

Finanzas corporativas

Joan Gómez Munuera

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Àngels Fitó Bertran (2020)

Primera edició: març 2020

© Joan Gómez Munuera

Todos los derechos reservados

© de esta edición, FUOC, 2020

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Realización editorial: FUOC

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

1. Valoración de empresas

- a. ¿Cuántos términos complejos hay en el proceso de valoración?
- b. Valoración de empresas
- c. Concepto de valoración
- d. Clases de valor
- e. ¿Cuánto vale una empresa?
- f. Razones para valorar una empresa
- g. Fases de una empresa

2. M&A – Compra/venta y fusión de empresas

- a. Tipos de operaciones de M&A
- b. Motivos para operación de M&A

3. Métodos de valoración de empresas

- a. Métodos de valoración
- b. Proceso de valoración
- c. Clases de modelos de valoración
- d. ¿Qué método debe utilizarse?
- e. Descuento → *cash flow* libres
- f. Cálculo del → *cash flow* libre
- g. Cálculo de los flujos de caja libres de la empresa (FCL o FCF)
- h. Valor económico de la empresa
- i. WACC y su cálculo
- j. Cálculo del valor residual
- k. Cálculo de g
- l. Estimación de los FCL esperados
- m. Valoración por referencias o método de múltiplos
- n. Múltiplos más utilizados

Conclusiones

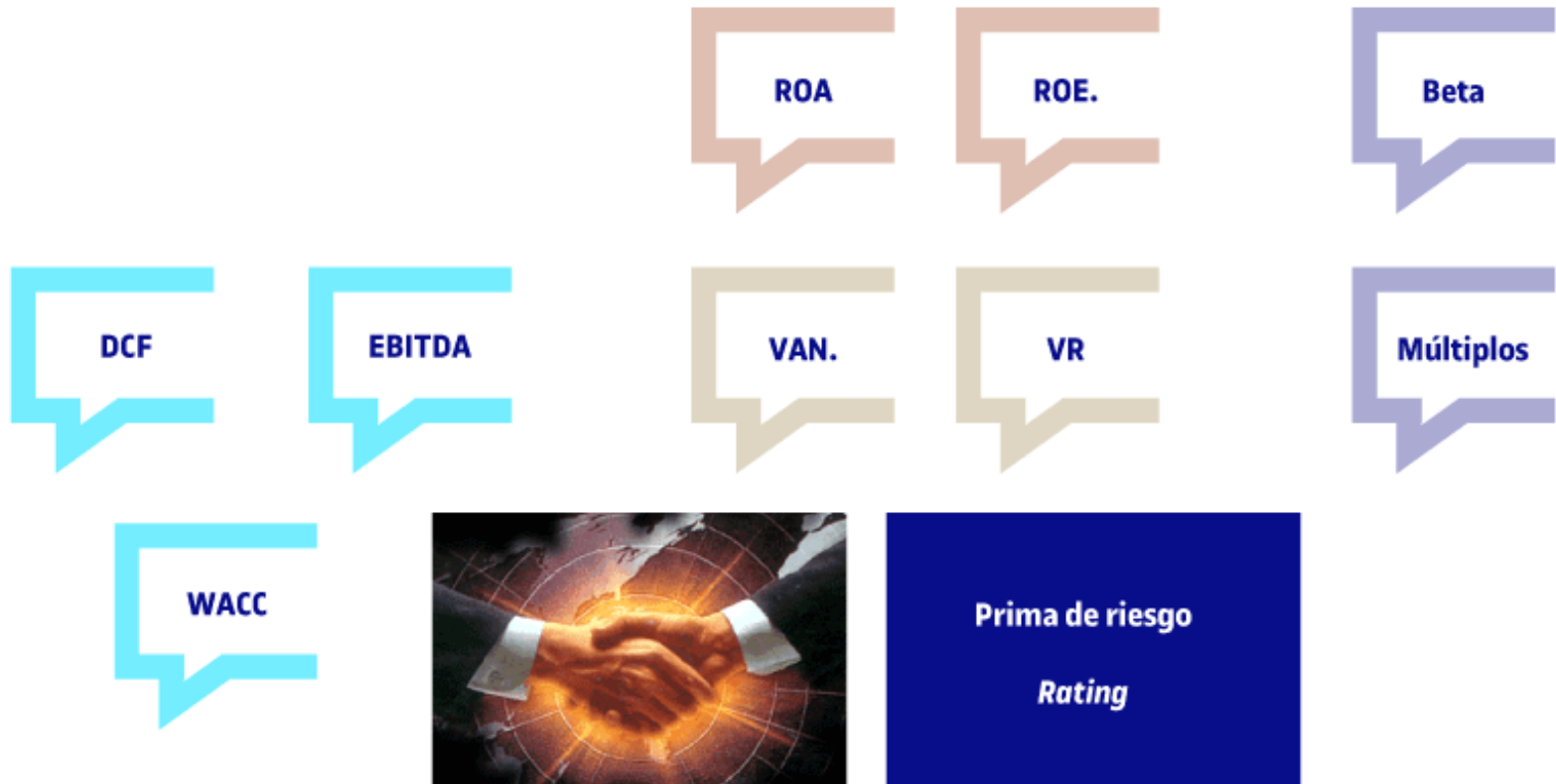
¿Cuánto vale una empresa? Es una cuestión que en algún momento se plantea un empresario, ya sea porque alguien quiere comprar su empresa o porque necesita conocer el valor de otra compañía que le gustaría comprar o con la que se querría fusionar.

Como cualquier otro elemento susceptible de ser comprado o vendido, **una empresa vale el precio que alguien esté dispuesto a pagar por ella**, es decir, no existe un valor objetivo, definitivo y absoluto, una cifra que nadie pueda discutir. Hay tantos valores de una empresa como personas diferentes la estén valorando o momentos distintos en los que se valore.

01

Valoración de empresas

¿Cuántos términos complejos hay en el proceso de valoración?



Concepto de valoración

- ¿Existe un valor “verdadero” o *fair value*?
- ¿Puede la valoración ser un proceso objetivo?
- ¿Existen métodos de cálculo que supongan una buena aproximación al valor real o verdadero?

Clases de valor

Según el objeto de valoración:

- **Valor económico** de la empresa, que tiene en consideración todas las inversiones (tangibles e intangibles), pero no su modo de financiarlas.
- **Valor financiero** de la empresa (*equity value*) es el valor para los accionistas, y toma en consideración tanto la perspectiva económica como la financiera.

¿Cuánto vale una empresa?

Una primera aproximación:

- Lo que es actualmente, es decir, su valor material actual.
- Lo que será, es decir, la creación de valor en el futuro.
- El grado de interés que tiene el mercado sobre dicha empresa y sobre el sector de actividad.

Razones para valorar una empresa

Motivos internos:

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio, “medir la creación de valor para el accionista”.
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer la política de dividendos (*pay out*).
- Conocer la capacidad de endeudamiento o apalancamiento financiero y, por otro lado, valorar la ampliación o reestructuración interna del capital.
- Sucesión.

Razones para valorar una empresa

Motivos externos:

- Transmisión total o parcial de la empresa:
 - Separación o incorporación de socios.

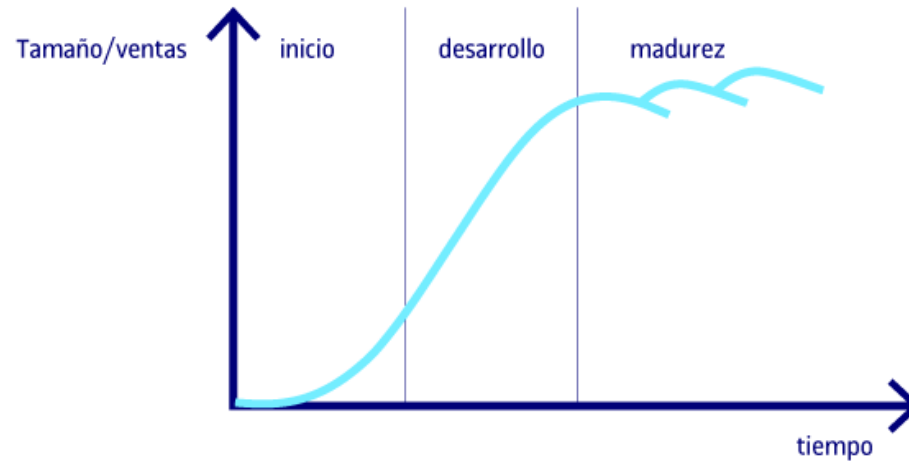
- Adquisición por parte de un grupo inversor:
 - Interno (directivos) MBO.
 - Externo MBI.
 - Capital riesgo.
 - *Private equity*.

- Fusiones y adquisiciones M&A.

- Solicitar financiación bancaria.

Fases de una empresa

Las necesidades de financiación de la empresa van ligadas a su evolución y desarrollo en el tiempo



	Inicio	Desarrollo	Madurez
Necesidades de financiación	<ul style="list-style-type: none"> • capital "semilla" • inversiones de puesta en marcha 	<ul style="list-style-type: none"> • capital desarrollo • inversiones para el crecimiento 	<ul style="list-style-type: none"> • financiación estructurada • diversificación, reforzamiento del posicionamiento, adquisiciones, innovación, etc.
Fuentes de financiación	<ul style="list-style-type: none"> • propia/privada • subvenciones • <i>business angels</i>, capital riesgo 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>private equity</i> • autofinanciación • subvenciones 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>private equity</i> • instituciones financieras y mercado de capitales • autofinanciación

02

**M&A – Compra/venta
y fusión de empresas**

Tipos de operaciones de M&A



Motivos para operación de M&A



El valor del mercado de la empresa resultante tras una adquisición debe ser mayor al de las sociedades independientes objeto de la operación de M&A

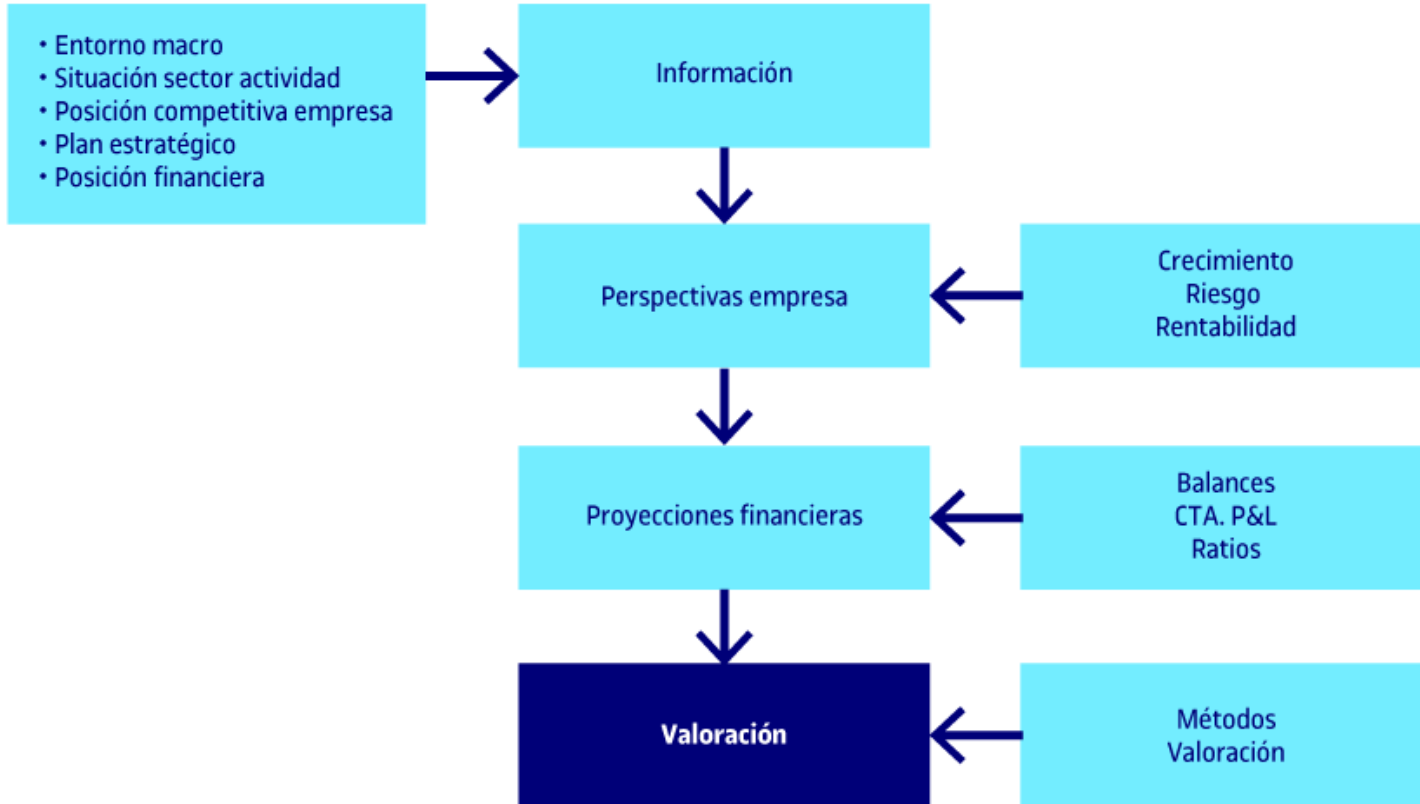
03

**Métodos de valoración
de empresas**

Métodos de valoración

Principales métodos de valoración		
Métodos de valoración estáticos	Valor neto contable	Valor de los recursos propios que figuran en el balance de situación de una compañía (capital y reservas). Este valor puede obtenerse también por la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible .
	Valor neto contable ajustado	Valor contable de su patrimonio de acuerdo con las cuentas anuales ajustando sus activos y pasivos para reflejarlos a su valor de mercado .
	Valor liquidativo	Valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación (venta de sus activos y cancelación deudas). Se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.
Métodos de valoración dinámicos	Descuentos de flujos de caja (DCF)	Valor presente de los flujos de caja libres que podrá generar la misma en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus fuentes de capital (accionistas y proveedores de deuda). Se calcula el valor presente de dichos flujos descontándolos a la tasa de descuento coste medio ponderado del capital (WACC) .
	Descuentos de dividendos (DDM)	Valor presente de los dividendos que la misma podrá generar y repartir a sus accionistas en el futuro. Se calcula el valor presente de dichos flujos descontándolos a la tasa de descuento coste de capital (Ke) .
	Múltiplos de mercado	Se realiza una valoración en base al precio que se ha pagado por compañías similares en transacciones anteriores o al que coticen compañías similares en Bolsa. Múltiplos más utilizados: múltiplo EBITDA y resultado neto (PER) .

Proceso de valoración



Clases de modelos de valoración

Según la función de valor:

- Basados en rendimientos → estimación de beneficios futuros.
- Basados en costes o analíticos → sobre datos contables de naturaleza histórica, si bien se ajustan a efectos de la valoración.
- Relativos o basados en referencias o múltiplos, que utilizan variables de mercado para comparar la empresa a valorar con otras similares.

¿Qué método debe utilizarse?

- Dado que el valor de la empresa depende de su capacidad para generar flujos de tesorería, **el cálculo del valor actual de dichos flujos se considera el método más adecuado.**
- Cuando esto no es posible (no hay información, los flujos son negativos o la incertidumbre es muy grande) entonces nos plantearemos utilizar los demás.

Descuento → *cash flow* libres

- Parte de la base de que cada activo posee un valor intrínseco que puede ser estimado tomando en consideración los flujos de efectivo (CFL o FCF), su crecimiento y el riesgo.
- El valor será: el VAN de esa proyección futura de CFL.
- Información necesaria: estimar los flujos de efectivo (CFL), la tasa de descuento (k) y el valor residual (VR).

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

Cálculo del → *cash flow* libre

Cálculo del flujo de caja libre

1	Resultados	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Ingresos por ventas <small>Por % de variación anual</small>	0	0	0	0	0	0
Coste de las ventas <small>Por % de variación anual</small>	0	0	0	0	0	0	0
Otros gastos explotación <small>Por % de variación anual</small>	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones - Amortizaciones <small>Por % de variación anual</small>	0	0	0	0	0	0	0
Excepcionales netos (+ -) <small>Por % de variación anual</small>	0	0	0	0	0	0	0
BAIL - EBIT	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT - B. operativo neto	0	0	0	0	0	0	0
2	Flujo de caja bruto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciaciones - Amortizaciones	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de caja bruto	0	0	0	0	0	0	0
3	Inversión activo operativo	2017	2018	2019	2020	2021	
Inversión en activo circulante							
Inversión en activo fijo							
4	FCF - Flujo de caja libre	2017	2018	2019	2020	2021	
Flujo de caja libre	0	0	0	0	0	0	

Cálculo de los flujos de caja libres de la empresa (FCL o FCF)

EBIT = BAIT (beneficios antes de intereses e impuestos)

(-) Impuesto de Sociedades sobre EBIT = BAIT

= NOPAT (beneficios normalizados operativos menos impuestos ajustados)

+ Amortizaciones

+ Provisiones/depreciaciones

= Flujo de caja bruto

-/+ Capex de inversión ANC (nuevas inversiones/desinversiones)

+/- Variaciones del *working capital* o fondo de maniobra

= Flujo de caja libre o *free cash flow*

Valor económico de la empresa

- **El valor de la empresa se obtiene descontando los flujos de caja libres esperados o *free cash flow***, es decir, los flujos de efectivo después de haber pagado todas las obligaciones recurrentes de la empresa e impuestos, pero antes de considerar los flujos derivados de la actividad financiera.
- **La tasa de descuento** a utilizar sería el coste medio ponderado de capital, que equivale al coste de los distintos recursos financieros utilizados por la empresa, ponderados por su valor de mercado.
- **El valor residual** es el valor económico de la empresa en el período n .

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

WACC y su cálculo

Podemos definir el coste medio del capital de la empresa como el porcentaje promedio de retribución de la financiación (propia y ajena).

Aritméticamente es, por tanto, la media ponderada entre el tipo de interés medio de la deuda, y la rentabilidad mínima exigida o esperada por el accionista del capital aportado a la misma.

Para estimarlo es preciso promediar el coste individual de las fuentes que componen el capital en base a su participación respectiva.

La fórmula que permite su cálculo es la siguiente:

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

WACC y su cálculo

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

- K_i = coste de los recursos ajenos con coste explícito (apalancamiento financiero).
- K_d = coste de los recursos ajenos, tipo de interés.
- $(1-t)$ = factor de ahorro, Impuesto de Sociedades.
- E = fondos propios.
- D = fondos ajenos.

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

- K_e : coste de los recursos propios o del capital aportado por los accionistas.
- R_f : rentabilidad sin riesgo, rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo.
- Beta : riesgo relativo del activo con respecto a la media.
- R_m : prima de riesgo del mercado, media obtenida de una serie histórica de un portafolio de compañías, normalmente de empresas que cotizan en bolsa.

WACC y su cálculo

Su cálculo, su conocimiento explícito y su comunicación a todos los responsables de la empresa es fundamental por ser el factor determinante de la mayoría de las decisiones financieras:

- **Aprobación de proyectos de inversión.**
- **Elemento de medida de la gestión del circulante** (existencias, deudores y tesorería).
- **Valoración de la empresa** o partes de empresa.
- **Selección de fuentes de financiación** bajo el criterio del menor coste, especialmente en las nuevas decisiones a tomar.

El coste de capital comparado con la rentabilidad económica ofrece la información más crítica para **evaluar y medir la estrategia y la gestión del negocio de la empresa**. Solo cuando la rentabilidad es superior al coste del capital se puede decir que los directivos están haciendo una buena gestión.

Cálculo del valor residual

- **El valor residual** → se calcula teniendo en cuenta una **tasa de crecimiento (g) de los FCL o FCF** que dependerá de la reinversión económica y de la rentabilidad económica de las inversiones:

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

Cálculo de g

- **La tasa de crecimiento estable esperada (g)** → no puede ser superior a la tasa de crecimiento esperado de la economía en la que opera la empresa.

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

Estimación de los FCL esperados

Análisis del pasado (si hay *track record*)

- Información interna (3-5 años) de la empresa.
- Información externa del comportamiento del mercado en el mismo período.

Perspectivas de futuro, tanto a medio o largo plazo, es decir:

- Proyecciones de los EF a → 3-5-7 y 10 años.

Valoración por referencias o método de múltiplos

Consiste en comparar la empresa que se quiere valorar con otras empresas o con los valores medios del sector en el que opera.

Información necesaria:

- Un activo idéntico o un grupo de activos similares o comparables.
- Una medida de valor estandarizado (por ejemplo, con los fondos propios, podemos dividir el precio por una variable común como beneficios o valor contable).

Toma como referencia una variable de la empresa a valorar y la multiplica por un factor asociado:

- Múltiplos de beneficios o márgenes, como el EBITDA.
- Múltiplos de activos.
- Múltiplos sectoriales.

Ejemplos de múltiplos

Múltiplos de beneficios:

$$\text{PER} \rightarrow \text{VE} = \text{PER} \times \text{beneficio neto}$$

- El PER a utilizar debe ser el de una empresa similar en cuanto a tamaño, riesgo y crecimiento.

Múltiplos de activos:

$$\textit{Value to book} \rightarrow \text{VE} = \text{VB} \times \text{fondos propios}$$

- Igualmente, el VB debe corresponder a una empresa comparable.

Múltiplos más utilizados

Basados en el valor de las empresas

EV / EBITDA ... *Enterprise value to EBITDA*..... $EV = EBITDA \times \text{número de veces del múltiplo.}$

EV/SALES..... *Enterprise value to sales*..... $EV = \text{Ventas} \times \text{número de veces del múltiplo.}$

EV/FCF..... *Enterprise value to unlevered free cash flow*..... $EV = FCF \times \text{número de veces del múltiplo.}$

EV/BV..... *Enterprise value to book value*.. $EV = \text{Valor contable neto patrimonial} \times \text{número de veces del múltiplo.}$

Múltiplos más utilizados

Basados en la capitalización de las empresas

P/E PER *Price earning ratio*..... Capitalización bursátil / beneficio.

P/CE.... *Price to cash earnings*..... Capitalización bursátil / *cash flow* contable.

P/S..... *Price to sales*..... Capitalización bursátil / ventas.

P/LFCF.... *Price to levered cash flow*... Capitalización bursátil / *cash flow* para las acciones recurrentes.

P/BV.... *Price to book value*..... Capitalización bursátil / valor contable de las acciones.

P/AV.... *Price to asset value*..... Capitalización bursátil / valor contable de los activos.

