


Flujos de Caja Descontados

	Historia		Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT							
- Impuestos							
+ amortización							
+/- Variación del fondo de maniobra							
= Flujo de Caja Operativo							
+/- Inversión/ Desinversión en inmovilizado							
= Flujo de caja de inversión							
Flujo de Caja Libre a Precios Corrientes							

Suma de los Flujos de Caja Libres Descontados al momento presente	
+ Valor Residual	
= Valor de empresa	
- Deuda Financiera Neta	
Valor del capital	

VR
(Valor Residual)

Tasa de Descuento (%): WACC

Fuente: Elaboración propia (eValora Financial )

3.1.2. Problemática de la aplicación del DCF en algunos sectores

Al aplicar el tradicional modelo bi-fase (periodo proyectado explícito más el valor residual) explicado anteriormente para compañías de elevado crecimiento (nuevas tecnologías, biotecnología, etc.), existen varias dificultades que hay que considerar. Entre otras, cabe destacar:

- Estas firmas se encuentran en sectores donde no hay compañías comparables cotizadas o donde hay otras empresas en la misma fase del ciclo de vida que la compañía bajo valoración.
- La empresa posee tasas de crecimiento muy altas, beneficios negativos o incluso unos beneficios operativos negativos.
- La compañía posee una historia breve y, sólo dispone de información limitada y confusa (sujeta a grandes diferencias en su interpretación).
- Sus resultados futuros son enormemente inciertos: si triunfan, el éxito puede ser arrollador, pero en caso contrario, se pierde todo.

Estos aspectos hacen que las valoraciones de compañías de estos sectores o similares sean mucho más complejas que las de firmas tradicionales. En el siguiente párrafo, comentamos algunos ejemplos de los problemas más significativos que surgen cuando se valoran compañías de éstas características.

Las compañías de sectores de nuevas tecnologías normalmente poseen tasas muy altas de crecimiento combinadas con un flujo de caja negativo en las fases iniciales de su ciclo de vida. El problema de un periodo de DCF proyectado de 5 o 10 años consiste en que no suele capturar todo el crecimiento, ya que éste se extiende más allá del periodo proyectado explícito. Por consiguiente, es necesario calcular una **tasa de crecimiento perpetuo** que consista en una media aproximada de un crecimiento alto continuo y del crecimiento real en el largo plazo, valor muy difícil de estimar.

Existe otro problema en el cálculo del valor residual: la **determinación del flujo de caja libre** para el último año del periodo proyectado explícito. Debido a las altas tasas de crecimiento, la compañía podría no haber alcanzado la madurez en este punto y, de este modo, las bases de la proyección del flujo de caja resultarían inapropiadas. Otro problema relacionado con el último punto consiste en la homogeneidad de estas compañías para presentar **resultados negativos durante un periodo inicial**, lo que significa que el valor residual resultante, del que dependen las proyecciones, será aún más negativo. La estimación de crecimientos cuando los beneficios históricos son negativos es difícil e, incluso si se obtiene, puede carecer de significado o ser muy difícil de justificar.

La ausencia de datos históricos agrava por tanto los problemas de valoración.

Adicionalmente, las betas utilizadas en el cálculo del coste de los recursos propios (ver sección acerca del CAMP) están altamente basadas en datos históricos a largo plazo. Si no hay compañías comparables cotizadas con suficiente historia, es imposible deducir este parámetro de riesgo a partir de los comparables de la compañía. Otra dificultad se presenta a la hora del cálculo de los impuestos, que se vuelve más complicado ya que las compañías que presentan pérdidas pueden aplazar los pagos y compensarlos con beneficios futuros.

Algunas soluciones propuestas:

Compañías con beneficios negativos:

Los beneficios negativos pueden ser normalizados si las pérdidas provienen de actividades no esenciales o no operativas del negocio, es decir, si los resultados negativos no están causados por la actividad normal de la firma (se habrán de estimar unos beneficios para un año "normal"). Un método para estimar un año "normal" podría consistir en utilizar los rendimientos medios de los años anteriores de la compañía o los rendimientos de compañías comparables (especialmente cuando la normalización a partir de los datos de la compañía no es posible).

Otra opción para solventar este problema consiste en basar las proyecciones en los ingresos (que nunca pueden ser negativos), y en estimar márgenes netos y operativos durante los años futuros. Los ingresos proyectados, junto con los márgenes, pueden ser utilizados para estimar los beneficios (que hasta ahora son negativos). Es entonces necesario estimar un "margen sostenible" y su periodo de ajuste. El margen sostenible es el margen que la empresa alcanzará una vez sea financieramente saludable. El periodo de ajuste es el tiempo que tardará la empresa en ajustarse al margen obtenido establecido.

En general, si los beneficios negativos no están causados por la actividad normal del negocio, o si la compañía sufre de una recesión de carácter cíclico, entonces los beneficios podrán ser normalizados con más facilidad. En contraposición, si la causa coincide con problemas estructurales, de endeudamiento, de inicio de actividad o con problemas operativos de largo plazo, se podrá abogar con más seguridad por basar las proyecciones en los ingresos y calcular el margen sostenible.

Compañías sin historia:

En caso de empresas sin historia o en caso de no encontrar compañías similares, puede ser posible, aunque es discutido, sustituir una fuente de información por la otra. Cuando miramos las compañías comparables, carece de valor alguno el que haya dos elementos principales de comparabilidad: similitud en el tipo, tamaño, márgenes, presencia geográfica, etc. del negocio y la etapa actual en el ciclo de vida de la compañía, prestando especial atención a las expectativas de crecimiento.

Algunos parámetros:

Seguidamente, presentamos una lista de parámetros importantes a la hora de considerar valoraciones de empresas con beneficios negativos, sin historia y/o sin compañías comparables.

1. Información actualizada - Utilice cifras procedentes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de los últimos doce meses y estimaciones "frescas" de elementos del balance que no se actualizan frecuentemente.

2. Ingresos esperados y márgenes de crecimiento - Los elementos que normalmente se toman en consideración para estimar el crecimiento esperado de los ingresos son:

- Consistencia con los logros históricos de la empresa, si es que los hay para comparar (se pueden intentar buscar los de empresas con una trayectoria comparable).
- Consistencia con las expectativas de crecimiento y márgenes del sector en general (o sectores relacionados o con expectativas o patrones de crecimiento similares en la actualidad o en el pasado)
- Cambios en la cantidad y calidad de competidores, ventajas competitivas (actuales y futuras) de la empresa. El que no haya competencia hoy no quiere decir que no la haya mañana. ¿Cuándo entrará esta, si es que puede?

3. Necesidades de reinversión - El crecimiento en los ingresos operativos es una función que refleja la cantidad de reinversión que realiza la firma en sí misma y cuál es su resultado. Sin embargo, esto no es aplicable a las necesidades de reinversión de las start-ups. Existen tres alternativas para sobrellevar esto:

- Asumir que las reinversiones existentes de la empresa crecen al mismo ritmo que sus ingresos.
- Asumir que las necesidades de reinversión de la empresa se acercarán a la media de la industria.

4. Parámetros de riesgo y tasas de descuento - Los parámetros de riesgo pueden ser estimados a través de las características financieras de la firma - la volatilidad de los beneficios, su tamaño, las características de su flujo de caja y el apalancamiento financiero. Estos parámetros de riesgo han de variar gradualmente sobre el periodo estimado y, según la empresa alcanza el margen sostenido propuesto, han de aproximarse a aquellos de la media de las compañías comparables.

5. Valoración de la empresa y de las acciones - La mayor parte del valor de una empresa joven de alto crecimiento se encontrará generalmente en el valor residual, a menos que se estime un periodo explícito muy largo.

3.1.3. Ventajas y desventajas de las valoraciones por DCF

El método del DCF puede ser difícil de aplicar en fases muy tempranas del ciclo de vida de una compañía en desarrollo con alto crecimiento y ello puede llevar a otorgarle un peso menor en el análisis de la misma que a otros métodos de valoración. No obstante, otras técnicas también presentan desventajas a la hora de valorar negocios como los de las compañías de biotecnología o nuevas tecnologías.

El enfoque del DCF no debe ser descartado de ninguna manera y, a medida que las previsiones a corto plazo comienzan a mostrar flujos de caja más predecibles permitiendo estimar proyecciones a largo plazo fiables, este método tendrá que ir ganando importancia y peso en la valoración. El hecho de que una metodología sea difícil de aplicar no debe suponer en ningún caso que no sea recomendable aplicarla.

Seguidamente, hemos esquematizado los mayores pros y contras de la utilización del DCF.

Ventajas:

- El DCF es un método de valoración sofisticado, que toma en consideración **variables clave** de negocio, tales como los flujos de caja, el crecimiento o el riesgo. Con hipótesis precisas, un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa. Incluso, y especialmente, en el caso de empresas de reciente creación y de elevado crecimiento e incertidumbre.
- El DCF estima el valor "intrínseco" del negocio en **términos absolutos**. Por consiguiente, la actitud de cada momento del mercado no afecta a la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo.
- Basado en los flujos de caja y en el valor actual de mercado, el DCF puede ser utilizado para calcular la **tasa de descuento** que se está aplicando a un negocio.
- El DCF proporciona herramientas para mitigar el efecto, también presente en otros métodos de valoración, de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento a largo plazo, permitiendo el uso de **suposiciones de crecimiento** de valor añadido a largo plazo iguales a cero.
- Utilizando la metodología del DCF, es posible llevar a cabo el **análisis de escenarios** que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos de la compañía. Esta es sin duda una de las herramientas de análisis más poderosas.

- La compañía se ve forzada a predecir explícitamente el perfil de sus flujos de caja, con el fin de localizar y gestionar todos los aspectos del negocio y los factores estratégicos a los que se tendrá que enfrentar en el futuro.

Desventajas:

- Debido a la sofisticación ya mencionada del método DCF, se han de realizar muchos más supuestos (en comparación con los múltiplos de valoración relativos) con el fin de obtener una valoración precisa. Esto incrementa la **incertidumbre**, particularmente en el caso de compañías con beneficios negativos, sin historia o sin compañías comparables. Sin embargo, la utilización de los Múltiplos también requiere consideraciones implícitas de los mismos factores y puede resultar imposible su aplicación en esos casos.
- Las numerosas hipótesis que se hallan tras una valoración por DCF la hacen difícil y obligan a que se necesite **tiempo** para defenderlas o discutir las con el equipo ejecutivo de la empresa o terceras partes.
- Anteriormente consideramos una ventaja que el DCF estimase el valor "intrínseco" de la empresa e ignorase de este modo las actitudes actuales del mercado. Sin embargo, también es cierto que al valorar una compañía en el marco de una transacción, el precio del mercado es lo que tiende a importar más. Las valoraciones relativas normalmente producen valores que se acercan más al precio del mercado que las que se realizan a través del método de Flujos de Caja Descontados.
- Las magnitudes y la cronología de los Flujos de Caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a **cambios repentinos**. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los Flujos de Caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.
- En muchos casos, alrededor del 80% del valor se encuentra tras el periodo explícito proyectado y ha de ser calculado utilizando técnicas de valor residual. Como ya se explicó antes, estas técnicas normalmente resultan en **aproximaciones brutas del valor**, y han de ser consideradas como tal.

3.2. Método de Valoración por Múltiplos de Empresas Cotizadas

3.2.1. Introducción

El método de Valoración por Múltiplos de Empresas Cotizadas, relaciona una cifra unida al valor de un negocio con:

- i) el valor de las acciones
- ii) el valor completo de negocio de una compañía (valor empresa).

Los múltiplos de valoración de empresas cotizadas no son una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de **valor relativo** entre compañías similares o comparables.

Este método funciona en realidad bajo la hipótesis de que los mercados son eficientes y de que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible, siendo un valor razonable o "justo". No es un método únicamente basado en datos históricos, sino también en predicciones de futuro próximo. Técnicamente, este método no es tan riguroso como el método de los Flujos de Caja Descontados, ya que es necesario hacer ajustes contables con frecuencia, y no existen dos compañías exactamente iguales.

Sin embargo, su mejor virtud, la **sencillez**, convierte a este método en el universalmente utilizado y aceptado por la mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros. También se utiliza frecuentemente para contrastar resultados obtenidos a través de otras metodologías. Casi todo lo expuesto a continuación se puede aplicar exactamente igual a los múltiplos resultantes de transacciones sobre empresas privadas.

3.2.2. Metodología

El procedimiento seguido para aplicar una Valoración por Múltiplos puede ser dividido en tres pasos:

Paso 1: Identificación y selección de compañías comparables

En este primer paso, se localizan y seleccionan las compañías que pertenecen al mismo segmento de mercado y/o comparten características de negocio similares con la empresa a valorar. Es fundamental analizar sus modelos de negocio y estructuras financieras, así como sus estrategias y posibilidades de crecimiento futuros para concluir que son verdaderamente comparables. Aunque es casi imposible hallar dos compañías perfectamente equiparables, es posible alcanzar un grado razonable de comparabilidad.

En primer lugar, es necesario determinar los criterios de selección, considerando, entre otros, los siguientes aspectos:

- Sector de mercado y tamaño de la compañía
- Mercado geográfico
- Cuota de mercado
- Estructura de la compañía
- Diversificación de los productos/servicios
- Expectativas de crecimiento
- Márgenes, rentabilidad, inversiones requeridas, etc.

En segundo lugar, se realiza la selección de compañías comparables a partir de los criterios arriba mencionados. Cuando no existen compañías comparables en un sector de mercado dado, puede ser posible utilizar compañías que presenten cifras similares (márgenes, crecimiento, tamaño) para una valoración relativa, a pesar de que no pertenezcan al mismo sector de mercado.

Paso 2: Cálculo de múltiplos

Una vez se haya identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente sus estados financieros. Es muy frecuente tener que ajustar la información financiera con el fin de obtener una perspectiva justa y comparable del negocio, debido a diferencias en las políticas contables, diferencias en la operativa del negocio, la existencia de activos extraoperativos, etc.

Los múltiplos de valoración son bastante criticados por no considerar explícitamente varios de los índices de rentabilidad de un negocio, tales como rendimiento exigido, crecimiento, ROIC, etc. Sin embargo, la ventaja radica en que todos estos índices se encuentran realmente incorporados en una mera cifra, la cual, discutiblemente, permite establecer unos juicios de valor más efectivos.

Valor de Empresa (Enterprise Value o EV) y el Valor de las Acciones

A la hora de aplicar un múltiplo tendremos que tener presente si queremos averiguar el valor del negocio en su conjunto o el valor de las acciones. Por ejemplo, de la aplicación de un múltiplo de ventas obtendremos el valor del negocio, mientras el PER refleja el valor de las acciones o valor de los fondos propios.

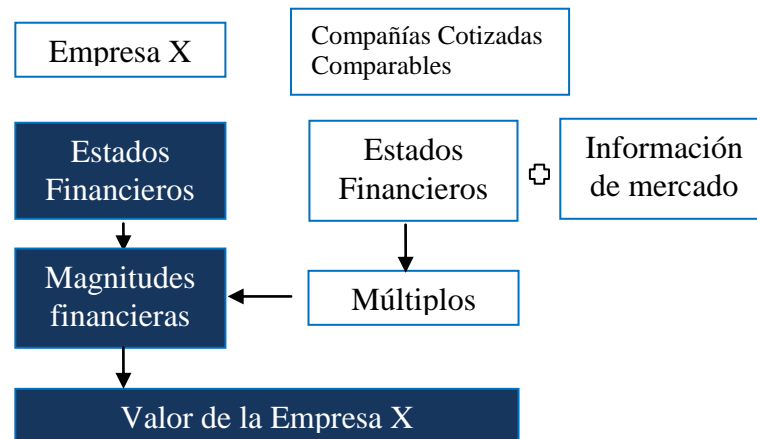
La utilización del valor de negocio evita la influencia que ejerce la estructura del pasivo en los múltiplos basados en el valor de la acción, mientras que facilita un **enfoque más exhaustivo**. Además, presenta una gama de múltiplos más extensa y más sencilla de aplicar a los flujos de caja, que permite la exclusión de los activos no relacionados con la actividad principal de la empresa. Por otra parte, los múltiplos basados en el valor de la acción son más relevantes en la valoración de los recursos propios de una empresa, además de resultar más familiares para la mayoría de los inversores.

La selección de los múltiplos que **eValora** aplica en sus valoraciones requiere unos conocimientos específicos de la compañía objeto de valoración, las compañías comparables y el mercado. Podría ocurrir que la naturaleza del negocio a valorar o la disponibilidad de la información limitasen el número de opciones de un abanico de múltiplos inicialmente óptimo. Por ejemplo, al valorar un negocio de Internet, no es siempre posible aplicar el ampliamente utilizado PER, ya que muchas de estas compañías no han tenido ni tendrán beneficios durante un tiempo.

Una vez aquí, puede que sea necesario realizar ciertos ajustes con el fin de poder comparar dos compañías que posean **políticas contables diferentes**. Por ejemplo, los resultados de actividades extraordinarias (tanto beneficios como pérdidas), tales como la venta de un activo fijo, una compensación por un despido puntual, o la amortización de activos intangibles, requerirán ajustes y correcciones.

Paso 3: Valoración

Una vez que se han seleccionado las medidas de valor y los ajustes más apropiados con el fin de asegurar la consistencia del proceso, se puede calcular el valor de la compañía **multiplicando cada múltiplo por las cifras pertinentes de la compañía** (que podrían, a su vez, necesitar ajustes para obtener un valor justo y verdadero de la compañía). La valoración de una compañía se obtiene frecuentemente como la **media (ponderada o no) de los valores estimados**, resultantes de la aplicación de los múltiplos previamente elegidos.



Fuente: Elaboración Propia (eValora Financial Services)

3.2.3. Múltiplos basados en el valor de las acciones

Los múltiplos basados en el valor de las acciones pueden estar referidos tanto al precio de la acción (en cuyo caso, las cifras empleadas son medidas por acción) como a la capitalización de la empresa en el mercado. Aunque a través del cálculo por acción pueden obtener unos múltiplos con más significado, los múltiplos basados en el valor total (capitalización) son consistentes con el método utilizado con los múltiplos basados en el valor de negocio (Enterprise Value o EV).

Generalmente, a partir del uso de múltiplos basados en el valor de las acciones se pueden obtener unos **valores más justos y reales**, ya que su cálculo es normalmente más objetivo y menos tendente a errores. Sin embargo, en el caso de compañías jóvenes con una alta tasa de crecimiento y un endeudamiento muy bajo o nulo, los dos valores (de negocio y de los recursos propios) son muy parecidos.

Precio por Acción / Beneficios por Acción (PER, P/E)

El beneficio por acción se define como el **beneficio neto dividido entre el número de acciones ordinarias emitidas** y ha de ser calculado antes de partidas extraordinarias y de la amortización del fondo de comercio. El beneficio por acción (P/E) debe calcularse teniendo en cuenta todos los instrumentos del capital social y similar, con el fin de incluirlos en el número total (diluido) de acciones.

El precio por acción está relacionado con la **capacidad de pago de dividendos** de la empresa (beneficios). Se considera que la naturaleza de la relación existente entre el capital social y los beneficios es que los precios son proporcionales tanto a los beneficios como a su crecimiento esperado.

A pesar de tratarse de una técnica ampliamente utilizada debido a su simplicidad y a la disponibilidad general de la información requerida, este método implica un riesgo por diferencias contables que puede llevar a resultados imprecisos. Así, se recomienda utilizar un análisis de los beneficios ajustados por acción con el fin de erradicar, en la medida de lo posible, el efecto de elementos excepcionales, y aumentar la comparabilidad entre compañías. Sin embargo, este riesgo tiene una recompensa que radica en que el PER tiene en consideración las diferencias en las tasas impositivas de cada país así como en la intensidad de capital, lo que permite comparaciones entre sectores.

Capitalización / Cash Earnings

Los cash earnings son considerados como los **beneficios netos más las amortizaciones** (tanto de activos fijos tangibles como intangibles) **y provisiones contables** (non cash). Se acerca más a un Flujo de Caja que los beneficios, aunque los cash earnings no tienen en cuenta la amortización de activos, ni las inversiones requeridas en activos fijos (CAPEX). Este método es menos susceptible de ser afectado por diferencias contables que el PER.

Capitalización / Flujo de Caja de los Recursos Propios

Este análisis no es muy popular, dado que los Flujos de Caja pueden ser representados de diversas maneras y los Flujos de Caja históricos pueden ser muy volátiles. Sin embargo, si se utiliza bien, es un **buen indicador del valor**.

Rendimiento de los Dividendos

Los dividendos son el último beneficio para los accionistas de una compañía, lo que debería hacer de este ratio una medida muy utilizada y representativa. Sin embargo, el rendimiento de los dividendos es **altamente dependiente de las políticas de dividendos y estrategias de empresas**, por lo que no es en realidad muy utilizado.

Capitalización / Valor en Libros

*El valor en libros suele conducir a resultados erróneos ya que **depende mucho de las políticas contables** de cada empresa. Sin embargo, el Valor en Libros resulta útil en los casos en que el valor de los bienes es un factor clave en la valoración, y proporciona una medida intuitiva y relativamente estable del valor de una compañía.*

Aunque el valor contable puede ser utilizado para valorar negocios con beneficios negativos, no suele ser muy útil para las empresas de Internet al tratarse muchas veces de servicios o de empresas que basan su actividad económica en pocos o ningún activo fijo. En la mayor parte de los casos el valor en libros está por debajo del valor de las acciones.

3.2.4. Múltiplos basados en el valor del negocio (EV)

Este tipo de múltiplos relacionan el Valor de la Empresa (EV) de la compañía (capitalización de mercado más deuda neta/menos caja neta) con una medida de la actividad relacionada con el valor. Por motivos de consistencia, estos múltiplos han de estar basados en medidas relacionadas con el negocio global (exigencias de los accionistas y acreedores).

Los múltiplos basados en el Valor de la Empresa (EV) facilitan un **enfoque más comprensivo** que los basados en los recursos propios, ya que los primeros se ven menos influenciados por las diferencias en la estructura del pasivo y otras diferencias contables. Los múltiplos obtenidos permiten unas mejores comparaciones entre compañías.

EV / Ventas

El Valor de la Empresa / Ventas es una medida bruta pero menos susceptible a diferencias contables y, por consiguiente, permite **comparaciones entre países**. No ha de ser empleado para comparar compañías pertenecientes a diferentes sectores donde los márgenes difieren. Esta medida es muy utilizada para compañías de Internet y de crecimiento alto debido a la imposibilidad de aplicar múltiplos más complejos (en parte, debido a la falta de beneficios).

EV / EBITDA

El Beneficio Antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos (EBITDA) ha llegado a ser una medida muy popular entre inversores, ya que **evita los problemas acarreados por diferencias contables en amortizaciones e impuestos devengados**. Asimismo, permite comparaciones entre firmas que presentan pérdidas netas, ya que esta medida puede seguir siendo positiva. Esta medida también facilita comparaciones entre negocios con niveles diferentes de endeudamiento, debido a que se basa en datos pre-financieros. Es más cercano a un Flujo de Caja que otras medidas de beneficios, pero no refleja los ajustes por inversiones en capital circulante, ni en activo fijo. Este múltiplo se ve afectado por la intensidad de capital, ya que una intensidad alta resulta en un múltiplo bajo.

EV / EBIT

El Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (EBIT) tiene en cuenta las diferencias de intensidad en la utilización del activo fijo. Sin embargo, el EBIT se ve afectado por diferencias en las políticas contables en el tratamiento de las amortizaciones. Por definición, el EBIT es una medida más alejada del cálculo del Flujo de Caja que el EBITDA, y por ello es el último el más atractivo para los análisis de inversiones.

EV / NOPLAT

Los Beneficios Normalizados Operativos Menos Impuestos Ajustados (NOPLAT) consisten en un EBIT después de impuestos. Toma en cuenta las **diferencias en la estructura de los impuestos y tasas impositivas de las compañías**.

EV / OpFCF

Los **Flujos de Caja Operativos (OpFCF)** equivalen al EBITDA menos i) CAPEX de mantenimiento y ii) el incremento del capital circulante en fase de mantenimiento. Esta medida posee mayor significado que el EBITDA, y se ve **menos afectada por diferencias contables** que el EBIT. Sin embargo, no se encuentra disponible directamente de los estados financieros de las empresas, y el cálculo del CAPEX de mantenimiento y del incremento del capital circulante en fase de mantenimiento puede ser subjetivo. Puede llegar a ser considerado equivalente de un EBIT normalizado o de un Flujo de Caja suavizado.

EV / Flujo de Caja Libre

El flujo de Caja Libre es calculado como el NOPLAT (por consiguiente, antes de impuestos) más amortizaciones, menos CAPEX y más/menos las del fondo de maniobra, pero antes de los Flujos de Caja asociados a la estructura financiera. El cálculo del Flujo de Caja libre **se basa en medidas históricas que pueden ser volátiles**, existiendo riesgo de producirse imprecisiones. El Flujo de Caja puede ser negativo para compañías con un alto nivel de crecimiento tales como muchos negocios de Internet, eliminando así el significado del múltiplo.

EV / Capital Empleado

Mayormente utilizado en sectores en los que el valor de los activos fijos tangibles es un punto clave. No proporciona una información consistente acerca de la rentabilidad, ni de la generación de caja.

Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables:

Compañía	País	Divisa	VE ¹ (mm)	EV ¹ / Ventas		EV ¹ / EBITDA ²		EV ¹ / EBIT ³	
				2011	2012	2011	2012	2011	2012
Compañía A	EEUU	US\$	2165	0,06x	0,06x	4,1x	3,7x	4,5x	3,9x
Compañía B	EEUU	US\$	4543	0,17x	0,17x	4,2x	4,4x	4,5x	4,6x
Compañía C	EEUU	US\$	4479	0,21x	0,2x	4,2x	4,2x	4,6x	4,6x
Compañía D	EEUU	US\$	1621	0,26x	0,24x	3,9x	3,5x	4,3x	3,8x
Compañía E	EEUU	US\$	2441	0,4x	0,37x	7x	6,1x	7,8x	6,7x
Compañía F	EEUU	US\$	250	0,6x	0,56x	6,3x	5,5x	7,1x	6,1x
Media				0,26x	0,24x	5,1x	4,8x	5,6x	5,1x
Mediana				0,23x	0,22x	4,2x	4,3x	4,7x	4,6x
Máximo				0,6x	0,56x	7x	6,7x	7,8x	6,8x
Mínimo				0,06x	0,06x	3,9x	3,5x	4,3x	3,8x

1: EV= valor empresa.

2: EBITDA= beneficios antes de amortizaciones, impuestos e intereses.

3: EBIT: beneficios antes de intereses e impuestos.

Fuente: Elaboración Propia (eValora Financial Advisory)

3.2.5. Problemática de la aplicación de múltiplos de valoración (ej. Nueva Economía)

En el caso de empresas jóvenes del sector de nuevas tecnologías, las cuales suelen presentar crecimientos altos, muchas veces es imposible aplicar múltiplos relacionados con los beneficios (como el PER), debido a una **falta de beneficios positivos** durante los primeros años de actividad. Incluso algunas veces, cifras como el EBITDA pueden ser negativas en los primeros años. Para estas compañías, se vuelve necesaria la utilización de otros múltiplos que se presenten siempre positivos como, por ejemplo, EV/ Ventas (uno de los más ampliamente utilizados). Tan pronto como otros múltiplos adquieren significado (normalmente es el EBITDA el primero en hacerlo), deben ser incluidos en el análisis de valoración.

El uso de distintos múltiplos en una valoración puede conllevar a resultados muy distintos. Así, con el fin de alcanzar un resultado más preciso, eValora realiza una media (ponderada o no, dependiendo de las características del sector) de los valores teóricos obtenidos a través del uso de los múltiplos seleccionados. El mismo proceso es entonces seguido por las diferentes metodologías de valoración empleadas por eValora, enfrentando valoraciones fundamentales con valoraciones de mercado con el fin de conseguir una opinión más justa y equilibrada del valor de la empresa y de sus acciones.

3.2.6. Conclusión

Los múltiplos comparables representan un método de valoración simple y relativamente poco variable que permite combinar diferentes factores de éxito en una cifra. Aunque otros métodos pueden ser más precisos o académicos, aplicando este método aparecen **menos inconsistencias**, y mucha de la información necesaria se encuentra normalmente disponible. El mayor inconveniente de los múltiplos probablemente radique en que se vean influenciados por las **diferentes políticas contables** (amortizaciones, impuestos devengados, etc.) y es necesario aplicar ciertos ajustes para obtener un grado de comparabilidad óptimo entre las compañías. Esto explica por qué los múltiplos de magnitudes calculadas antes de impuestos, son la opción preferida al comparar compañías de diferentes países.

Por otra parte, no debemos olvidar que cada múltiplo, en el fondo, es el resumen de una valoración. Por tanto, al aplicarlos asumimos directamente las mismas **hipótesis de negocio y futuro** para la empresa que estamos valorando que las que se asumieron para la empresa cuyo múltiplo estamos aplicando. El desconocimiento de dichas hipótesis, que es habitual, supone una importante desventaja a la hora de aplicar esta metodología.

Los múltiplos basados en el valor de la empresa ofrecen la ventaja de enfocarse en el negocio en su totalidad y no se ven afectados por las diferencias en la estructura del pasivo. Los múltiplos basados en el valor de las acciones, por su parte, ofrecen generalmente mayor confianza ya que el cálculo del valor de la empresa tiende a requerir más cálculos y es, por consiguiente, más subjetivo y dado a errores. Probablemente, los ratios más populares de entre los basados en el valor de la empresa y en los recursos propios son el PER y el ratio EV/ EBITDA, respectivamente. Su utilización conjunta puede proporcionar al analista un enfoque global de la empresa complementándose el estudio del flujo de caja con la posición relativa de los beneficios: *i)* mientras que el ratio EV/ EBITDA se enfoca más en el flujo de caja que en el beneficio y evita los temas relacionados con las amortizaciones contables, *ii)* el PER se enfoca en los beneficios después de impuestos y es más comparable entre sectores, ya que tienen en cuenta las diferencias en la intensidad del capital.

3.3. Método de Valoración por Múltiplos de Transacciones Comparables

La lógica que se esconde tras esta técnica es la misma que la de los múltiplos de empresas cotizadas, pero con la diferencia de que los datos utilizados en las comparaciones provienen de transacciones de compra, venta y fusiones privadas.

La consecuencia es que se añade al proceso la dificultad de encontrar información apropiada y fiable de compañías que tradicionalmente pueden ser (o haber sido) bastante opacas. Además, generalmente es más complicado conseguir datos suficientes de la operación y por diversos motivos (intereses ocultos, sinergias especiales, etc.) los precios y, por tanto, los múltiplos sobre este tipo de empresas, suelen ser **más volátiles**.

No obstante, cuando se consigue recopilar información suficiente para preparar un grupo de múltiplos, el análisis resultante tiende a ser **muy relevante**, ya que las compañías que están siendo comparadas son generalmente más similares en términos de tamaño y características que en los casos en los que las comparaciones son establecidas basándose en compañías cotizadas (generalmente mucho más grandes de tamaño y con un funcionamiento diferente). Es más, los precios pagados en las operaciones financieras privadas también reflejan la **baja liquidez** que presentan los activos financieros emitidos por estos negocios (acciones, participaciones o equivalentes) y las dificultades generales para alcanzar un acuerdo sobre el valor.

3.4. Ratios de Factores de Éxito Sectoriales

Este método relativo de valoración es similar al de los múltiplos comparables, pero con la diferencia de que los ratios empleados no están basados en variables financieras (cuenta de pérdidas y ganancias, balances, estado de flujo de caja), sino en **indicadores comerciales** o de otro tipo fuertemente ligados al valor de la empresa.

EV/ Medida de capacidad

Este múltiplo es empleado en industrias y sectores en los que se utiliza una medida de capacidad para comparar compañías similares: por ejemplo, EV por línea (telecomunicaciones), EV por tonelada (papel).

Algunos ejemplos de indicadores sectoriales son:

Sector	Indicador
Hoteles	camas
Telefonía	clientes
Inmobiliario	metros
Energía	reservas, producción
Consultoría	empleados
Explotaciones agrícolas	árboles, viñas
Internet	usuarios, páginas

Estos indicadores son **específicos de cada sector**, a diferencia de la mayoría de los múltiplos financieros, si son bien interpretados, pueden aportar mucho significado a una amplia gama de empresas de sectores específicos. Referente a la accesibilidad de este tipo de cifras, se encuentran generalmente disponibles gracias a las compañías cotizadas del mismo sector o a informes de analistas. Este tipo de múltiplos ha sido muy utilizado para compañías carentes de beneficios como complemento de otras técnicas de valoración, o incluso, como la fuente principal para estimar el valor.

4. Conclusión

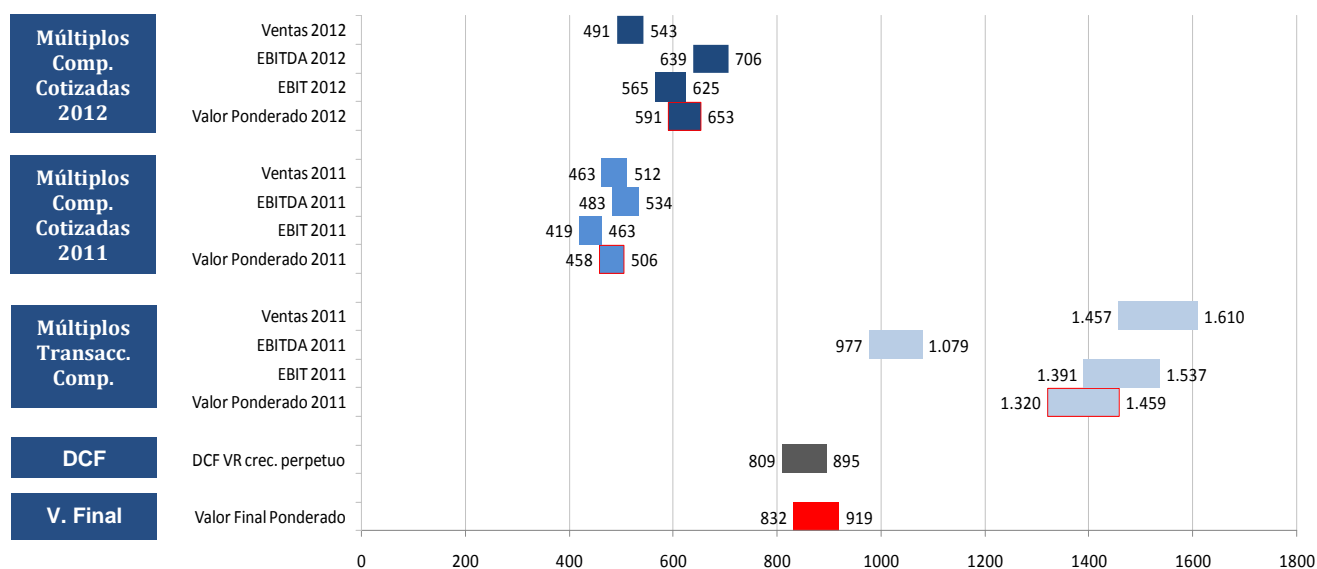
Hemos introducido en estas páginas los métodos de valoración más comúnmente aceptados y empleados en el mercado, siendo la gran mayoría de ellos utilizados por **eValora** en las valoraciones de empresas. Concretamente, hacemos uso de 2 métodos básicos en cada valoración de una compañía: por una parte, los **Múltiplos de Valoración** (incluyendo los derivados de transacciones comparables y de compañías cotizadas) y, por otra, el **método del Descuento de Flujos de Caja**.

El método de **Múltiplos de Valoración** es considerado sencillo, rápido y, por tanto, habitual para obtener valoraciones. Sin embargo, no hay que olvidar las desventajas que presenta. En primer lugar, los múltiplos son una medida relativa del valor de una compañía y, por consiguiente, pueden verse influenciados por las **condiciones cambiantes del mercado** con mucha facilidad. En segundo lugar, las valoraciones basadas en los múltiplos también pueden verse afectadas por las **políticas contables**, las cuales pueden diferir entre compañías de diferentes países. En tercer lugar, los múltiplos de valoración no son un método tan riguroso como el de Descuento de Flujos de Caja y, por lo tanto, ha de ser comprobado y contrastado con el resultado obtenido por este último método, u otros. A diferencia de los Múltiplos de Valoración, un análisis realizado a través del **Descuento de Flujos de Caja** tiende a verse menos influenciado por las condiciones del mercado y pretende medir el valor de la empresa en **términos absolutos**. Es un método dinámico, multi-periódico, que tiene en cuenta el valor temporal del dinero en el tiempo. Sin embargo, por las mismas razones, es un método mucho más laborioso basado en supuestos habitualmente cuestionables y subjetivos.

Con el fin de obtener **previsiones** razonables de flujos de caja futuros y tasas de descuento, el analista concienzudo requiere unos conocimientos profundos de la compañía en cuestión y de la situación general del sector. Además, la realización de previsiones supone un ejercicio de revisión estratégica y de planteamiento para la empresa. Sucede a menudo que en el proceso de preparación de las estimaciones (plan financiero o de negocio) los directivos o gerentes de las empresas descubren aspectos o enfoques del negocio a mejorar o promocionar (incluso a eliminar).

eValora

Por todo ello, en eValora abogamos por la aplicación de varios métodos de valoración y su contraste entre sí para obtener una valoración final fiable y justificada de una empresa. Defendemos el Descuento de Flujos de Caja como método de base para cualquier valoración, aplicando múltiplos comparables, tanto de empresas cotizadas como de transacciones privadas, siempre que realmente sea aplicable.



*Datos en miles de €

Fuente: Elaboración Propia (eValora Financial Advisory)

Nota Legal

La presente obra es propiedad de “EVALORA FINANCIAL ADVISORY, S.L.” Queda prohibida cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con la autorización de los titulares de propiedad intelectual. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de un delito contra la propiedad intelectual (arts. 270 y siguientes del Código Penal). El Centro Español de Derechos Reprográficos (www.cedro.org) vela por el respeto de los citados derechos.

La información contenida en la presente obra tiene naturaleza puramente orientativa. Este Informe no es una propuesta para invertir o “desinvertir” en el negocio que se valora y no toma en consideración los intereses específicos, la situación financiera o las necesidades particulares. La información referente al sector, los múltiplos de empresas cotizadas, las ponderaciones y, en general, toda la información técnica utilizada es resultado del análisis interno de eValora y tiene naturaleza puramente orientativa.

eValora no se hace responsable de cualquier coste, reclamación, daño, gastos o responsabilidad, incluyendo cualesquiera pérdidas, derivadas del uso del presente documento. Expresamente se recomienda proceder a un informe de Valoración a Medida, cuando el objeto sea la inversión, venta o toma de control de una Compañía.



eValora Financial Advisory
Paseo de la Castellana 164, Entr. 1
Madrid, 28036
España
Telf.: (+34) 917 885 777
info@evalora.com
www.evalora.com