



Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales

# **ANÁLISIS POR MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COTIZADAS COMPARABLES DEL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS**

Autor: Alejandra Rosa Cerdá Barrera  
Director: Susana Carabias López

## RESUMEN

---

Este trabajo analiza la industria de las cintas adhesivas a través de una valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables para tratar de establecer un rango de múltiplos referente. Esto es interesante dado que el sector de las cintas adhesivas está muy fragmentado y son muchos los competidores que operan en él. Por tanto, la actividad de fusiones y adquisiciones es elevada. Así, se han seleccionado una serie de competidores de la industria y se ha realizado el posterior análisis para obtener los distintos múltiplos de los competidores. Después, se ha analizado el porcentaje de error entre el valor de la empresa a partir de los múltiplos y el valor de la empresa según el mercado, teniendo en cuenta distintos escenarios, para valorar si la elección de las compañías incluidas en el análisis ha sido la más acertada.

**PALABRAS CLAVE:** *valoración, múltiplos, cotizadas comparables, cintas adhesivas, porcentaje de error, rango razonable, fusiones y adquisiciones*

## ASBTRACT

---

This paper analyses the adhesive tape industry through a valuation by multiples of comparable companies to try to establish a benchmark range of multiples. This is interesting due to the nature of the adhesive tape industry, which is highly fragmented and has many different competitors. Therefore, there is a high level of M&A activity. In order to do this, a number of competitors have been selected and the subsequent analysis has been carried out to obtain the various multiples of the different players in the industry. Then, percentage error between the value of the company from the multiples and the value of the company according to the market has been analysed, considering different scenarios, to assess whether the choice of the companies of the selected companies has been appropriate, or by the contrary, they have to be left out of the analysis.

**KEY WORDS:** *valuation, multiples, comparable companies, adhesive tapes, percentage error, reasonable range, M&A*

## TABLA DE CONTENIDOS

---

<b>1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>7</b>
1.1.    Objetivos .....	7
1.2.    Metodología .....	7
1.3.    Estado de la cuestión.....	8
1.4.    Estructura .....	9
<b>2. CAPÍTULO II: LA PROBLEMÁTICA DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>11</b>
2.1.    Relevancia de la problemática de valoración y distintos métodos .....	11
2.2.    Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables .....	13
2.2.1.    Planteamiento teórico.....	13
2.2.2.    Magnitudes relevantes del método.....	14
2.2.3.    Procedimiento de aplicación de la valoración por múltiplos .....	16
2.2.4.    Importancia del sector en el que se lleve a cabo la valoración .....	18
<b>3. CAPÍTULO III: EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS.....</b>	<b>20</b>
3.1.    Perspectiva general .....	20
3.1.1.    El concepto de la cinta adhesiva .....	20
3.1.2.    Evolución y crecimiento del mercado de las cintas adhesivas .....	20
3.2.    Segmentación del mercado .....	21
3.2.1.    Segmentación del mercado por producto.....	21
3.2.2.    Segmentación del mercado por geografía.....	23
3.2.3.    Segmentación del mercado por tecnología .....	24
3.3.    Entramado empresarial .....	24
3.3.1.    Principales competidores .....	24
3.3.2.    Fusiones y adquisiciones en el sector .....	25
<b>4. CAPÍTULO IV: MÉTODO DE MÚLTIPLOS PARA EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS .....</b>	<b>28</b>
4.1.    Variables seleccionadas para el análisis de valoración.....	28
4.2.    Empresas seleccionadas para el análisis de valoración.....	30

4.2.1.	Ingresos de las empresas comparables.....	33
4.2.2.	EBITDA y Margen EBITDA de las empresas comparables .....	34
4.2.3.	Perspectivas de crecimiento de las empresas comparables.....	35
<b>5.</b>	<b>CAPÍTULO V: MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COTIZADAS</b>	
	<b>COMPARABLES EN EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS .....</b>	<b>37</b>
5.1.	Múltiplos de compañías cotizadas comparables en el sector de las cintas adhesivas .....	37
5.2.	Presentación de los resultados .....	38
5.2.1.	Rango de valores EV/Ventas .....	38
5.2.2.	Rango de valores EV/EBITDA.....	39
5.2.3.	Rango de valores PER .....	40
5.3.	Análisis de los resultados.....	42
5.3.1.	Porcentaje de error en el valor de la empresa .....	42
5.3.2.	Análisis cualitativo.....	44
5.3.3.	Análisis de sensibilidad.....	47
<b>6.</b>	<b>CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES.....</b>	<b>50</b>
<b>7.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>53</b>
<b>8.</b>	<b>ANEXO I .....</b>	<b>57</b>
<b>9.</b>	<b>ANEXO II.....</b>	<b>69</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS

---

### FIGURAS

<b>Figura 1.</b> Pasos a seguir en el método de los múltiplos de cotización .....	16
<b>Figura 2.</b> Mercado global de las cintas adhesivas: cuota de mercado de los distintos tipos de cintas.....	22
<b>Figura 3.</b> Mercado global de las cintas adhesivas: distribución geográfica.....	23
<b>Figura 4.</b> Reparto del mercado de las cintas adhesivas entre los principales competidores .....	25

### TABLAS

<b>Tabla 1.</b> Resumen de las principales transacciones recientes en el sector de las cintas adhesivas .....	27
<b>Tabla 2.</b> Ingresos de las compañías seleccionadas para el análisis, 2015-2019, en millones de dólares americanos .....	33
<b>Tabla 3.</b> EBITDA y Margen EBITDA (%) de las compañías seleccionadas para el análisis, 2015-2019, en millones de dólares americanos .....	34
<b>Tabla 4.</b> Ingresos de las compañías seleccionadas para el análisis, 2019-2022E, en millones de dólares americanos .....	35
<b>Tabla 5.</b> EBITDA y Margen EBITDA (%) de las compañías seleccionadas para el análisis, 2019-2022E, en millones de dólares americanos.....	36
<b>Tabla 6.</b> Market Cap y Enterprise Value de las compañías cotizadas comparables .....	37
<b>Tabla 7.</b> Múltiplos EV/Ventas para los años 2019, 2020E, 2021E.....	38
<b>Tabla 8.</b> Múltiplos EV/EBITDA para los años 2019, 2020E, 2021E .....	39
<b>Tabla 9.</b> Múltiplos PER para los años 2019, 2020E, 2021E.....	41
<b>Tabla 10.</b> Porcentaje de error del EV según el mercado respecto del EV según el múltiplo mediano (8,2x).....	44
<b>Tabla 11.</b> Tabla de sensibilidad con distintos porcentajes de error (15%, 20% y 25%) .....	48

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

---

**BPA:** Beneficio por acción

**CAGR:** *Compound Annual Growth Rate* o tasa anual compuesta de crecimiento

**CAPEX:** *Capital Expenditure* o inversión anual en inmovilizado

**COGS:** *Cost of Goods Sold*

**EBIT:** *Earnings Before Interest and Taxes*

**EBITDA:** *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* o beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

**EV:** *Enterprise Value* o valor de la empresa

**IPG:** Intertape Polymer Group

**I+D:** Investigación y Desarrollo

**M&A:** *Mergers and Acquisitions* o fusiones y adquisiciones

**SG&A:** *Selling, General & Administrative Expenses*

**VC:** Valor del capital

**VE:** Valor de la empresa

# 1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

---

## 1.1. OBJETIVOS

El objetivo principal de la investigación es analizar el método de valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando dicho método al sector de las cintas adhesivas. Para ello, se seleccionarán una serie de compañías del sector para las cuales se buscarán diferentes múltiplos de cotización a partir de su valor y sus magnitudes financieras. Además, se pretende realizar un análisis exhaustivo de los resultados de la valoración por múltiplos y el porcentaje de error de los mismos respecto de su valor de mercado, con el fin de encontrar un rango de múltiplos razonable para el sector de las cintas adhesivas. Para todo ello, se realizará un análisis en profundidad del sector de las cintas adhesivas, así como de los principales competidores del mercado.

La principal razón de la elección de esta investigación es poner en práctica aquellos conocimientos adquiridos durante la carrera de las asignaturas que para mí han resultado más interesantes, como *Finanzas Corporativas* o *Fusiones y Adquisiciones*. Asimismo, la elección del sector de las cintas adhesivas ha sido a raíz de unas prácticas que realicé en *V4 Financial Partners*, donde estuve trabajando en una operación en ese sector. Por lo tanto, me parece que seguir con la investigación por este camino puede resultar una buena opción para darle sentido, y en cierto modo, cierre, a un proyecto en el que estuve involucrada durante mis prácticas.

## 1.2. METODOLOGÍA

En cuanto a la metodología, primero se realizará una revisión de la literatura del problema de valoración de empresas. Se hará especial hincapié en el método de valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables, método en el que se centra la presente investigación, resaltando la influencia del sector en el que se aplique.

A continuación, se realizará un estudio del sector de las cintas adhesivas para tener una mejor comprensión de las características únicas y peculiaridades que recoge, incluyendo aquí los principales competidores del sector, que se dividirán en dos grupos: las grandes empresas a nivel mundial y las medianas empresas a nivel europeo. Por lo tanto, se

realizará un análisis de cada una de las compañías comparables para determinar sus distintos ingresos, márgenes, y perspectivas de crecimiento.

Una vez propuestos los distintos múltiplos de las empresas comparables, se procederá a analizar cada uno de ellos. Además, se analizará el porcentaje de error entre el valor de la empresa como producto del múltiplo mediano de 2020 y el valor de la empresa según el mercado. Esto se hará para cada compañía y teniendo en cuenta un porcentaje de error base del 20%. Asimismo, se realizará un análisis de sensibilidad teniendo en cuenta porcentajes de error del 15% y 25% para decidir finalmente, qué empresas deben incluirse en el análisis de valoración.

Para todo ello, se hará referencia a libros escritos por estudiosos y profesionales de las finanzas, artículos de revistas financieras, informes (tanto sectoriales como otros), y potentes bases de datos de datos como son FactSet, Orbis, Sabi y MergerMarket, entre otras.

### **1.3. ESTADO DE LA CUESTIÓN**

La valoración de empresas es un ejercicio común para analistas e inversores, sobre todo en la actividad de fusiones y adquisiciones, conocido más bien por el término anglosajón M&A (*Mergers & Acquisitions*). Un proceso de valoración de empresas se refiere al proceso por el cual se le dan valor a los elementos que conforman el patrimonio y actividad de la misma, además de las expectativas que se tienen sobre ella.

Estas expectativas pueden ser distintas según quien realice la valoración, pues se basan en una serie de hipótesis y suposiciones que pueden ser dispares. Estas hipótesis se fundamentan en: el crecimiento futuro esperado, la estrategia comercial que se vaya a implantar, y la posibilidad y dimensión de economías de escala y de economías de complementariedad, entre otras (Fernández, 2008).

Existen distintos métodos para valorar una empresa: descuento de flujos de caja, múltiplos de cotización o transacción, descuento de dividendos etc. Uno de los más comúnmente utilizado por analistas e inversores es la valoración por múltiplos de



compañías cotizadas comparables. Con él, se calculan una serie de múltiplos en base a distintas magnitudes financieras que presente la compañía.

En este método, además de tener en cuenta las expectativas a futuro de la empresa, es de especial importancia el momento en que se realice el análisis, ya que el valor total de la empresa se calcula teniendo en cuenta el precio de la acción, que varía constantemente. Así, poniendo en relación el valor de la empresa con sus respectivas magnitudes financieras, se determinan los múltiplos a los que cotizan las empresas, lo que permite establecer un rango razonable de valoración.

Debido a la naturaleza del sector de las cintas adhesivas, donde el mercado se reparte entre un número elevado de empresas de pequeño y mediano tamaño, las operaciones corporativas son frecuentes. Así, se hace necesario establecer un múltiplo de referencia para que las compañías puedan hacerse una idea de cuál es el valor de su empresa, en el caso de que se vieran involucrados en una operación de compra, venta o fusión.

#### **1.4. ESTRUCTURA**

El presente trabajo está estructurado en distintos capítulos, desde la introducción de la investigación hasta las conclusiones.

En primer lugar, se presentan en la introducción los objetivos y la metodología, así como el contexto de la investigación.

A continuación, se presentará el marco teórico y conceptual del trabajo, donde se presentará la problemática de la valoración empresas y más específicamente, el método de valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables, foco del presente trabajo.

Posteriormente, se procederá a realizar una descripción del sector de las cintas adhesivas, industria en la que se centra la presente investigación. Para ello, se comentará su evolución y crecimiento, los principales segmentos de la industria y los principales competidores, además de la actividad de M&A que se ha producido en el sector.

Después, la investigación se centrará en el método de los múltiplos, explicando aquellos que se utilizarán en el análisis, junto con los competidores elegidos como referentes de la valoración. Habiendo delimitado tanto las variables como las empresas, se procederá a la práctica y se obtendrán los múltiplos de diferentes empresas de la industria de las cintas adhesivas por el método de las compañías cotizadas comparables, con su posterior análisis, tanto de los múltiplos como del error que presentan en comparación con su valor de mercado, incluyendo un análisis de sensibilidad con diferentes porcentajes de error permitidos.

Por último, la investigación finaliza con un capítulo de conclusiones.

## **2. CAPÍTULO II: LA PROBLEMÁTICA DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS**

---

### **2.1. RELEVANCIA DE LA PROBLEMÁTICA DE VALORACIÓN Y DISTINTOS MÉTODOS**

La problemática alrededor de la valoración de empresas es una realidad. Es decir, valorar una empresa no es un ejercicio sencillo, directo, y homogéneo; sino que hay muchos factores que afectan e influyen a una valoración. La evaluación de una empresa refleja los elementos que la constituyen: "su patrimonio, su actividad, su potencial, o cualquier otra característica destacable" (De La Calle Vaquero y Herrero Rodríguez, 1996: 157). Debe darse una valoración lo más objetiva posible, tratando de evitar la subjetividad, ya que su resultado afecta a una serie de sujetos en el mercado (Rojo Ramírez et al., 2018). Es importante destacar que uno de los mayores conflictos viene dado por el hecho de que los sujetos directamente relacionados con la empresa, como pueden ser los accionistas o directores, no piensan en el valor de la empresa en sí, sino en el precio que podría ser pagado por la misma en el mercado (Recondo Porrúa y Rojo Ramírez, 2017).

Según Damodaran (2011), la valoración de empresas es una ciencia inexacta y complicada por tres razones: el sesgo, la inexactitud, y la capacidad de mejora. En primer lugar, el sesgo hace referencia a la percepción que tenemos de la compañía, es decir, la imagen que tenemos de ella antes de comenzar con el análisis de valoración. Por lo tanto, una opinión positiva sobre la compañía llevará a una valoración más optimista, y viceversa.

Además, la valoración puede ser inexacta. A pesar de tener resultados históricos de las compañías, las valoraciones requieren de estimaciones a futuro, basadas en hipótesis que pueden ser incorrectas, o pueden no cumplirse por diversos factores que hacen que no se cumpla lo esperado.

Por último, Damodaran (2011) argumenta que las valoraciones siempre pueden mejorarse. Es decir, a pesar de las mejoras tecnológicas y mayor disponibilidad de información, es importante ser cauto y prudente a la hora de realizar la valoración de la empresa.

Otro aspecto que complica la valoración de las empresas es el hecho de que existen numerosos métodos para valorar las mismas. Es decir, dependiendo del método que se utilice, suele llegarse a una valoración distinta, ya que las bases sobre las que se sustenta cada valoración no son las mismas. De manera genérica, los métodos de valoración pueden dividirse en (i) valoración intrínseca o, (ii) valoración relativa.

La valoración intrínseca es aquella en la que el valor de una empresa se determina por los flujos de caja que se espera que genere a lo largo de su vida útil, y por la incertidumbre que se siente respecto a los flujos de caja que vaya a generar (Damodaran, 2011). Valdrán más aquellos flujos de caja altos y estables frente a los flujos de caja bajos y volátiles. Este método se conoce más ampliamente como descuento de flujos de caja.

A pesar de que la valoración intrínseca proporciona una imagen más clara y completa de lo que impulsa el valor de una empresa, la valoración relativa dará una estimación más realista del valor (Damodaran, 2011). Por lo tanto, las guías internacionales de valoración suelen hacer especial énfasis en la valoración relativa, también conocida como valoración por el mercado (Recondo Porrúa y Rojo Ramírez, 2017).

La valoración relativa busca una estimación del valor de una empresa en función de un entorno de mercado (Rojo Ramírez et al., 2018). Es decir, se utiliza el mercado como una referencia para tratar de llegar a un valor aproximado de la compañía. Son especialmente conocidos dos métodos: (i) los múltiplos de cotización, y (ii) los múltiplos de transacción. Además, es importante tener en cuenta que al valorar una empresa, no se debe llegar a un único valor, sino a un rango de valores razonable.

En este caso, el trabajo se centrará en los múltiplos de cotización, que se aplicarán al sector de las cintas adhesivas para analizar la valoración obtenida. Los múltiplos de cotización son relevantes en este caso por la naturaleza de la industria. En primer lugar, el sector de las cintas adhesivas no es un sector que esté especialmente apalancado, como las entidades financieras. Además, tampoco es un sector muy regulado, justificando este método de aplicación. En segundo lugar, y como se ha mencionado anteriormente, la industria de las cintas adhesivas está altamente fragmentada en pequeñas y medianas empresas, incrementando así el potencial para llevar a cabo operaciones corporativas de M&A. Por lo tanto, llevar a cabo un análisis de cotizadas comparables establece un rango

de múltiplos de referencia para estas empresas. Así, son capaces de tener una primera aproximación o idea de cuál sería el valor de su negocio.

## **2.2.VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COTIZADAS COMPARABLES**

### **2.2.1. Planteamiento teórico**

Antes de proceder a la aplicación práctica, es interesante realizar una revisión de la literatura acerca de los múltiplos de cotización. Este método consiste en valorar una empresa comparando ésta con el de otras empresas similares en el mercado, cuyo valor es conocido. Por esta razón, las empresas con las que se comparan deben cotizar en bolsa. Para ello, deben identificarse, atendiendo a los criterios de industria, tamaño y geografía, entre otros, un número de empresas, para después calcular diferentes múltiplos que pongan en relación "el valor de cada una de las empresas y alguna medida de su resultado financiero" (Fernández, 1999: 2). Después, se aplica este múltiplo al resultado, buscando coherencia con el de la compañía que se está valorando. Así, se puede obtener la valoración de una empresa que no cotiza en bolsa. En el caso de que la empresa que se está valorando fuese cotizada, puede ayudar a determinar si el mercado valora la empresa por encima o por debajo de su valor real.

Sin embargo, es necesaria una interpretación cautelosa de los valores obtenidos con este método ya que las empresas comparables no se asemejan al 100% con la empresa objeto de la valoración. Por lo tanto, es recomendable utilizar algún otro método de valoración complementario para reforzar la valoración, como podría ser una valoración por descuentos de flujos de caja o múltiplos de transacciones (Serer, 2009).

La valoración de una empresa por múltiplos de cotización tiene una serie de ventajas. El mercado, al ser eficiente, refleja en sus valores las tendencias del sector, el riesgo que presenta el negocio, y su potencial de crecimiento futuro, haciendo que el múltiplo refleje el comportamiento del mercado (Damordaran, 2011).

Sin embargo, uno de los principales problemas que presenta es que es muy difícil encontrar compañías que sean comparables, pues no existen dos compañías "gemelas" y siempre habrá algún tipo de diferencia entre las mismas. Además, hay que tener en cuenta

que los resultados pueden verse distorsionados por varias razones. En primer lugar, como las empresas operan en áreas geográficas distintas y se atienen a criterios contables distintos, las magnitudes operativas y financieras pueden no ser comparables al 100%, lo que puede llevar a valores distorsionados (Damodaran, 2011). También es importante comprobar que las empresas "no sufren un descuento estructural debido a su reducido tamaño o escasa liquidez" (De Bricio y Pérez, 2008: 31) ya que el mercado no es siempre eficiente y ello podría afectar a la valoración final.

Es particularmente importante destacar que al realizar una valoración por compañías cotizadas comparables, el único valor que se está teniendo en cuenta es el valor del mercado. Por lo tanto, esta valoración excluye la prima por el cambio de control o las posibles sinergias que se puedan alcanzar (De Bricio y Pérez, 2008).

Junto con la valoración, es importante, en paralelo, hacer un análisis en profundidad de cada una de las empresas que se estén considerando. Es decir, es importante conocer el sector y sus particularidades, así como cada uno de los competidores (De Bricio y Pérez, 2008).

#### 2.2.2. Magnitudes relevantes del método

Para implementar este método, es necesario familiarizarse con una serie de magnitudes relevantes. Por lo tanto, se exponen a continuación las siguientes explicaciones para tener una comprensión total de lo que el método conlleva.

- *Beneficio neto*: beneficio después de amortización, intereses e impuestos, es decir, aquel beneficio una vez se han deducido todos los gastos operativos.
- *BPA (Beneficio por acción)*: beneficio que corresponde a cada una de las acciones de una empresa, es decir, el beneficio neto dividido entre el número de acciones de la compañía. Puede presuponerse que un BPA alto sería un incentivo para comprar una acción de esa compañía, mientras que un BPA bajo sería un incentivo para venderla. Sin embargo, no siempre es este el caso ya que depende de como se calcule el beneficio neto, que varía según zonas geográficas, dependiendo del método contable que se utilice

- *CAGR (Compound Annual Growth Rate)*: tasa de retorno de una inversión en un periodo temporal concreto, que siempre ha de ser de más de un año. Se calcula a partir de la siguiente fórmula:

$$CAGR = \frac{V(t_n)^{\frac{1}{t_n-t_0}}}{V(t_0)} - 1$$

donde:

V(t<sub>n</sub>): valor final

V(t<sub>0</sub>): valor inicial

t<sub>n</sub>-t<sub>0</sub>: número de años

- *CAPEX (Capital Expenditure)*: inversiones que realiza la empresa en instalaciones y maquinaria. Se distingue generalmente entre CAPEX de mantenimiento o CAPEX de expansión. Es la cantidad que la empresa destina a mantener su inmovilizado de tal forma que se garantice su correcto funcionamiento y así la producción.
- *Capitalización Bursátil o Market Cap*: valor que el mercado atribuye a una compañía. Se obtiene como el producto del número de acciones emitidas por el precio de cotización de las mismas.
- *COGS (Cost of Goods Sold)*: costes directamente relacionados con la producción de los bienes vendidos o prestación de un servicio. Incluye los materiales y la mano de obra directamente atribuibles a la producción de productos o prestación de servicios, y excluye gastos indirectos, como los de distribución o ventas. Además, cabe resaltar que estos gastos aumentan o disminuyen conforme aumenta o disminuye la cantidad producida
- *Deuda neta*: la suma de la deuda a largo plazo y la deuda a corto plazo, menos la tesorería.
- *EBITDA*: beneficio antes de amortizaciones, intereses, e impuestos.

- *Intereses minoritarios*: posición de propiedad en la que un accionista posee menos del 50% de las acciones de otra empresa, y por tanto, no tiene control sobre las decisiones.
- *SG&A (Selling, General & Administrative Expenses)*: incluye todos los costes no relacionados directamente con la fabricación de un producto o prestación de un servicio. Se incluyen aquí los costes de venta y entrega de productos y servicios y los costes de administración de la empresa.
- *Valor de la empresa o Enterprise Value (EV)*: medida del valor total de una empresa. Se calcula como la suma de la capitalización bursátil de una empresa y la deuda neta. Es una métrica popular utilizada para valorar empresas para una posible adquisición.

### 2.2.3. Procedimiento de aplicación de la valoración por múltiplos

Existen una serie de pasos que deben seguirse para proceder a la realización de una valoración por múltiplos de cotización. Según Pablo Fernández (1999), autor en el que se apoyará esta sección, y como muestra la Figura 1, éstos son: análisis de la empresa objetivo, análisis y selección de las compañías comparables, cálculo y selección de los múltiplos de cotización, aplicación de los resultados a la empresa objetivo, y por último, la selección de un rango de valoración para la empresa objetivo.

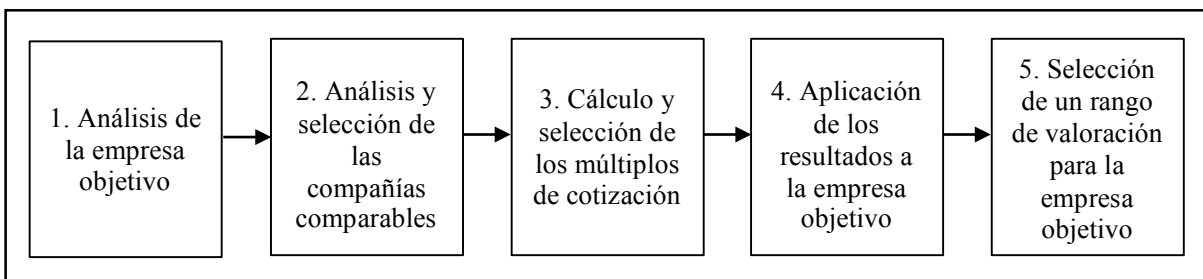


Figura 1. Pasos a seguir en el método de los múltiplos de cotización. Por Fernández (1999).

#### 1. *Análisis de la empresa objetivo*

En primer lugar, debe realizarse un estudio exhaustivo de la empresa objeto de valoración. Esto servirá para tener una mejor comprensión de la empresa, que será fundamental a la hora de elegir las empresas comparables que se utilizaran en el análisis. Para ello, habrá que abordar una serie de aspectos, entre los que destacan: historia y actividad de la



compañía, sector en el que opera, países en los que está presente, y análisis de los estados financieros (de al menos los últimos tres años).

## 2. *Análisis y selección de las compañías comparables*

En función de las características analizadas en el apartado anterior, se seleccionarán unas compañías cotizadas u otras, dependiendo de cuáles se ajusten más a la compañía que se está valorando. Los factores más importantes a tener en cuenta son: la industria o actividad, la localización geográfica (que operen en la misma zona), y el tamaño. Además, es condición imprescindible que las empresas comparables coticen en bolsa.

Es importante recalcar que las compañías comparables no se ajustaran a la perfección a la empresa que está siendo valorada, ya que rara vez se encuentran dos empresas exactamente iguales. Por lo tanto, hay que "ampliar el significado de los criterios" (Fernández, 1999: 4) para incluir un número significativo de empresas.

## 3. *Cálculo y selección de los múltiplos de cotización*

Es necesario recabar cierta información acerca de las compañías comparables, para después proceder al cálculo de los distintos múltiplos. Para ello, debe calcularse la capitalización bursátil o Valor del Capital (VC) de las empresas, producto del precio de la acción y el número de acciones emitidas. Este valor también es conocido como *Market Cap*. Después, es necesario llegar al Valor de la Empresa (VE) o *Enterprise Value* (EV). Dado que el estándar de la industria utiliza las siglas en inglés, el trabajo seguirá por esta línea y se emplearán los términos anglosajones.

Para llegar al EV, habrá que sumarle al *Market Cap* la deuda neta y los intereses minoritarios. A continuación se explicará cada uno de los componentes y por qué se suman. Por un lado, la deuda neta es la suma de la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo menos la tesorería. Ésta se suma ya que lleva a un valor más preciso del valor real de la empresa, dado que incluye sus obligaciones financieras de deuda. Por otro lado, los intereses minoritarios se suman ya que, cuando una empresa es propietaria de más del 50% de otra empresa, se consolidan al 100% los estados financieros de la otra empresa con los propios. Sin embargo, el *Market Cap* solo refleja el porcentaje de la empresa que te pertenece, no el 100%. Por lo tanto, si no se sumasen los intereses minoritarios, solo se

reflejaría en el EV el porcentaje que se tiene, y que no sería comparable con las Ventas, EBITDA, o EBIT, que incluirían el 100% de la participada.

Una vez encontrado el EV, se puede proceder a calcular los múltiplos de cotización.

#### 4. *Aplicación de resultados a la empresa objetivo*

Una vez se hayan calculado los distintos múltiplos de cotización para las distintas empresas comparables, para cada ratio, se calcula el mínimo, el máximo, la media y la mediana. Es óptimo utilizar la mediana ya que excluye la influencia de los valores atípicos o *outliers*. Habrá que multiplicar estos valores por las magnitudes financieras correspondientes de la empresa objetivo. Esto se aplicará tanto a datos históricos, como a datos futuros estimados, normalmente a dos o tres años vista. Suele darse más importancia a los datos futuros ya que en general, las empresas se valoran en aras a lo que se espera de ellas en el medio-largo plazo.

#### 5. *Selección de un rango de valoración*

Después de haber aplicado los múltiplos a la empresa objetivo, deberá realizarse un gráfico que muestre un determinado rango de valoración (Fernández, 1999). Este gráfico se conoce como *football field*. Es interesante utilizar varios múltiplos a la hora de valorar una empresa (Serer, 2009).

#### 2.2.4. Importancia del sector en el que se lleve a cabo la valoración

Hay algunas situaciones empresariales en las que la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables no sería óptima. Un ejemplo claro de esto son los *start-ups*, empresas con pérdidas y empresas promotoras e inmobiliarias (Rojo Ramírez et al., 2018). Por lo tanto, cabe destacar que la elección de una valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables se debe en parte a la naturaleza de las empresas que se han seleccionado: todo son empresas maduras que tienen un largo recorrido en el sector de las cintas adhesivas.

Asimismo, el hecho de que existan empresas que coticen en bolsa que se dediquen a la fabricación de cintas adhesivas también es un factor que favorece la elección de un análisis del sector haciendo una valoración por múltiplos de cotizadas comparables. Es decir, tener un número elevado de competidores cuya actividad principal sea la

producción de cintas adhesivas es fundamental, ya que, como las empresas no son comparables al 100%, algunas diferencias significativas en cuanto a los productos que ofrezcan o mercados a los que se vendan pueden hacer que las empresas tengan que descartarse del análisis. Por lo tanto, tener un *pool* de opciones es imprescindible.

También cabe destacar, como se ha mencionado anteriormente, que el sector de las cintas adhesivas está muy fragmentado. Esto significa que hay un elevado número de empresas de tamaño pequeño y mediano, fomentando la posibilidad de operaciones corporativas. Por lo tanto, resulta útil tener un rango de múltiplos de referencia para poder tener una primera aproximación de cuanto podría ser el valor de una empresa de cintas adhesivas que quiera participar en una operación de compraventa o fusión. Una valoración por el método de descuentos de flujos de caja sería mucho más exacto y específico, pero tendría que elaborarse para cada una de las empresas. Así, se calcularían los flujos de caja futuros que se esperan para cada una y se descontarían a una tasa de descuento apropiada para llegar a un valor actual (Titman y Martin, 2009). Por lo tanto, al seleccionar el método de cotizadas comparables, se puede llegar rápidamente a un valor aproximado.

### 3. CAPÍTULO III: EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS

---

#### 3.1. PERSPECTIVA GENERAL

##### 3.1.1. El concepto de la cinta adhesiva

Una cinta adhesiva se fabrica utilizando una película química pegajosa y material de soporte que se aplica para ensamblar y unir objetos de forma temporal o permanente. El material de soporte suele estar hecho de papel, plástico, espuma, tela o papel de aluminio y suele tener un revestimiento de liberación en un lado. El adhesivo de la cinta es un material viscoelástico que se adhiere cuando se le aplica presión y suele ser sensible a la humedad (Imarc, 2019).

##### 3.1.2. Evolución y crecimiento del mercado de las cintas adhesivas

El mercado global de cintas adhesivas produjo en 2015 alrededor de 39.100 millones de metros cuadrados de cintas (Reardon, 2016). En 2018, el mercado global de las cintas adhesivas alcanzó los 54.100 millones de dólares y se espera que en 2024 alcance los 73.800 millones (Imarc, 2019). Esto supone una tasa de crecimiento anual compuesto (o CAGR) del 5,31% en el periodo de 2018 a 2024. Este crecimiento está siendo impulsado por un incremento del uso de las cintas adhesivas en distintos campos y sectores: la construcción, los servicios sanitarios, la automoción el embalaje, y la electricidad y electrónica, entre otros (MarketsandMarkets, 2018).

También cabe destacar el crecimiento del *e-commerce* o comercio online, que impulsa directamente la demanda de las cintas adhesivas ya que los productos se envían empaquetados y normalmente, estos paquetes se envían sellados con cintas adhesivas. De hecho, en 2017, la demanda de cajas de cartón en Europa creció a una tasa de crecimiento anual compuesto del 3-4% debido a un incremento en el PIB, en el gasto del consumidor, en la producción y en el comercio online. Este último ha crecido a un CAGR del 15% desde 2013 hasta 2017, y se espera que siga creciendo en el futuro (Coppola, 2019). La relación tan estrecha entre los embalajes y las cintas adhesivas impulsa la demanda de éstas últimas.

Otra de las tendencias a destacar es la preocupación por el medio ambiente. Esta es una realidad generalizada, y para la industria de las cintas adhesivas no ha sido una excepción.

El proceso de producción de las cintas adhesivas incluye una serie de cuestiones medioambientales: la emisión de sustancias tóxicas, la emisión de gases de efecto invernadero y el uso de recursos finitos. Estos gases, principalmente el dióxido de carbono, se expulsan durante la producción, aplicación, y secado (Da Silva et al., 2011). Además, también pueden liberarse al despegar el adhesivo. Sin embargo, las compañías son conscientes de ello y cuentan con sistemas y técnicas para el control de emisiones, vertidos y residuos. Éstas son eficaces en un 90-95%, es decir, que se puede llegar a captar hasta el 95% de las emisiones que emiten. Para ello, se hace uso de técnicas como la incineración catalítica, y la adsorción en carbón, tanto regenerativa como no regenerativa (Fundación Entorno, 2000).

Debido a esta creciente preocupación, las empresas de cintas adhesivas están desarrollando nuevos productos ecológicos y respetuosos con el medio ambiente. Por ejemplo, la empresa alemana Monta ha desarrollado una línea de productos sostenibles conocida como '*Green Line*'. Estas cintas adhesivas se producen utilizando alrededor de un 90% de materias primas sostenibles y está diseñada para biodegradarse en pocos meses, bajo unas condiciones industriales de compostaje (Munford, 2020).

Por lo tanto, y a causa de los factores y tendencias anteriormente mencionados, se espera que la demanda de las cintas adhesivas crezca hasta 2025.

## **3.2. SEGMENTACIÓN DEL MERCADO**

### **3.2.1. Segmentación del mercado por producto**

Los usos de las cintas adhesivas son diversos y variados, y por lo tanto, es conveniente dividir el mercado en cuatro segmentos: cintas de embalaje, cintas de enmascarado, cintas de productos de consumo y oficina, y cintas especiales. Éstas últimas incluyen una variedad de cintas para diferentes usos y aplicaciones tales como la fijación, montaje, sellado y empalme (Reardon, 2016).

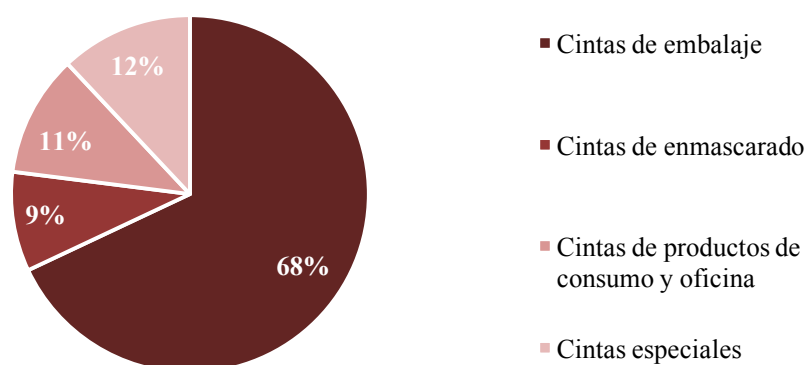


Figura 2. Mercado global de las cintas adhesivas: cuota de mercado de los distintos tipos de cintas. Por Reardon (2016).

El uso de las cintas de embalaje se aplica sobre todo en productos para los usuarios finales. Se pueden utilizar para sellar cajas de cartón, o el embalaje interior. Sus usos son diversos dependiendo de sus características, tales como el grosor o el revestimiento del adhesivo. Por ello, pueden usarse en distintas industrias, como son la alimentación o el sector industrial. La cinta que más se utiliza para el embalaje de productos es la cinta de polipropileno (Mordor Intelligence, 2019). Además, es interesante destacar que las cintas adhesivas de embalaje pueden customizarse para satisfacer las demandas de los clientes. Es decir, pueden ser transparentes o marrones, o estar impresos con logos o marcas comerciales, por ejemplo.

La demanda de estas cintas adhesivas está creciendo debido a un uso más amplio en distintas industrias. La escala y el precio es importante ya que el número de *players*<sup>1</sup> en el sector es amplio, y por tanto, hay mucha competitividad.

Las cintas de enmascarado o *masking* son cintas que se utilizan para cubrir una sección que no está ni pintada ni cubierta, y están pensadas para ser despegadas con facilidad sin dejar residuos. Se emplean en diversas industrias, entre las que pueden destacarse la aeroespacial y automóvil. El crecimiento en este caso está vinculado al mercado finalista.

<sup>1</sup> *Players* es un anglicismo que se utiliza para referirse a los competidores de la industria.

En cuanto a las cintas de consumo y oficina, éstas son generalmente autoadhesivas y están hechas de celulosa transparente o similares. La demanda de estos productos es altamente dependiente de factores demográficos como el crecimiento de la población.

Las cintas adhesivas especiales incluyen una gran variedad de cintas que se utilizan en distintas situaciones y aplicaciones. Además, con ellas se diseñan soluciones personalizadas para el cliente final. En este segmento, la innovación es importante ya que son estos desarrollos los que determinan la demanda.

### 3.2.2. Segmentación del mercado por geografía

Geográficamente, el mercado de las cintas adhesivas se distribuye de la siguiente manera: la región de Asia Pacífico con un 51% de la cuota de mercado, seguido de Norte América y Europa, que cuentan con un 20% de la cuota de mercado cada uno (Reardon, 2016).

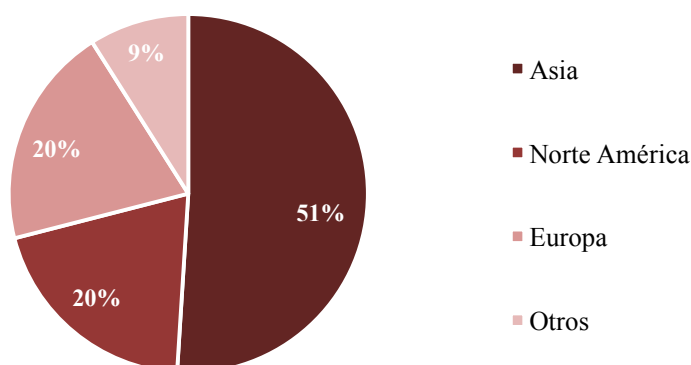


Figura 3. Mercado global de las cintas adhesivas: distribución geográfica. Por Reardon (2016).

El mercado con mayor tasa de crecimiento es el asiático, con India y China a la cabeza, principalmente impulsado por el crecimiento del sector sanitario. Hay una creciente conciencia entre los consumidores acerca de la salud y del bienestar. Así, como el uso de las cintas adhesivas es tan extenso en este sector, su crecimiento influye directamente sobre el crecimiento de las cintas adhesivas (Markets and Research, 2020). Además, el incremento de la población y la creciente industrialización también son factores importantes.

### 3.2.3. Segmentación del mercado por tecnología

Además, es interesante segmentar el mercado en base a las tecnologías utilizadas para la producción y fabricación de las cintas adhesivas. Estas son: (i) base solvente, (ii) base agua, y (iii) *hot-melt* o fusión en caliente.

La tecnología de base solvente produce adhesivos mediante un procedimiento químico donde se fusionan los componentes de los adhesivos, las cadenas moleculares y los polímeros. Éstos son disueltos en solventes orgánicos fácilmente evaporables. Por otro lado, con la tecnología de base agua, las cintas adhesivas se producen con la dispersión de partículas finas o glóbulos en agua. Por lo tanto, es la propio agua la que actúa como disolvente. Por último, con la tecnología *hot-melt*, las cintas adhesivas se producen calentando el adhesivo a temperaturas de unos 185°C. Así, se vuelven líquidos y se mezcla. Cuando se enfrían, se vuelven totalmente sólidos (Tesa, 2016).

Esta última presenta ventajas tales como una alta resistencia, adhesión inmediata y rápido ajuste, haciéndolas ideales para distintas aplicaciones, que incluyen la construcción, la automoción, los electrodomésticos y la electrónica. Se espera el crecimiento CAGR de esta tecnología sea el mayor en el periodo 2017-2022 (MarketsandMarkets, 2018).

## **3.3. ENTRAMADO EMPRESARIAL**

### 3.3.1. Principales competidores

Es importante destacar que la industria de las cintas adhesivas se caracteriza por estar altamente fragmentada (Mordor Intelligence, 2019). Esto supone que hay cientos de competidores de tamaño pequeño y mediano y solo unas cuantas empresas grandes dedicadas a la producción de las cintas adhesivas.



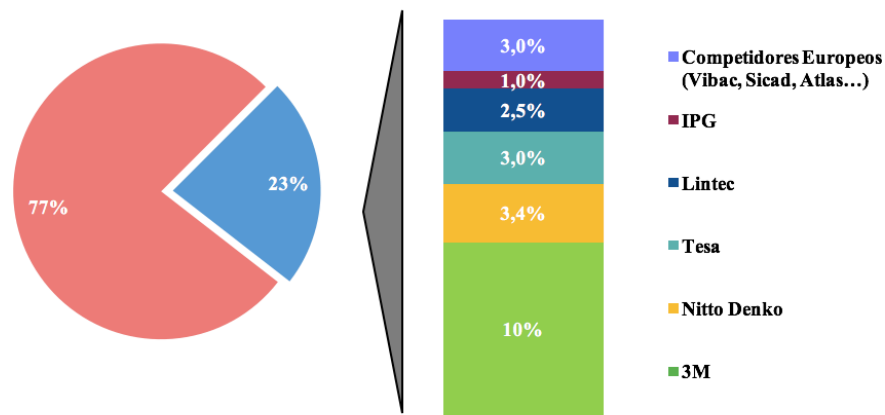


Figura 4. Reparto del mercado de las cintas adhesivas entre los principales competidores. Elaboración propia.

Tal y como muestra la Figura 4, solo un 23% de la cuota de mercado corresponde a las grandes empresas de las cintas adhesivas, mientras que el 77% está muy repartido entre pequeñas y medianas empresas dedicadas también a su fabricación. El mayor competidor es la empresa estadounidense 3M con un 10% de la cuota de mercado global, seguido de la japonesa Nitto Denko, con un 3,4%. Además, cabe destacar otros competidores como Tesa, Lintec, Intertape Polymer Group (IPG) y compañías europeas tales como Vibac, Sicad, o Atlas.

Aparte de estos, hay otros competidores importantes que merece la pena tener en cuenta en el posterior análisis de múltiplos de cotizadas comparables como H.B. Fuller Company, Scapa, Avery Dennison Corporation y CCL Industries, ya que al ser empresas cotizadas en bolsa ofrecen una buena oportunidad para el análisis.

### 3.3.2. Fusiones y adquisiciones en el sector

En los últimos años, el sector de las cintas adhesivas ha tenido una actividad frenética en cuanto a fusiones y adquisiciones ya que se han cerrado muchas operaciones de distinta índole. Esta actividad se ha realizado tanto por parte de inversores estratégicos como financieros. Destaca la consolidación del mercado, con la fusión de pequeñas y medianas empresas, tanto a nivel nacional como internacional. También ha sido relevante la participación de socios financieros como los *private equities* o fondos de capital privado. Para éstos, las empresas de la industria de las cintas adhesivas es especialmente interesante dada su naturaleza fragmentada, sus flujos de caja estables y las bajas necesidades de CAPEX (Hinz, 2018).



























Uno de los motivos por los que ha habido tanta actividad en el sector de las cintas adhesivas es el crecimiento de los mercados finales a los que se ofrecen los productos, tales como los sectores de construcción, automoción y electrónica (Hinz, 2018). Esto incrementa la demanda de las cintas adhesivas.

Además, la estructura actual de la industria conduce naturalmente a que haya gran potencial de actividad de fusiones y adquisiciones. Esto se debe a que es una industria altamente fragmentada, donde un tercio del mercado se reparte entre los 5 grandes competidores, dejando los dos tercios restantes a cientos de pequeñas y medianas empresas que presentan oportunidades de fusión para consolidarse y crear *players* más grandes e importantes, que puedan tener mayor peso en la industria (Hinz, 2018).

Así, pueden crearse sinergias, tanto de ingresos como de costes. En cuanto a las sinergias de ingresos, las empresas que se fusionan pueden aprovechar la red de clientes de la otra, aumentando ésta significativamente. Además, este efecto puede ser mayor si las empresas operan en distintos países, ampliando el mercado geográfico al que la empresa se dirige. Además, son importantes las sinergias de costes. Al aumentar su tamaño, las empresas son capaces de aprovechar las economías de escala mejorando las condiciones en la compra de materias primas. También pueden mejorar las organizaciones de ventas y marketing, y optimizar los procesos de fabricación, ganando eficiencia.

Además, la relación entre el EV y el beneficio antes de amortización, intereses, e impuestos se mantienen significativamente altos: en torno a 10-12x, superiores a los múltiplos de 2007 que estaban en torno a los 8x. Algunos de los factores que han causado estos elevados múltiplos son la ralentización del crecimiento del PIB de economías avanzadas tales como la de Estados Unidos (Hinz, 2018).

**Tabla 1***Resumen de las principales transacciones recientes en el sector de las cintas adhesivas*

Fecha	Comprador	País	Vendedor	País	EV (EUR m)
<b>Inversores estratégicos</b>					
15-oct-2019	ADDEV Materials		Andpak Inc.		n.a.
9-abr-2019	Gracco Supply Company		Carson		n.a.
27-jul-2018	Sika		Polypag		n.a.
24-abr-2018	Ahlstrom-Munskjö		MD Papeis		98
19-mar-2018	RPM International		Miracle Sealants Company		n.a.
2-ene-2018	Bostik Inc		XL Brands		177,7
4-sep-2017	H.B. Fuller		Royal Adhesives & Sealants		1.324
<b>Inversores financieros</b>					
15-oct-2019	Bpifrance, Tikehau Capital Partners		ADDEV Materials		33
11-dic-2018	Arsenal Capital		Evans Adhesive Corporation		n.a.
6-jun-2018	Arsenal Capital		Epoxy Technology		n.a.
5-jun-2018	Arsenal Capital		Adhesives Technology Corporation		n.a.
18-abr-2018	Merit Capital		Slocum Adhesives Corporation		n.a.
18-abr-2018	Merit Capital		Choice Brands Adhesives		n.a.

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado a partir de MergerMarket (2020).

La Tabla 1 refleja las operaciones de fusiones y adquisiciones que han sucedido recientemente en el sector de las cintas adhesivas. En cuanto a los inversores estratégico, puede comprobarse que ha habido operaciones corporativas en la industria a nivel mundial, desde Francia hasta Brasil, siendo Estados Unidos el país donde más operaciones se han cerrado. Además, es importante destacar que, como se ha mencionado anteriormente, los inversores financieros han estado muy interesados en la industria de las cintas adhesivas, cerrando numerosas operaciones en los últimos años. Por ejemplo, los fondos estadounidenses Arsenal Capital y Merit Capital han decidido entrar a formar parte del capital de empresas como Adhesives Technology Corporation o Choice Brands Adhesives, respectivamente.

## 4. CAPÍTULO IV: MÉTODO DE MÚLTIPLOS PARA EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS

---

### 4.1. VARIABLES SELECCIONADAS PARA EL ANÁLISIS DE VALORACIÓN

En la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables, se utilizan una serie de ratios. Los ratios que se han seleccionado para este estudio, ya que son los más utilizados en la práctica, son:

#### 1. *Valor de la empresa / ventas*

Para llegar a este múltiplo, se divide el *Enterprise Value* (EV) entre las ventas (en unidades monetarias). Este múltiplo refleja el valor de la empresa total, no solo el valor de su capital. Por lo tanto, interesa tanto a los accionistas como a los titulares de deuda. Así, las ventas no se ven afectadas por la estructura de capital en la empresa (Rosenbaum y Pearl, 2013).

Las ventas son importantes en cuanto a que dan una indicación importante del tamaño de la empresa. Sin embargo, también tienen sus limitaciones: por ejemplo, no son reflejo de motores clave como la rentabilidad o los flujos de caja generados por la empresa, pero sirven también como comprobación de otros múltiplos como EV/EBITDA (Rosenbaum y Pearl, 2013), que se explicaran a continuación.

El múltiplo *EV/ Ventas* es utilizado, sobre todo, en empresas con un fuerte potencial de crecimiento, o en empresas incipientes que todavía no han generado beneficios (Serer, 2009).

#### 2. *EV/ EBITDA = valor de la empresa / beneficio antes de amortización, intereses e impuestos*

Pone en relación el valor total de la empresa con el beneficio generado antes del impacto de la amortización, los intereses y los impuestos.

Es uno de los ratios utilizados con más frecuencia para estimar el valor de la empresa y se ha asentado como un valor estándar para la mayoría de los sectores. Esto se debe a que excluye el efecto contable de la amortización y la tasa impositiva, que puede ser muy

dispar entre empresas (Serer, 2009) y podría llevar a unos resultados distorsionados. Por lo tanto, es independiente de la estructura de capital de las empresas (Rosenbaum y Pearl, 2013), lo que hace que la comparación con este múltiplo no dependa de este factor. Además, se considera que el EBITDA es una medida que se asemeja a los flujos de caja, y que puede llegarse a ella de manera relativamente sencilla (Titman y Martin, 2009).

### **3. *PER = Capitalización bursátil / beneficio neto***

Este múltiplo pone en relación el *Market Cap* o capitalización bursátil y el beneficio neto generado. El beneficio neto hace referencia al beneficio después de amortización, intereses e impuestos, es decir, al que se le han descontado todos los gastos operativos.

El múltiplo se refiere a la cantidad que paga el mercado por un euro de beneficio que genere la compañía (Serer, 2009) y por tanto, es uno de los ratios más significativos para los inversores (Fernández, 1999). Las claves del PER son las expectativas de crecimiento del beneficio por acción (BPA), el coste del capital y el reparto de dividendos.

Cabe destacar que el PER se verá influido por la cantidad de deuda que tenga la empresa. Así, si la compañía que se está analizando está menos apalancada que las comparables, es decir, tiene menos deuda en igualdad del resto de los valores, el valor de su capital será menor (Fernández, 1999).

Además, aquellas empresas que tienen perspectivas mayores de crecimiento, menor riesgo, y mayor potencial de generación de caja tendrán un PER mayor que aquellas compañías del mismo sector con perspectivas menores de crecimiento, mayor riesgo y menor potencial de generación de caja (Damodaran, 2011). Esto se debe a que las primeras tendrán un precio de cotización mayor porque los inversores estarán dispuestos a pagar más por cada acción.

Se han destacado los ratios más comunes en una valoración por múltiplos de cotización. Sin embargo, cabe destacar que no son los únicos, y que hay muchos más: según Damodaran (2011), un ratio puede crearse a partir de cualquier variable, por lo que hay múltiplos característicos de una industria particular. De hecho, muchos sectores emplean múltiplos de valoración específicos además de las métricas tradicionales previamente expuestas. Estos múltiplos se basan en un dato financiero, operativo o de producción

concreto del sector. Por ejemplo, existe el múltiplo *EV/ EBITDAX*, particular de la industria petrolera. El *EBITDAX* hace referencia a *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Exploration Expense* (Rosenbaum y Pearl, 2013). Es decir, en este caso no se excluyen los gastos de exploración, que son tan significativos en esta industria.

#### **4.2. EMPRESAS SELECCIONADAS PARA EL ANÁLISIS DE VALORACIÓN**

Para la realización de la valoración por múltiplos en el sector de las cintas adhesivas, se han seleccionado una serie de competidores de la industria. Condición necesaria para la inclusión de éstos es su cotización en bolsa; por lo que se han elegido los siguientes *players*: (i) 3M, (ii) H.B. Fuller Company, (iii) Intertape Polymer Group (IPG), (iv) Scapa, (v) Avery Dennison Corporation, y (vi) CCL Industries.

##### **(i) 3M**

3M es una compañía estadounidense que fabrica y comercializa una gran variedad de productos, entre los que destacan las cintas y los adhesivos, los equipos y materiales de pintura, y las escayolas de férula, entre otros. Cabe destacar que 3M dirige sus productos a cinco segmentos distintos: el industrial, el de seguridad, el de sanidad, el de electrónica y energía y el de consumo. Sin duda, el sector industrial es el más interesante a efectos prácticos, pues sus productos incluyen todo tipo de cintas y adhesivos industriales, foco del presente análisis (MarketLine, 2019a).

Cabe destacar que la empresa cuenta con más de 200 fábricas y está presente en 38 países repartidos entre las Américas, Europa, Oriente Medio, África y Asia Pacífico (MarketLine, 2019a).

##### **(ii) H.B. Fuller Company**

H.B. Fuller Company es una compañía estadounidense que se dedica a fabricar y comercializar adhesivos, selladores y otros productos químicos especializados. Dividen su línea de productos en función de sus aplicaciones y mercados a los que se destinan, entre los que destacan el textil, la construcción, el embalaje y el transporte (Reuters, 2020).

Igual que 3M, sus productos están disponibles en 38 países en América, Europa, Oriente Medio, África y Asia Pacífico, e incluye además a la India (Reuters, 2020).

(iii) Intertape Polymer Group

Intertape Polymer Group es una empresa canadiense dedicada a la fabricación de productos de embalaje, a base de distintos materiales como la poliolefina, el plástico y el papel. Por ello, su gama de productos es muy variada y puede satisfacer la demanda de varias industrias como la electrónica o eléctrica, la construcción, la aeroespacial, la alimentaria, el transporte o los electrodomésticos, entre otros (Marketline, 2019b).

Entre los productos, hay cintas para sellar cartón, hechas con las tres tecnologías, tanto la de base solvente, como la de base agua y base *hot-melt*. Además, su cartera de productos también incluye cinta de papel aluminio, cinta de fondo, cinta adhesiva, cinta de polietileno, embalaje protector y tejidos especiales, entre otros (Intertape Polymer Group, 2020).

A pesar de tener las oficinas centrales en Canadá, tiene operaciones por todo el mundo: Estados Unidos, Canadá, Portugal, Luxemburgo, México, India y Alemania (Marketline, 2019b).

(iv) Scapa

Scapa es una empresa centrada en la fabricación de productos de unión y componentes adhesivos. Se fundó en 1927 en Ashton-under-Lyne, una localidad de Reino Unido. Su cartera de productos es diversa e incluye sellos términos, sistemas de Barnier, cintas adhesivas, papel de aluminio, y cintas para envolver cables. Por lo tanto, es capaz de abastecer industrias variadas: desde la electrónica hasta la sanitaria, además de la automoción y la construcción (Marketline, 2019c).

Cabe destacar que opera en una variedad de mercados repartidos entre los principales continentes: Europa, Norte América, Sudamérica y Asia. Su presencia es especialmente importante en Reino Unido, Italia y Francia (Marketline, 2019c).

(v) Avery Dennison Corporation

Avery Dennison Corporation es un proveedor estadounidense de materiales y soluciones de etiquetado y embalaje. La empresa se dedica a fabricar, distribuir y comercializar materiales, etiquetas y otros productos. Sus principales clientes son convertidores de etiquetas, fabricantes de letreros, proveedores de gráficos, fabricantes y minoristas de ropas y calzados, cadenas de alimentación y de suministro farmacéutico, y fabricantes de automóviles, entre otros (Marketline, 2019d).

La compañía opera en más de 50 países y cuenta con 180 fábricas e instalaciones de distribución a nivel mundial. En términos geográficos, la empresa clasifica sus operaciones en 5 segmentos: Estados Unidos, Europa, Asia, América Latina y Otros. En 2017, la mayor parte de sus ingresos fueron de Estados Unidos, seguido de Europa con un 30,2% (Marketline, 2019d).

(vi) CCL Industries

CCL Industries es una empresa canadiense, proveedor de productos de embalaje. Sus productos son variados e incluyen: latas de aerosol de aluminio, botellas, barnices y tubos de plástico extruido. Además, tiene materiales para la aplicación de etiquetas y ofrece la decoración de embalajes. Esto supone que sus productos pueden aplicarse a una variedad amplia de mercados como el del cuidado personal o el del hogar, el de alimentos y bebidas, el sanitario, el agroquímico o el automovilístico (Marketline, 2019e).

En cuanto a su dispersión geográfica, CCL Industries ofrece sus productos en Norteamérica, Latinoamérica, la zona Asia-Pacífico, Europa, Oriente Medio y África. En otras palabras, cubre prácticamente todo el mundo (Marketline, 2019e).



#### 4.2.1. Ingresos de las empresas comparables

**Tabla 2**

*Ingresos de las compañías seleccionadas para el análisis, 2015-2019, en millones de dólares americanos*

Compañía	Ingresos				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>3M</b>	<b>30.274</b>	<b>30.109</b>	<b>31.657</b>	<b>32.765</b>	<b>32.136</b>
<i>Crecimiento</i>	-	(0,5%)	5,1%	3,5%	(1,9%)
<b>H.B. Fuller</b>	<b>2.084</b>	<b>2.113</b>	<b>2.368</b>	<b>3.029</b>	<b>2.899</b>
<i>Crecimiento</i>	-	1,4%	12,1%	27,9%	(4,3%)
<b>IPG</b>	<b>815</b>	<b>820</b>	<b>872</b>	<b>1.052</b>	<b>1.154</b>
<i>Crecimiento</i>	-	0,7%	6,3%	20,6%	9,7%
<b>Scapa</b>	<b>312</b>	<b>348</b>	<b>369</b>	<b>393</b>	<b>395</b>
<i>Crecimiento</i>	-	11,7%	6,1%	6,3%	0,5%
<b>Avery Dennison</b>	<b>5.967</b>	<b>6.087</b>	<b>6.614</b>	<b>7.159</b>	<b>7.070</b>
<i>Crecimiento</i>	-	2,0%	8,7%	8,2%	(1,2%)
<b>CCL Industries</b>	<b>2.279</b>	<b>2.981</b>	<b>3.567</b>	<b>3.871</b>	<b>4.047</b>
<i>Crecimiento</i>	-	30,8%	19,6%	8,5%	4,5%

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado a partir de Factset (2020).

La Tabla 2 muestra los ingresos, en millones de dólares americanos, de cada una de las compañías que se han seleccionado para el análisis. En primer lugar, y con gran diferencia respecto de sus competidores, se encuentra el conglomerado industrial 3M, que facturó 32.136 millones de dólares americanos en 2019. Esto supuso un CAGR del 3,5%, en el periodo 2015-2019. En segundo lugar, con 7.070 millones de dólares americanos, se encuentra la empresa canadiense Avery Dennison Corporation, que a pesar de haber mostrado un descenso en sus ingresos en 2019 respecto de 2018 de un 1,2%, tiene un CAGR del 2,1% en el periodo 2015-2019. En tercer lugar se encuentra CCL Industries, con unos ingresos en 2019 que superan los 4 mil millones de dólares americanos. Esta compañía ha mostrado un crecimiento sostenido de sus ingresos desde 2015 a 2019. Asimismo, las compañías IPG y Scapa, con 1.154 y 395 millones de dólares americanos, respectivamente, también han mostrado un incremento gradual en sus ingresos en el mismo periodo (Véase Anexo I).

#### 4.2.2. EBITDA y Margen EBITDA de las empresas comparables

**Tabla 3**

*EBITDA y Margen EBITDA (%) de las compañías seleccionadas para el análisis, 2015-2019, en millones de dólares americanos*

Compañía	EBITDA				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>3M</b>	<b>8.354</b>	<b>8.689</b>	<b>9.319</b>	<b>9.212</b>	<b>8.353</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>27,6%</i>	<i>28,9%</i>	<i>29,4%</i>	<i>28,1%</i>	<i>26,0%</i>
<b>H.B. Fuller</b>	<b>269</b>	<b>282</b>	<b>305</b>	<b>447</b>	<b>434</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,3%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,0%</i>
<b>IPG</b>	<b>106</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>171</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,8%</i>
<b>Scapa</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>53</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>10,8%</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,3%</i>
<b>Avery Dennison</b>	<b>725</b>	<b>782</b>	<b>868</b>	<b>969</b>	<b>1.003</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,2%</i>
<b>CCL Industries</b>	<b>456</b>	<b>595</b>	<b>719</b>	<b>746</b>	<b>804</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,9%</i>

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado a partir de Factset (2020).

La Tabla 3 muestra el EBITDA de cada una de las compañías, así como su margen EBITDA histórico, y hasta 2019. Siguiendo por la misma línea que los ingresos, 3M tiene el mayor EBITDA y el mayor margen, siendo éstos 8.353 millones de dólares americanos y 26,0%, respectivamente. Como puede observarse, 3M tiene unas magnitudes muy superiores al resto de competidores: en segundo lugar se encuentra Avery Dennison Corporation, con un EBITDA de 1.003 millones de dólares americanos. Le siguen CCL Industries, H.B. Fuller, IPG, y por último, Scapa.

Además, cabe destacar que hay cierta diferencia entre los márgenes EBITDA. Por un lado, 3M con unos márgenes de en torno al 27% en el periodo 2015-2019. Sin embargo, el grupo formado por H.B. Fuller, IPG, Scapa y Avery Dennison Corporation muestra márgenes mucho más bajos, de en torno al 14%. En un punto medio se encuentra CCL Industries, con un margen de entre en 19 y 20% (Véase Anexo I).

#### 4.2.3. Perspectivas de crecimiento de las empresas comparables

**Tabla 4**

*Ingresos de las compañías seleccionadas para el análisis, 2019-2022E, en millones de dólares americanos*

Ingresos				
Compañía	2019	2020E	2021E	2022E
<b>3M</b>	<b>32.136</b>	<b>33.499</b>	<b>34.496</b>	<b>35.663</b>
<i>Crecimiento</i>	-	4,2%	3,0%	3,4%
<b>H.B. Fuller</b>	<b>2.899</b>	<b>2.935</b>	<b>3.022</b>	<b>3.088</b>
<i>Crecimiento</i>	-	1,2%	3,0%	2,2%
<b>IPG</b>	<b>1.539</b>	<b>1.582</b>	<b>1.638</b>	-
<i>Crecimiento</i>	-	2,8%	3,5%	-
<b>Scapa</b>	<b>308</b>	<b>316</b>	<b>324</b>	<b>332</b>
<i>Crecimiento</i>	-	2,4%	2,7%	2,4%
<b>Avery Dennison</b>	<b>7.070</b>	<b>7.345</b>	<b>7.574</b>	<b>7.885</b>
<i>Crecimiento</i>	-	3,9%	3,1%	4,1%
<b>CCL Industries</b>	<b>5.396</b>	<b>5.544</b>	<b>5.710</b>	<b>5.716</b>
<i>Crecimiento</i>	-	2,7%	3,0%	0,1%

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado a partir de Factset (2020).

En cuanto a las perspectivas que se esperan en un futuro de los ingresos, todas las compañías muestran una tendencia ascendente hasta el año 2022E. Se prevé que los ingresos de 3M alcancen los 35.663 millones de dólares americanos, lo que supondría un CAGR de 3,5% en el periodo 2019-2022E. En segundo y tercer lugar se encontrarían las empresas Avery Dennison Corporation y CCL Industries, con 7.885 y 5.716 millones de dólares americanos, respectivamente. Para la compañía H.B. Fuller, las previsiones también son positivas. Se espera un incremento en los ingresos desde 2020 hasta 2022 de 153 millones de dólares americanos. IPG incrementará sus ingresos hasta los 1.638 millones de dólares americanos, suponiendo un crecimiento CAGR del 10,2% en el periodo 2018-2021E. En último lugar se encuentra Scapa, que también incrementaría sus ingresos hasta los 332 millones de dólares americanos en 2022 (Véase Anexo I).

**Tabla 5**

*EBITDA y Margen EBITDA (%) de las compañías seleccionadas para el análisis, 2015-2019, en millones de dólares americanos*

Compañía	EBITDA			
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>3M</b>	<b>8.353</b>	<b>8.969</b>	<b>9.404</b>	<b>9.768</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,4%</i>
<b>H.B. Fuller</b>	<b>434</b>	<b>456</b>	<b>486</b>	<b>503</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,3%</i>
<b>IPG</b>	<b>171</b>	<b>179</b>	<b>188</b>	<b>-</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,3%</i>	<i>-</i>
<b>Scapa</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>69</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>16,1%</i>
<b>Avery Dennison</b>	<b>1.003</b>	<b>1.057</b>	<b>1.112</b>	<b>1.175</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,9%</i>
<b>CCL Industries</b>	<b>804</b>	<b>837</b>	<b>873</b>	<b>880</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,5%</i>

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado a partir de Factset (2020).

En cuanto a las perspectivas de EBITDA y margen EBITDA de las compañías de cintas adhesivas, se estima que en los próximos tres años la magnitud EBITDA de cada compañía crezca. En el caso de 3M, éste subirá hasta los 9.769 millones de dólares americanos, lo que representa un crecimiento CAGR del 5,4% en el periodo 2019-2022E. Sin embargo, el margen EBITDA se mantendrá relativamente constante, alrededor del 27%. Le seguirá Avery Dennison Corporation, con un EBITDA de 1.175 millones de dólares americanos. CCL Industries, con un margen del 20,5%, tiene previsto obtener un EBITDA de 880 millones de dólares americanos. Asimismo. El EBITDA de H.B. Fuller también muestra tendencias al alza desde 2020 hasta 2022, llegando a los 503 millones de dólares americanos. En último lugar se encuentran IPG y Scapa, con un EBITDA de 188 y 69 millones de dólares americanos, respectivamente.

## 5. CAPÍTULO V: MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COTIZADAS COMPARABLES EN EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS

### 5.1. MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COTIZADAS COMPARABLES EN EL SECTOR DE LAS CINTAS ADHESIVAS

En primer lugar, es importante destacar que la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables del sector de las cintas adhesivas se ha realizado a partir de datos correspondientes a la fecha 3 de marzo de 2020.

**Tabla 6**

*Market Cap y Enterprise Value de las compañías cotizadas comparables*

Compañía	País	Moneda	Precio de la acción (Local)	Número de (millones)	Market Cap (millones)	Deuda neta (Local)	Minoritarios (Local)	Enterprise Value (EV) (Local millones)	Enterprise Value (EV) (US\$ millones)
3M	US	USD	150,38	575,60	86.559	17.392	63,0	104.014	104.014
H.B. Fuller	US	USD	40,35	51,26	2.068	1.867	0,4	3.936	3.936
Intertape Polymer Group	CAD	CAD	14,30	59,01	844	723	15,2	1.582	1.187
Scapa Group	UK	GBP	1,74	155,24	270	70	–	340	436
Avery Dennison Corporation	US	USD	119,35	83,50	9.966	1.744	–	11.710	11.710
CCL Industries	CAD	CAD	32,62	178,63	5.827	1.954	–	7.781	5.836
<b>Media</b>									
<b>Mediana</b>									
<b>Mínimo</b>									
<b>Máximo</b>									

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado de Factset (2020).

Para poder llevar a cabo el análisis del sector de las cintas adhesivas en función de los múltiplos de cotización, es necesario llegar a dos cifras fundamentales: al *Market Cap* y al *Enterprise Value*. Para ello es necesario saber tanto el precio de la acción como el número de acciones de la empresa en el mercado. Estos dos valores se multiplican para llegar al *Market Cap*. Después, se suma a este valor la deuda neta (deuda total menos la caja) y se le suman los intereses minoritarios, como bien se ha explicado anteriormente.

Así, puede verse el *Enterprise Value*. Para el caso del sector de las cintas adhesivas, y como puede verse en la Tabla 6, el líder claro de la industria es 3M, con 104.014 millones de dólares americanos. El segundo competidor más grande, en términos de *Enterprise Value* es Avery Dennison Corporation, con 11.710 millones de dólares americanos, seguido de CCL Industries, con un EV de 5.836 millones de dólares americanos<sup>2</sup>. Los tres competidores más pequeños en este análisis en función de esta variable son H.B.

<sup>2</sup>Según el tipo de cambio a 3 de marzo de 2020: CAD/USD: 0.75, UK/USD: 1.28

Fuller, Intertape Polymer Group, y Scapa, con 3.936, 1.187, y 436 millones de dólares americanos<sup>1</sup>, respectivamente.

## 5.2. PRESENTACIÓN DE LOS RESULTADOS

### 5.2.1. Rango de valores EV/Ventas

**Tabla 7**

*Múltiplos EV/Ventas para los años 2019, 2020E, 2021E*

Compañía	EV/Ventas		
	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	3,2x	3,1x	3,0x
<b>H.B. Fuller</b>	1,4x	1,3x	1,3x
<b>Intertape Polymer Group</b>	1,0x	1,0x	1,0x
<b>Scapa Group</b>	1,1x	1,1x	1,0x
<b>Avery Dennison Corporation</b>	1,7x	1,6x	1,5x
<b>CCL Industries</b>	1,4x	1,4x	1,4x
<b>Media</b>	1,6x	1,6x	1,5x
<b>Mediana</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>
<b>Mínimo</b>	1,0x	1,0x	1,0x
<b>Máximo</b>	3,2x	3,1x	3,0x

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado de Factset (2020).

En cuanto a las ventas, se puede observar en la Tabla 7 que los múltiplos medios y las medianas de los múltiplos son iguales para los años 2019 y 2020E, siendo estos 1,6x y 1,4x, respectivamente. Además, cabe destacar una tendencia que se repite: los múltiplos se mantienen igual o disminuyen con el paso del tiempo. Esto se debe principalmente al hecho de que se espera que las ventas de todos los competidores aumenten cada año, como se ha podido ver anteriormente en el Capítulo IV. De esta manera, al aumentar el denominador, disminuye el valor del múltiplo.

Más específicamente, la mediana de los múltiplos EV/Ventas de los *players* para el año 2020E es 1,4x, que coincide justamente con el múltiplo de CCL Industries. Por encima de este múltiplo se encuentran 3M y Avery Dennison Corporation, con múltiplos de 3,1x y 1,6x, respectivamente. Por debajo, el resto de competidores, con múltiplos EV/Ventas de entre 1,0x y 1,3x.

Los múltiplos EV/Ventas suelen ser los múltiplos más bajos debido a que las ventas son la magnitud más grande en la cuenta de pérdidas y ganancias, pues se encuentran en la primera línea. Así, son una magnitud bruta a la que no se le ha deducido ningún importe.

### 5.2.2. Rango de valores EV/EBITDA

**Tabla 8**

*Múltiplos EV/EBITDA para los años 2019, 2020E, 2021E*

Compañía	EV/EBITDA		
	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	12,5x	11,6x	11,1x
<b>H.B. Fuller</b>	9,1x	8,6x	8,1x
<b>Intertape Polymer Group</b>	6,9x	6,6x	6,3x
<b>Scapa Group</b>	8,3x	7,8x	7,0x
<b>Avery Dennison Corporation</b>	11,7x	11,1x	10,5x
<b>CCL Industries</b>	7,3x	7,0x	6,7x
<b>Media</b>	9,3x	8,8x	8,3x
<b>Mediana</b>	<b>8,7x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,5x</b>
<b>Mínimo</b>	6,9x	6,6x	6,3x
<b>Máximo</b>	12,5x	11,6x	11,1x

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado de Factset (2020).

Los múltiplos EV/EBITDA son siempre más elevados que los múltiplos EV/Ventas ya que en el primero, el denominador es el EBITDA, importe que incluye gastos tales como los COGS (*Cost of Goods Sold*<sup>3</sup>) y los SG&A (*Selling, General & Administrative Expenses*<sup>4</sup>). Por lo tanto, al ser esta cifra menor que las ventas, hace que el múltiplo resultante sea más elevado. Al igual que en el caso de las ventas, los múltiplos medios y medianos son más bajos cada año. Por ejemplo, en 2019 la mediana de los múltiplos fue de 8,7x, que contrasta con un múltiplo esperado de 7,5x en 2021E. Esto se debe, otra vez, al crecimiento esperado del EBITDA para cada una de los *players* incluidos en la valoración.

<sup>3</sup> *Cost of Goods Sold* (COGS) se refiere al Coste de los bienes vendidos. Éstos son los costes que se relacionan directamente con la producción de los bienes vendidos. Se utilizará, de acuerdo con el estándar de la industria, el término anglosajón.

<sup>4</sup> *Selling, General & Administrative Expenses* (SG&A) se refiere a los gastos operativos fijos. Es decir, todos aquellos gastos relacionados con la venta y el marketing, los gastos generales y los gastos de administración. Se utilizará, de acuerdo con el estándar de la industria, el término anglosajón.

Para 2020E, la mediana del múltiplo es de 8,2x. Por encima de la mediana se encuentran 3M, Avery Dennison Corporation y H.B. Fuller, con múltiplos de 11,6x, 11,1x, y 8,6x, respectivamente. Por debajo del 8,2x, están Scapa Group (7,8x), CCL Industries (7,0x) y IPG (6,6x).

Es interesante destacar el hecho de que para CCL Industries, el múltiplo EV/Ventas se encontraba en la mediana (1,4x), mientras que el múltiplo EV/EBITDA es inferior a la mediana (7,0x). En este caso, los *COGS* y *SG&A* de CCL Industries son menores en relación con los de sus competidores. De hecho, mientras que la media de *COGS* y *SG&A* de los competidores se encuentra en torno al 85% de las ventas, estos costes solo representan un 62% de las ventas de CCL Industries. Por lo tanto, esto explica tenga un EBITDA mayor y por lo tanto, a un múltiplo relativamente más bajo.

Asimismo, cabe destacar que hay una gran dispersión en los valores, siendo el mínimo para 2020E 6,6x, y el máximo 11,6x, siendo éste casi el doble.

### 5.2.3. Rango de valores PER

Como se ha mencionado anteriormente, una de las claves del PER es las expectativas de crecimiento que tenga la empresa. Generalmente, cuanto mayor sea la expectativa de crecimiento, mayor debería ser el PER. Sin embargo, no se mantiene siempre esta relación, sino que el PER está influenciado por otros muchos factores que deben considerarse. Entre ellos, destacan: los márgenes, los productos o servicios específicos, los sectores en los que se vendan sus productos, los mercados geográficos en los que se vendan sus productos, o las divisas y el impacto del tipo de cambio.



**Tabla 9***Múltiplos PER para los años 2019, 2020E, 2021E*

Compañía	PER		
	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	16,3x	15,7x	14,8x
<b>H.B. Fuller</b>	13,3x	11,7x	10,1x
<b>Intertape Polymer Group</b>	12,3x	9,9x	8,7x
<b>Scapa Group</b>	12,7x	12,5x	10,6x
<b>Avery Dennison Corporation</b>	17,8x	16,8x	15,8x
<b>CCL Industries</b>	11,8x	11,0x	10,2x
<b>Media</b>	14,0x	12,9x	11,7x
<b>Mediana</b>	<b>13,0x</b>	<b>12,1x</b>	<b>10,4x</b>
<b>Mínimo</b>	11,8x	9,9x	8,7x
<b>Máximo</b>	17,8x	16,8x	15,8x

*Nota.* Elaboración propia. Adaptado de Factset (2020).

Como muestra la Tabla 9, en el sector de las cintas adhesivas hay una gran dispersión entre los ratios PER 2020E, con el mínimo siendo 9,9x y el máximo siendo 16,8x. Todos los ratios se encuentran en el rango en torno al 10,0x-12,0x, excepto 3M y Avery Dennison Corporation, que presentan los ratios PER más elevados (15,7x y 16,8x, respectivamente). El análisis se centrará en por qué Avery Dennison Corporation presenta un múltiplo tan alto. Es interesante destacar que en este caso, el crecimiento esperado no tiene una relación directa con el múltiplo PER. Es decir, un mayor crecimiento esperado no refleja un mayor PER. En el caso de Avery Dennison Corporation, se espera un crecimiento del beneficio neto de 8,4% en 2021E. Sin embargo, CCL Industries, con un crecimiento del beneficio neto en 2021E del 10,0%, presenta un múltiplo PER menor, de 11,0x (Véase Anexo II). Por lo tanto, se deben considerar otros factores para explicar este múltiplo tan elevado.

Al ser todas las compañías multinacionales, como se ha mencionado anteriormente, éstas operan en muchos países a nivel mundial. Por lo tanto, el factor relativo a los mercados en los que operan no debería causar cambios significativos en el PER, ya que sus mercados están igualmente repartidos.

Por lo tanto, es necesario centrarse en como difiere la actividad de estas empresas. Tras un análisis más exhaustivo de qué productos ofrecen y de qué manera lo hacen, cabe

destacar un elemento común que tienen tanto 3M como Avery Dennison Corporation, y que puede ayudar a explicar que sus múltiplos PER sean tan elevados. Ambas empresas tienen un componente tecnológico y de innovación muy importante. Avery Dennison Corporation está muy enfocado a ofrecer soluciones innovadoras y , sobre todo orientada para el sector tecnológico y digital. De hecho, su eslogan es "*Innovative Packaging Materials Solutions and Technologies*", que traducido al castellano significa "Soluciones y tecnologías innovadoras de materiales de embalaje", donde claramente puede verse el componente tecnológico y transformador.

El hecho de que ofrezca sus productos a estos sectores que están adquiriendo tanta importancia puede explicar el hecho de que su múltiplo PER sea tan alto, pues los inversores valoran este enfoque innovador. 3M también está muy enfocado al I+D, y de ahí el múltiplo superior. Sin embargo, el resto de competidores están más centrados en el volumen de producción, dejando en un segundo plano el componente tecnológico y de desarrollo, lo que puede explicar que tengan múltiplos PER inferiores.

### **5.3. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS**

#### **5.3.1. Porcentaje de error en el valor de la empresa**

Es necesario tener en cuenta que uno de los principales problemas a la hora de realizar una valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables es el hecho de que es difícil encontrar empresas que sean idénticas entre sí, por lo que siempre existirá cierto grado de disparidad entre las empresas que se están comparando. Por lo tanto, podría darse la situación de que alguna de las empresas que se hayan incluido en el análisis no sean las óptimas para determinar el múltiplo del sector de las cintas adhesivas. Para ello, se pretende analizar la dispersión de los valores, tomando el EV como referencia.

Para cada competidor, se compararán el EV según las magnitudes del mercado y el EV resultante de la multiplicación entre el EBITDA 2020E y el múltiplo mediano, en este caso, 8,2x. Así, se establecerá un porcentaje de error siguiendo la siguiente fórmula:

$$\% \text{ de error} = \frac{EV \text{ 2020 según múltiplo mediano} - EV \text{ según mercado}}{EV \text{ según mercado}} \times 100$$

Se ha considerado que un margen de error del 20% es razonable ya que las cifras dependen mucho del mercado, por lo que están constantemente variando. Así, este margen tiene en cuenta esta volatilidad. Por lo tanto, cualquier competidor cuyo porcentaje de error supere el 20%, se considerará un valor atípico y se procederá a valorar si se debe seguir incluyendo en el análisis de valoración.

(i) 3M

En el caso de 3M, la empresa tiene un EV según el mercado de 104.014 millones de dólares americanos. Sin embargo, aplicando a su EBITDA 2020E el múltiplo mediano de 8,2x, su EV tiene un valor de 73.619 millones de dólares americanos. Esto supone un porcentaje de error del 29,2%. Por lo tanto, dado el porcentaje de error máximo establecido del 20%, se puede afirmar que 3M se encuentra fuera del mismo.

(ii) H.B. Fuller

H.B. Fuller presenta un porcentaje de error del 4,9% entre el EV según el mercado (3.936 millones dólares americanos) y el EV según el múltiplo mediano 8,2x (3.744 millones de dólares americanos). Por lo tanto, se puede afirmar que se encuentra dentro del margen de error razonable establecido.

(iii) Intertape Polymer Group

El EBITDA para la empresa IPG en 2020E es 238 millones de dólares canadienses. Por lo tanto su EV según el múltiplo mediano es de 1.958 millones de dólares canadienses, que, comparado con su EV según el mercado (1.582 millones de dólares canadienses), muestra un porcentaje de error del 23,7%. Así, este múltiplo quedaría fuera del margen de error razonable establecido.

(iv) Scapa

Scapa, con un porcentaje de error del 5,4%, queda dentro del margen de error razonable establecido, siendo su EV según el mercado 340 millones de libras esterlinas, y su EV según el múltiplo mediano de 2020 de 359 millones de libras esterlinas.

(v) Avery Dennison Corporation

En el caso de Avery Dennison Corporation, el EV según el mercado es de 11.710 millones de dólares americanos. Sin embargo, utilizando el múltiplo mediano de 8,2x, su EV

resulta en 8.678 millones de dólares americanos. Esto supone un porcentaje de error del 25,9%, quedando así fuera del margen de error del 20% establecido como razonable.

(vi) CCL Industries

El EV según el mercado de CCL Industries es de 7.781 millones de dólares canadienses. El EV 2020E según el múltiplo mediano 8,2x es de 9.164 millones de dólares canadienses. Por lo tanto, esto supone un porcentaje de error del 17,8%, por lo que CCL se encuentra dentro del margen de error razonable establecido.

La Tabla 10 a continuación muestra de manera resumida el EV según el mercado, el EV según el múltiplo mediano 8,2x y el porcentaje de error. Además, se han resaltado en gris aquellas empresas cuyos múltiplos se encuentran fuera del margen de error razonable establecido del 20%.

**Tabla 10**

*Porcentaje de error del EV según el mercado respecto del EV según el múltiplo mediano (8,2x)*

Análisis cualitativo			
Compañía	EV según mercado	EV 2020E según múltiplo mediano 8,2x	% Error
<b>3M</b>	104.014	73.619	<b>(29,2%)</b>
<b>H.B. Fuller</b>	3.936	3.744	(4,9%)
<b>Intertape Polymer Group</b>	1.582	1.958	<b>23,7%</b>
<b>Scapa Group</b>	340	359	5,4%
<b>Avery Dennison Corporation</b>	11.710	8.678	<b>(25,9%)</b>
<b>CCL Industries</b>	7.781	9.164	17,8%

*Nota.* Elaboración propia.

5.3.2. Análisis cualitativo

Una vez se han determinado los valores atípicos, se deben considerar individualmente para determinar si realmente pueden considerarse compañías comparables para incluir en el análisis, o por el contrario, deben descartarse porque tienen diferencias significativas. En este caso, los valores que quedan fuera del margen de error razonable establecido corresponden a las compañías 3M, Intertape Polymer Group, y Avery Dennison Corporation, y CCL Industries.

Generalmente, las compañías comparables para un análisis de valoración se escogen en función de la principal actividad de éstas, en este caso, las empresas fabricantes de cintas adhesivas y sus derivados. Es importante matizar en los productos que ofrece cada empresa, en qué sectores opera específicamente y a qué mercados se dirige. Esto tendrá un impacto sobre los márgenes ya que supondrá que cada empresa ofrece distintos valores añadidos. Por ejemplo, no es lo mismo ofrecer una cinta adhesiva para el embalaje de una caja de cartón, que una cinta adhesiva para el uso en hospitales. La segunda tendrá mayor valor añadido, y por lo tanto, la empresa debería tener márgenes mayores.

(i) 3M

La compañía 3M tiene un porcentaje de error del 29,2%. Además, se debe tener en cuenta que presenta el múltiplo EV/EBITDA 2020E más alto entre todos los competidores. El hecho de que su múltiplo sea tan alto puede deberse al hecho de que es una gran empresa industrial, pues es un gran conglomerado con productos de industrias de índole muy distinta. De hecho, opera en sectores muy distintos, proporcionando productos distintos, no solo relacionado con las cintas adhesivas: el industrial, el de seguridad y gráficos, el electrónico y de energía, el sanitario y el de consumo. Es decir, la actividad de cintas adhesivas y sus derivados es solo una pequeña parte de toda la actividad del grupo 3M. Por lo tanto, 3M podría considerarse una empresa no comparable, ya que sus productos de cintas adhesivas solo representan una parte minoritaria de las ventas.

Asimismo, es interesante también analizar los márgenes EBITDA de 3M frente a sus competidores. Como se ha mencionado anteriormente, 3M tiene márgenes EBITDA muy elevados, de alrededor del 27%, mientras que el resto de competidores, se encuentran en unos márgenes EBITDA de en torno al 14% o 15%. Esta diferencia significativa es un claro indicador de que el negocio de 3M difiere bastante del de sus competidores, y por tanto, hace cuestionarse la relevancia de la empresa en este análisis.

Esto significa que los múltiplos tan altos que presenta 3M suponen una alteración del análisis. De hecho, según un estudio del banco UBS (2018), 3M cotiza con una prima del 10-20% sobre sus competidores debido a sus productos de primera calidad, marcas de prestigio y eficiencia operativa. Por lo tanto, se considera que 3M no es una compañía comparable que se ajuste a los demás competidores de la industria de las cintas adhesivas, y por tanto, debe excluirse del análisis de valoración.

(ii) Intertape Polymer Group

La segunda compañía cuyo porcentaje de error se sale del margen establecido es IPG. Ésta presenta un porcentaje de error del 23,7%. Por lo tanto, es necesaria una valoración más extensa sobre si va a seguir considerándose la compañía para el análisis o no. En cuanto a los productos que ofrece, IPG se centra exclusivamente en productos de embalaje. Esto incluye, en su mayoría, cintas adhesivas, aunque también tienen entre su cartera tejidos revestidos para cubrir superficies. Por lo tanto, en cuanto a actividad, podría afirmarse que IPG debería ser una compañía a tener en cuenta.

Asimismo, es importante analizar los márgenes de la empresa en relación con las de sus competidores. En este caso, IPG presenta márgenes muy parecidos al resto de la industria, que se sitúan en torno al 14-15%. Por lo tanto, este factor es importante para determinar que el negocio es muy similar al del resto de compañías de cintas adhesivas y por tanto, es otra razón para considerar que IPG debería considerarse para el análisis de valoración del sector.

Por lo tanto, a pesar de que se encuentre fuera del margen de error razonable del 20%, se seguirá considerando como parte del análisis de valoración del sector de las cintas adhesivas por las razones anteriormente mencionadas, pues se considera que estos factores tienen un mayor peso a la hora de tomar una decisión sobre la inclusión en el análisis.

(iii) Avery Dennison Corporation

Avery Dennison Corporation tiene un porcentaje de error del 25,9%. Una de las razones por las que el porcentaje de error supera el 20% establecido como margen razonable podría ser el hecho de sus cintas adhesivas y etiquetas están más focalizadas y centradas en la innovación, como se ha mencionado anteriormente. Por lo tanto, los productos están orientados a sectores específicos, tales como el sector sanitario. Además, su rango de productos es muy amplio e incluye también adhesivos reflectantes para los vehículos y tintas digitales. Por lo tanto, puede concluirse que además de ofrecer cintas adhesivas estándares, su rango de productos va mucho más allá, por lo que podría cuestionarse su inclusión en el análisis.

En cuanto a los márgenes, cabe destacar que son muy parecidos a los de todos los demás competidores, en torno al 15%.

Sin embargo, se considera que el hecho de que ofrezcan productos tan específicos es un factor más importante que que tengan márgenes similares a sus competidores. Por las razones anteriormente descritas, se ha considerado mejor opción descartar a Avery Dennison Corporation del análisis de valoración de las cintas adhesivas.

Habiendo descartado las compañías 3M y Avery Dennison Corporation del análisis de valoración, el rango de múltiplos razonable estaría entre los 6,6 y 8,6 veces EBITDA. Sin embargo, para precisar este análisis habría que proceder a buscar otras empresas comparables para incluir en el mismo y así obtener un múltiplo incluso más exacto. Así, algunas compañías que también ofrecen cintas adhesivas como producto principal son Vibac Group, Bemis Company, y Winpack, que podrían considerarse para incluir en el análisis. Asimismo, para mejorar aún más el análisis, sería bueno incluir empresas de otras áreas geográficas, sobre todo, más empresas europeas y asiáticas, que darían una visión más completa de la valoración de la industria de las cintas adhesivas.

### 5.3.3. Análisis de sensibilidad

Es interesante, además, realizar un análisis de sensibilidad para determinar si, en distintos escenarios con distintos porcentajes de error, las mismas empresas estarían afectadas. Como punto de partida, se ha considerado que 20% es un valor razonable para establecer como margen de error. Sin embargo, quiere ampliarse este análisis para analizar también cuál sería la situación, si en vez de 20%, estos porcentajes cambiasen a 15% y 25%, es decir, añadiendo un  $\pm 5\%$  de margen de error.

Tal y como muestra la Tabla 11 a continuación, se han sombreado en gris aquellas empresas que quedan fuera del rango establecido por el porcentaje de error máximo en cada caso, que se analizarán correspondientemente.

**Tabla 11***Tabla de sensibilidad con distintos porcentajes de error (15%, 20% y 25%)*

Tabla de sensibilidad con distintos porcentajes de error			
	15%	20%	25%
<b>3M</b>	<b>(29,2%)</b>	<b>(29,2%)</b>	<b>(29,2%)</b>
<b>H.B. Fuller</b>	(4,9%)	(4,9%)	(4,9%)
<b>Intertape Polymer Group</b>	<b>23,7%</b>	<b>23,7%</b>	23,7%
<b>Scapa Group</b>	5,4%	5,4%	5,4%
<b>Avery Dennison Corporation</b>	<b>(25,9%)</b>	<b>(25,9%)</b>	<b>(25,9%)</b>
<b>CCL Industries</b>	<b>17,8%</b>	17,8%	17,8%

Nota. Elaboración propia.

a) Margen de error del 15%

Si se establece un margen de error del 15%, las compañías 3M, H.B. Fuller, y Avery Dennison Corporation seguirían fuera del margen de error razonable, como es lógico, pues el 20% implícitamente incluye el 15%. Sin embargo, habría una empresa añadida que se saldría fuera de este margen de error razonable: CCL Industries. Por ello, se procederá a su análisis.

El porcentaje de error de la empresa CCL Industries es del 25,9%. Después de una extensa revisión de los productos y los sectores en los que trabaja CCL, cabe destacar que este se centra fundamentalmente en el abastecimiento de etiquetas, y trabaja con sectores altamente especializados y regulados como la sanidad y la seguridad. Así, se diferencian un poco de la producción de cintas adhesivas como tal.

Asimismo, al igual que Avery Dennison Corporation, CCL Industries muestra su carácter innovador a través de sus tres filiales sobre las que tiene el control. En primer lugar, se encuentra Avery, que es un proveedor mundial de etiquetas y software. En segundo lugar, CCL Industries controla Checkpoint Systems, uno de los principales desarrolladores de sistemas de tecnología para la gestión de inventarios. Finalmente, también incluye Innovia, uno de los principales productores mundiales de películas especiales para el etiquetado, empaquetado y seguridad. Así, puede verse su componente tecnológico, que también le suma cierto valor añadido a la empresa.

Además, otro factor importante que hace cuestionarse la inclusión de CCL Industries en el análisis es su margen EBITDA. Históricamente, sus márgenes han sido ligeramente



superiores a los de sus competidores, en torno al 20%, y se espera que se mantenga esta línea en el futuro. Esto puede ser debido a que abastecen con sus productos a los sectores de la sanidad y de la seguridad, que tienen un valor añadido más alto.

A pesar de que su producto esencial sean los adhesivos, su especial foco en las etiquetas, y sectores tan especializados, hacen que sus márgenes sean superiores y por tanto, se cuestione su inclusión en el análisis.

b) Margen de error del 25%

Por otro lado, estableciendo un porcentaje de error del 25%, el panorama varía considerablemente. En este caso, las únicas empresas que quedarían fuera del margen de error establecido serían, una vez más, 3M y Avery Dennison Corporation. En este caso, Intertape Polymer Group sí quedaría dentro del rango razonable, con un error del 23,7%. Cabe destacar que estas dos empresas son las que inicialmente se habían descartado del análisis de múltiplos del sector de las cintas adhesivas en un primer momento, cuando el porcentaje de error establecido era del 20%. Así, queda avalado el acierto del análisis previo.

## 6. CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES

---

El ejercicio de valoración de empresas es subjetivo, sujeto a una serie de factores que pueden llevar a distintos valores para una misma empresa. Por un lado, el problema de valoración de una empresa no está resuelto, ya que existen distintos métodos que dan resultados dispares, cada uno con sus ventajas e inconvenientes. Por otro lado, también existe un problema relacionado con las hipótesis y perspectivas de crecimiento de cada compañía, que pueden ser distintas según distintos analistas.

En el caso de la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables es especialmente importante el momento en el que se realice la valoración, ya que el mercado es muy volátil y está en constante cambio. Esto se debe al peso que tiene en el análisis el precio de la acción, que varía continuamente y puede llevar a resultados muy dispares, a medida que el comportamiento de la cotización va cambiando. Por lo tanto, cuando se calcula el valor de una compañía, se hace necesario establecer un rango razonable de valores, no simplemente un número.

También cabe destacar que el sector de las cintas adhesivas es un sector en el que hay un número reducido de competidores de gran tamaño, pero por el contrario, abundan las pequeñas y medianas empresas. Por lo tanto, es un sector con especial disposición a las actividades de fusiones, compra y venta de compañías al estar fragmentado de esta manera, haciendo un análisis por múltiplos de compañías cotizadas comparables importante para tener de referencia un múltiplo que se podría aplicar a la magnitud financiera correspondiente de la empresa si esta quisiera llevar a cabo una operación corporativa. Esto se confirma con la tendencia de los últimos años del cierre de un número elevado de operaciones de M&A en el sector, tanto de socios estratégicos como de socios financieros.

El análisis del sector por compañías cotizadas comparables se centra en este porcentaje más reducido de grandes empresas, pues condición necesaria para que una empresa sea incluida en el análisis es que ésta cotice en bolsa. En este caso, se han seleccionado seis grandes empresas dedicadas conocidas a nivel mundial, dedicadas a la fabricación de las cintas adhesivas: 3M, H.B. Fuller, Intertape Polymer Group, Scapa, Avery Dennison

Corporation y CCL Industries. El análisis de los ingresos, EBITDA y perspectivas de crecimiento de cada una de las compañías es relevante para conocer las magnitudes que nos llevarán a conocer los ratios más relevantes: EV/Ventas y EV/ EBITDA, cuyo múltiplo mediano en este caso ha sido 1,4x y 8,2x, respectivamente. Además, también es interesante analizar el PER, que recoge las expectativas de los inversores en el futuro. En la industria de las cintas adhesivas es esencialmente importante el componente innovador y de investigación, que dota a las empresas con una ventaja competitiva sobre otros productores de adhesivos.

Sin embargo, una vez se ha realizado un primer análisis por múltiplos de compañías cotizadas comparables, es interesante analizar más en profundidad cada uno de los competidores, pues una empresa que a priori podría encajar por el producto que ofrece, puede resultar no ser tan similar a los competidores del resto de la industria. Factores tales como la rentabilidad, la innovación, o la gama de productos que ofrezcan inciden en la inclusión del análisis.

Además, se ha establecido un margen de error del 20% en la desviación del valor de la empresa para analizar qué compañías quedaban fuera de este rango y así, fortalecer el análisis de valoración del sector de las cintas adhesivas con la inclusión o exclusión de determinadas empresas. Para reforzar el análisis adicionalmente, se ha realizado una tabla de análisis de sensibilidad, con un cambio del  $\pm 5\%$ , para evaluar cuál era el impacto. Cabe destacar en este caso que las dos compañías que en los tres casos se encuentran fuera de este margen razonable de error son 3M y Avery Dennison Corporation, empresas que en el primer análisis se habían descartado debido a las diferencias significativas que muestran en relación con el resto de sus competidores.

En este caso, una vez hecho el análisis de valoración y el estudio más a fondo cada una de las empresas seleccionadas, se han descartado definitivamente dos de los competidores: 3M y Avery Dennison Corporation. Así, el rango de referencia para la industria de las cintas adhesivas se ha determinado en 6,6 a 8,6 veces EBITDA. Por lo tanto, después de haber descartado dos de los *players* que en un primer momento se habían incluido, se hace necesario encontrar alguna empresa sustituta que realmente sea comparable con las demás empresas que se están analizando. Esto se debe al hecho de que cuántas más empresas comparables se incluyan, más precisa y exacta será la

valoración. Por lo tanto, habría que considerar otros competidores tales como Vibac para encontrar un múltiplo de referencia más preciso.

En general, la realización de un análisis por compañías cotizadas comparables no es sencillo, ya que existen una serie de factores externos que hacen que la valoración pueda cambiar considerablemente. Por lo tanto, se hace necesario un análisis en profundidad de cada una de las empresas incluidas en el análisis para intentar acotar estas variaciones al mínimo, de manera que las empresas sean lo más parecidas posibles, teniendo en cuenta que no existan dos empresas que sean exactamente iguales.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

---

- de Bricio, C. C., & Pérez, J. S. (2008). *Un enfoque práctico a la valoración de empresas*. España: Universitaria Ramón Areces.
- de la Calle Vaquero, A., y Herrero Rodríguez, M. Á. (1996). Valoración de empresas. *Revista de Estudios Económicos y Empresariales*. (8) 157-184. Recuperado el 4 de febrero de 2020, de [http://dehesa.unex.es/bitstream/handle/10662/2763/0212-7237\\_8\\_157.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://dehesa.unex.es/bitstream/handle/10662/2763/0212-7237_8_157.pdf?sequence=1&isAllowed=y).
- Coppola, D. (2019). Paper Packaging in Europe – Statista (Núm. 69834). Recuperado el 8 de febrero de 2020, de <https://www.statista.com/study/69384/paper-packaging-in-europe/>.
- Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons.
- Da Silva, L. F., Öchsner, A., y Adams, R. D. (Eds.). (2011). *Handbook of adhesion technology*. Berlin: Springer Science & Business Media.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. IESE Business School - Universidad de Navarra. Recuperado el 28 de enero de 2020, de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>.
- Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos de compañías comparables*. IESE Business School - Universidad de Navarra. Recuperado el 27 de enero de 2020, de <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>.
- Fundación Entorno. (2000). Sector Tratamiento de Superficies con Disolventes Orgánicos. Subsector Fabricación de Cintas Adhesivas (6.7). Recuperado el 2 de febrero de 2020, de <http://www.en.prtr-es.es/Data/images//Tratamiento%20de%20Superficies%20con%20Disolventes%20o>

rg%C3%A1nicos.%20Fabricaci%C3%B3n%20de%20cintas%20adhesivas-2E848CA9AABE0989.pdf.

Hinz, A. (2018). Mergers and Acquisitions in Adhesives and Sealants: 2018 Review and Outlook. *ASI Adhesives & Sealants Industry*, November 2018, 22-26.

Imarc. (2019). *Adhesive Tapes Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2019-2024*. Imarc Group. Recuperado el 7 de febrero de 2020, de <https://www.imarcgroup.com/adhesive-tapes-market/toc>.

Intertape Polymer Group (2020). Intertape Polymer Group. Recuperado el 15 de febrero de 2020, de <https://www.itape.com/Home#>.

MarketLine. (2019a). *3M Company: Company Profile* [Documento PDF].

MarketLine. (2019b). *Intertape Polymer Group Inc.: Company Profile* [Documento PDF].

MarketLine. (2019c). *Scapa Group plc.: Company Profile* [Documento PDF].

MarketLine. (2019d). *Avery Dennison Corporation: Company Profile* [Documento PDF].

MarketLine. (2019e). *CCL Industries Inc.: Company Profile* [Documento PDF].

MarketsandMarkets. (2018). *Adhesive Tapes Market by Resin Type (Acrylic, rubber, silicone), Technology (Solvent, Water and Hot-Melt-Based), Substrate (PP, Paper, PVC), Application (Packaging, Healthcare, Electrical & Electronics, Automotive), and Region-Global Forecast to 2022*. MarketsandMarkets. Recuperado el 6 de febrero de 2020, de <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/adhesive-tapes-market-251563138.html>.

- Market Research Future (2020). *Global Adhesive Tapes Market Research Report - Forecast to 2022*. Market Research Future. Recuperado el 5 de febrero de 2020, de <https://www.marketresearchfuture.com/reports/adhesive-tapes-market-1718>.
- Mordor Intelligence (2019). *Adhesive Tapes Market – Growth, Trends, And Forecast (2020-2025)*. Mordor Intelligence. Recuperado el 5 de febrero de 2020, de <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/adhesive-tapes-market>.
- Munford, L. (2020). Monta launches compostable adhesive tape. *Packaging Europe*. Recuperado el 9 de febrero de 2020, de <https://packagingeurope.com/monta-launches-compostable-adhesive-tape/>.
- Porrúa, R. R., y Rojo Ramírez, A. A. (2017). Valoración mediante múltiplos: errores más comunes. *Revista Española de Capital Riesgo*, (3), 5-22.
- Reardon C. (2016). *Global, European specialty tape markets & growth opportunities 2016 (AWA)*. Afera. The European Adhesive Tape Association. Recuperado el 5 de febrero de 2020, de <https://www.afera.com/technical-centre/specialty-tape-markets-2016.html>.
- Reuters (2020). HB Fuller Co. Recuperado el 11 de febrero de 2020, de <https://www.reuters.com/companies/FUL>.
- Rojo Ramírez, A. A., Recondo Porrúa, R., & Mariño Garrido, T. (2018). Serie Valoración y Financiación de Empresas: Valoración por múltiplos (15). Recuperado el 27 de febrero de 2020 de [https://www.researchgate.net/publication/327319362\\_Valoracion\\_por\\_multiplos](https://www.researchgate.net/publication/327319362_Valoracion_por_multiplos).
- Rosenbaum, J. y Pearl, J. (2013). *Investment Banking Focus Notes*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Serer, G. L. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. *Revista de Contabilidad y Dirección*. (8), 59-76.

Tesa (2016). ¿Cada pequeño rollo de Tesa se ha enrollado por separado? Recuperado el 7 de febrero de 2020, de <https://www.tesa.com/es-es/wikitapia/cada-pequeno-rollo-de-tesa-se-ha-enrollado-por-separado.html>.

Titman, S., y Martin, J. (2009). *Valoración. El arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*. Madrid: Pearson Educación.

UBS (2018). *3M Company* [Documento PDF].



## 8. ANEXO I

(i) 3M

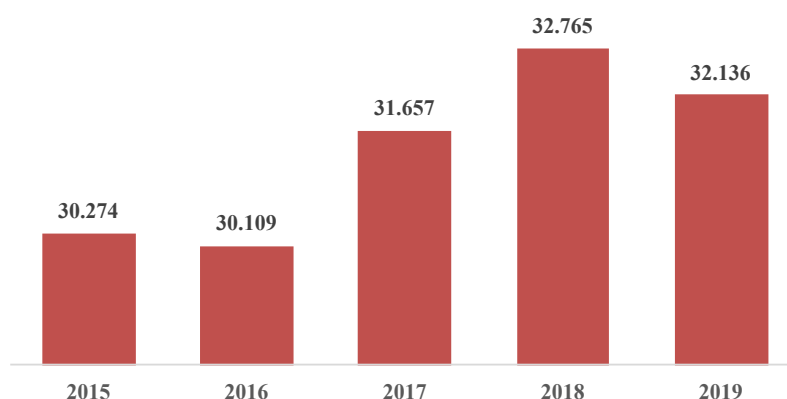


Figura 1. Ingresos 3M, 2015-2019. Elaboración propia.

Los ingresos del 3M se han incrementado y disminuido respecto al año anterior en distintos años. En 2019, los ingresos fueron de 32.136 millones de dólares americanos, lo que supuso una reducción en los ingresos del 1,9%, en comparación con 2018.

millones de dólares americanos

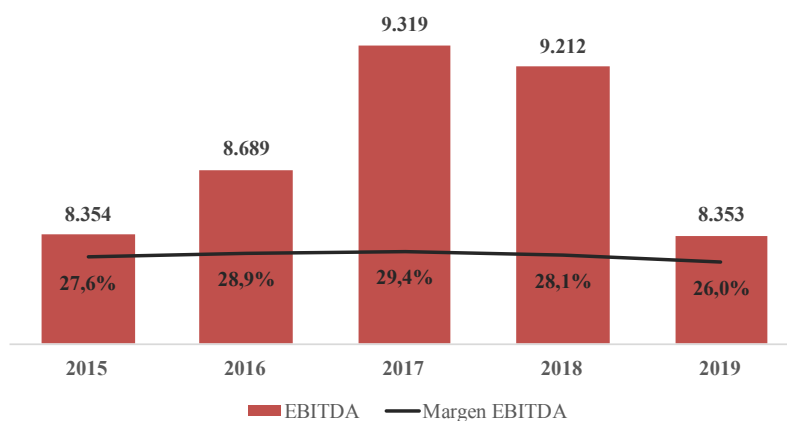


Figura 2. EBITDA y Margen EBITDA, 2015-2019. Elaboración propia.

En cuanto al EBITDA y el margen EBITDA de la compañía 3M, la tendencia ha sido ascendente hasta 2018. En los años 2018 y 2019 se ha visto una caída de estos respecto al año anterior. Específicamente, el EBITDA en 2019 cayó desde los 9.212 millones de dólares americanos hasta los 8.353, lo que representa una caída del 9,3%. En cuanto al margen EBITDA, cabe destacar que éste es elevado, en torno al 30%. Siguiendo la

tendencia a la baja de los ingresos y el EBITDA, también ha caído éste en 2019, desde el 28,1% hasta el 26,0%.

*millones de dólares americanos*

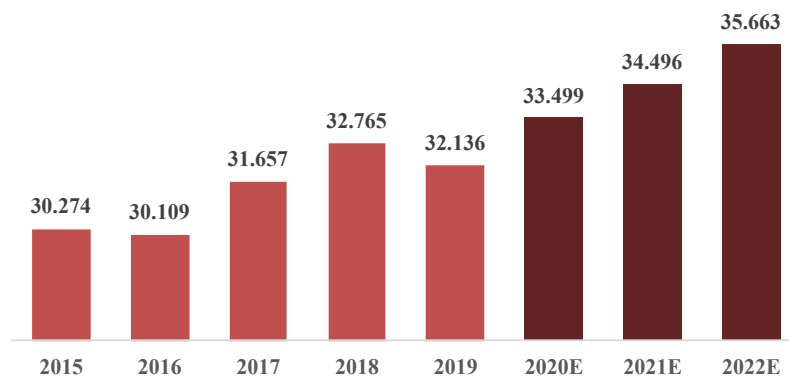


Figura 3. Ingresos 3M, 2015-2022E. Elaboración propia.

*millones de dólares americanos*

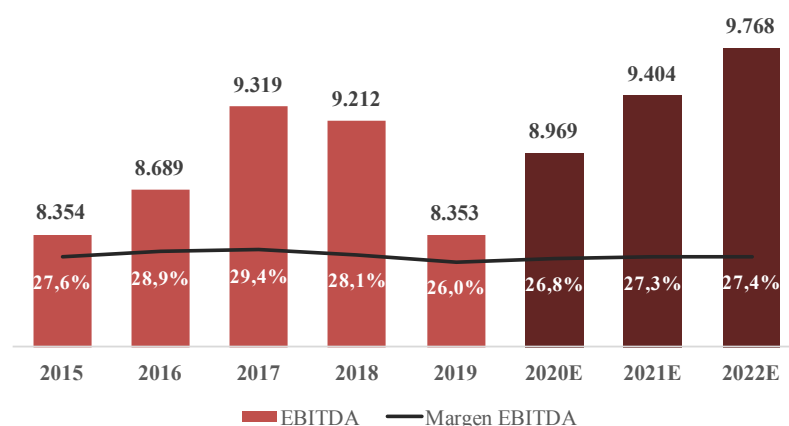


Figura 4. EBITDA y Margen EBITDA 3M, 2015-2022E. Elaboración propia.

Según las previsiones de los analistas, se espera una tendencia ascendente en los ingresos en los tres años consecutivos entre 2020E y 2022E. Se prevé que los ingresos alcancen los 35.663 millones de dólares americanos, lo que supondría un CAGR de 3,5% en el periodo 2019-2022E. Además, cabe destacar que pese a la tendencia bajista del EBITDA en los años 2018 y 2019, se estima que en los próximos tres años, el EBITDA de 3M vuelva a subir hasta los 9.769 millones de dólares americanos, lo que representa un crecimiento CAGR del 5,4% en el periodo 2019-2022E. Sin embargo, el margen EBITDA se mantendrá relativamente constante, alrededor del 27%.

(ii) H.B. Fuller Company

millones de dólares americanos

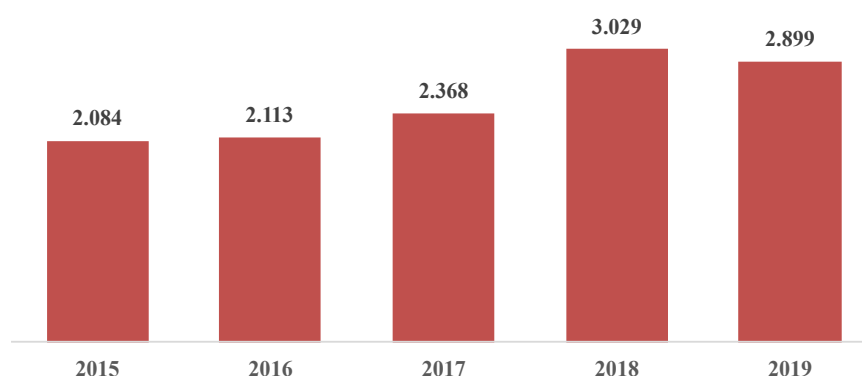


Figura 5. Ingresos H.B. Fuller Company, 2015-2019. Elaboración propia.

Los ingresos de H.B. Fuller Company, desde 2015 hasta 2018 han seguido una tendencia ascendente, con crecimientos CAGR de 8,6% en el periodo 2015-2018. Sin embargo, se puede apreciar una caída de 4,3% en los ingresos en 2019 con respecto a 2018.

millones de dólares americanos

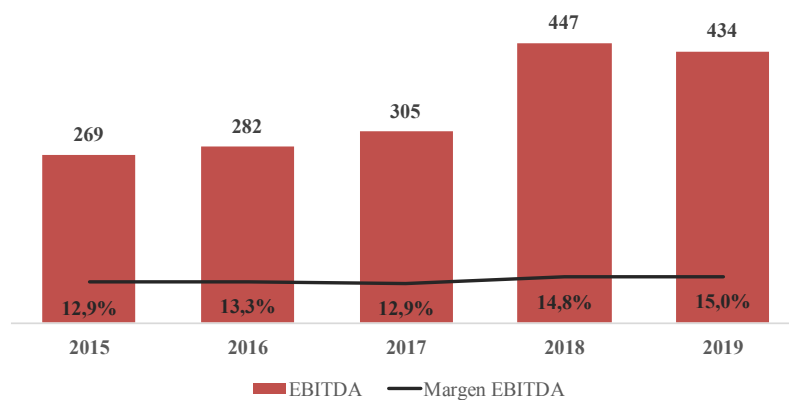


Figura 6. EBITDA y Margen EBITDA H.B. Fuller Company, 2015-2019. Elaboración propia.

El EBITDA de H.B. Fuller Company ha ido incrementando progresivamente año a año hasta 2018, cuando alcanzó los 447 millones de dólares americanos. Sin embargo, en 2019 hubo una caída en el EBITDA de 13 millones de dólares americanos. A pesar de ello, el margen EBITDA de 2019 fue superior al de 2018, debido a una caída mayor en los ingresos que en el EBITDA respecto al año anterior.

millones de dólares americanos

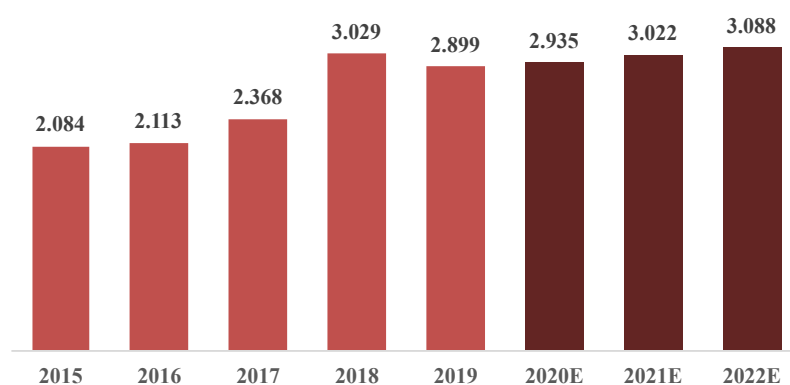


Figura 7. Ingresos H.B. Fuller Company, 2015-2022E. Elaboración propia.

millones de dólares americanos

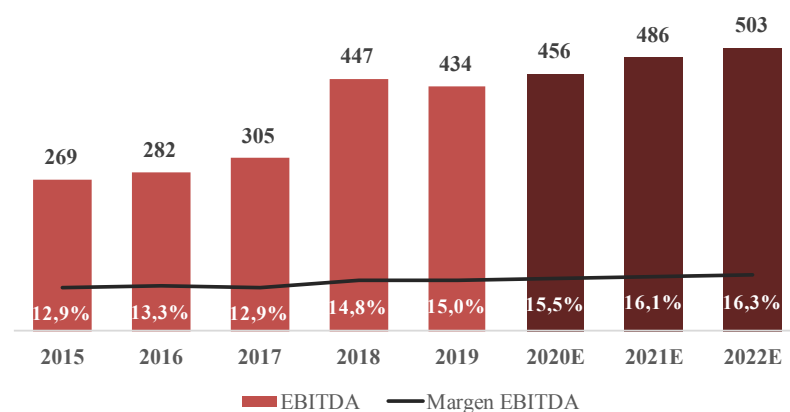


Figura 8. EBITDA y Margen EBITDA H.B. Fuller Company, 2015-2022E. Elaboración propia.

Para la compañía H.B. Fuller, las previsiones también son positivas. Se espera un incremento en los ingresos desde 2020E hasta 2022 de 153 millones de dólares americanos. Esto supone una subida mucho menor que su competidor 3M, cuyos ingresos se incrementarían en casi 2.200 millones de dólares americanos, según las previsiones.

En cuanto al EBITDA, este también muestra tendencias al alza desde 2020E hasta 2022E. Cabe destacar el incremento en el margen EBITDA, desde el 15% en 2019 hasta el 16,3% en 2022.

(iii) Intertape Polymer Group

millones de dólares canadienses

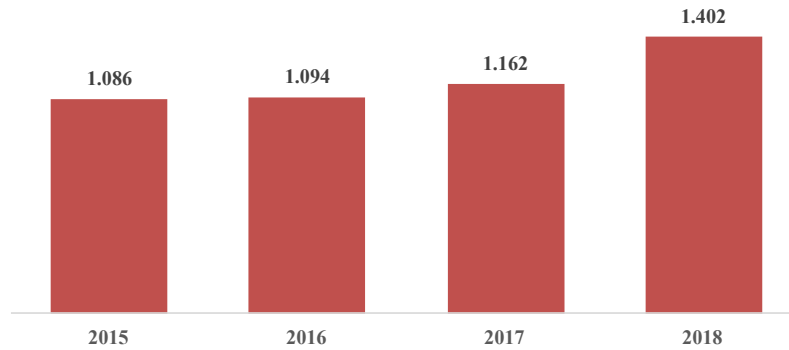


Figura 9. Ingresos Intertape Polymer Group, 2015-2018. Elaboración propia.

En cuanto a los ingresos de IPG, éstos han ido creciendo progresivamente desde los 1.086 millones de dólares canadienses en 2015 hasta 1.402 millones de dólares en 2018. Esto supone una tasa de crecimiento compuesta anual del 2,1%.

millones de dólares canadienses

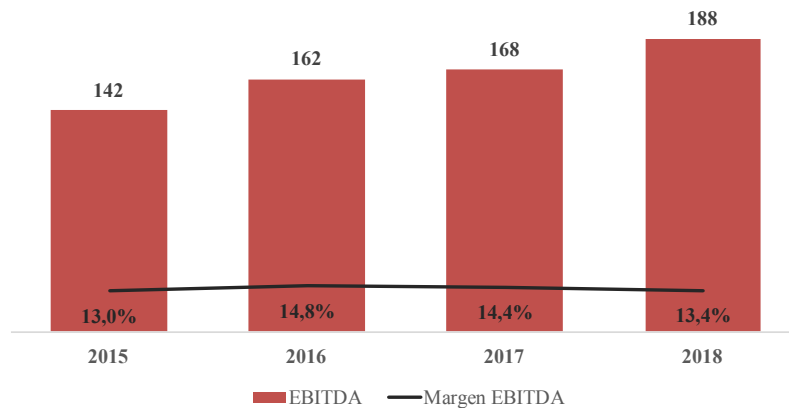


Figura 10. EBITDA y Margen EBITDA Intertape Polymer Group, 2015-2018. Elaboración propia.

El EBITDA de IPG ha incrementado progresivamente desde 2015 hasta 2018, alcanzando los 188 millones de dólares canadienses. Esto ha supuesto un crecimiento CAGR del 9,8%. Sus márgenes están entre el 13% y el 15%, similares a los de su competidor H.B. Fuller.

millones de dólares canadienses

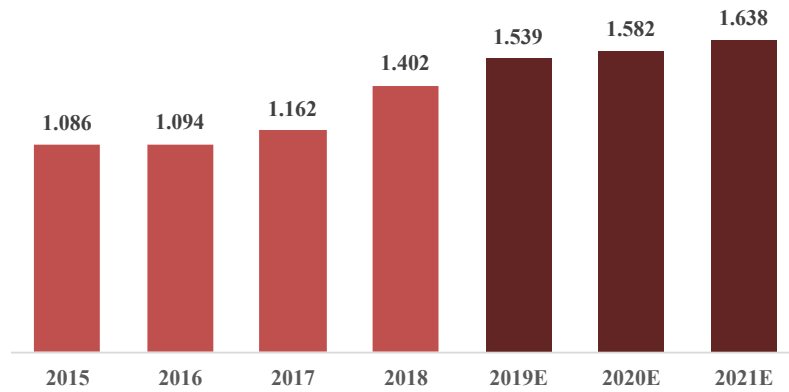


Figura 11. Ingresos Intertape Polymer Group, 2015-2021E. Elaboración propia.

millones de dólares canadienses

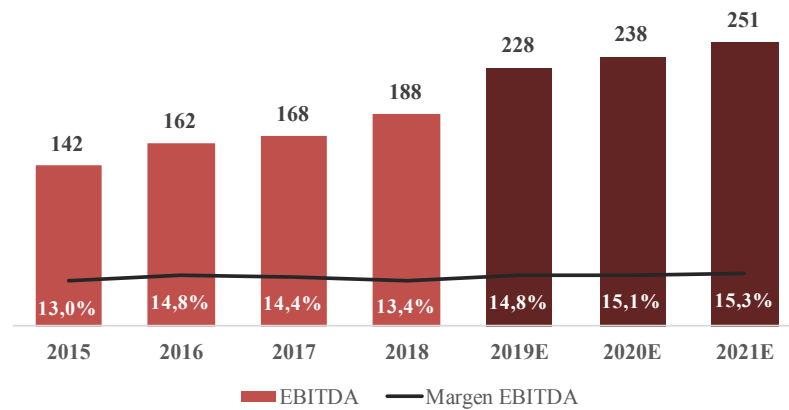


Figura 12. EBITDA y Margen EBITDA Intertape Polymer Group, 2015-2021E.

Entre los años 2019 y 2021E, se espera un incremento en los ingresos de IPG. Esto supondría un crecimiento CAGR del 10,2% en el periodo 2018-2021E. Además, esta misma tendencia la seguiría su EBITDA, que alcanzaría los 251 millones de dólares canadienses en 2021E, con márgenes superando el 15%.

(iv) Scapa

millones de libras esterlinas

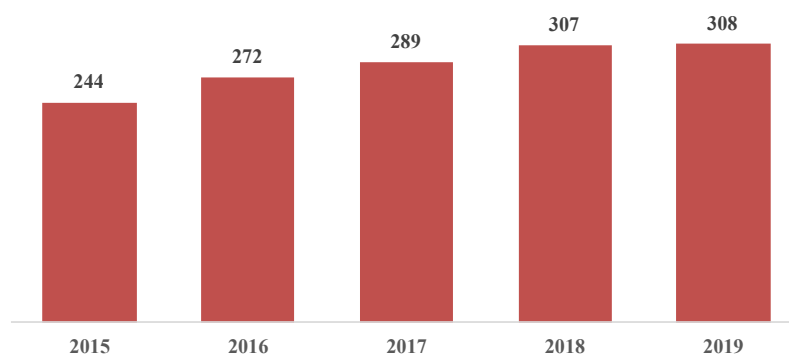


Figura 13. Ingresos Scapa, 2015-2019. Elaboración propia.

Scapa ha tenido unos ingresos ascendentes desde 2015 a 2019, llegando a los 308 millones de libras esterlinas. Así, el crecimiento CAGR ha sido del 2,5%.

millones de libras esterlinas

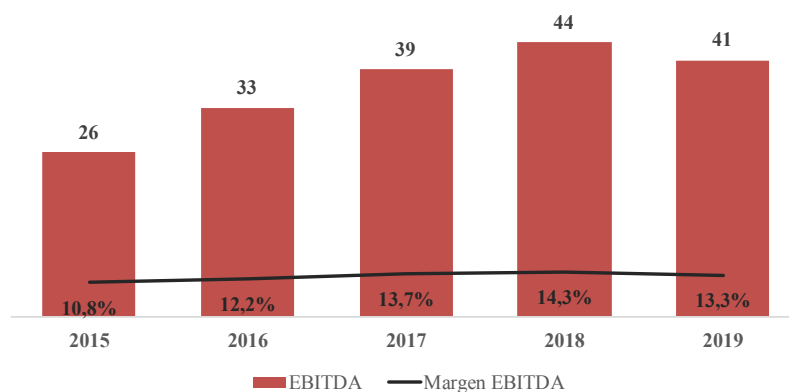


Figura 14. EBITDA y Margen EBITDA Scapa, 2015-2019. Elaboración propia.

En cuanto a Scapa, su EBITDA en 2015 fue de 26 millones de libras esterlinas, que se han incrementado hasta los 41 millones de libras esterlinas en 2019. Esto supone un CAGR del 7,2%.

Su margen EBITDA también ha incrementado significativamente para volverse más competitivo. En 2019, obtuvo un margen del 13,3%, muy en línea con el de IPG en el mismo año, que ha incrementado desde el 10,8% de margen que obtuvo en 2015.

millones de libras esterlinas

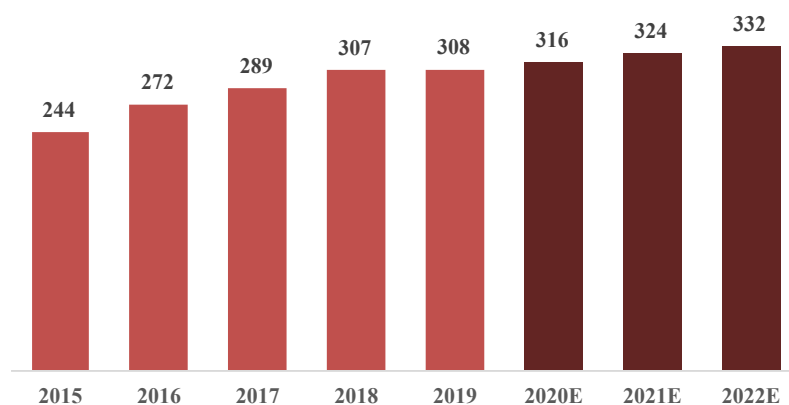


Figura 15. Ingresos Scapa, 2015-2022E. Elaboración propia.

millones de libras esterlinas

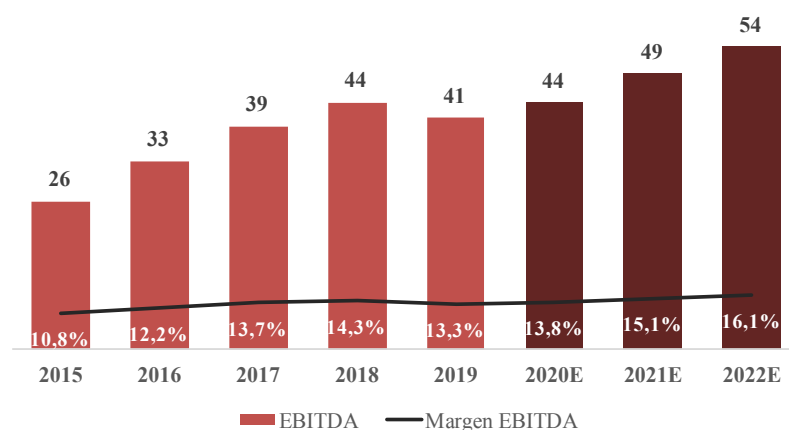


Figura 16. EBITDA y Margen EBITDA Scapa, 2015-2022E. Elaboración propia.

Siguiendo en línea con el resto de *players* del mercado de las cintas adhesivas, se espera que los ingresos de Scapa también sigan una tendencia al alza entre los años 2020E y 2022E, con una tasa de crecimiento compuesta anual del 2,5% en el periodo 2019-2022E.

Además, se espera que su EBITDA crezca hasta los 54 millones de libras esterlinas en 2022E, lo que supondría también un incremento en su margen, que estaría en torno al 16,1%, muy parecido al que se espera que alcance H.B. Fuller en el mismo año (16,3%).



(v) Avery Dennison Corporation

millones de dólares americanos

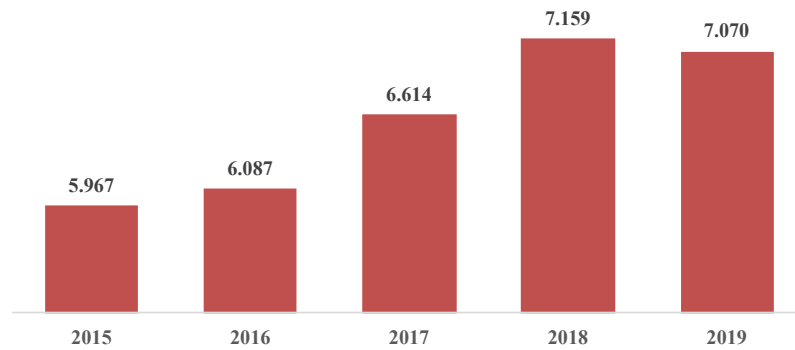


Figura 17. Ingresos Avery Dennison Corporation, 2015-2019. Elaboración propia.

Los ingresos de Avery Dennison Corporation han crecido desde los 5.967 millones de dólares americanos en 2015 hasta los 7.070 millones de dólares americanos en 2019, con una tasa de crecimiento compuesta anual del 3,7%. Sin embargo, en 2018, los ingresos alcanzaron su máximo, llegando a los 7.159 millones de dólares americanos.

millones de dólares americanos

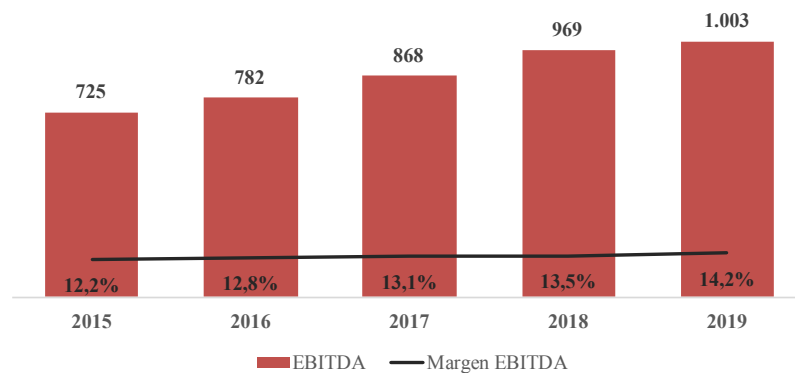


Figura 18. EBITDA y Margen EBITDA Avery Dennison Corporation, 2015-2019. Elaboración propia.

El EBITDA de Avery Dennison Corporation ha aumentado significativamente desde 2015 hasta 2019, alcanzando los 1.003 millones de dólares americanos. Esto ha supuesto una tasa de crecimiento compuesta anual del 8,6%. Además, ha logrado incrementar su margen EBITDA desde el 12,2% en 2015, hasta el 14,2% en 2019, situándose en línea con el resto de competidores del mercado.

millones de dólares americanos

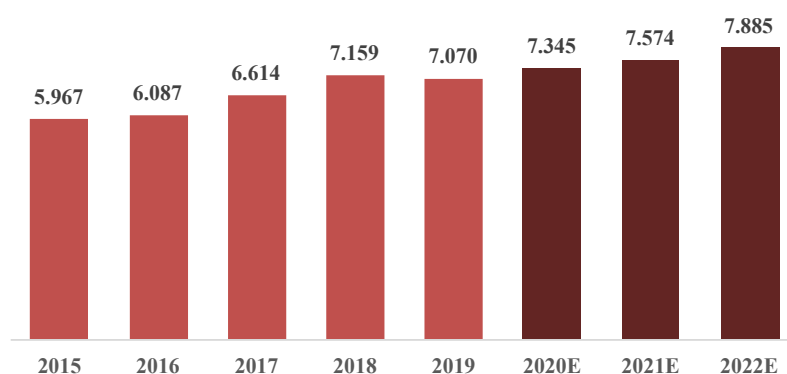


Figura 19. Ingresos Avery Dennison Corporation, 2015-2022E. Elaboración propia.

millones de dólares americanos

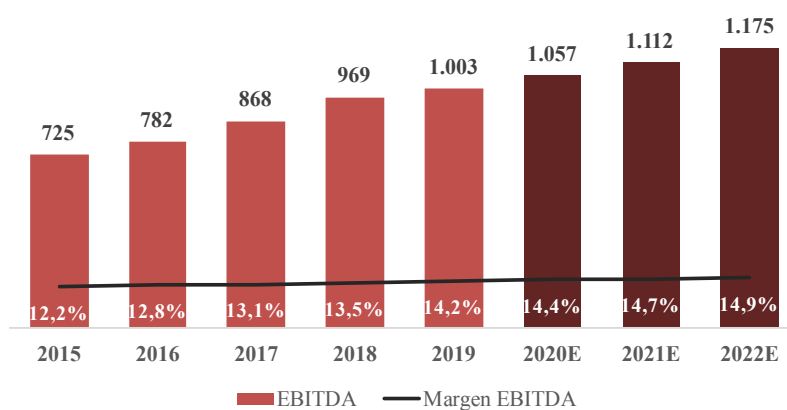


Figura 20. EBITDA y Margen EBITDA Avery Dennison Corporation, 2015-2022E. Elaboración propia.

Los ingresos de Avery Dennison Corporation tienen perspectivas de crecimiento positivas entre los años 2020E y 2022E. Éstos alcanzarían los 7.885 millones de dólares americanos, lo que supone un crecimiento CAGR del 3,7% en el periodo 2019-2022E.

Siguiendo esta misma tendencia estarían los márgenes, los cuales se espera que incrementen de los 1.057 a los 1.175 millones de dólares americanos. Así, se alcanzarían márgenes de casi el 15% en 2022, muy parecidos a los de IPG en el mismo año.

(vi) CCL Industries

millones de dólares canadienses

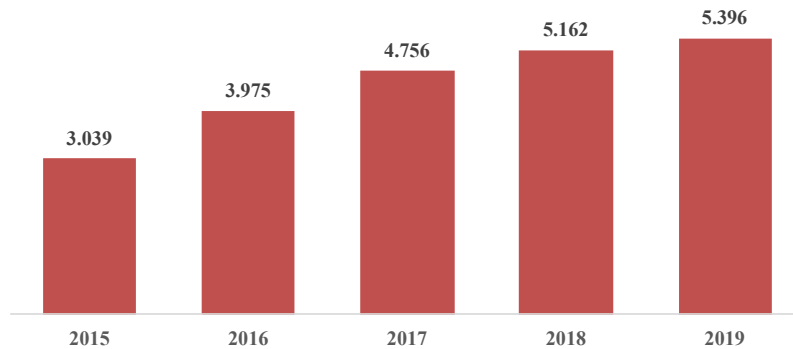


Figura 21. Ingresos CLL Industries, 2015-2019. Elaboración propia.

La línea de ingresos de CCL Industries ha ido en aumento desde 2015 hasta 2019, alcanzando los 5.396 millones de dólares canadienses. Esto ha supuesto una tasa de crecimiento compuesta anual del 1,9%.

millones de dólares canadienses

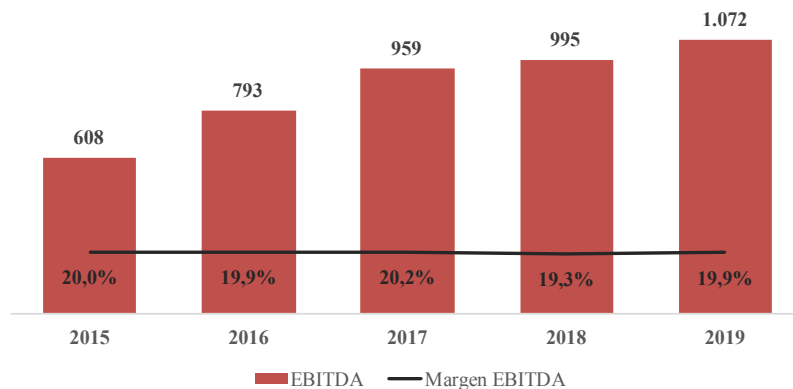


Figura 22. EBITDA y Margen EBITDA CCL Industries, 2015-2019. Elaboración propia.

En cuanto al EBITDA de CCL Industries, puede resaltarse que este ha seguido una tendencia ascendente desde 2015 hasta 2019, llegando a alcanzar los 1.072 millones de dólares canadienses. Cabe destacar que pese al gran crecimiento de su EBITDA, su margen se ha mantenido relativamente constante a lo largo de los años, en torno al 20%. Esto se debe a un mayor incremento de los ingresos en comparación con el crecimiento del EBITDA. Sin embargo, sus márgenes están por encima de los competidores, siendo el más fuerte por detrás de 3M.

millones de dólares canadienses

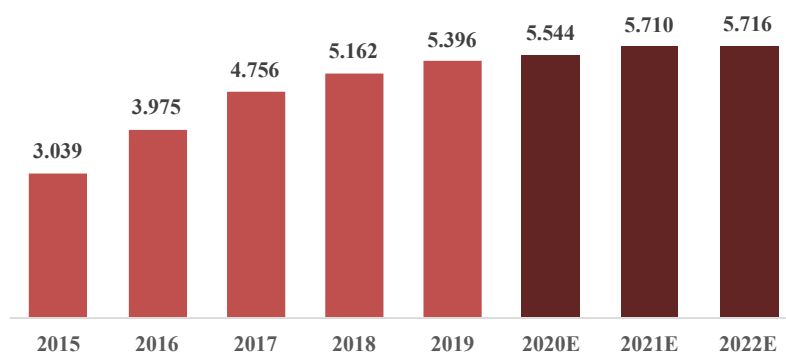


Figura 23. Ingresos CCL Industries, 2015-2022E. Elaboración propia.

millones de dólares canadienses

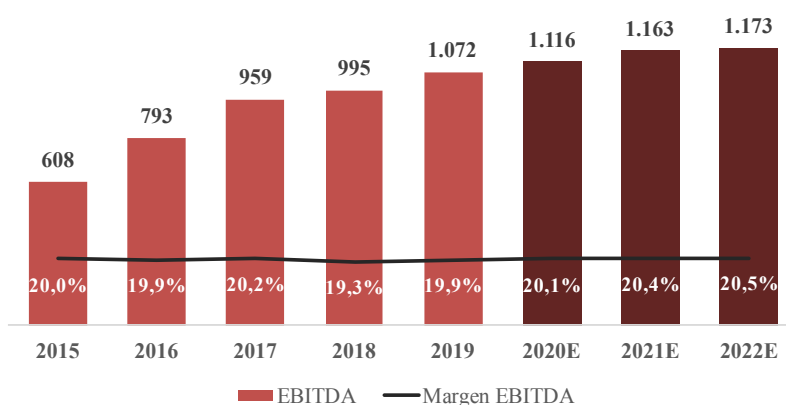


Figura 24. EBITDA y Margen EBITDA CCL Industries, 2015-2022E. Elaboración propia.

En cuanto a los ingresos de CCL Industries, se espera que estos crezcan, pero a un CAGR menor, del 1,9%, en el periodo 2019-2022E, alcanzando los 5.716 millones de dólares canadienses.

Además, se espera que el EBITDA crezca en los próximos tres años, alcanzando los 1.173 millones de dólares canadienses. Cabe destacar que se espera que todos los márgenes EBITDA de los competidores crezcan considerablemente, excepto los de 3M y de CCL Industries, que se mantendrían relativamente estables en torno al 20-21%.

## 9. ANEXO II

**Tabla 1**

*Crecimiento de las ventas 2019-2021E (en %)*

Compañía	Crecimiento ventas %		
	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	(1,9%)	4,2%	3,0%
<b>H.B. Fuller</b>	(4,3%)	1,2%	3,0%
<b>Intertape Polymer Group</b>	9,7%	2,8%	3,5%
<b>Scapa Group</b>	0,5%	2,4%	2,7%
<b>Avery Dennison Corporation</b>	(1,2%)	3,9%	3,1%
<b>CCL Industries</b>	4,5%	2,7%	3,0%
<b>Media</b>	1,2%	2,9%	3,1%
<b>Mediana</b>	<b>(0,4%)</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Mínimo</b>	(4,3%)	1,2%	2,7%
<b>Máximo</b>	9,7%	4,2%	3,5%

Nota. Elaboración propia.

**Tabla 2**

*Margen EBITDA y crecimiento del margen EBITDA 2019-2021E (en %)*

Compañía	Margen EBITDA %			Crecimiento EBITDA %		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	26,0%	26,8%	27,3%	(9,3%)	7,4%	4,8%
<b>H.B. Fuller</b>	15,0%	15,5%	16,1%	(3,0%)	5,1%	6,5%
<b>Intertape Polymer Group</b>	14,8%	15,1%	15,3%	21,8%	4,4%	5,2%
<b>Scapa Group</b>	13,3%	13,8%	15,1%	(6,3%)	6,5%	11,7%
<b>Avery Dennison Corporation</b>	14,2%	14,4%	14,7%	3,5%	5,4%	5,2%
<b>CCL Industries</b>	19,9%	20,1%	20,4%	7,7%	4,1%	4,2%
<b>Media</b>	17,2%	17,6%	18,1%	2,4%	5,5%	6,3%
<b>Mediana</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,7%</b>	<b>0,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Mínimo</b>	13,3%	13,8%	14,7%	(9,3%)	4,1%	4,2%
<b>Máximo</b>	26,0%	26,8%	27,3%	21,8%	7,4%	11,7%

Nota. Elaboración propia.

**Tabla 3***Beneficio neto y crecimiento del beneficio neto 2019-2021E (en %)*

Compañía	Margen neto %			Crecimiento beneficio neto %		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
<b>3M</b>	16,6%	16,5%	17,0%	(15,5%)	3,9%	5,9%
<b>H.B. Fuller</b>	5,4%	6,0%	6,8%	(0,2%)	14,2%	15,3%
<b>Intertape Polymer Group</b>	4,4%	5,4%	5,9%	9,8%	24,5%	14,1%
<b>Scapa Group</b>	6,9%	6,8%	7,9%	(26,1%)	1,5%	18,0%
<b>Avery Dennison Corporation</b>	7,9%	8,1%	8,4%	4,5%	6,0%	6,3%
<b>CCL Industries</b>	9,1%	9,6%	10,0%	5,8%	7,3%	7,3%
<b>Media</b>	8,4%	8,7%	9,3%	(3,6%)	9,6%	11,2%
<b>Mediana</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>10,7%</b>
<b>Mínimo</b>	4,4%	5,4%	5,9%	(26,1%)	1,5%	5,9%
<b>Máximo</b>	16,6%	16,5%	17,0%	9,8%	24,5%	18,0%

*Nota.* Elaboración propia.