dinero en el futuro para luego descontarlos a valor actual en función de una tasa de riesgo en consonancia con el riesgo/ rentabilidad inherente a cada negocio. Toda empresa es un proyecto de inversión, en función de lo que es capaz de generar y del riesgo exigido, se obtiene el valor de la empresa.

La formula de actualización resulta ser:

$$VE = \frac{FF_1}{(1+k)} + \frac{FF_2}{(1+k)^2} + \frac{FF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FF_n + VR}{(1+k)^n}$$

Siendo VE (valor empresa), FF (flujo fondos), k (tasa de riesgo) y VR (valor residual)

Donde habrá que trabajar sobre tres conceptos:

- I. Los flujos de fondos.
- II. La tasa de riesgo.
- III. El valor residual.

En función de qué tipo de flujo de fondos escojamos y de qué tipo de tasa de descuento apliquemos, obtendremos dos valores:

- I. El Valor del Activo (Enterprise Value), refleja lo que denominamos el valor del negocio para los

proveedores de fondos de la empresa, ya sea de capital (propiedad) o de deuda (entidades financieras), que financian el negocio. Conocido el valor del activo, se obtiene el valor del capital sumando o restando la situación de endeudamiento bancario de la empresa.

- II. El Valor del Capital (Equity Value), refleja directamente el valor del capital para la propiedad.

La tabla recoge los diferentes métodos dentro del Descuento de Flujos para determinar el valor de la empresa:

Flujo de Fondos	Tasa Riesgo	Valor	Deuda	VALOR
Libre (FFL)	Capital+Deuda (WACC)	Activo (Enterprise)	+ ó - Deuda	Capital (Equity)
Accionista (FFA)	Capital (CAPM)	Capital (Equity)		Capital (Equity)

Es preciso entender bien la diferencia entre el valor del activo (enterprise) y el valor del capital (equity). Son valores diferentes que obedecen a conceptos diferentes. Hay que tener cuidado también para no confundir flujos y tasas en la valoración.

En cualquier caso apliquemos un método u otro, el empresario lo que quiere conocer es cuánto vale su empresa (entendida ésta como el valor del capital o el valor de sus acciones) y ambos métodos conducen a lo mismo tanto el WACC como el CAPM.

Inconveniente de este método de valoración:

Con independencia de matices matemáticos y financieros a la hora de aplicar este método –que los hay en abundancia-, el mayor problema radica en dibujar cuál va a ser el futuro de mi empresa. ¿Qué será de mi negocio dentro de tres años? ¿Cómo serán mis ingresos y gastos? ¿Los márgenes mejorarán? ¿Cómo me afectará la competencia? ¿La globalización me habrá beneficiado o me habrá devorado? ¿Y cómo será mi

empresa dentro de cinco o de diez años? Preguntas tan interesantes como difíciles de contestar. Aunque estas preguntas nos acercan al abismo, el arte de emprender exige mirar y encarar el futuro. Y no vale caer en el desánimo para no dibujar ese futuro.

Procedimiento:

Conceptualmente el procedimiento no es complejo. Estimados los flujos de fondos y el valor residual basta con aplicar la tasa de riesgo correspondiente para determinar el valor (del activo o del capital según método).

Sin embargo la aplicación práctica del modelo se presenta más compleja. Vayamos por partes:

I. La determinación de los flujos

Hay que sacar la bola de cristal. Necesitamos construir la cuenta de explotación y balance de la empresa de los próximos años. Hay que establecer hipótesis sobre las ventas y cada una de las partidas de coste. También hay que pensar

en las inversiones futuras tanto de inmovilizado como de circulante y cómo se podrán financiar. Muchas hipótesis para disponer de unas Proyecciones Financieras (Explotación y Balance) de la empresa para, como mínimo, los próximos cinco años.

Es una tarea complicada pero interesante ya que nos obliga a pensar en la estrategia y vislumbrar el futuro.

Una vez elaboradas estas Proyecciones (y posibles escenarios alternativos) debemos calcular el flujo de fondos en función del método que apliquemos:

Flujo Fondos Libre FFL	Flujo Fondos Accionista FFA
BAIDT	Resultado
Amortizaciones	Amortizaciones
CASH FLOW OPERATIVO	CASH FLOW BRUTO
Inversión (-) o Desinversión (+) INMOVILIZADO	Inversión (-) o Desinversión (+) INMOVILIZADO
Inversión (-) o Desinversión (+) CIRCULANTE	Inversión (-) o Desinversión (+) CIRCULANTE
	Entradas (+) o Salidas (-) DEUDA BANCARIA
FLUJO DE FONDOS LIBRE	FLUJO DE FONDOS ACCIONISTA

Gracias a las Proyecciones dispondremos ya de los flujos de caja esperados para la serie proyectada (cinco o diez años). Conoceremos por tanto lo que el negocio es capaz de generar en función de nuestra percepción futura del mismo.

II. La determinación del valor residual

Normalmente todas las empresas tienen vocación de permanencia como negocio. Razonablemente la empresa ha de seguir viva después de nuestro escenario proyectado de la explotación (ya sea cinco o diez años). Por ello es preciso introducir el concepto del valor residual. Este permite de alguna manera subsanar el déficit temporal de los flujos ya que lo que trata de determinar es un valor de dichos flujos de forma permanente.

Suele ser habitual aplicar alguna fórmula de perpetuidad como la de Gordon-Shapiro:

$$VR = \frac{FF_{n+1}}{(k-g)}$$

Siendo VR (valor residual), FF (flujo fondos), k (tasa de riesgo), g (factor crecimiento).

III. La selección de la tasa de descuento

Tenemos unos flujos de caja (incluido el valor residual) que se generan a lo largo del tiempo, y es preciso valorar esos flujos a su valor de hoy. Para ello es preciso determinar qué tasa de descuento se ha de aplicar. Esta tasa permite traer a valor presente los flujos de caja futuros.

Esta tasa de descuento guarda relación con el riesgo y rentabilidad que se le debería exigir al proyecto. Riesgo y rentabilidad son las dos caras de una misma moneda. A mayor rentabilidad mayor riesgo. En la determinación de la tasa juega un papel importante el coste alternativo implícito a cualquier inversión.

Como hay dos valores (enterprise y equity) y dos flujos de fondos (flujo libre y flujo del accionista) hay también dos tasas de descuento:

- I La del coste ponderado de capital y deuda (WACC), en función de las proporciones de deuda y capital con los que se financia la

empresa. Del coste de la deuda ajustado por el impuesto y del coste de capital, se determina esta tasa de descuento que se ha de aplicar al flujo de fondos libre para obtener el valor del activo.

II La del coste de capital (CAPM), refleja el riesgo/rentabilidad exigido al proyecto y se aplica al flujo de fondos del accionista para obtener directamente el valor del capital.

Sin ánimo de entrar en disquisiciones doctrinales, se muestran las distintas fórmulas para el cálculo de las tasas de descuento. Abordar en detalle aspectos técnicos sobre las tasas de descuento (pesos, betas, apalancamientos, costes de capital y deuda...) exceden del propósito de este documento. Lo importante, a la hora de determinar estas tasas, es que reflejen de alguna manera el riesgo/rentabilidad exigido a cada empresa en particular según percepciones del inversor y teniendo en cuenta escenarios alternativos de inversión.

$$WACC = \frac{D}{D+E} (K_d (1-t)) + \frac{E}{D+E} K_e \quad CAPM (K_e) = R_F + B_{eta}(R_M - R_F)$$

Siendo D y E (valor deuda y capital)
 t (tasa impositiva)
 K_d (coste de la deuda)
 K_e (coste del capital)

Siendo R_F (tasa rentabilidad sin riesgo)
 R_M (tasa rentabilidad mercado)
 B_{eta} (beta apalancada)

Conclusión:

Este método de Descuento de Flujos conceptualmente es un método correcto de valoración. Su principal dificultad radica en la compleja tarea de dibujar el futuro para la empresa. Exige estimar unos flujos de fondos y un valor residual y seleccionar una tasa de descuento. En sus dos vertientes WACC y CAPM permiten estimar el valor del capital para la propiedad.

Es un método especialmente apropiado para empresas nuevas (sin trayectoria histórica), para empresas en proceso de expansión o reflatadas (trayectoria futura de cambio). Y en cualquier caso, debiera ser uno de los métodos empleados para valorar la empresa.

¿Cómo valorar una empresa por Múltiplos?

Filosofía:

Conceptualmente este método valora la empresa en base a una comparativa con otras empresas. Se trata de identificar una serie de multiplicadores que posteriormente se aplican a la empresa que se quiere valorar:

Estos multiplicadores pueden ser de Ventas, EBITDA, Resultado, etc. Si sabemos que el mercado valora una industria a tantas veces sus ventas o a tantas veces su resultado (PER), podemos aplicar estos multiplicadores a nuestra empresa para obtener un valor por comparación.

Algunos de los multiplicadores que se suelen utilizar son:

Ventas	Resultado
EBITDA	Cash flow
EBIT	Fondos Propios
EBT	

Al seleccionar estos multiplicadores tendremos que tener en cuenta si conducen a determinar el valor del capital (equity) o el valor del activo (enterprise) y por tanto habrá que ajustarlo posteriormente con la posición de deuda soportada por la empresa.

El problema principal radica en identificar estos multiplicadores ya que no se publican oficialmente. Pero eso no significa que no podamos identificar algunos multiplicadores que nos sirvan de referencia:

- I existen mercados bursátiles que recogen diariamente cómo el mercado financiero valora las empresas.
- II existe un mercado de transacciones de compra y venta de empresas en el que a veces es posible conocer el valor de las operaciones y relacionarlas con las magnitudes de las empresas transaccionadas.

Si nuestra investigación ha sido provechosa podemos haber obtenido información valiosa. A partir de aquí, el camino se simplifica bastante aunque todavía se requiere realizar alguna hipótesis o ajuste en los multiplicadores.

Inconveniente de este método de valoración:

Olvidando que a veces las comparaciones son odiosas, nos encontraremos con que nos resulta complicado comparar “mi empresa” con las demás. Como cualquier ser vivo, las empresas son iguales y diferentes que el resto de su especie. Habrá diferencias, a veces abismales, en dimensión, actividad, gama de producto, estructura comercial, tecnología, medios industriales, estructura financiera, etc. Sin embargo debemos buscar un denominador común que clasifique a las empresas por su especie. Y este denominador suele ser su actividad.

Procedimiento:

Conceptualmente tampoco este procedimiento es muy complejo. Seleccionadas las empresas e identificados los múltiplos, se aplican estos a las magnitudes de la empresa para determinar el valor de la empresa.

Sin embargo pasar de la teoría a la práctica puede resultar más laborioso y complicado. Vayamos aquí también por partes:

I Selección de empresas “comparables”

Es preciso identificar empresas que desarrollen una actividad similar. Esto a veces implica identificar competidores en nuestro mercado o en otros mercados lejanos. En cualquier caso todos en un mismo sector; y dentro de ese sector; en un mismo segmento o nicho. A partir de aquí, hay que investigar y rastrear: Conocer qué empresas cotizan en mercados financieros y analizarlas. Identificar empresas de nuestra actividad que han sido adquiridas recientemente y conocer su valor y sus múltiplos implícitos. No es una tarea sencilla pero hay asesores que disponen de información valiosísima.

II Elaboración de los “multiplicadores”

En función de la selección, es preciso trabajar sobre la información y construir los multiplicadores aplicando medias o medianas, cribando algunos valores, ponderando algunos multiplicadores o ajustando los multiplicadores obtenidos en base a primas de descuento (por liquidez,

dimensión, ...) o primas de control. Se trata de ajustar los multiplicadores a nuestro caso.

III Aplicación de los multiplicadores a las magnitudes de la empresa

Seleccionados y depurados los multiplicadores, estos se han de aplicar a las magnitudes de la empresa para obtener el valor del capital.

Conclusión

Este método de Múltiplos puede ser útil para valorar empresas aunque requiere de una cierta dosis de interpretación y adaptación al caso concreto. A menudo puede ser una referencia interesante conocer cómo se valoran empresas que están en la misma actividad.

Es un método apropiado para empresas con cierta dimensión aunque no coticen en mercados financieros. Puede ser un método complementario al de Descuento de Flujos que puede arrojar mucha luz en la valoración de empresas.

¿Qué sabemos finalmente de todo lo relacionado con la valoración de empresas?

Pues principalmente hay que retener cuatro ideas muy claras:

I. Es necesario conocer lo que vale nuestra empresa. La obligación de todo gestor y de todo propietario es conocer la creación de valor que genera su negocio. Las decisiones empresariales contribuyen a crear o destruir valor para el accionista. Dedicamos muchas horas y sacrificios de gestión como para renunciar a conocer cuál es el valor de la empresa.

II. En la valoración de empresas no caben posturas dogmáticas. Al margen de su naturaleza de ciencia o de arte, parece necesario aproximarse a cualquier valoración con un espíritu crítico. No caben posturas dogmáticas y tampoco planteamientos absolutamente relativistas. Hay que sacar provecho de la metodología científica y el saber doctrinal. Además, hay que saber interpretar los dis-

tintos métodos de valoración, ya que existen múltiples aristas que condicionan cualquier opinión.

III. Conviene asesorarse por un tercero independiente. Cualquier valoración debe realizarse desde cierta distancia. Si somos juez y parte de la valoración, el componente subjetivo de la misma se incrementa exponencialmente. Es necesario apoyarse en asesores independientes que aporten metodología y experiencia y también profesionalidad, objetividad e independencia.

IV. El valor de la empresa fluctúa con el tiempo. Ya hemos dicho que la empresa es un ser vivo. Por ello, cualquier decisión empresarial como subir precios, reducir costes, invertir en activos industriales o ampliar mercados y productos tienen implicaciones más tarde o temprano en el valor de la empresa.

Su obligación como gestor y/o accionista es incrementar el valor de las acciones de su empresa. Y toda su dedicación está dirigida a ese fin. No se olvide cada cierto tiempo de medir el valor de su empresa. Probablemente sea uno de los indicadores de gestión más eficaces y a menudo más olvidados por gestores y empresarios.

Confiamos que estas notas le hayan ayudado a entender la filosofía que subyace en la valoración de empresas. Esperamos haber contribuido también a desmitificar un mundo muchas veces ambiguo y confuso. Por lo demás, le deseamos, toda la suerte en su aventura empresarial que consume cantidad ingente de recursos y energías de usted y de las personas que a su alrededor le ayudan a sacar adelante su proyecto.

¡Buena suerte!

Notas del lector

Editado por



Socio Fundador



www.mergers-alliance.com

Bangalore, Barcelona, Beijing, Bilbao, Birmingham, Bogotá, Bologna, Chennai, Chicago, Den Bosch, Frankfurt, Hong Kong, Istanbul, Johannesburg, Kolkata, London, Madrid, Mexico City, Miami, Milan, Mumbai, New Delhi, New York, Nottingham, Paris, Rio de Janeiro, San Sebastián, Singapore, Stockholm, Surat, Tokyo, Warsaw.



Madrid
Velázquez, 55
28001 Madrid
Tel.: 91 590 16 60

Barcelona
Pº de Gracia, 7
08007 Barcelona
Tel.: 93 342 62 27

Bilbao
Gran Vía, 29
48009 Bilbao
Tel.: 94 435 23 11

San Sebastián
Pº de Francia, 4
20012 San Sebastián
Tel.: 943 32 70 44

