

Valoración por múltiplos

Cuántas veces habremos escuchado (o dicho) que tal empresa no vale más de cinco veces EBITDA o que un PER 12x (el valor de la empresa es 12 veces su beneficio neto anual) es razonable para otra. La valoración por múltiplos cuenta cada vez con mayor aceptación, aunque no suele utilizarse como único método, sino como contraste para valoraciones efectuadas con otras metodologías, especialmente, por descuento de flujos de caja.

Javier López Somoza

Valorar una compañía utilizando la metodología de múltiplos es determinar su valor de mercado por comparación con la valoración de otras empresas, habitualmente cotizadas en mercados de valores, que consideramos poseen unas determinadas características similares.

Dado que la información que se utiliza para el cálculo de múltiplos de mercado es pública y puede obtenerse fácilmente y con alto grado de fiabilidad, su uso es cada vez más extendido, si bien es cierto que, debido a las limitaciones que comentaremos, se utiliza principalmente para primeras aproximaciones de carácter inmediato con el objeto de anticipar un determinado rango de magnitud, que luego debiera ser confirmado o desmentido por otras metodologías más rigurosas, o como contraste (confirmación) de valoraciones efectuadas por otras metodologías.

En algunos casos, el origen de la información puede no ser una cotización bursátil, sino una operación de transacción de una compañía que, por pertenecer al mismo sector económico, consideramos comparable. La información de los números de la operación suministra públicamente por alguna de las partes se utiliza como referencia para valoraciones.

El objetivo de este artículo es presentar, de una forma somera, los principales múltiplos que se utilizan para aproximar valores de compañías no cotizadas. Para una mejor comprensión de los mismos, los clasificamos en cuatro bloques en función del origen o características del factor que utilizamos como referencia.

MÚLTIPLOS BASADOS EN LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

1. PER (*price earnings ratio*) = precio/beneficio neto

Probablemente sea el multiplicador más conocido y utilizado y representa cuántas veces suponen el valor de la empresa los beneficios anuales. Se utiliza como punto de partida en la valoración de sectores que cuenten con representación bursátil (o para la propia Bolsa en su conjunto), lo que, unido a su sencillez de cálculo, lo ha convertido en un instrumento de valoración muy extendido. En esa misma simplicidad radica su mayor inconveniente, pues no es aplicable a empresas en pérdidas, depende del modo de cálculo del beneficio (diferente política de amortizaciones, de estructura de capital, por ejemplo) y no tiene en cuenta riesgos y expectativas de la compañía.

Para solucionar este último inconveniente también se utiliza el

2. PEG (*price earning growth ratio*) = PER/g

Éste relaciona el PER con el crecimiento medio anual

de la empresa y asume que los inversores están dispuestos a aceptar una valoración del PER más alta para empresas con mayores expectativas de crecimiento. Un ratio PEG bajo podría indicar que la empresa está infravalorada. No obstante, no está consensuado a qué período se refiere ese crecimiento esperado (tres, cinco o más años), por lo que la interpretación de este múltiplo debe ser realizada con cautela.

3. Precio/EBITDA

El EBITDA refleja la capacidad del servicio de la deuda y con él podemos estimar el tiempo que tarda la generación de beneficios operativos en pagar la deuda resultando muy útil en compras apalancadas (financiadas con endeudamiento). El interés de este múltiplo es que, en la medida en que excluye intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones en su cálculo, es una buena manera de comparar estrictamente los negocios de empresas sin que incluyan otros aspectos «accesorios».

Para empresas de sectores que requieren una gran inversión inicial y largos períodos de maduración, parecen preferibles estos ratios que los referidos al beneficio, como el PER o PEG ya mencionados.

A través de este ratio se obtendría el valor de la empresa, por lo que, para llegar al valor de los fondos propios o acciones, habría que considerar la posición financiera neta de la compañía. Una variante del ratio anterior, aunque menos utilizada, es el 4. Precio/EBIT.

5. Precio/ventas

Se utiliza para valorar empresas de internet, de infraestructura de telecomunicaciones, de autobuses, farmacéuticas..., en las que el período de maduración es largo y éstas pueden estar en pérdidas, por lo que utilizar un múltiplo sobre márgenes nos proporcionaría números negativos. Puede variar mucho entre sectores económicos, por lo que debe tenerse esa precaución para su interpretación.

MÚLTIPLOS BASADOS EN EL BALANCE

6 Precio/valor contable

Es muy utilizado para valoraciones de entidades financieras, compañías inmobiliarias y de seguros. Su virtud radica en dos aspectos fundamentales: el valor contable o valor en libros es una magnitud con relativa estabilidad, lo que admite comparaciones intertemporales, y, asimismo, permite su cálculo, incluso, para empresas con pérdidas. Sin embargo, su debilidad radica en que no manifiesta la capacidad que tienen los activos de la compañía de generar resultados futuros, sino que es el reflejo del coste histórico de los mismos.

Este ratio también puede descomponerse del siguiente modo:

$$\text{Precio/valor contable} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/valor contable}) = \text{PER} \times \text{ROE (return on equity)}$$

MÚLTIPLOS BASADOS EN FLUJOS DE CAJA

7. Precio/cash-flow operativo

La principal ventaja de este ratio, frente a otros calculados anteriormente, es que es independiente de la política de amortizaciones y provisiones que siga la compañía, por lo que no habrá diferencia entre empresas que sigan políticas de amortización diferentes, por ejemplo, porque se encuentren bajo jurisdicciones contables distintas. Por tanto, permitiría la comparación entre empresas del mismo sector en diferentes países.

Una variante del anterior es 8. Precio/cash-flow libre, pues va un paso más allá al incorporar otra serie de pagos, como son las inversiones en activo fijo y circulante.

9. Precio/dividendos

Los dividendos son el flujo monetario que se destina a remunerar a los accionistas por su inversión, por lo que se puede considerar que el valor de una empresa es el resultado de descontar los dividendos esperados. En caso de empresas con políticas estables de remuneración al accionista, el valor de la empresa sería el valor presente de los dividendos futuros:

$$\text{Div}/i$$

Siendo

Div, el dividendo anual.

i, la rentabilidad exigida por los accionistas.

En caso de que el dividendo tuviera expectativas de crecimiento, la fórmula se transformaría en:

$$\text{Div}/(i - g)$$

Siendo *g* la tasa esperada de crecimiento de los dividendos.

OTROS MÚLTIPLOS

10. Precio/nº de clientes

Este ratio se utiliza para valorar empresas que, en el momento presente, no generan beneficios, asumiendo que su modelo será exitoso cuando se consiga un alto número de clientes, puesto que será en ese momento cuando se pondrán de manifiesto las externalidades

positivas de red, se generan los ingresos futuros y, con ellos, los beneficios. En este ratio, el factor «clientes» puede ser tenido en cuenta en un sentido amplio en función de la actividad o del sector de la empresa. Por ejemplo, contemplaremos abonados si estamos considerando una empresa de telefonía móvil o televisión de pago, nº de visitas, usuarios únicos o clics, si es para páginas web, etc.

11. Precio/unidad física (m² disponibles, MW, empleados...)

Otras veces, también según la actividad o el sector, utilizamos determinadas unidades físicas como los m² para empresas del sector inmobiliario, los megavatios instalados para los productores de electricidad e, incluso, el número de empleados cualificados para determinadas empresas de consultoría.

El proceso de valoración por múltiplos no es un mecanismo automático, pues los conocimientos y la experiencia del valorador son indispensables

Al utilizar estos múltiplos, se asume que se trata de empresas situadas en sectores maduros en los que el proceso productivo es ampliamente conocido y, en esa medida, su capacidad de generar valor dependerá de la cantidad de factor del que dispongan. Por otra parte, ratios distintos aplicables a diferentes empresas del sector lo que pondría de manifiesto es una mayor capacidad de extraer valor de sus recursos.

Aspectos prácticos que se deben tener en cuenta en el uso de múltiplos

ELECCIÓN DE LAS EMPRESAS COMPARABLES

Para la valoración de compañías a través de múltiplos resulta fundamental seleccionar adecuadamente las empresas comparables, de las que extraemos los múltiplos que se aplican a la empresa que se va a valorar.

Se debe buscar la empresa que represente un grado de comparación razonable y ajustar, posteriormente, tanto las magnitudes sobre las que se calcularán los múltiplos como los propios múltiplos.

¿Cuáles son los parámetros en que debemos fijarnos para seleccionar las empresas comparables? El tamaño de la empresa, su crecimiento, rentabilidad y perfil de riesgo, en comparación con la compañía objeto de valoración, serán determinantes a la hora de evaluar el grado de similitud entre ambas. Por ello, dentro de esta fase, será necesario establecer los criterios de selección considerando aspectos tales como el sector, el tipo de negocio (producción, distribución...), los productos o servicios ofrecidos, su posicionamiento en el mercado, el mercado geográfico en el que opera,

EJEMPLO DE TABLA DE AYUDA PARA LA SELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES

Ponderación	(3)	(1)	(2)	(2)	(3)		
Empresa/criterio	Actividad	Geografía	Tamaño	Crecimiento	...	...	Rentabilidad Valoración final*
A							
B							
C							
D							
E							
...							
...							
X							

↑
Comparables elegidas

↓
Empresas rechazadas

* Sumatorio del resultado de multiplicar la calificación de cada criterio por su factor de ponderación.
Fuente: elaboración propia.

el tamaño de la compañía, sus perspectivas futuras y la comparación en márgenes, rentabilidad e inversiones necesarias, así como cualesquiera otras características que el valorador considere, incluso algunas con un carácter más cualitativo como la calidad de la dirección.

Dado que no siempre podremos hallar empresas que cumplan sistemáticamente los criterios, para ayudarnos en la elección, podemos construir la tabla «Criterios de selección de empresas comparables».

Entre cinco y 10 empresas sería un número razonable de comparables que deberíamos localizar. No obstante, como del análisis de criterios que hay que realizar pueden ir descolgándose empresas debido a que no cumplan los mínimos que establezcamos, deberíamos listar inicialmente un número más amplio para ir eliminando después. En un extremo, tras la criba final, podríamos quedarnos sólo con dos o tres si las mismas presentan un alto grado de comparabilidad.

COMPARACIÓN CON EMPRESAS COTIZADAS

Se considera que las compañías cotizadas tienen un mayor valor debido a la posibilidad que tiene el inversor de deshacer su posición en cualquier momento. En compañías no cotizadas, la salida del capital puede ser más problemática, con la correspondiente pérdida de valor para el accionista, por lo que es habitual aplicar un descuento por iliquidez a la hora de valorarla. Es práctica común utilizar un descuento de entre el 5 y el 15%.

Sobre la valoración realizada, además, el precio de las acciones en Bolsa no refleja la prima de control. Ejercer el control de cualquier compañía tiene un valor implícito. En la compra de participaciones de empresas no cotizadas, se busca, en muchas ocasiones, obtener el control de la compañía. En estos casos, habrá que añadir una prima de control a la valoración obtenida.

EL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA

Por último, señalar que las compañías con mayores perspectivas de crecimiento, normalmente, tendrán mayores múltiplos sobre resultados que compañías con

menores crecimientos esperados. Por lo tanto, al analizar los múltiplos, habrá que tener en cuenta el crecimiento histórico y, especialmente, el esperado para cada compañía para entender los múltiplos de cada una y compararlo con el crecimiento esperado para la compañía objeto de valoración.

Conclusiones

Las valoraciones por múltiplos nos ofrecen indicaciones relativas a si una empresa está más cara o más barata que empresas similares (una compañía tiene un PER 12 frente a otra que tiene un PER 8). Implícitamente, nos está ofreciendo, no cabe duda, una valoración absoluta. Sin embargo, algunas veces nos proporciona resultados incoherentes y ello es debido a que se suele utilizar un solo criterio para valorar entes tan complejos como las empresas, aislándose de otras circunstancias que las rodean. Por ello, el proceso de valoración por múltiplos no debe entenderse como un mecanismo automático, en el que lo único que hace falta son unas cifras y una hoja de cálculo. Los conocimientos y experiencia del valorador son indispensables para seguir todo el proceso de elección de las compañías comparables, para depurar los datos si se considera necesario y también para interpretar el resultado.

Al mismo tiempo, acusan el problema de no cuestionar las valoraciones previas, es decir, asumen que el mercado no se equivoca en sus cotizaciones. El método no permite discernir si las empresas del grupo de comparables están sobrevaloradas o infravaloradas y, no sólo eso, el mismo proceso elimina aquellos que se alejan de los valores centrales, sin más razón que esa.

Entonces, ¿cuáles son las razones de su actual y creciente popularidad? Fundamentalmente, su simplicidad, pues son necesarias menos hipótesis que en otros procedimientos (valoraciones por descuento de flujos, por ejemplo), son prácticamente inmediatas, fáciles de presentar y entender, y, asimismo, reflejan el sentimiento del «mercado» en el momento de la valoración, por lo que sus resultados obtienen una mejor aceptación ::