

LA VALORACIÓN DE LOS NEGOCIOS

*Una guía teórica y práctica
para valorar empresas*

José María Revello de Toro Cabello

© José María Revello de Toro Cabello, 2022

© Editorial Almuzara, S.L., 2022

Primera edición: enero 2022

ALMUZARAUNIVERSIDAD

almuzarauniversidad@almazaralibros.com

Directora: María Crespo

Diseño y maquetación: Ostraca Servicios editoriales

© Imagen de la cubierta: Adobe Stock - Graphic in Motion

www.editorialalmuzara.com

pedidos@almazaralibros.com - info@almazaralibros.com

Imprime: Gráficas La Paz

ISBN: 978-84-18952-29-6

Depósito Legal: CO-769-2021

Hecho e impreso en España - *Made and printed in Spain*

Índice

Prólogo de D. Enrique Quemada Clariana.....	9
Presentación del autor	11
1. Fundamentos de la valoración.....	13
1.1. Introducción	13
1.2. Diferencias entre valor y precio.....	15
1.3. Clasificación de los distintos métodos de valoración.....	17
1.3.1. Métodos patrimoniales	17
1.3.2. Métodos híbridos.....	19
1.3.3. Métodos basados en la rentabilidad	20
1.4. El concepto de ‘Valor de Empresa’ (VE)	22
<i>Caso práctico resuelto</i>	
Almacenes La Llave, S.A.....	25
2. El descuento de los flujos de fondos (‘DCF’).....	31
2.1. Principios básicos	31
2.2. Metodología en la aplicación del ‘DCF’	41
2.2.1. Introducción.....	41
2.2.2. Separación de las actividades de negocio (real o virtual).....	43
2.2.3. Análisis de Activos y Pasivos.....	44
2.2.4. Fijación de un horizonte temporal.....	46
2.2.5. Conocimiento en profundidad del negocio	47
2.2.6. Proyección de los Estados Contables (Cuentas de Resultados y Balances)	49
2.2.7. Cálculo del Cash-Flow libre a partir de los Estados Contables Previsionales.....	57

2.2.8. Determinación de la tasa de descuento (WACC)	58
2.2.9. Determinación de un Valor Residual	61
2.2.10. Cálculo del Valor de Empresa (VE) y del Valor de las Acciones (VAc)	65
2.2.11. Determinación de un rango de valoración	68
2.3. La valoración por descuento de dividendos	70
2.4. La valoración de un grupo diversificado.....	73
3. La estructura de capital de la empresa	83
3.1. El apalancamiento financiero	83
3.2. El coste de los recursos propios.....	87
3.2.1. El ‘Capital Asset Pricing Model’ (CAPM).....	87
3.2.2. Uso del ‘CAPM’ en la valoración de grupos multinacionales.....	95
3.2.3. Conclusiones	97
3.3. La estructura óptima de capital.....	101
<i>Casos prácticos resueltos</i>	
Precocinados del Sur, S.A.	109
Papeles y Cartones, S.A. (PAYCAR)	135
Saltos del Guadalhorce, S.A.....	161
4. La valoración de los proyectos de inversión	165
4.1. ¿Qué es un proyecto de inversión?	165
4.2. Tipología de proyectos.....	166
4.3. Cálculo de los cash-flows de los proyectos de inversión.....	167
4.4. El valor del dinero en el tiempo	170
4.5. Medición general de la rentabilidad	172
4.6. Cálculo de las rentabilidades de un Project Finance.....	175
4.7. ¿Cuánto vale un <i>Project Finance</i> ?	178
<i>Casos prácticos resueltos</i>	
Fábrica Santa Águeda.....	180
Campos de Castilla.....	188
5. La valoración de los activos intangibles.....	209
5.1. Definición y clasificación de los activos intangibles	209
5.2. El llamado ‘Purchase Price Allocation (PPA)’	211
5.3. Valoración financiera de los activos intangibles	213

5.4. El método del ahorro de royalties para valorar una marca.....	216
5.5. La valoración global de una marca	219
<i>Caso práctico resuelto</i>	
Rompeolas.....	222
6. La creación de valor de los negocios.....	229
6.1. ¿Qué se entiende por creación de valor?.....	229
6.2. La creación de valor económico para el accionista (economía real).....	229
6.2.1. Las formas de medir la creación de valor económico	235
6.2.2. La creación de valor en un periodo de la contabilidad (EVA)	235
6.2.3. La creación de valor multiperiodo (proyecto de inversión).....	236
6.2.4. La creación de valor en la vida económica de la empresa (valoración)	238
6.3. La creación de valor para los accionistas (economía financiera).....	241
<i>Casos prácticos resueltos</i>	
Direct Airlines.....	244
Confecciones Nuevas, S.A.	250
7. La creación de valor en las fusiones y adquisiciones	275
7.1. El análisis de la creación de valor en Fusiones y Adquisiciones.....	275
7.2. Análisis del PER	276
7.3. Utilización del PER en operaciones de Fusiones y Adquisiciones	282
<i>Caso práctico resuelto</i>	
Laboratorios Richmond Co.....	288
8. La valoración por múltiplos comparables	295
8.1. Consideraciones generales.....	295
8.2. Valoración por comparables de empresas cotizadas.....	296
8.2.1. Ratios estáticos.....	298
8.2.1.1. Definición	298
8.2.1.2. PER (P / E).....	298
8.2.1.3. Precio / Cash-Flow (P / CF).....	299
8.2.1.4. Precio / Valor Contable (P / BV).....	299
8.2.1.5. Rentabilidad por dividendos (Yield)	300
8.2.1.6. Ratios con el valor de empresa (EV).....	300

8.2.2. Ratios dinámicos	302
8.2.2.1. Definición.....	302
8.2.2.2. ‘Price to Earnings Growth’ (PEG).....	303
8.2.2.3. ‘Enterprise Value to EBITDA Growth’ (EVG).....	303
8.3. Valoración de un grupo empresarial.....	304
8.4. Valoración por comparables de empresas no cotizadas	305
8.4.1. Determinación del EBITDA.....	306
8.4.2. Determinación del Múltiplo	308
8.4.3. Ajustes iniciales del Balance	310
<i>Casos prácticos resueltos</i>	
Hidroeléctrica del Centro, S.A.....	314
Onda amiga.....	320
Especialidades Clara, S.A.	339
9. La valoración <i>LBO</i> (compra apalancada).....	349
9.1. Racional de esta valoración	349
9.2. La generación de valor en las compras apalancadas	350
9.3. Condiciones necesarias para hacer una compra apalancada.....	351
9.4. Instrumentación de un <i>LBO</i>	352
9.5. Construcción del modelo financiero. Un ejemplo sencillo.....	356
<i>Caso práctico resuelto</i>	
Birmania.....	364
Bibliografía de referencia	369

PRÓLOGO DE D. ENRIQUE QUEMADA CLARIANA

En los procesos de venta el precio sólo se conoce el día de la firma de la escritura de compraventa (a veces ni entonces), y hasta esa fecha todo es negociación. Porque el precio es el valor concreto que en un momento determinado se materializa mediante la venta de una compañía y depende de la oferta y la demanda en ese momento. Es el resultado de la transacción concreta.

El Valor, sin embargo, es el que asigna cada uno a la empresa en función de su perfil e intereses. Es la medición monetaria del grado de utilidad que esa empresa le va a reportar a él.

Entonces, ¿para qué sirve la valoración? Por un lado para entender el rango de valor intrínseco de la compañía y por otro para negociar mejor.

Valorar una empresa con independencia del método de valoración elegido, es un proceso en el que se cuantifican los elementos actuales que constituyen el patrimonio de la empresa, la posición competitiva que ostenta dentro de su sector y las expectativas futuras de generación de riqueza que sean susceptibles de ser estimadas.

En este magnífico libro José María Revello nos descubre las claves en la valoración de empresas a través de las diferentes técnicas que existen en la actualidad.

Enrique Quemada
Consejero Delegado
ONEtoONE Capital Partners

PRESENTACIÓN DEL AUTOR

En esta nueva edición ampliada y mejorada de ‘La Valoración de los Negocios’ se pretenden dos cosas, primero complementar, mejorar y aumentar las explicaciones, gráficos y cuadros resúmenes que había anteriormente, y segundo incorporar tres nuevos capítulos que hagan los contenidos más fieles al título del libro al abarcar más y mejor el mundo de la valoración de empresas.

En lo que respecta a lo primero, es quizás obligación de un autor, que también es profesor de la materia, estar atento a las sugerencias y preguntas de sus alumnos para intentar siempre hacer mejoras pedagógicas e introducir más explicaciones y comentarios a lo que ya había.

En lo tocante a lo segundo, los capítulos nuevos tratan sobre la valoración de los proyectos de inversión, la valoración de los intangibles y la llamada valoración *LBO* (compras apalancadas). La valoración de un proyecto de inversión es quizás una materia de las finanzas más clásicas, por eso no se incorporó en las primeras ediciones, aunque sí es verdad que es bueno, a la vista de las numerosas preguntas y cuestiones que suscita, tratar adecuadamente todos los conceptos que pueden englobar tanto la ampliación de la capacidad de una empresa, como los proyectos que se pueden plantear de forma independiente bajo la modalidad conocida como ‘Project Finance’. Por otra parte, es también muy útil en la valoración de los negocios saber cómo se pueden aislar y valorar de forma independiente determinados activos como una marca comercial, como así mismo hacer la descomposición del precio de una adquisición en sus diferentes componentes, incluidos intangibles, en lo que se conoce en inglés como ‘Purchase Price Allocation’. Y en lo que respecta a la llamada valoración *LBO*, es realmente el cálculo de la rentabilidad de la inversión en el capital de una empresa realizada típicamente por un fondo de *Private Equity* y que tiene un horizonte de desinversión predeterminado, digamos por ejemplo cinco años.

