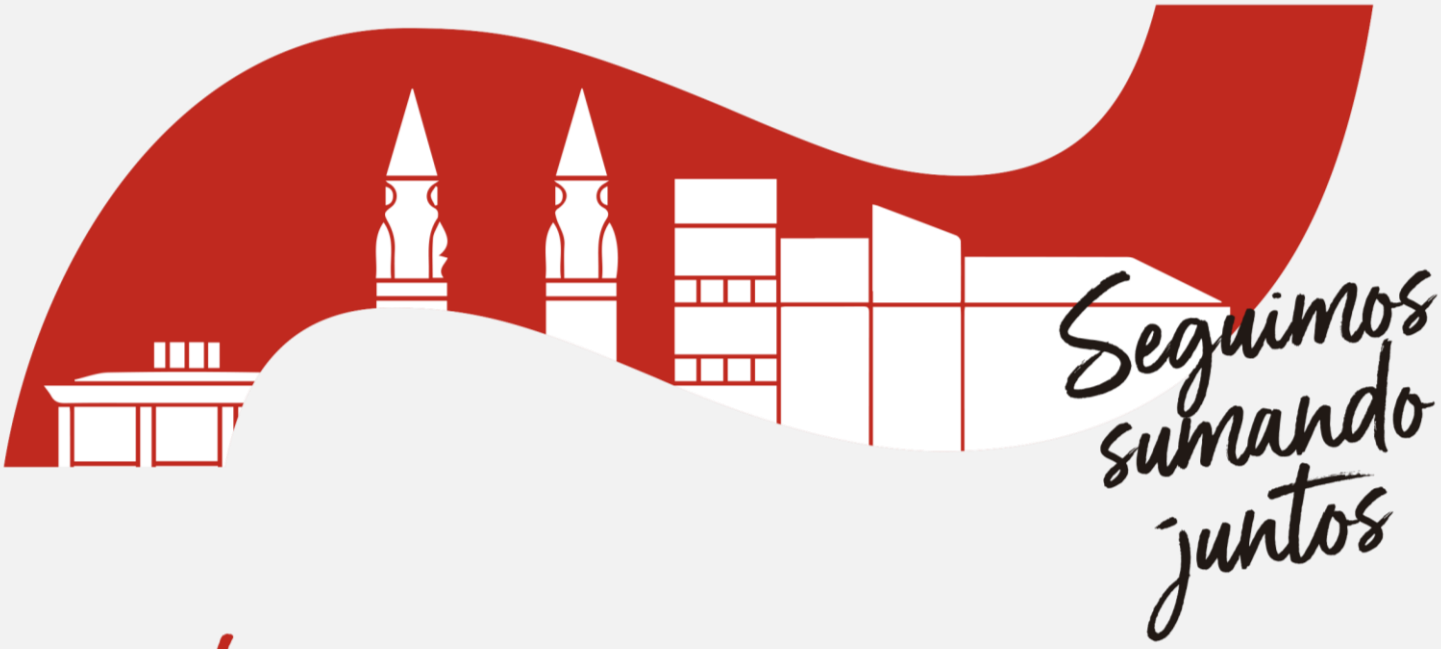
DESPACHOS BK
ETL GLOBAL
Tax · Legal · Audit



1er CONGRESO NACIONAL DESPACHOS BK ETL GLOBAL

RIOJA FORUM
9 Y 10 DE SEPTIEMBRE

VALORACION DE EMPRESAS

DESPACHOS BK
ETL GLOBAL
Tax · Legal · Audit

VALORACION DE EMPRESAS

Alfonso Segovia Leza

Objeto de valoración de una empresa

Las empresas se valoran por diferentes motivos:

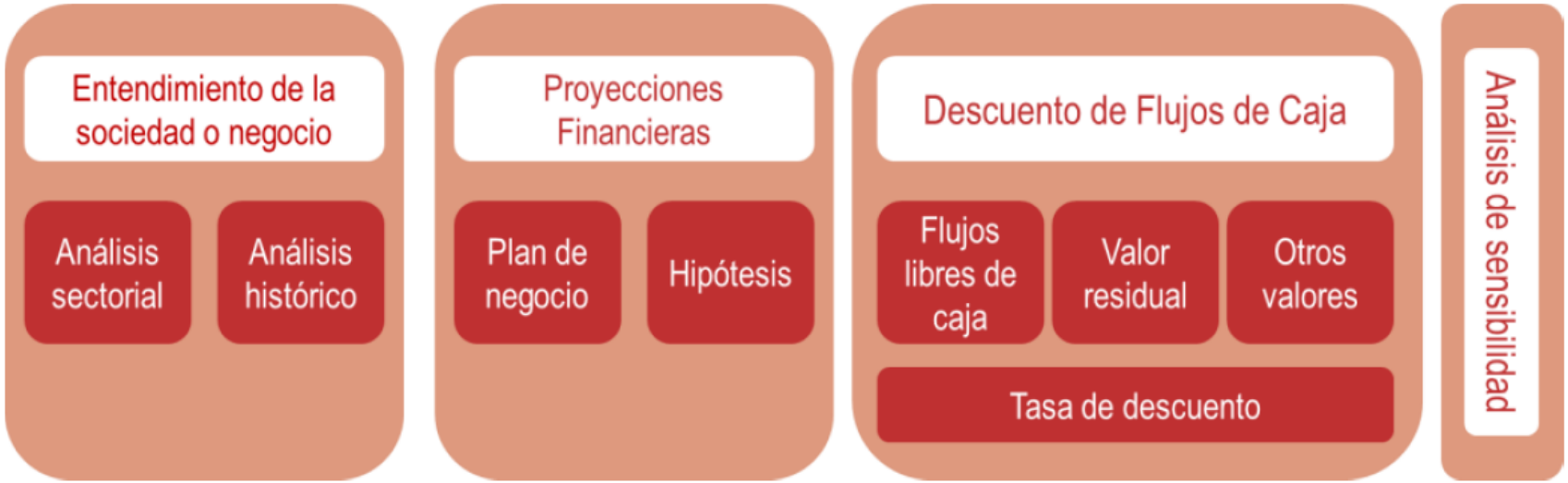
a) Compraventa de la sociedad.
b) Salida o entradas de socios en el capital.
c) Operaciones de reestructuraciones empresariales: fusiones, adquisiciones, canjes de valores, etc.
d) Como soporte tributario del valor fiscal en operaciones de transmisión.

Métodos de valoración (i)

Hay múltiples sistemas de valoración de una sociedad. Para el caso de empresas en funcionamiento, los sistemas más habituales son dos:

1.-Sistema de Flujos de Caja Descontados

Es el sistema más habitual en las valoraciones de las compañías. Consiste en ver cual es la caja que puede generar una compañía a lo largo del tiempo, bajo unas premisas de tasas de descuento, valores históricos y valores futuros.



Métodos de valoración (ii)

El Flujo Libre de Caja (FLC) se calculará como la suma algebraica de:

BENEFICIO OPERATIVO ANTES DE IMPUESTOS

+

AMORTIZACIONES

−

IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES OPERATIVO

−

INVERSIONES

+ −

VARIACIONES EN FONDO DE MANIOBRA

=

FLUJO LIBRE DE CAJA (FLC)

Métodos de valoración (iii)

La valoración de la sociedad, comprenderá el valor del negocio generado por el sistema de FCD, el sumatorio de los activos no afectos (tesorería ociosa, inmuebles no afectos a la actividad, etc) y descontando la deuda financiera neta.

Métodos de valoración (iv)

En primer lugar hay que analizar los datos históricos de la compañía, así como los de su sector:

SUMINISTROS INDUSTRIALES y DE FERRETERÍA, S.A.
EVOLUCION CUENTAS DE PERDIDAS Y GANANCIAS HISTÓRICAS

Concepto	2018		2019		2020		2021	
	Importe	% s/ Ventas	Importe	% s/ Ventas	Importe	% s/ Ventas	Importe	% s/ Ventas
Total ventas	**2.907.081,00**	**100,00%**	**2.162.357,00**	**100,00%**	**1.995.766,00**	**100,00%**	**2.247.302,13**	**100,00%**
a) Importe Neto de la cifra de negocios	2.902.571,00	99,84%	2.159.923,00	99,89%	1.992.642,00	99,84%	2.247.302,13	100,00%
b) Resultado de ejercicio SALF	4.510,00	0,16%	2.434,00	0,11%	3.124,00	0,16%	0,00	0,00%
Consumos	**1.885.584,00**	**64,86%**	**1.663.265,00**	**76,92%**	**1.430.892,00**	**71,70%**	**1.606.570,98**	**71,49%**
Margen Bruto	**1.021.497,00**	**35,14%**	**499.092,00**	**23,08%**	**564.874,00**	**28,30%**	**640.731,15**	**28,51%**
Total gastos	**963.753,00**	**33,15%**	**981.005,00**	**45,37%**	**673.201,00**	**33,73%**	**615.827,78**	**27,40%**
Gastos de personal	674.361,00	23,20%	591.336,00	27,35%	442.773,00	22,19%	384.101,92	17,09%
Amortizaciones	42.749,00	1,47%	49.031,00	2,27%	41.291,00	2,07%	37.234,00	1,66%
Variación de provisiones de tráfico		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
Servicios exteriores	246.643,00	8,48%	340.638,00	15,75%	189.137,00	9,48%	194.491,86	8,65%
Tributos		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
Otros resultados		**0,00%**		**0,00%**		**0,00%**	**11.456,41**	**0,51%**
Resultado de explotación	**57.744,00**	**1,99%**	**-481.913,00**	**-22,29%**	**-108.327,00**	**-5,01%**	**36.359,78**	**1,62%**
Resultados financieros	**-32.019,00**	**-1,10%**	**-28.869,00**	**-1,34%**	**-29.459,00**	**-1,48%**	**-27.353,61**	**-1,22%**
Otros ingresos financieros	737,00	0,03%	532,00	0,02%	133,00	0,01%	53,94	0,00%
Gastos financieros	32.756,00	1,13%	29.401,00	1,36%	29.592,00	1,48%	27.407,55	1,22%
Diferencias de cambio								
EBIT (Beneficio antes de financieros)	**57.744,00**	**1,99%**	**-481.913,00**	**-22,29%**	**-108.327,00**	**-5,43%**	**36.359,78**	**1,62%**
EBITDA (Bº antes de financieros y amort.)	**100.493,00**	**3,46%**	**-432.882,00**	**-20,02%**	**-67.036,00**	**-3,36%**	**73.593,78**	**3,27%**
Resultado de la actividad	**25.725,00**	**0,88%**	**-510.782,00**	**-23,62%**	**-137.786,00**	**-6,90%**	**9.006,17**	**0,40%**
Impuesto de sociedades	6.432,00	0,22%	-107.837,00	-4,99%	-34.209,00	-1,71%	2.324,48	0,10%
Beneficio neto	**19.293,00**	**0,66%**	**-402.945,00**	**-18,63%**	**-103.577,00**	**-5,19%**	**6.681,69**	**0,30%**
Beneficio Total	**19.293,00**	**0,66%**	**-402.945,00**	**-18,63%**	**-103.577,00**	**-5,19%**	**6.681,69**	**0,30%**
Cash Flow	**62.042,00**	**2,13%**	**-353.914,00**	**-16,37%**	**-62.286,00**	**-3,12%**	**43.915,69**	**1,95%**

Métodos de valoración (v)

En segundo lugar lugar hay que proyectar los datos históricos de la compañía, normalmente entre 5 y 7 años

SUMINISTROS INDUSTRIALES y DE FERRETERÍA, S.A.
EVOLUCION PERDIDAS Y GANANCIAS 2022 A 2.026 (PREVISION)

Concepto	2021 Importe	INCREMENTO PREVISTO	2022 Importe	2023 Importe	2024 Importe	2025 Importe	2026 Importe
Total ventas	**2.248.747,75**		**2.273.575,15**	**2.500.552,67**	**2.999.903,20**	**3.149.708,36**	**3.212.626,53**
a)Importe Neto de la cifra de negocios	2.247.302,13		2.269.775,15	2.496.752,67	2.996.103,20	3.145.908,36	3.208.826,53
b)Resultado ejercicio SALF	1.445,62		3.800,00	3.800,00	3.800,00	3.800,00	3.800,00
Consumos	**1.606.570,98**		**1.595.002,01**	**1.747.726,87**	**2.097.272,24**	**2.202.135,85**	**2.246.178,57**
Margen Bruto	**642.176,77**		**678.573,14**	**752.825,80**	**902.630,96**	**947.572,51**	**966.447,96**
Margen Bruto %	**28,56%**		**29,34%**	**30,11%**	**30,09%**	**30,08%**	**30,08%**
Total gastos	**615.827,78**		**584.177,34**	**642.081,57**	**665.860,10**	**691.861,30**	**719.016,73**
Gastos de personal	384.101,92		387.605,52	391.481,57	422.800,10	443.940,10	466.137,11
Amortizaciones	37.234,00						
Variación de provisiones de tráfico							
Servicios exteriores	194.491,86		196.571,82	250.600,00	243.060,00	247.921,20	252.879,62
Tributos	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros resultados	**11.456,41**						
Resultado de explotación	**37.805,40**		**94.395,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**255.711,21**	**247.431,22**
Resultados financieros	**0,00**		**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Otros ingresos financieros			200,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gastos financieros				0,00	0,00	0,00	0,00
Diferencias de cambio							
EBIT (Beneficio antes de financieros)	**37.805,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**255.711,21**	**247.431,22**
EBITDA (Bº antes de financieros y amort.)	**75.039,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**255.711,21**	**247.431,22**
Resultado de la actividad	**37.805,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**255.711,21**	**247.431,22**
Impuesto de sociedades						8.093,00	61.857,81
Beneficio neto	**37.805,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**247.618,21**	**185.573,41**
CASH FLOW	**75.039,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**247.618,21**	**185.573,41**
Beneficio Total	**37.805,40**		**94.595,80**	**110.744,23**	**236.770,86**	**247.618,21**	**185.573,41**
% Beneficio s/Ingresos	**1,68%**		**3,63%**	**4,42%**	**7,88%**	**7,85%**	**5,78%**

Métodos de valoración (vi)

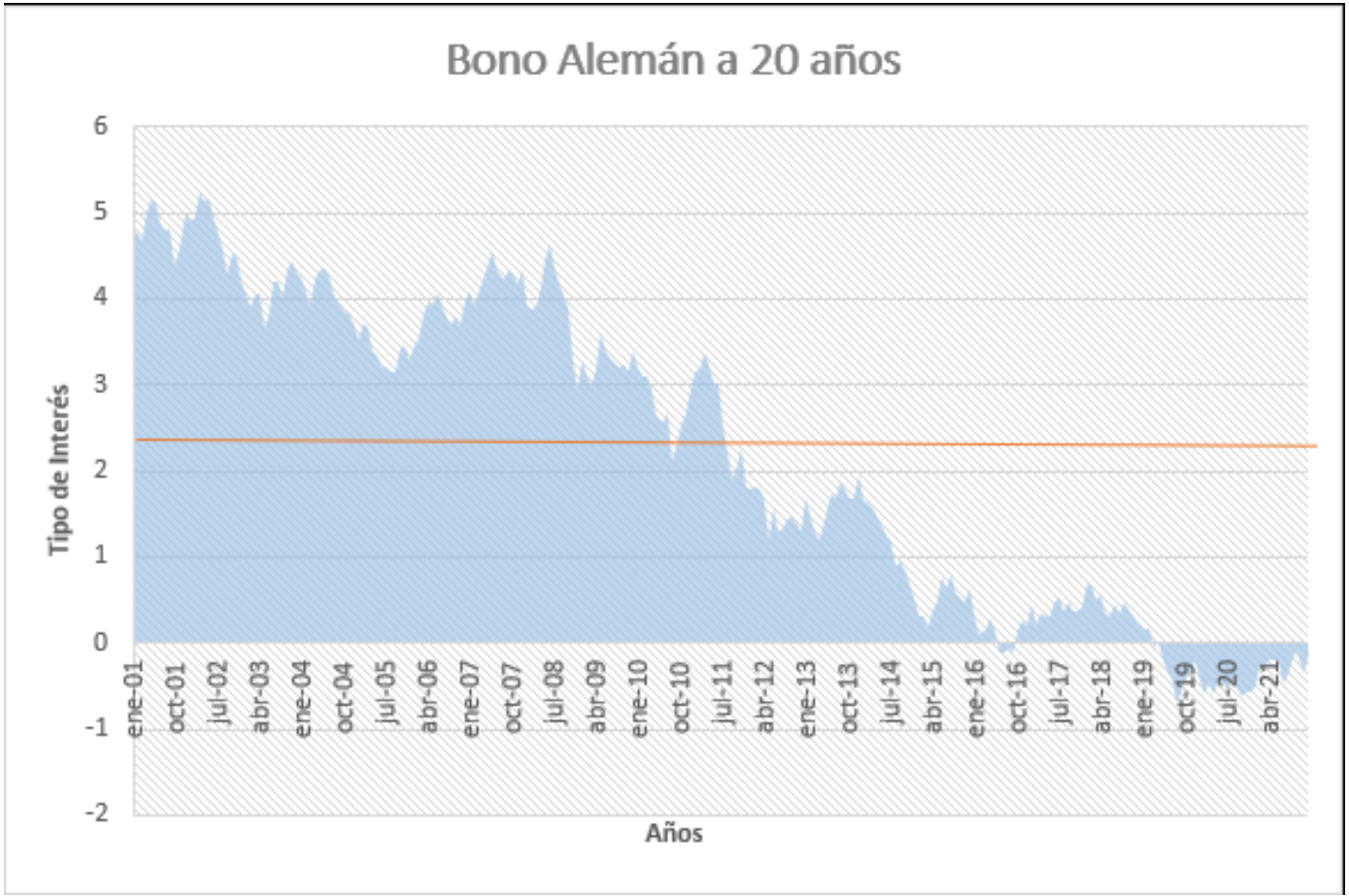
En tercer lugar lugar hay que calcular la tasa de descuento a aplicar

$$C_{rp} = T_{sr} + (P_r \times B_a) = 2{,}30\% + (6{,}00\ \% \times 1{,}00) = 8{,}30\ \%$$

- La tasa de descuento aplicada en el cálculo de los diferentes valores actualizados es del 8.30%, que se obtiene teniendo en cuenta los siguientes valores:

  - ⇨ Rentabilidad de los activos financieros sin riesgo a largo plazo (bono alemán a 20 años): 2,30% (T_{sr}). A este efecto, se acompaña gráfico ilustrativo con datos históricos en el que se promedia el importe de 2,30, que se adjunta a continuación:

Métodos de valoración (vii)



DESPACHOS BK
ETL GLOBAL
Tax · Legal · Audit

Métodos de valoración (viii)

$$C_{rp} = T_{sr} + (P_r \times B_a) = 2{,}30\% + (6{,}00\ \% \times 1{,}00) = 8{,}30\ \%$$

- Tasa promedio diferencial estimada respecto a los activos a largo plazo sin riesgo. Se determina a partir de estudios estadísticos sobre el exceso de rentabilidad obtenido por los inversores en bolsa en mercados internacionales (ponderada para varios ejercicios) sobre la obtenida de la inversión en activos sin riesgo. Se estima entre un 6 y un 10%. Para el presente estudio hemos aplicado un valor del 6,00% (P_r), correspondiente al diferencial entre los activos con riesgo y los de sin riesgo.

Métodos de valoración (ix)

$$C_{rp} = T_{sr} + (P_r \times B_a) = 2{,}30\% + (6{,}00\ \% \times 1{,}00) = 8{,}30\ \%$$

- El coeficiente de riesgo específico. Es la prima de riesgo ajustada que está dispuesto a asumir el inversor para obtener una rentabilidad superior a la de activos financieros sin riesgo. El coeficiente de riesgo específico es el diferencial existente entre el riesgo medio del mercado cotizado, Bolsa, que tiene un riesgo específico de 1 y el riesgo inherente de un negocio de las características de GIMENO SUMINISTROS INDUSTRIALES, S.A. Para el estudio, hemos tomado como coeficiente Beta, el valor 1,00 (B_a), valor habitualmente utilizado en un tipo de negocio maduro como es el que nos ocupa, con históricos amplios y balances consolidados a lo largo del período de estudio.

Métodos de valoración (x)

En cuarto lugar hay que calcular la renta perpetua mediante la fórmula de Gordon Shapiro

Fórmula de Gordon-Shapiro: V=CF*(1+e)/(t-e)

Este valor actual del valor residual se calculará aplicando la siguiente fórmula para la actualización del flujo de caja estimado a perpetuidad, incorporando el crecimiento esperado.

$$\frac{\text{Flujo n} * (1 + g)}{(k - g) * (1 + k)^n}$$

Donde:

k = Tasa de Descuento

g = Crecimiento esperado

n = Ultimo año proyectado

Métodos de valoración (xi)

Los flujos de caja actualizados para el periodo de proyección serían los siguientes:

SUMINISTROS INDUSTRIALES y DE FERRETERÍA, S.A.

Actualización de flujos libres descontados a 31/12/20							
	2022	**2.023**	**2024**	**2.025**	**2026**	**Total**	**MEDIA**
Beneficio después de impuestos	94.595,80	110.744,23	236.770,86	247.618,21	185.573,41	875.302,51	175.060,50
Inversiones							
Amortizaciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variacion del capital circulante							
Total flujos libres generados	94.595,80	110.744,23	236.770,86	247.618,21	185.573,41	875.302,51	175.060,50
Tasa de actualización	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%		
Valor actual flujos libres generados	**87.346,08**	**94.420,04**	**186.398,70**	**179.998,44**	**124.558,53**	**672.721,79**	**134.544,36**

Métodos de valoración (xii)

El flujo de caja perpetuo sería el siguiente:

Concepto	SUPUESTO 1	SUPUESTO 2	SUPUESTO 3	SUPUESTO 4	SUPUESTO 5	SUPUESTO 6
Flujos libres generados	134.544,36	134.544,36	134.544,36	134.544,36	134.544,36	134.544,36
Tasa de crecimiento cash flow	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Tasa de actualización	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%
Valor residual (renta perpetua)	1.621.016,37	1.733.552,32	1.861.504,14	2.008.272,42	2.178.337,24	2.377.723,58
VALOR RESIDUAL ACTUAL. 31/12/21	1.088.040,64	1.163.575,77	1.249.458,18	1.347.970,35	1.462.119,38	1.595.949,27
SUBTOTAL VALORACIÓN EMPRESA	***1.760.762,44***	***1.836.297,57***	***1.922.179,97***	***2.020.692,15***	***2.134.841,17***	***2.268.671,06***
VALOR RECURSOS OCIOSOS						
TOTAL VALOR EMPRESA	**1.760.762,44**	**1.836.297,57**	**1.922.179,97**	**2.020.692,15**	**2.134.841,17**	**2.268.671,06**
Valoracion endeudamiento *(*)*						
*(*) **Valor del endeudamiento al 31/12/20***						
TOTAL VALOR NETO	**1.760.762,44**	**1.836.297,57**	**1.922.179,97**	**2.020.692,15**	**2.134.841,17**	**2.268.671,06**

Métodos de valoración (xiii)

2.-Sistema de factores multiplicadores

En este sistema se trata de utilizar una serie de factores multiplicadores en base a las operaciones de transacciones realizadas en el mercado cotizado, o bien en operaciones de compraventa de empresas del sector.

A veces es difícil encontrar comparables para aplicar, sobre todo en el caso de compañías no cotizadas.

Existen publicaciones anuales de los factores aplicados en sectores, pero muchas operaciones se realizan con compañías cotizadas, muy grandes, e incluso de diferentes países.

A Continuación mostramos los múltiplos de EBITDA obtenidos por sectores de las principales empresas europeas cotizadas. La fuente proviene de A. Damodaran Enero 2020 (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)

Métodos de valoración (xiii)

Industry Name	Number of firms	EV/EBITDA
Advertising	84	11,81
Aerospace/Defense	49	13,59
Air Transport	39	7,96
Apparel	124	13,28
Auto & Truck	25	9,04
Auto Parts	55	7,26
Bank (Money Center)	122	NA
Banks (Regional)	69	NA
Beverage (Alcoholic)	51	13,26
Beverage (Soft)	16	12,72
Broadcasting	23	8,00
Brokerage & Investment Banking	69	29,43
Building Materials	86	10,98
Business & Consumer Services	207	13,57
Cable TV	8	8,74
Chemical (Basic)	53	8,09
Chemical (Diversified)	7	9,57
Chemical (Specialty)	95	13,94

Métodos de valoración (xiv)

Coal & Related Energy	16	4,04
Computer Services	204	13,87
Computers/Peripherals	38	11,99
Construction Supplies	111	8,61
Diversified	65	8,67
Drugs (Biotechnology)	202	22,66
Drugs (Pharmaceutical)	116	13,88
Education	12	11,47
Electrical Equipment	131	13,46
Electronics (Consumer & Office)	17	14,56
Electronics (General)	160	14,66
Engineering/Construction	139	9,24
Entertainment	152	18,47
Environmental & Waste Services	49	12,45
Farming/Agriculture	47	12,02
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	127	99,02
Food Processing	144	15,23
Food Wholesalers	11	7,56
Furn/Home Furnishings	44	8,68
Green & Renewable Energy	48	12,82

Métodos de valoración (xv)

2.-Sistema de factores multiplicadores

Como se puede apreciar, los factores multiplicadores son muy diversos. Normalmente, una vez que se ha realizado la valoración por FCD, se ve el número de EBITDAs que supone. La mayoría de las operaciones que se cierran es entre 4 y 9 veces el EBITDA.

SUMINISTROS INDUSTRIALES y DE FERRETERÍA, S.A.				Valoración a través de multiplicadores habituales (1)		
CONCEPTO	VALOR	MULTIPLOS		VALOR EMPRESA		
		Inferior	Superior	Inferior	Superior	MEDIO
Beneficio Neto	19.293,00	7	9	135.051,00	173.637,00	154.344,00
Beneficio Antes de Impuestos	19.293,00	5	7	96.465,00	135.051,00	115.758,00
Cash Flow Neto	75.039,40	4	5,5	300.157,60	412.716,70	356.437,15
Cash Flow antes de Impuestos	75.039,40	3,5	4,5	262.637,90	337.677,30	300.157,60
EBIT (Beneficio antes de financieros)	37.805,40	6	7	226.832,40	264.637,80	245.735,10
EBITDA (Benficio antes de financieros y amort.)	75.039,40	4	7	300.157,60	525.275,80	**412.716,70**
				Minimo	Máximo	Medio
(1) Calculado sobre valores de 2.021			Intervalo	96.465,00	525.275,80	310.870,40

CONCEPTO	VALOR	MULTIPLOS		VALOR EMPRESA		
		Inferior	Superior	Inferior	Superior	MEDIO
Beneficio Neto	175.060,50	7	9	1.225.423,52	1.575.544,52	1.400.484,02
Beneficio Antes de Impuestos	189.050,66	5	7	945.253,32	1.323.354,65	1.134.303,99
Cash Flow Neto	175.060,50	4	5,5	700.242,01	962.832,76	831.537,39
Cash Flow antes de Impuestos	236.918,31	3,5	4,5	829.214,09	1.066.132,41	947.673,25
EBIT (Beneficio antes de financieros)	189.050,66	5	7	945.253,32	1.323.354,65	1.134.303,99
EBITDA (Benficio antes de financieros y amort.)	189.050,66	4	7	756.202,66	1.323.354,65	**1.039.778,66**
				Minimo	Máximo	Medio
(Sobre valores promedio de 2022-2026 previstos)			Intervalo	700.242,01	1.575.544,52	1.137.893,27

Métodos de valoración (xvi)

Healthcare Products	183	19,99
Healthcare Support Services	46	10,15
Heathcare Information and Technology	93	18,96
Homebuilding	45	8,25
Hospitals/Healthcare Facilities	31	13,55
Hotel/Gaming	109	11,92
Household Products	72	13,92
Information Services	30	21,11
Insurance (General)	45	8,57
Insurance (Life)	20	11,46
Insurance (Prop/Cas.)	16	14,75
Investments & Asset Management	337	14,04
Machinery	214	13,03
Metals & Mining	101	5,81
Office Equipment & Services	26	7,64
Oil/Gas (Integrated)	14	5,24
Oil/Gas (Production and Exploration)	110	6,29
Oil/Gas Distribution	27	12,59
Oilfield Svcs/Equip.	68	7,65
Packaging & Container	51	8,96

Métodos de valoración (xvii)

2.-Sistema de factores multiplicadores

Como se puede apreciar, los factores multiplicadores son muy diversos. Normalmente, una vez que se ha realizado la valoración por FCD, se ve el número de EBITDAs que supone. La mayoría de las operaciones que se cierran es entre 4 y 9 veces el EBITDA.

SUMINISTROS INDUSTRIALES y DE FERRETERÍA, S.A.				Valoración a través de multiplicadores habituales (1)		
CONCEPTO	VALOR	MULTIPLOS		VALOR EMPRESA		
		Inferior	Superior	Inferior	Superior	MEDIO
Beneficio Neto	19.293,00	7	9	135.051,00	173.637,00	154.344,00
Beneficio Antes de Impuestos	19.293,00	5	7	96.465,00	135.051,00	115.758,00
Cash Flow Neto	75.039,40	4	5,5	300.157,60	412.716,70	356.437,15
Cash Flow antes de Impuestos	75.039,40	3,5	4,5	262.637,90	337.677,30	300.157,60
EBIT (Beneficio antes de financieros)	37.805,40	6	7	226.832,40	264.637,80	245.735,10
EBITDA (Benficio antes de financieros y amort.)	75.039,40	4	7	300.157,60	525.275,80	**412.716,70**
				Minimo	Máximo	Medio
(1) Calculado sobre valores de 2.021			Intervalo	96.465,00	525.275,80	310.870,40

CONCEPTO	VALOR	MULTIPLOS		VALOR EMPRESA		
		Inferior	Superior	Inferior	Superior	MEDIO
Beneficio Neto	175.060,50	7	9	1.225.423,52	1.575.544,52	1.400.484,02
Beneficio Antes de Impuestos	189.050,66	5	7	945.253,32	1.323.354,65	1.134.303,99
Cash Flow Neto	175.060,50	4	5,5	700.242,01	962.832,76	831.537,39
Cash Flow antes de Impuestos	236.918,31	3,5	4,5	829.214,09	1.066.132,41	947.673,25
EBIT (Beneficio antes de financieros)	189.050,66	5	7	945.253,32	1.323.354,65	1.134.303,99
EBITDA (Benficio antes de financieros y amort.)	189.050,66	4	7	756.202,66	1.323.354,65	**1.039.778,66**
				Minimo	Máximo	Medio
(Sobre valores promedio de 2022-2026 previstos)			Intervalo	700.242,01	1.575.544,52	1.137.893,27

Métodos de valoración (xviii)

2.-Sistema de factores multiplicadores

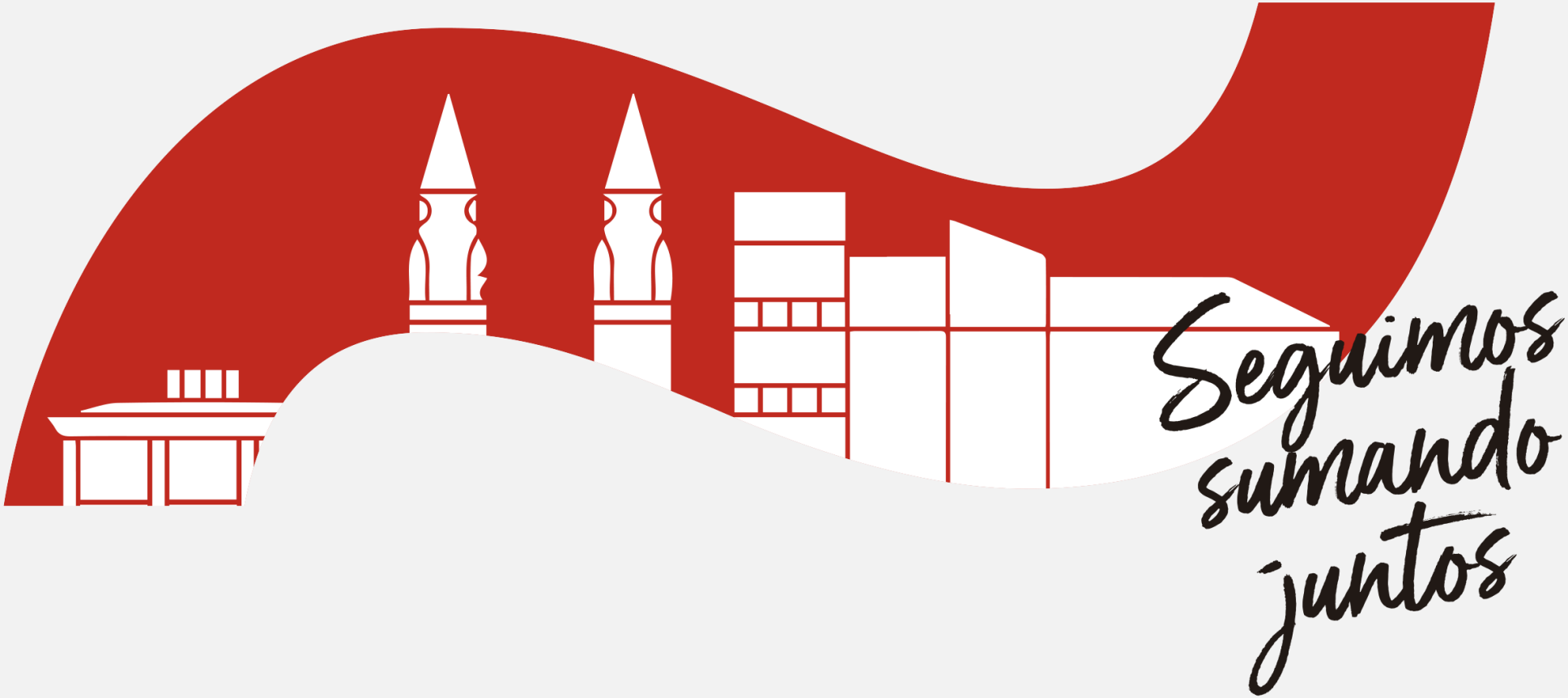
Finalmente, solemos realizar un promedio de los valores:

Concepto	Importe	Ponderación	Valor ponderado
Valor FCD	1.922.179,97	80%	1.537.743,98
Valor EBITDA 2021	412.716,70	5%	20.635,84
Valor EBITDA promedio 2022-2026	1.039.778,66	15%	155.966,80
VALOR PONDERADO			**1.714.346,61**
Valor de los inmuebles			**631.400,00**
		Deuda	1.134.756,60
			1.210.990,01

DESPACHOS BK
ETL GLOBAL
Tax · Legal · Audit

MUCHAS GRACIAS

DESPACHOS BK
ETL GLOBAL
Tax · Legal · Audit



Bilbao – Burgos – Logroño – Miranda de Ebro
Oviedo – Salamanca - Vitoria-Gasteiz - Zamora

www.bketl.es