

# Finances corporatives

Joan Gómez Munuera

---

L'encàrrec i la creació d'aquest recurs d'aprenentatge UOC han estat coordinats per la professora: Àngels Fitó Bertran (2020)

---

Primera edició: març 2020

© Joan Gómez Munuera

Tots els drets reservats

© d'aquesta edició, FUOC, 2020

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Realització editorial: FUOC

*Cap part d'aquesta publicació, incloent-hi el disseny general i la coberta, no pot ser copiada, reproduïda, emmagatzemada o transmesa de cap manera ni per cap mitjà, tant si és elèctric com químic, mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit dels titulars dels drets.*

# Índex

## 1. Valoració d'empreses

- a. Quants termes complexos hi ha en el procés de valoració?
- b. Valoració d'empreses
- c. Concepte de valoració
- d. Classes de valor
- e. Quant val una empresa?
- f. Raons per valorar una empresa
- g. Fases d'una empresa

## 2. M&A – Compra/venda i fusió d'empreses

- a. Tipus d'operacions d'M&A
- b. Motius per a una operació M&A

## 3. Mètodes de valoració d'empreses

- a. Mètodes de valoració
- b. Procés de valoració
- c. Tipus de models de valoració
- d. Quin mètode s'ha d'utilitzar?
- e. Descompte → *cash flow* lliures
- f. Càlcul del → *cash flow* lliure
- g. Càlcul dels fluxos de caixa lliures de l'empresa (FCL o FCF)
- h. Valor econòmic de l'empresa
- i. WACC i el seu càlcul
- j. Càlcul del valor residual
- k. Càlcul de g
- l. Estimació dels FCL esperats
- m. Valoració per referències o mètode de múltiples
- n. Múltiples més utilitzats

## Conclusions

**Quant val una empresa?** És una qüestió que en algun moment es planteja un empresari, ja sigui perquè algú vol comprar la seva empresa o perquè necessita conèixer el valor d'una altra companyia que li agradaria comprar o amb la qual es voldria fusionar.

Com qualsevol altre element susceptible de ser comprat o venut, **una empresa val el preu que algú estigui disposat a pagar per ella**, és a dir, no existeix un valor objectiu, definitiu i absolut, una xifra que ningú pugui discutir. Hi ha tants valors d'una empresa com persones diferents l'estiguin valorant o moments diferents en què se la valori.

---

**01**

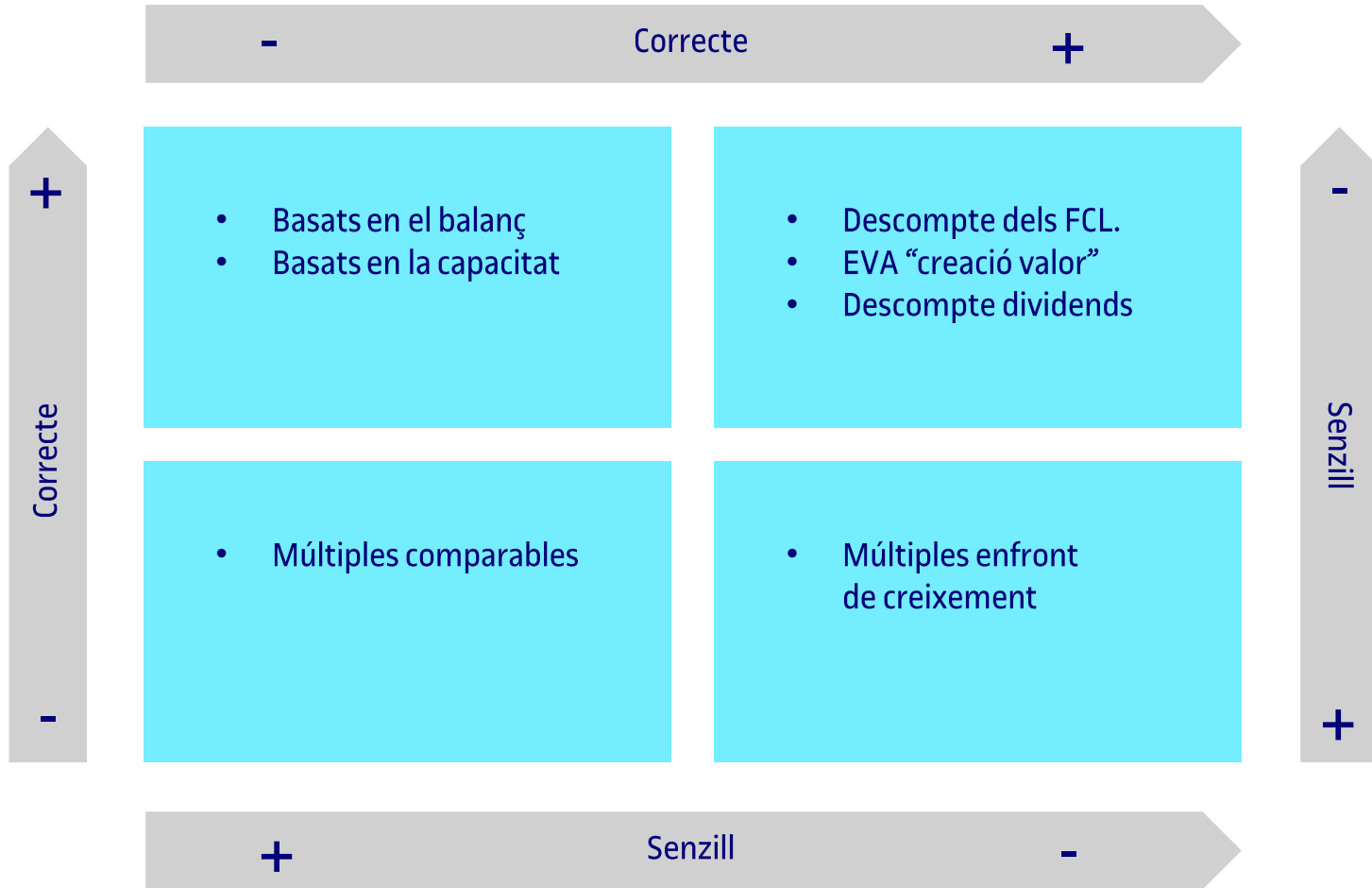
# **Valoració d'empreses**

---

# Quants termes complexos hi ha en el procés de valoració?



# Valoració d'empreses



## Concepte de valoració

- Existeix un valor “veritable” o *fair value*?
- La valoració pot ser un procés objectiu?
- Existeixen mètodes de càlcul que suposin una bona aproximació al valor real o veritable?



# Classes de valor

## Segons l'objecte de valoració:

- **Valor econòmic** de l'empresa, que pren en consideració totes les inversions (tangibles i intangibles) però no la seva forma de finançar-les.
- **Valor financer** de l'empresa (*equity value*), és el valor per als accionistes i pren en consideració tant la perspectiva econòmica com la financera.

# Quant val una empresa?

## Una primera aproximació:

- El que és actualment, és a dir, el seu valor material actual.
- El que serà, és a dir, la creació de valor en el futur.
- El grau d'interès que té el mercat en aquesta empresa i en el sector d'activitat.

# Raons per valorar una empresa

## Motius interns:

- Conèixer la situació i/o evolució del patrimoni, “mesurar la creació de valor per a l’accionista”.
- Verificar la gestió realitzada pels directius.
- Establir la política de dividends (*pay out*).
- Conèixer la capacitat d’endeutament o apalancament financer i, d'altra banda, valorar l’ampliació o la reestructuració interna del capital.
- Successió.

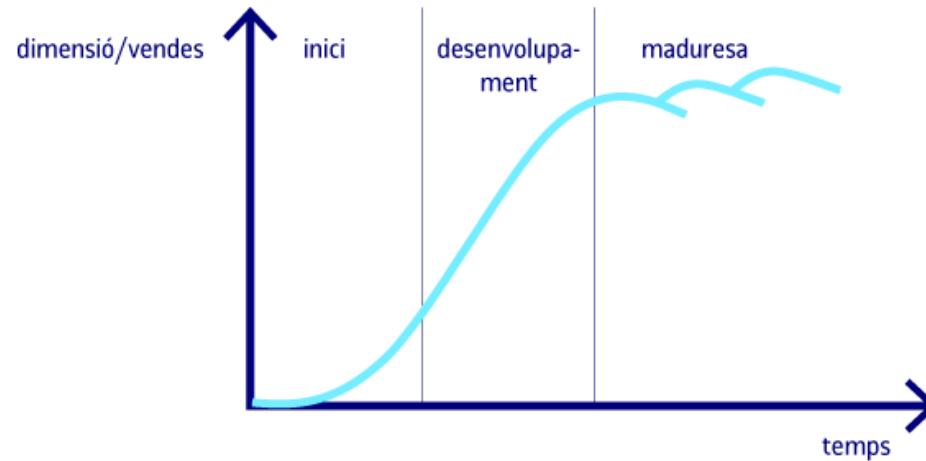
# Raons per valorar una empresa

## Motius externs:

- Transmissió total o parcial de l'empresa.
  - Separació o incorporació de socis.
  
- Adquisició per part d'un grup inversor.
  - Intern (directius) MBO.
  - Extern MBI.
  - Capital risc.
  - *Private equity*.
  
- Fusions i adquisicions M&A.
  
- Sol·licitar finançament bancari.

# Fases d'una empresa

Les necessitats de finançament de l'empresa van lligades a la seva evolució i el seu desenvolupament en el temps



	Inici	Desenvolupament	Maduresa
<b>Necessitats de finançament</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• capital "llavor"</li> <li>• inversions de posta en marxa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• capital desenvolupament</li> <li>• inversions per al creixement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• finançament estructurat</li> <li>• diversificació, reforç del posicionament, adquisicions, innovació, etc.</li> </ul>
<b>Fonts de finançament</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• pròpia/privada</li> <li>• subvencions</li> <li>• <i>business angels</i>, capital risc</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>private equity</i></li> <li>• autofinançament</li> <li>• subvencions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>private equity</i></li> <li>• institucions financeres i mercat de capitals</li> <li>• autofinançament</li> </ul>

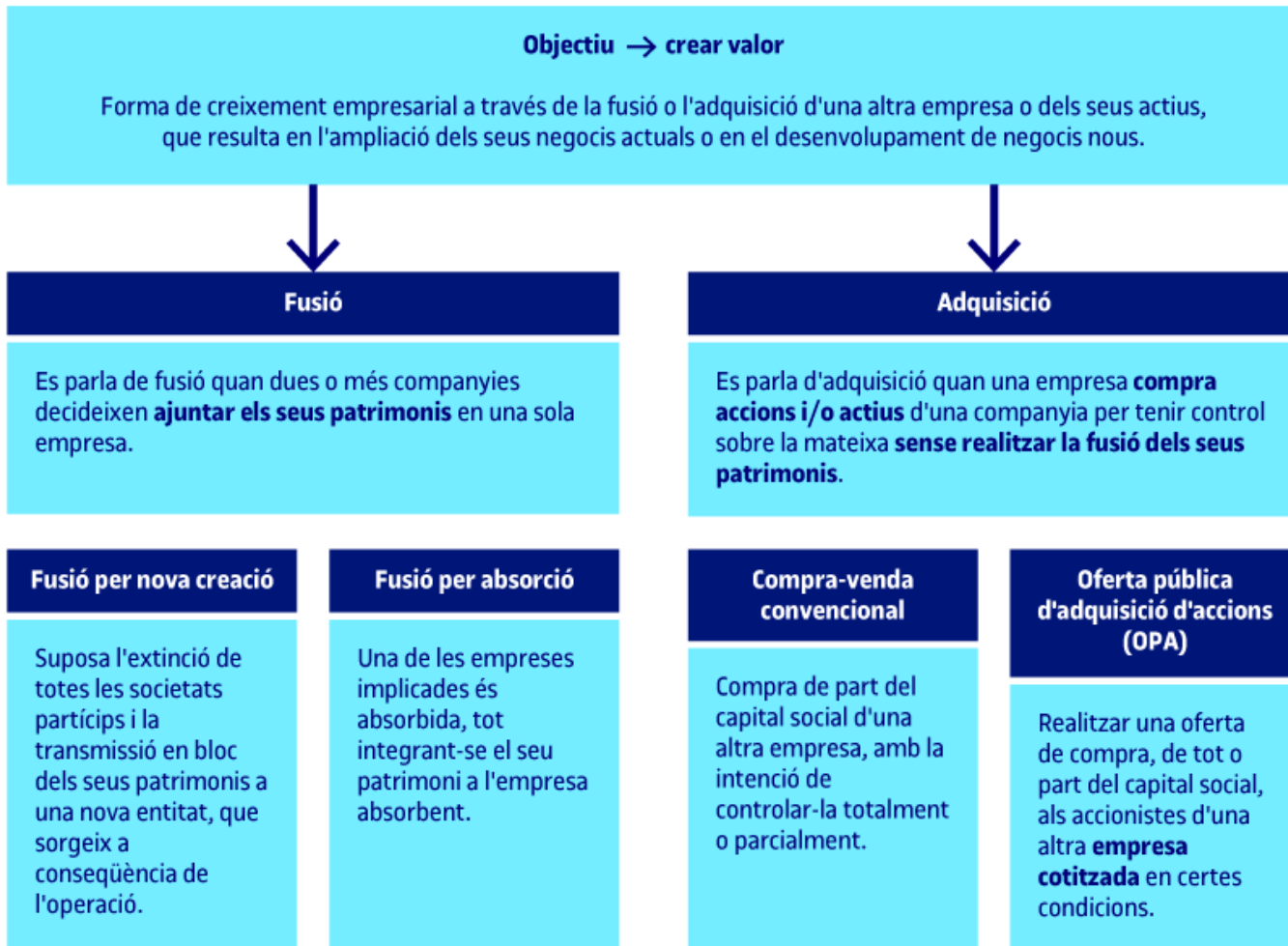
---

**02**

**M&A – Compra/venda  
i fusió d'empreses**

---

# Tipus d'operacions d'M&A



# Motius per a una operació M&A



**El valor de mercat de l'empresa resultant després d'una adquisició ha de ser superior al de les societats independents objecte de l'operació d'M&A.**



---

**03**

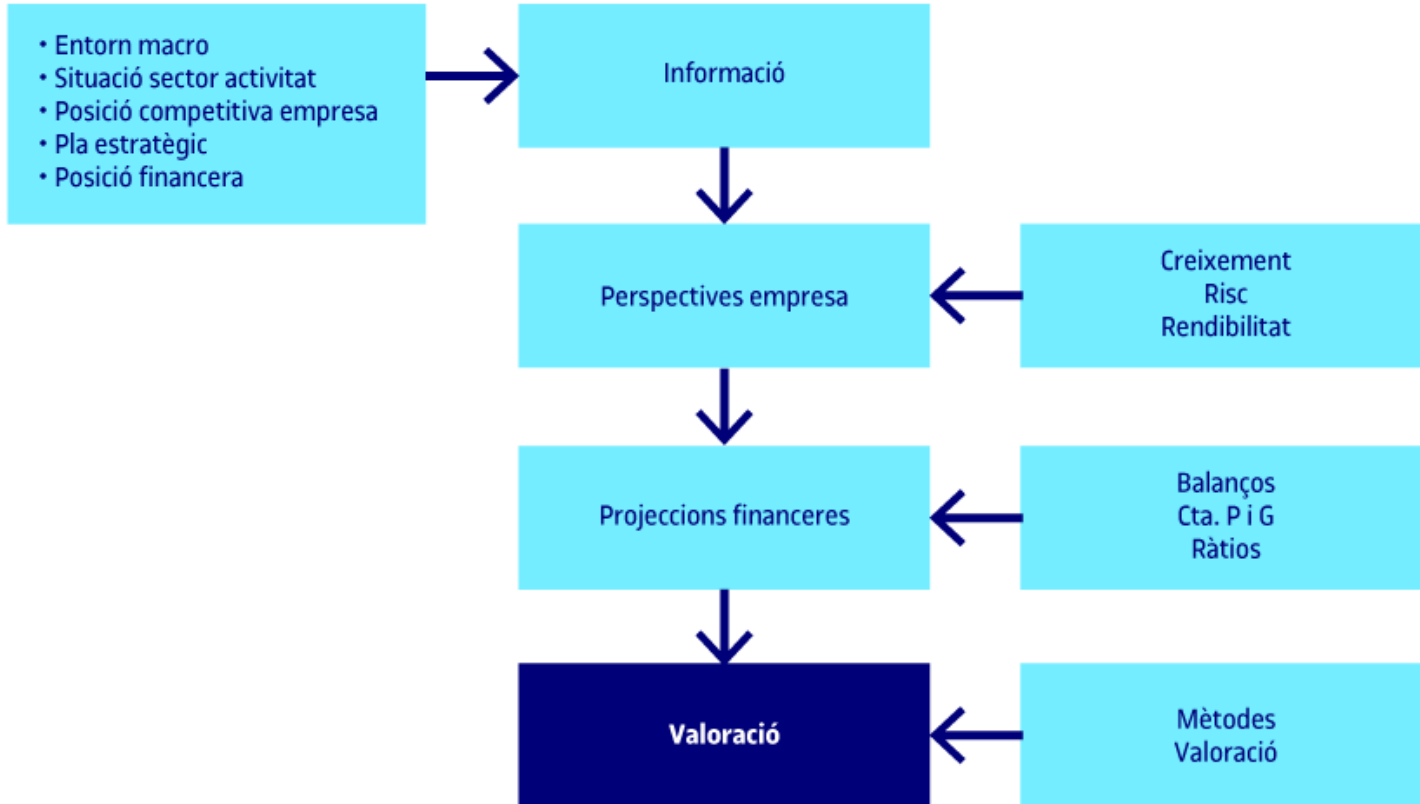
**Mètodes de valoració  
d'empreses**

---

# Mètodes de valoració

Principals mètodes de valoració		
<b>Mètodes de valoració estàtics</b>	Valor net comptable	Valor dels <b>recursos propis</b> que figuren en el balanç de situació d'una companyia (capital i reserves). Aquest valor es pot obtenir també per la <b>diferència entre l'actiu total i el passiu exigible</b> .
	Valor net comptable ajustat	Valor comptable del seu patrimoni d'acord amb els comptes anuals tot ajustant els seus actius i els seus passius per reflectir-los en el seu valor de mercat.
	Valor liquidatiu	Valor d'una empresa en el cas que es procedeixi a la seva <b>liquidació</b> (venda dels seus actius i cancel·lació de deutes). Es calcula amb la deducció del patrimoni net ajustant les despeses de liquidació del negoci.
<b>Mètodes de valoració dinàmics</b>	Descompte de flux de caixa (DCF)	Valor present dels <b>fluxos de caixa lliures</b> que podrà generar la mateixa en el futur i que són susceptibles de ser distribuïts a les seves fonts de capital (accionistes i proveïdors de deute). Es calcula el valor present d'aquests fluxos tot descomptant-los de la taxa de descompte <b>cost mitjà ponderat del capital (WACC)</b> .
	Descomptes d e dividends (DDM)	Valor present dels <b>dividends</b> que la mateixa podrà generar i repartir als seus accionistes en el futur. Es calcula el valor present d'aquests fluxos tot descomptant-los de la taxa de descompte <b>cost de capital (Ke)</b> .
	Múltiples de mercat	Es realitza una valoració basada en el <b>preu</b> que s'ha pagat per <b>companyies similars en transaccions anteriors</b> o al qual cotitzen companyies similars a la borsa. Múltiples més utilitzats: <b>múltiple EBITDA i resultado net (PER)</b> .

# Procés de valoració



## Tipus de models de valoració

### Segons la funció de valor:

- Basats en rendiments → estimació de beneficis futurs.
- Basats en costos o analítics → sobre dades comptables de naturalesa històrica, si bé s'ajusten a l'efecte de la valoració.
- Relatius o basats en referències o múltiples, que utilitzen variables de mercat per comparar l'empresa a valorar amb altres similars.

## Quin mètode s'ha d'utilitzar?

- Atès que el valor de l'empresa depèn de la seva capacitat per generar fluxos de tresoreria, **el càlcul del valor actual d'aquests fluxos es considera el mètode més adequat.**
- Quan això no és possible (no hi ha informació, els fluxos són negatius o la incertesa és molt gran) llavors ens plantejarem utilitzar els altres.

## Descompte → *cash flow* lliures

- Part de la base de cada actiu posseeix un valor intrínsec que pot ser calculat prenent en consideració els fluxos d'efectiu (CFL o FCF), el seu creixement i el risc.
- El valor serà: el VAN de les projeccions futures de CFL.
- Informació necessària: estimar els fluxos d'efectiu (CFL), la taxa de descompte ( $k$ ) i el valor residual (VR).

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

# Càlcul del → *cash flow* lliure

## Càlcul del flux de caixa lliure

1	Resultats	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Ingressos per vendes <small>Per % de variació anual</small>	0	0	0	0	0	0
	Cost de les vendes <small>Per % de variació anual</small>	0	0	0	0	0	0
	Altres despeses d'explotació <small>Per % de variació anual</small>	0	0	0	0	0	0
	Depreciacions - Amortitzacions <small>Per % de variació anual</small>	0	0	0	0	0	0
	Excepcionals nets (+ -) <small>Per % de variació anual</small>	0	0	0	0	0	0
	BAIL - EBIT	0	0	0	0	0	0
	NOPAT - B. operatiu net	0	0	0	0	0	0
2	Flux de caixa brut	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Depreciacions - Amortitzacions	0	0	0	0	0	0
	Flux de caixa brut	0	0	0	0	0	0
3	Inversió actiu operatiu	2017	2018	2019	2020	2021	
	Inversió en actiu circulant						
	Inversió en actiu fix						
4	FCF - Flux de caixa lliure	2017	2018	2019	2020	2021	
	Flux de caixa lliure	0	0	0	0	0	

## Càlcul dels fluxos de caixa lliures de l'empresa (FCL o FCF)

**EBIT = BAIT (beneficis abans d'interessos i impostos)**

**(-) Impost de Societats sobre EBIT =BAIT**

**= NOPAT (Beneficis normalitzats operatius menys impostos ajustats)**

**+ Amortitzacions**

**+ Provisions/depreciacions**

**= Flux de caixa brut**

**-/+ Capex d'inversió ANC (noves inversions/desinversions)**

**+/- Variacions del working capital o fons de maniobra**

**= Flux de caixa lliure o free cash flow**



## Valor econòmic de l'empresa

- **El valor de l'empresa s'obté tot descomptant els fluxos de caixa lliures esperats o *free cash flow***, és a dir, els fluxos d'efectiu després d'haver pagat totes les obligacions recurrents de l'empresa i impostos, però abans de considerar els fluxos derivats de l'activitat financera.
- **El factor de descompte** a utilitzar seria el cost mitjà ponderat del capital, que equival al cost dels diferents recursos financers utilitzats per l'empresa, ponderats pel seu valor de mercat.
- **El valor residual** és el valor econòmic de l'empresa en el període  $n$ .

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCL}{(1+WACC)^t} + \frac{VR_n}{(1+WACC)^n}$$

## WACC i el seu càlcul

**Podem definir el cost mitjà del capital de l'empresa com el percentatge mitjà de retribució del finançament (propri i aliè).**

Aritmèticament és, per tant, la mitjana ponderada entre el tipus d'interès mitjà del deute, i la rendibilitat mínima exigida o esperada per l'accionista del capital aportat a l'empresa.

Per estimar-ho cal fer el promig del cost individual de les fonts que componen el capital sobre la base de la seva participació respectiva.

La fórmula que permet el seu càlcul és la següent:

$$\text{WACC} = \textit{weighthed average cost of capital}$$
$$\text{WACC} = K_i + K_e$$

## WACC i el seu càlcul

$$K_i = K_d * (1-t) * (D/(I+D))$$

- $K_i$  = cost dels recursos aliens amb cost explícit (apalancament financer).
- $K_d$  = cost dels recursos aliens, tipus d'interès.
- $(1-t)$  = factor d'estalvi, Impost de Societats.
- $I$  = Fons propis.
- $D$  = Fons aliens.

$$K_e = (R_f + (\text{Beta} * (R_m - R_f)) * (I/(I+D))$$

- $K_e$ : cost dels recursos propis o del capital aportat pels accionistes.
- $R_f$ : rendibilitat sense risc, rendibilitat dels bons de l'Estat a llarg termini.
- $\text{Beta}$ : risc relatiu de l'actiu pel que fa a la mitjana.
- $R_m$ : prima de risc del mercat, mitjana obtinguda d'una sèrie històrica d'un portafolis de companyies, normalment d'empreses que cotitzen a la borsa.

## WACC i el seu càlcul

**El seu càlcul, el seu coneixement explícit i la seva comunicació a tots els responsables de l'empresa és fonamental per ser el factor determinant de la majoria de les decisions financeres:**

- **Aprovació de projectes d'inversió.**
- **Element de mesura de la gestió del circulat** (existències, deutors i tresoreria).
- **Valoració de l'empresa** o parts d'empresa
- **Selecció de fonts de finançament** sota el criteri del menor cost, especialment en les noves decisions a prendre.

**El cost de capital comparat amb la rendibilitat econòmica** ofereix la informació més crítica per **avaluar i mesurar l'estratègia i la gestió del negoci de l'empresa**. Només **quan la rendibilitat és superior al cost del capital es pot dir que els directius estan fent una bona gestió.**

## Càlcul del valor residual

- **El valor residual** → es calcula tenint en compte una **taxa de creixement (g) dels FCL o FCF** que dependrà de la reinversió econòmica i de la rendibilitat econòmica de les inversions:

$$VR = (FCL) \times (1 + g) / (WACC - g)^n$$

## Càlcul de g

- **La taxa de creixement estable esperada (g)** → no pot ser superior a la taxa de creixement esperada de l'economia en la qual opera l'empresa.

$$g_{EBIT} = \left( \frac{\Delta AF + \Delta FM}{EBIT(1-t)} \right) \times ROA = t_{reinv} \times ROA$$

# Estimació dels FCL esperats

## Anàlisi del passat (si hi ha *track record*)

- Informació interna (3-5 anys) de l'empresa.
- Informació externa del comportament del mercat en el mateix període.

**Perspectives de futur**, tant a mitjà o llarg termini, és a dir:

- Projeccions dels EF a → 3-5-7 i 10 anys.

## Valoració per referències o mètode de múltiples

**Consisteix a comparar l'empresa que es vol valorar amb altres empreses o amb els valors mitjans del sector en el qual opera.**

### **Informació necessària:**

- Un actiu idèntic o un grups d'actius similars o comparables.
- Una mesura de valor estandarditzat (per exemple, amb els fons propis, podem dividir el preu per una variable comuna com beneficis o valor comptable).

**Agafa com a referència una variable de l'empresa a valorar i la multiplica per un factor associat:**

- Múltiples de beneficis o marges, com l'EBITDA.
- Múltiples d'actius.
- Múltiples sectorials.



## Exemples de múltiples

### Múltiples de beneficis:

$$\text{PER} \rightarrow \text{VE} = \text{PER} \times \text{benefici net}$$

- El PER a utilitzar ha de ser el d'una empresa similar pel que fa a la seva dimensió, el risc i el creixement.

### Múltiples d'actius:

$$\text{Value to book} \rightarrow \text{VE} = \text{VB} \times \text{fons propis}$$

- Igualment, el VB ha de correspondre a una empresa comparable.

## Múltiples més utilitzats

### Basats en el valor de les empreses

EV / EBITDA ... *Enterprise value to EBITDA*.....  $EV = EBITDA \times \text{nombre de vegades del múltiple}$ .

EV/SALES..... *Enterprise value to sales*.....  $EV = \text{Vendes} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$ .

EV/FCF..... *Enterprise value to unlevered free cash flow*.....  $EV = FCF \times \text{nombre de vegades del múltiple}$ .

EV/BV..... *Enterprise value to book value*..  $EV = \text{Valor comptable net patrimonial} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$ .

## Múltiples més utilitzats

### Basats en la capitalització de les empreses

P/E ..... PER *Price earning ratio*..... Capitalització borsària / benefici.

P/CE.... *Price to cash earnings*..... Capitalització borsària / *cash flow* comptable.

P/S..... *Price to sales*..... Capitalització borsària / vendes.

P/LFCF.... *Price to levered cash flow*.. Capitalització borsària / *cash flow* per les accions recurrents.

P/BV.... *Price to book value*..... Capitalització borsària / valor comptable de les accions.

P/AV.... *Price to asset value*..... Capitalització borsària / valor comptable dels actius.

