



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

Aplicación de métodos de valoración a una empresa privada:

Vitalia Plus S.A.

Alumno: Lourdes Aranguren Rojas
Tutor: Leandro Sergio Escobar Torres

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo aplicar los distintos métodos de valoración a Vitalia Plus S.A., empresa privada dedicada a la gestión de residencias para personas de la tercera edad.

Para dicha valoración, se ha realizado un previo análisis del sector y de los Estados Financieros aportados por la compañía en el periodo comprendido entre 2018 y 2022. Además, se ha realizado un breve análisis teórico de los principales métodos de valoración que luego han sido empleados para valorar la compañía.

Por último, se ha procedido a la valoración de la compañía empleando el método de valoración relativa en base a múltiplos y el método de valoración fundamental empleando un modelo de descuento de flujos de caja.

Palabras clave: Vitalia, residencias, valoración por múltiplos, Descuento de Flujos de Caja

Abstract

The purpose of this paper is to apply the different valuation methods to Vitalia Plus S.A., a private company that provides nursing homes services for the elderly.

For this valuation, a previous analysis of the sector and the Financial Statements provided by the company for the period between 2018 and 2022 has been carried out. In addition, a brief theoretical analysis was made of the main valuation methods that were then used to value the company.

Finally, the company was valued using the relative valuation method based on multiples and fundamental valuation using a discounted cash flow model.

Keywords: Vitalia, nursing homes, valuation using multiples, Discounted Cash Flow

Índice de contenido

1.	Introducción	4
1.1	Objetivos y metodología	4
2.	Descripción del sector	6
2.1	Evolución histórica y tamaño del sector	6
2.2	Tendencia, drivers y expectativas de crecimiento	7
2.3	Principales players y grado de consolidación del mercado	10
2.4	Regulación y explicación de cómo funciona el negocio	12
3.	Descripción de la compañía: Vitalia	14
3.1	Key investment highlights	14
3.2	Introducción de la compañía	15
3.3	Actividad y sectores en los que opera	18
3.4	Presencia geográfica	19
3.5	Evolución de las principales magnitudes financieras	20
4.	Marco teórico	22
4.1	Valoración relativa	22
4.2	Valoración fundamental	23
5.	Caso práctico de valoración	27
5.1	Cotización actual de comparables	27
5.2	Cotización histórica de comparables	34
5.3	Transacciones precedentes	38
5.4	Descuento de Flujos de Caja	43
6.	Resultados de valoración	52
7.	Conclusiones y recomendaciones	54
8.	Bibliografía	56
9.	Anexos	58
	Anexo 1: Balance Vitalia Plus	58
	Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Vitalia Plus	58

Índice de tablas

Tabla 1: Valoración por múltiplos de empresas francesas	28
Tabla 2: Valoración por múltiplos de empresas nórdicas	30
Tabla 3: Valoración por múltiplos de empresas norteamericanas.....	32
Tabla 4: Valoración por múltiplos históricos de empresas francesas.....	34
Tabla 5: Valoración por múltiplos históricos de empresas nórdicas.....	35
Tabla 6: Valoración por múltiplos históricos de empresas norteamericanas	36
Tabla 7: Resumen de valoración por transacciones precedentes en Europa... 39	
Tabla 8: Resumen de valoración por transacciones precedentes en España .. 41	
Tabla 9: Flujos de Caja Libre 2023E-2027E.....	45
Tabla 10: Beta desapalancada en función de compañías comparables.....	47
Tabla 11: Descuento de Flujos de Caja Libre asumiendo perpetuidad.....	50
Tabla 12: Descuento de Flujos de Caja Libre asumiendo salida por múltiplo .. 50	
Tabla 13: Análisis de sensibilidad en base a WACC y tasa de crecimiento	51
Tabla 14: Análisis de sensibilidad en base a WACC y múltiplo de salida.....	51

Índice de gráficos

Gráfico 1: Ingresos de Vitalia Plus 2018-2022	20
Gráfico 2: EBITDA y Margen EBITDA Vitalia Plus 2018-2022	21
Gráfico 3: Evolución EV/EBITDA empresas francesas 2013-2023	34
Gráfico 4: Evolución EV/EBITDA empresas nórdicas 2016-2023	35
Gráfico 5: Evolución EV/EBITDA empresas norteamericanas 2013-2023.....	36
Gráfico 6: Football Field con los resultados de valoración	53

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivos y metodología

El **objetivo principal** de este trabajo consiste en la **valoración de Vitalia Plus**, empresa privada registrada en España que se dedica principalmente a la **explotación de centros sociosanitarios para personas de la tercera edad y para personas con discapacidad**.

En el siguiente trabajo existen **dos secciones diferenciables**. Por una lado, una **sección cualitativa que se divide en (i) el análisis y descripción de mercado y de la compañía** a valorar y **(ii) la revisión literaria** de los distintos métodos de valoración empleados. **Por otra parte**, existe una **sección cuantitativa** que consiste en la **aplicación de los métodos de valoración** previamente explicados para valorar la compañía.

Vitalia Plus es una **empresa privada**, por lo que la disponibilidad de la **información publicada** es **limitada**. Por ello, en relación con la metodología, para poder llevar a cabo una valoración precisa, **se ha contactado con la empresa para poder obtener los informes anuales más recientes** ya que las últimas cuentas anuales publicadas en el Registro Mercantil son a cierre del año fiscal 2020.

Los métodos de valoración empleados en este caso práctico han sido tres, (i) valoración relativa empleando **múltiplos de empresas cotizadas comparables**, (ii) valoración relativa **empleando múltiplos de transacciones precedentes** y (iii) valoración intrínseca mediante **el descuento de flujos de caja**.

Para los dos primeros métodos de valoración se han empleado **fuentes de información** (i) **MergerMarket**, plataforma que reúne información de transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas privadas, (ii) **Refinitiv Eikon**, plataforma que contiene datos financieros, noticias y análisis de diversos mercados y (iii) **Sabi**, base de datos que reúne las cuentas anuales de empresas registradas en España.

Por último, para realizar una **valoración fundamental**, el descuento mediante flujos de caja, además de las fuentes de información previamente mencionadas, se ha realizado un **análisis de las cuentas anuales históricas** de la compañía para poder realizar proyecciones empleando un horizonte de proyección de cinco años.

2. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR

2.1 Evolución histórica y tamaño del sector

La industria de residencias para mayores es uno de los **sectores en auge** en la economía española. **En 2021**, según un estudio realizado por el observatorio sectorial DBK, **la facturación del sector alcanzó los 4,600 millones de euros**, un c. 19% más que en 2007, donde la facturación fue de 3,860 millones de euros.¹

En 2022, el número de plazas disponibles para personas de la tercera edad fue de **388,000 plazas distribuidas en 5,500 residencias**. Entre 2005 y 2010, el número de plazas aumentó un 25%. Este crecimiento disminuyó debido a la crisis económica y consecuentemente a la reducción del gasto público. Sin embargo, se ha mantenido una evolución positiva. Concretamente, en el periodo comprendido entre 2005 y 2022, el número de plazas ha aumentado a una tasa anual compuesta de c.1.9%.²

El **stock de plazas** de residencias se divide entre **públicas, privadas y concertadas** dependiendo de la titularidad y la financiación. Las plazas públicas son aquellas en las que la titularidad pertenece a una Administración pública donde los residentes pagan un precio, de carácter público, que varía en función de sus ingresos. Las privadas, son aquellas de gestión privada donde los residentes abonan un precio de mercado y, las concertadas, son aquellas de financiación pública y gestión privada, donde los residentes pagan un precio público en función de sus ingresos, como en las plazas públicas. En España, el **60% corresponden a plazas privadas, el 26% a plazas públicas y el 13% restante a plazas concertadas**. Si tenemos en cuenta las plazas de aquellas residencias que se encuentran en construcción, estos porcentajes cambiarían a

¹ Los Ingresos del sector de residencias Para Mayores Volvieron a la Senda de Crecimiento en 2021. *DBK Informa Observatorio Sectorial*. (junio, 2022). <https://www.dbk.es/es/detalle-nota/residencias-tercera-edad-2022>

² Residencias de mayores y Later Living. Fortaleza de inversión y nuevos modelos operativos (noviembre, 2022). *JLL España*. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-emea-es-residencias-de-mayores.pdf>

83%, 15% y 2% respectivamente. **Existe una tendencia hacia el sector privado.**³

Las residencias también **se clasifican según su tamaño**. El tamaño medio de las residencias en España es de 67 plazas. Sin embargo, este número también **varía significativamente dependiendo de la comunidad**, en Cataluña el tamaño medio es de 122 plazas, mientras que en Ceuta y Melilla el tamaño medio es de 44 plazas. La distribución de plazas según el tamaño consiste en **24% de residencias grandes (>100 plazas)**, **28% residencias medianas (50-100 plazas)** y **el 48% residencias pequeñas (<25 plazas)**. Teniendo en cuenta las plazas en proyecto, los porcentajes serían de 89%, 10% y 2% respectivamente.³

2.2 Tendencia, drivers y expectativas de crecimiento

Uno de los principales retos demográficos a los que se enfrenta gran parte de los países desarrollados actualmente es el **envejecimiento de la población**. Este factor es uno de los principales impulsores de la demanda del sector. De acuerdo con las estadísticas realizadas por el INE, **el número de personas mayores de 65 años hoy en día (9 millones) triplica la cifra de 1960**. Además, según sus proyecciones, en 2050, este grupo de la población representará un tercio (16 millones) de la población total estimada (49,6 millones).⁴

Estos datos han sido fruto del **aumento de esperanza de vida del país**. Esto refleja una positiva evolución de la situación social y económica en comparación con las últimas décadas. En 1960, la esperanza de vida en España era de 69 años. **Actualmente, es de 84 años, lo que supone un aumento de c. 21%.**⁵

³ Residencias de mayores y Later Living. Fortaleza de inversión y nuevos modelos operativos (noviembre, 2022). *JLL España*. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-emea-es-residencias-de-mayores.pdf>

⁴ Proyecciones de Población 2022-2072 - INE. Instituto Nacional de Estadística. (13 de octubre, 2022). https://ine.es/prensa/pp_2022_2072.pdf

⁵ Radiografía del sector de las residencias para la tercera edad en España (julio de 2020). PWC. <https://dependencia.info/imagenes/radiografia-sector-residencias-pwc.pdf>

Este aumento, a su vez, ha estado acompañado por una **reducción de natalidad** debido a las mejoras de los niveles de vida y el estado de bienestar. Concretamente, la población infantil española ha disminuido un 20% en comparación con 1960. Esto explica el aumento de la edad media del país. **Actualmente la edad media es de 43 años, un 48% superior a 1960 (29 años).**⁶

Este envejecimiento de la población supone un gran reto para la sociedad ya que está directamente relacionado con un aumento de las enfermedades relacionadas con la edad y la **necesidad de recurrir a cuidados de terceros** como pueden ser las residencias.

Por un lado, en relación con el aumento de las enfermedades, de acuerdo con un estudio realizado por Eurostat en 2020, **c. 75% de la población mayor de 85 años sufre una enfermedad crónica o algún problema de salud**. Por otro lado, la dependencia no se debe únicamente por temas de salud, el **factor social** es un aspecto determinante. Las personas mayores necesitan ayuda en su rutina diaria (vestirse, asearse, tomar sus medicaciones...). **El 24% de las personas mayores de 64 años viven solas**. Además, con la edad la interacción social también se ve reducida. Por ello, acompañarlos en su día a día para evitar que se sientan solos es otro factor de alta importancia.⁶

Por otro lado, otro de los factores que han contribuido al aumento de personas mayores dependientes es el **éxodo rural**. Este fenómeno que comenzó a mediados del S.XX ha provocado una significativa disminución de población joven en las zonas rurales de España, provocando un aumento de los mayores que viven solos. Por lo tanto, aunque **la tasa media de dependencia en España sea de un 29%**, existe mucha disparidad entre Comunidades Autónomas. Hay provincias como la Madrid, donde el porcentaje es de 26% y otras, como **Orense**, donde **la tasa de dependencia es del 53%**.⁶

⁶ Radiografía del sector de las residencias para la tercera edad en España (julio de 2020). PWC. <https://dependencia.info/imagenes/radiografia-sector-residencias-pwc.pdf>

Por lo tanto, estos **factores sociales y demográficos han provocado un significativo aumento de la demanda en el sector**, provocando un **desequilibrio entre oferta y demanda**. Según la Organización Mundial de la Salud (OMS), **el ratio de cobertura de residencias debería ser de 5 plazas** por cada 100 personas mayores de 64 años.⁷

En la actualidad, según un estudio realizado por la consultoría inmobiliaria JLL, **el ratio es de 4.18, uno de los más bajos de Europa**. Este ratio varía según la comunidad, algunas como Murcia o Alicante se encuentran significativamente por debajo de la media nacional, con un 2.1 y 2.8 respectivamente y, otras como Zaragoza, se encuentran por encima con un ratio de cobertura de 5.5.⁷

Actualmente, España cuenta con un total de 389,000 plazas distribuidas en 5,500 residencias, un 16% más que en el año 2008. Además, existen 25,000 plazas correspondientes a residencias que se encuentran en fase de construcción en 272 centros residenciales. Por lo tanto, **para poder satisfacer las recomendaciones de la OMS actualmente, sería necesario construir entre c. 110,000 plazas** en nuestro país. En 2025, este número aumentaría hasta alcanzar las c. 130,000 plazas residenciales.⁷

Por lo tanto, es evidente que el envejecimiento de la población unido a otros factores sociales va a producir un significativo aumento de la demanda de plazas residenciales en los próximos años. Sin embargo, a pesar del evidente envejecimiento de la población, es cierto que **las personas empiezan a ser dependientes a una edad más avanzada**. De acuerdo con un estudio realizado por el Grup Febé, el 78% de los encuestados admitieron que el modelo actual de residencias para la tercera edad no ofrece las condiciones que ellos aspiran a tener cuando requieran de estos servicios. Por ello, **está empezando a surgir una tendencia conocida como “Senior Living”** que da espacio a un **nuevo modelo residencial**. (Terrés, 2021).

⁷ Residencias de mayores y Later Living. Fortaleza de inversión y nuevos modelos operativos (noviembre, 2022). JLL España. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-emea-es-residencias-de-mayores.pdf>

Este nuevo modelo residencial hace referencia a **un modelo donde las personas mayores que no son dependientes conviven**. Este nuevo modelo consiste en un conjunto de viviendas independientes o un edificio donde se ofrecen distintos servicios que permite a este grupo de la población vivir en comunidad, evitando uno de los mayores problemas de este grupo, la soledad. Actualmente, es un modelo que está muy poco desarrollado en nuestro país en comparación con otros como Francia o Reino Unido. Sin embargo, **se espera que las inversiones aumenten a un ritmo acelerado**. En el primer trimestre de 2022, las **inversiones** en este tipo de modelo residencial han alcanzado los 2,450 millones de euros, **un 70% más en comparación con el primer trimestre de 2021**. (Laborda y Otero, 2022).

2.3 Principales players y grado de consolidación del mercado

El sector de residencias para personas de la tercera edad es un **mercado muy fragmentado**, pero con fuerte **tendencia a la concentración** y a la internacionalización. Según la consultora inmobiliaria JLL, actualmente **los 15 principales operadores controlan un 22%** del total de plazas disponibles. Sin embargo, si tenemos en cuenta las plazas en proceso de construcción, este porcentaje aumenta a un 50%. Algunos de los operadores principales son Domusvi, Vitaliahome, Orpea, Amavir y Ballesol.⁸ Por otro lado, en Europa, Bélgica y Francia son los países con mayor porcentaje de consolidación de mercado. **En el resto de los países de Europa, la consolidación no supera el 30%**. (Donahue y Roberts, 2022).

Se espera que las empresas más pequeñas entren en procesos de fusiones y adquisiciones para hacer frente a un mercado donde la competitividad es cada vez mayor. Su tamaño no les permite optimizar sus gastos de explotación ni obtener la financiación necesaria para operar en un mercado donde existe un alto grado de competitividad.⁹

⁸ Residencias de mayores y Later Living. Fortaleza de inversión y nuevos modelos operativos (noviembre, 2022). *JLL España*. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-emea-es-residencias-de-mayores.pdf>

⁹ CBRE (2018). Residencias para la Tercera Edad. Teaser de mercado, Q4 2018

Por otra parte, no solo destacan en el sector transacciones para aumentar el nivel de concentración, **también están entrando nuevos participantes en este mercado que prevén un gran crecimiento en el futuro**. Entre 2015 y 2017, la actividad inversora contribuyó c. 2,000 millones de euros en el sector. Estos nuevos participantes son principalmente **fondos de capital de riesgo, inmobiliarias y aseguradoras**, entre otros. Entre estos nuevos participantes, destaca Axa Investment Managers que se ha aliado con el Grupo Lar para invertir 300 millones de euros en residencias y centros de día para mayores. (Arroyo, 2022)

La entrada de estos nuevos participantes se debe a que el sector es un **segmento muy atractivo de cara al inversor**. Este atractivo se debe principalmente a los siguientes aspectos:

- **Desequilibrio entre oferta y demanda** debido principalmente al rápido envejecimiento de la población
- Sector de **alta ocupación** que proporciona **flujos de caja estables e independientes del ciclo económico**. Los ingresos en este sector son estables debido a la naturaleza del sector, donde los servicios de atención y cuidado son necesarios de manera recurrente. Existe un porcentaje pequeño de ingresos variables que dependen de la demanda de los servicios.
- **Sector muy fragmentado** con un gran potencial para fusiones y adquisiciones
- Sector donde existen **fuertes barreras de entrada**. En primer lugar, es un mercado **altamente regulado** en términos de infraestructuras, requisitos de seguridad y calidad, entre otros. Además, en algunos países **se requiere de licencias** para poder operar las residencias. Este es el caso de Bélgica, Francia e Italia. **En países como España o Alemania, no es necesario**.

Por lo tanto, debido a la alta demanda existente, existe una alta probabilidad de que haya personas económicamente capaces de permitirse una plaza en una residencia. Por lo que, la creciente demanda esperada, los altos ratios de

ocupación y las barreras de entrada hacen que el **sector sea solvente, estable y rentable para la mayor parte de los operadores.**

2.4 Regulación y explicación de cómo funciona el negocio

De acuerdo con la **Ley 39/2006 de Dependencia**, la planificación y gestión de las residencias de personas de tercera edad es **responsabilidad de cada Comunidad Autónoma**. Por ello, existe una importante **heterogeneidad** entre ellas. Por ejemplo, en referencia al mínimo requerido del tamaño de las habitaciones, en Cataluña es de 5 m² por cama, en Andalucía es de 6 m² por cama individual, mientras que en Aragón no existe ningún requisito. Algo similar ocurre con el ratio de personal, siendo en la Comunidad de Madrid de 0.35 para asistidos, mientras que en el País Vasco es de 0.45.¹⁰

Esta variabilidad entre comunidades autónomas **deriva en ocasiones en vacíos normativos**. Por ejemplo, solo tres comunidades mencionan en sus normativas la obligatoriedad de que las residencias ofrezcan atención psicológica a sus residentes. Por ello, con el objetivo de visibilizar que muchas de las normativas actuales son insuficientes, en 2020, la Sociedad Española de Geriatria y Gerontología publicó un resumen comparativo de la normativa actual de cada Comunidad Autónoma.¹¹

Desde esta publicación, ha habido avances en el marco regulatorio. **En junio de 2022, el Gobierno y las Comunidades Autónomas aprobaron un nuevo modelo residencial fijando como plazo máximo de transición el año 2030.** Algunos de los aspectos que regula el nuevo acuerdo son los siguientes:¹²

¹⁰ Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las personas en situación de dependencia. *Boletín Oficial del Estado*, 299.

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-21990>

¹¹ Asociación Española de Psicogerontología (10 de julio, 2020). La SEGG publica un cuadro comparativo de la normativa actual de las residencias. <https://psicogerontologia.org/la-segg-publica-un-cuadro-resumen-de-la-normativa-actual-de-las-residencias/>

¹² Resolución de 28 de julio de 2022, de la Secretaría de Estado de Derechos Sociales, por la que se publica el Acuerdo del Consejo Territorial de Servicios Sociales y del Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia, sobre criterios comunes de acreditación y calidad de los centros y servicios del Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia. *Boletín Oficial del Estado*, 192. [https://www.boe.es/eli/es/res/2022/07/28/\(12\)](https://www.boe.es/eli/es/res/2022/07/28/(12))

- Las residencias **no pueden tener más de 75 plazas en zonas rurales**. En las zonas de densidad media y alta este número pasa a ser de 90 y 120 plazas respectivamente.
- Los espacios deberán dividirse en **unidades de convivencia de 15 personas**.
- Las residencias deberán tener un **mínimo de 65% de habitaciones individuales**.
- El nuevo modelo residencial establece un **mínimo de ratio de personal**, que deberá ser de 0.51 para gerocultores antes del comienzo de 2030. Además, **El 80% de los contratos deberán ser indefinidos**.
- Las residencias deberán ofrecer un **servicio libre de sujeciones y coerciones**. Este requisito se acreditará a través de un Plan que deberá ser implantado **antes del 30 de junio de 2025**.

Existen **dos negocios en el sector** de residencias para la tercera edad. En primer lugar, y el más conocido, es **el negocio de la gestión**. Las residencias en este negocio **se encargan de la operación, pero no son titulares de estas**. La titularidad es de una Administración pública o de otra entidad privada. Dentro de este negocio, podemos encontrar distintos tipos de contratos: contrato de concesión, contratos de administración, contratos de arrendamiento o contratos de derecho de suelo. (Torosa y Fuenmayor, 2017)

Por otro lado, encontramos otro **negocio relacionado con la inversión inmobiliaria**, a este se le conoce comúnmente como el ladrillo geriátrico. En este negocio destaca la empresa Cofinimmino, que se ha aliado con el fondo de capital de riesgo Thor Private Equity para adquirir y empezar de cero centros geriátricos. En estos casos, es común que se haga una distinción entre la gestión y la propiedad de las residencias. Por ello, **surgen dos entidades: la OpCo (Operating Company)** que se encarga de operar la residencia y **la PropCo (Property Company)** que es quien tiene la titularidad de la propiedad. (Rico, 2020)

3. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA: VITALIA

3.1 Key investment highlights

Debido a que este estudio consiste en la valoración de la empresa Vitalia, es importante resaltar por qué resulta una **buena oportunidad de inversión de cara a potenciales compradores**, a los cuales iría dirigido el proyecto de valoración.

En primer lugar, **el sector en el que opera** es un aspecto clave. Como se mencionaba antes se espera un fuerte **crecimiento de la demanda** de plazas residenciales, ya que actualmente nuestro país no cumple con el ratio de cobertura recomendado por la OMS. Este factor unido a la realidad demográfica relacionada con **el envejecimiento de la población** hace que sea una inversión segura para obtener rentabilidades en el futuro.

En segundo lugar, una de las tendencias del sector de residencias de tercera edad es **el modelo residencial “Senior living”**. Vitalia ya cuenta con diversos proyectos que pretenden cumplir con las características principales de este modelo. Esto evidencia que es una **compañía que se adapta a las nuevas tendencias**, dejando atrás modelos desfasados como lo eran las antiguas residencias.

En tercer lugar, un factor que es clave en el entorno competitivo es la reputación. Es un sector en el que **la calidad, el cuidado a los residentes y la profesionalidad** de los trabajadores es clave para poder tener éxito en la industria. Por un lado, Vitalia cuenta con la **certificación ISO 9001:2015** que es un estándar internacional que acredita la calidad de sus centros. Por otro lado, también **cumple con la Norma UNE 158101**, que establece requisitos de calidad específicos para la gestión de residencias.¹³

¹³ AENOR (2008). Norma UNE 158101 de Servicios para la promoción de la autonomía personal. Gestión de los centros residenciales y centros residenciales con centro de día o centro de noche integrado. Requisitos. <https://www.une.org/encuentra-tu-norma/busca-tu-norma/norma?c=N0055918>

Otro de sus puntos fuertes está relacionado con su **Plan de Expansión**. Vitalia realizará una inversión de 200 millones de euros que le permitirá seguir **creciendo y ganar cuota de mercado para mantenerse líder del sector** en nuestro país.

Por otro lado, **la experiencia de su equipo directivo resulta clave para un inversor que quiere entrar en el sector**. Vitalia cuenta con profesionales que tienen más de 20 años de experiencia gestionando residencias. Concretamente, el que fundó la empresa en 1996, José María Cosculluela, continúa como presidente de la misma.

Por último, al tratarse de **una empresa tan relevante en el sector**, tiene el potencial de generar un impacto positivo en términos económicos y sociales. Por ejemplo, el nuevo Plan de expansión permitirá dar empleo a 2,000 trabajadores y se crearán 1,000 nuevas plazas adicionales en el país.¹⁴ Esto, unido a otros factores, como su compromiso con el medio ambiente, **facilita el acceso a importantes fuentes de financiación**. En 2019, el BEI otorgó a Vitalia 57,5 millones de euros para la construcción de 19 residencias. (Wieczorek y Millbright, 2019)

3.2 Introducción de la compañía

Vitalia home es uno de los **principales grupos operadores de residencias en España**. Empezó siendo un grupo pequeño de residencias y en un periodo corto se empezó a consolidar como uno de los líderes en España. El grupo, que fue fundado en el año 2000, **pertenece a dos fondos de capital riesgo: CVC Partners y Portobello Capital**, que son propietarios del 80% y del 10% de la empresa respectivamente. El 10% restante corresponde al presidente de la compañía, José María Cosculluela.

Antes de analizar con detalle la compañía, resulta de utilidad proporcionar una perspectiva general acerca de la **evolución de la compañía desde sus inicios**. Esta puede diferenciarse en las siguientes fases:

¹⁴ Vitaliahome, (n.d.). <https://www.vitaliahome.es/grupo-vitalia-home/>

- **Fase 0 (2000 - 2005):** Esta primera fase comienza en el año 2000 cuando la empresa **comienza sus operaciones en Assde Espiel**. En el año 2003, la empresa logró desarrollar 6 centros ofreciendo un total de 731 plazas.
- **Fase 1 (2005 - 2014):** La compañía comienza a **establecerse como líder regional en las comunidades de Andalucía y Aragón** a través de proyectos *brownfield* y *greenfield*. Durante esta etapa, Vitalia logra el desarrollo de 19 centros ofreciendo un total de 3.574 plazas.
- **Fase 2 (2014 – 2022):** Contando con el apoyo de sus accionistas, Portobello y CVC, Vitalia comienza una **etapa de consolidación nacional** pasando a operar en 6 comunidades. Esta fase finaliza con un total de 37 centros que proporcionan en conjunto 6.363 plazas residenciales.
- **Fase 3 (2022 – 2030):** La compañía cuenta con un **plan de expansión en el que ha invertido c. 200 M** y con el que prevé la apertura de 27 nuevos centros. Vitalia espera contar con un total de 57 centros residenciales en los que ofrecerá 10.000 plazas.

Actualmente, el grupo ofrece un total de **8,766 plazas residenciales repartidas en 66 centros por todo el país**. Además, como se mencionaba anteriormente, fue en 2022 cuando dieron a conocer su plan de expansión en el cual pretenden llegar al objetivo de abrir 27 centros residenciales en los próximos años, lo que les permitirá ofrecer 10,000 plazas residenciales.

Vitalia ofrece distintos servicios entre los que se encuentran las **residencias para personas de la tercera edad, centros para personas con discapacidad y centros para personas con enfermedades mentales**. Su foco principal son las residencias para la tercera edad, en las que los residentes pueden optar por una plaza permanente o temporal, dependiendo de sus necesidades. También ofrece la posibilidad de optar por la modalidad de estancia diurna, en la cual los residentes pasan una media de siete u ocho horas al día.

En relación a las plazas, a pesar de ser un grupo de residencias privado, **Vitalia ofrece tanto plazas privadas como concertadas**, gracias a distintos conciertos que tienen con Administraciones Públicas.

Su modelo de negocio consiste en **ofrecer “casas para vivir”** en las cuales se pretende generar un espacio hogareño y acogedor con unidades de convivencia que no superen las 20 personas para evitar así situaciones de masificación. Además, gran parte de los proyectos en construcción van a seguir **un nuevo modelo residencial al que la compañía hace referencia como “casas para vivir con jardín”**.¹⁵ Este nuevo modelo está directamente relacionado con la **tendencia “Senior Living”** que se mencionaba en el apartado anterior. El objetivo principal es generar espacios que se asemeje más al día a día en una casa familiar que en un internado.

Un caso práctico de este nuevo modelo residencial del grupo es una **nueva residencia que abrió sus puertas en agosto de 2022**. Las características de este centro que le diferencia de otros anteriores son las siguientes:¹⁶

- **El 90%** de las plazas ofrecidas corresponden a **habitaciones individuales**.
- La organización en **unidades de convivencia** que no superan los **15 residentes**.
- Los residentes tienen la posibilidad de **elegir varias opciones en sus menús de comida**.
- Horarios diarios menos estrictos.
- Se habilitarán **comedores privados** para que los residentes puedan comer con sus visitas en un espacio de intimidad.

¹⁵ Vitaliahome, (n.d.). <https://www.vitaliahome.es/grupo-vitalia-home/>

¹⁶ Vitalia abre en la capital murciana un nuevo centro con todos los elementos de su innovador modelo residencial "Para vivir como en una casa con jardín" (4 de agosto, 2022). Vitaliahome, <https://www.vitaliahome.es/noticias-y-actividades/vitalia-abre-en-la-capital-murciana-un-nuevo-centro-con-todos-los-elementos-de-su-innovador-modelo-residencial-para-vivir-como-en-una-casa-con-jardin/>

- Cada residente podrá tener su **plan de actividades personalizado dependiendo de sus preferencias**. No existirá un mismo horario para todos.
- El centro cuenta con **tecnología avanzada** con respecto a terapias y rehabilitación. Además, gracias a la **telemedicina**, los residentes podrán tener acceso a atención médica durante todo el año las 24 horas al día.

3.3 Actividad y sectores en los que opera

El **sector principal** en el que opera Vitalia es el **sector geriátrico**. Dentro de dicho sector, la empresa cuenta con **65 centros residenciales**. En algunos de ellos, la compañía ha llevado a cabo proyectos de reorganización para convertir sus centros en “Casas para Vivir con Jardín” que, como se mencionaba anteriormente, consiste en un modelo residencial alejado del habitual. Dichos centros cuentan con atención más personalizada e instalaciones que ofrecen mayor grado de independencia a sus residentes.

A parte de operar en el sector geriátrico, aunque en menor medida, la compañía también cuenta **con actividad en el sector de atención a personas con discapacidad**. Dentro de este, ofrece un total de **158 plazas**. Además, en el año 2021, la empresa incluyó una **nueva actividad que consiste en la incorporación en sus centros de Unidades de Terapias Intensivas**. Dentro de esta actividad, Vitalia ofrece terapias de **rehabilitación y atención paliativa a personas que han sufrido daños cerebrales**. En la actualidad, estos servicios están disponibles para sus residentes. Sin embargo, la empresa tiene previsto ofrecerlos en un futuro también para no residentes. Según Alimarket, **la empresa tiene el objetivo de ofertar 500 plazas hospitalarias**.¹⁷

Por último, en 2022, Vitalia anunció un proyecto que consiste en la **construcción de 100 pisos tutelados cerca de una de sus residencias**. Esto permitirá a los inquilinos disfrutar de total independencia, pero con la posibilidad de acceder a ciertos servicios de las residencias cercanas. Dicho proyecto aún se encuentra

¹⁷ Vitalia Plus, S.A. - Grupo Vitalia home - Información Económica sectorial. Alimarket. (n.d.). <https://www.alimarket.es/sanidad/empresa/480007/vitalia-plus--s-a--grupo-vitalia-home>

en una fase inicial, ya que se prevé que dichos apartamentos **estén disponibles en 2025 o 2026**. (Alonso, 2022).

Por otro lado, es importante explicar de cara a la valoración de Vitalia a **qué tipo de negocio se dedica dentro del sector**. Como se mencionaba anteriormente, hay dos tipos de empresas, las que se dedican a la gestión y operación de residencias, y otras empresas cuyo negocio principal consiste en inversión inmobiliaria en centros residenciales. **Vitalia**, aunque sea propietaria de algunos de sus centros, sus **ingresos operativos provienen de la gestión y explotación de centros residenciales** y no de la compra y venta de los mismos.

Las empresas que tienen un pequeño porcentaje de sus centros en propiedad, como Vitalia, convierten su **modelo de negocio en “asset-light”**, lo que les permite dedicar una **mayor parte de sus ingresos a la operación diaria e incluso al crecimiento inorgánico a través de fusiones y adquisiciones**.

3.4 Presencia geográfica

Vitalia Home tiene **presencia únicamente en España**, donde se ha consolidado durante los últimos años como **líder del sector**.

En relación a **residencias de atención a personas de la tercera edad**, la compañía actualmente opera un total de 65 centros en las siguientes Comunidades Autónomas: **Madrid, Zaragoza, Vizcaya, Valladolid, Valencia, Cádiz, Burgos, Barcelona, Almería, Teruel, Toledo, Tarragona, Sevilla, Palencia, Málaga, Huesca, Guadalajara, Cuenca, Córdoba y Cantabria**.¹⁸

Por otro lado, Vitalia cuenta con **centros específicos para personas con discapacidades físicas o mentales** en los que ofrece un total de 158 plazas. Dichos centros se encuentran distribuidos en **Granada, Almería, Málaga, Sevilla y uno en proyecto en Móstoles, Madrid**.¹⁸

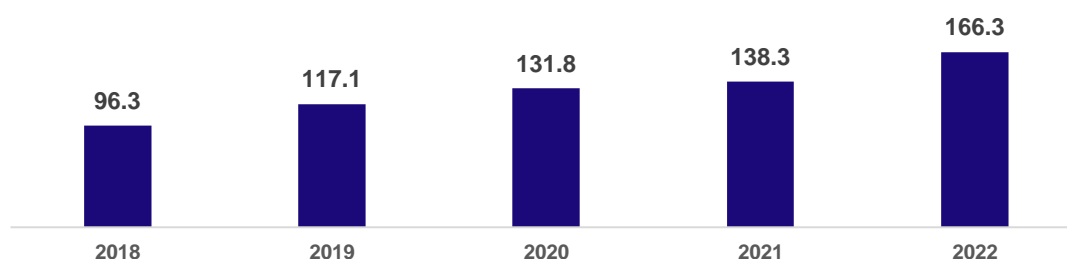
¹⁸ Vitaliahome, (n.d.). <https://www.vitaliahome.es/grupo-vitalia-home/>

Por último, con su nuevo Plan de expansión, Vitalia cuenta con proyectos para empezar a operar en **nuevas comunidades entre las que se encuentran Logroño, León y Salamanca**, entre otras.

3.5 Evolución de las principales magnitudes financieras

En el siguiente apartado, se analizarán la evolución en **los últimos cinco años de los ingresos de la compañía y del EBITDA** generado por la misma. Este análisis resulta fundamental para poder elaborar las proyecciones y las hipótesis en la valoración de la empresa.

Gráfico 1: Ingresos de Vitalia Plus 2018-2022



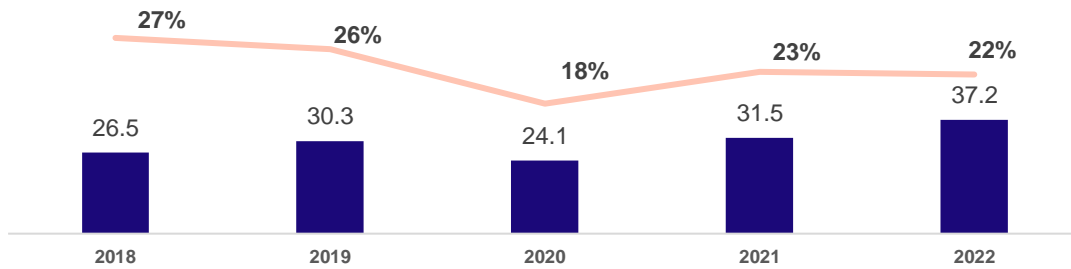
Los ingresos de la compañía en 2022 fueron de € 166.3 M. En los últimos años la compañía ha logrado aumentar sus ingresos de manera constante. Concretamente, **desde el año 2018, han logrado un crecimiento anual compuesto del 12%.** Este aumento puede ser explicado por **las tendencias alcistas del sector** que han causado un aumento en los **ratios de ocupación** y por el **plan de expansión** de la compañía que ha ido aumentando el número de centros residenciales en los últimos años.

Por otra parte, se va a analizar el EBITDA generado por la compañía, métrica de la cuenta de pérdidas y ganancias que mejor refleja la generación de caja de una compañía. En el siguiente gráfico se muestra el EBITDA y el margen generado. **En 2020, se puede observar una caída fruto del impacto de la pandemia COVID.** Aunque la compañía ha logrado superar el nivel del EBITDA previo a la pandemia, el margen sigue estando por debajo de dichos niveles (22% vs 26%).

Aislando el impacto generado por la pandemia, **el EBITDA de la compañía ha aumentado un 44% desde el año 2018.** En relación al margen, a pesar de haber

disminuido un 1% con respecto al 2021, sigue manteniéndose en niveles cercanos a 20%, lo que indica que **la compañía continúa obteniendo rentabilidad a partir de sus operaciones.**

Gráfico 2: EBITDA y Margen EBITDA Vitalia Plus 2018-2022



4. MARCO TEÓRICO

4.1 Valoración relativa

Compañías comparables

Este método de valoración consiste en **valorar a la compañía objetivo en base a un grupo de compañías públicas comparables**. Proporciona una valoración relevante, ya que dichas compañías tienen un modelo de negocio similar y comparten perfiles financieros parecidos.

Es fundamental que el grupo de **compañías seleccionadas** para la valoración **se parezcan en gran medida a la compañía objetivo**, ya que, si no, la valoración obtenida será engañosa. En nuestro caso práctico, el modelo de negocio de las compañías seleccionadas, sus métricas financieras y el mercado en el que operan han sido previamente analizados con el objetivo de obtener un grupo lo más similar posible. (Labatut, 2009).

En relación a los múltiplos empleados en la valoración, los que se usarán en este caso práctico son **EV/Ventas y EV/EBITDA**. Tanto las métricas de ventas como EBITDA no están afectadas por factores como amortización, intereses de deuda o ingresos extraordinarios que pueden emplear las empresas para modificar el beneficio neto final. Por lo tanto, además de mostrar una imagen más fiel de la situación financiera de una empresa, son **más precisos en términos de comparabilidad entre empresas**. (Labatut, 2009).

Dentro de este método de valoración, existen **dos modalidades diferentes**. En primer lugar, se encuentra la **valoración por múltiplos históricos**, donde se emplean la evolución de métricas en los años anteriores para valorar la empresa en la actualidad. Por otro lado, existe la valoración empleando **múltiplos futuros**, que captan las perspectivas de mercado sobre la actuación financiera de una empresa en los próximos años.

Transacciones precedentes

El segundo método de valoración empleado en este caso práctico es la **valoración empleando transacciones precedentes**. Dicho método consiste en valorar una empresa empleando el múltiplo resultante en transacciones previas donde se ha comprado o vendido una empresa similar a la que se está valorando.

Este método de valoración tiene ciertos aspectos a tener en cuenta. En primer lugar, **el múltiplo resultante** de las transacciones en las que se ha adquirido una participación mayoritaria **contiene la prima de adquisición** que se ha pagado por obtener el control de la compañía. Por lo tanto, la valoración podría reflejar un valor mayor a lo que realmente vale la compañía en concreto. Por otro lado, **muchas de estas transacciones se realizan con empresas privadas que no están obligadas a revelar los términos de la transacción**. Consecuentemente, calcular el múltiplo de estas no es posible por falta de datos. (Valls Martínez, 2001)

4.2 Valoración fundamental

Descuento de Flujos de Caja

Este método de valoración consiste en **estimar el valor de una empresa mediante el cálculo del valor presente de los flujos de efectivo** que esta va a generar en un futuro. Dicho de otra manera, es la suma de los flujos de efectivo proyectados descontados empleando el coste de capital de la empresa como tasa de descuento.

Existen distintas variantes de este método de valoración. En este caso práctico, se ha empleado el enfoque propuesto por **Aswath Damodaran**, profesor de finanzas de la Stern School of Business en Nueva York. Sus numerosas **publicaciones** son usadas a menudo como **referencia en la industria financiera** para valorar empresas.

Los pasos que se deben seguir según Damodaran son los siguientes:

Paso 1: Proyección de los flujos de efectivo de la empresa valorada

En primer lugar, se debe seleccionar un **horizonte de proyección**. Dicho horizonte de proyección es una métrica clave para determinar el valor de una empresa y **varía dependiendo de la visibilidad y el perfil de crecimiento de la empresa valorada**. Normalmente, el horizonte de proyección no sobrepasa los diez años. Esto se debe a que no se pueden realizar estimaciones con precisión más allá de este periodo de tiempo debido a la incertidumbre. Sin embargo, si la empresa valorada es de alto crecimiento, los años de proyección deberían extenderse hasta que dicho crecimiento se normalizara. (Damodaran, 2000).

Una vez seleccionado el horizonte de valoración, se deben analizar los estados financieros y la situación actual de la compañía para **estimar los flujos de efectivo**. En concreto, el flujo de efectivo a descontar es **el flujo de caja libre**, que es la caja disponible para la empresa una vez cubiertas las necesidades de reinversión en inmovilizado y en necesidades operativas, antes de llevar a cabo la amortización de la deuda y el pago de intereses. (Damodaran, 2000)

El flujo de caja libre se calcula siguiente la siguiente fórmula:

$$FCF = EBIT * (1 - impuestos) - Inversión en activos fijos - \Delta NOF ,$$

Siendo BAIT el Beneficio antes de impuestos e intereses y NOF las necesidades operativas de fondos.

Paso 2: Cálculo del coste de capital (WACC)

El coste ponderado de capital, conocido como **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*) es la media ponderada del coste de las diferentes fuentes de financiación empleadas por la empresa. (Damodaran, 2000)

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D+E)} + Kd * (1 - t) * \frac{D}{(D+E)},$$

Donde (i) Ke es el **coste de los fondos propios**, (ii) $\frac{E}{(D+E)}$, es el **ratio de fondos propios**, (iii) $Kd*(1-t)$ es el **coste de la deuda después de impuestos** y (iv) $\frac{D}{(D+E)}$, es el **ratio de deuda** de la empresa.

El **coste de fondos propios** (Ke) representa la **rentabilidad requerida por un accionista** para invertir en la empresa. Para calcularlo, se emplea el **modelo CAPM** (*Capital Asset Price Model*).

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf),$$

Donde (i) Rf es la tasa de **interés libre de riesgo**, (ii) β es el **coeficiente de riesgo de la empresa** que se mide como la volatilidad de los retornos de una empresa en comparación con la volatilidad del mercado, (iii) Rm representa el **rendimiento esperado del mercado**.

El **coste de deuda** (Kd) empleado es la **tasa de interés efectiva** que una empresa paga por la deuda asumida. Debido que los intereses son deducibles de impuestos, esto se tiene en cuenta al realizar el cálculo del coste de capital de la empresa. (Damodaran, 2000).

Paso 3: Cálculo del valor terminal

Como se mencionaba anteriormente, por motivos de precisión, el horizonte de proyección no debe superar los diez años. Sin embargo, **se asume que la empresa va a continuar existiendo tras este periodo**, por ello es necesario calcular un valor terminal.

Dicho valor terminal se puede calcular empleando **dos aproximaciones** dependiendo de las hipótesis asumidas en el último año de valoración:

1. **Crecimiento constante:** Se asume que los flujos de la empresa van a seguir creciendo a una tasa de crecimiento constante. Se calcula de la siguiente manera:

$$FCF_t = \frac{FCF \cdot (1+g)}{WACC-g},$$

Donde (i) FCF es el **flujo de efectivo libre del último año de proyección**, (ii) g es la **tasa de crecimiento** y (iii) WACC es el **coste ponderado de capital** previamente calculado.

2. **Salida por múltiplo:** En este escenario, para calcular el valor terminal se asume que al final del horizonte de proyección **la empresa será vendida empleando un múltiplo de mercado**. Dicho múltiplo se estima en base al múltiplo al cual están cotizando las empresas públicas comparables del sector.

5. CASO PRÁCTICO DE VALORACIÓN

5.1 Cotización actual de comparables

Para realizar la valoración en base a compañías públicas comparables, se realizó una selección inicial con algunos competidores del sector. A continuación, se seleccionaron aquellas más similares a Vitalia. Finalmente, el número de **compañías comparables seleccionadas** para la valoración se redujo hasta llegar a **seis y se agruparon en tres tiers según la localización geográfica: Estados Unidos, Francia y países nórdicos.**

A continuación, se va a proceder a la descripción de las compañías seleccionadas para entender de qué manera son comparables a Vitalia. La **información de estas** se ha obtenido a partir de sus **Cuentas Anuales**.

En Francia, el grupo de empresas comparables son Korian, LNA Santé y Orpea:

Korian: Es una empresa francesa que opera centros residenciales en distintos países de Europa. Particularmente, **opera en Francia, España y Reino Unido** (conjuntamente representan el 49% de los ingresos), **Alemania** (24%), **Bélgica**, y Países Bajos (conjuntamente representan un 15%) **y Reino Unido** (12%). Sus líneas de negocio incluyen **residencias** especializadas en el cuidado de personas de la tercera edad (**69% de los ingresos en 2021**), centros especializados para **salud mental (24%)**, unidades residenciales que siguen el modelo **Senior Living** con el objetivo de que las personas de la tercera edad vivan en comunidad evitando caer en la soledad (**11%**).

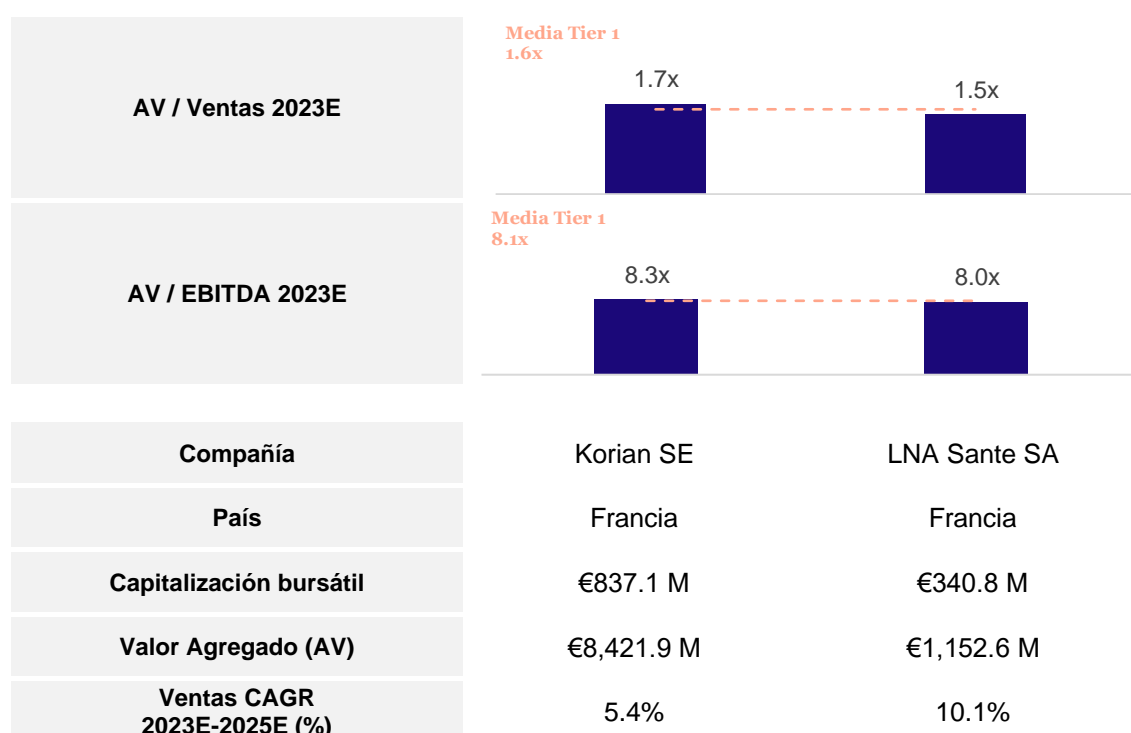
LNA Santé: Es una empresa francesa que opera en el **sector de la geriatría y en el sector de la salud**. El primero, relacionado con la gestión de **centros residenciales**, representó un **45% de los ingresos** en 2022. El segundo sector, en el que la empresa ofrece **atención médica**, rehabilitación y atención a domicilio, representó un **55% de los ingresos**. Por otro lado, aunque la mayor parte de sus ingresos operativos provienen de contratos de gestión, también

realiza operaciones relacionadas con Real Estate. Por último, **opera en Francia y en Bélgica.**

Orpea: Es una empresa francesa cuya línea de negocio principal es la **gestión de residencias para personas de la tercera edad.** Además, **como Vitalia,** también tiene otras líneas de negocio complementarias como por ejemplo **clínicas especializadas en salud mental o centros de rehabilitación.** En relación a los países en los que opera, **Orpea está presente en 14 países,** los principales son Francia, Bélgica, Países Bajos, Irlanda y Reino Unido, que conjuntamente representan un 62% de los ingresos totales.

Orpea fue finalmente **no considerada para la valoración.** A pesar de ser una de las empresas más comparables en cuanto a su modelo de negocio, la situación en la que **se encuentra es excepcional ya que está cotizando a mínimos históricos.** Esto ocurrió tras la publicación en enero de 2022 de un libro de investigación en el cual se afirmaba que los residentes de sus centros recibían malos tratos. Por lo tanto, **el múltiplo al que cotiza en la actualidad no es representativo.**

Tabla 1: Valoración por múltiplos de empresas francesas



Media Margen EBITDA '23E-'24E (%)	20.7%	18.8%
EBITDA CAGR 2022A-2024E (%)	6.6%	5.8%
DFN / EBITDA 2022A	6.9x	5.0x

A pesar de que ambas tengan un múltiplo que se encuentre en la misma línea, **Korian cotiza a unos múltiplos ligeramente superiores**. Esto se debe principalmente a que, por un lado, tiene un margen EBITDA superior al de LNA (20.7% vs. 18.8%) y unas mejores perspectivas de crecimiento, tanto en términos de ingresos (9.0% vs. 7.6%) como en términos de EBITDA (6.9% vs 4.1%).

El grupo de las **empresas nórdicas** incluye Ambea, Humana y Attendo:

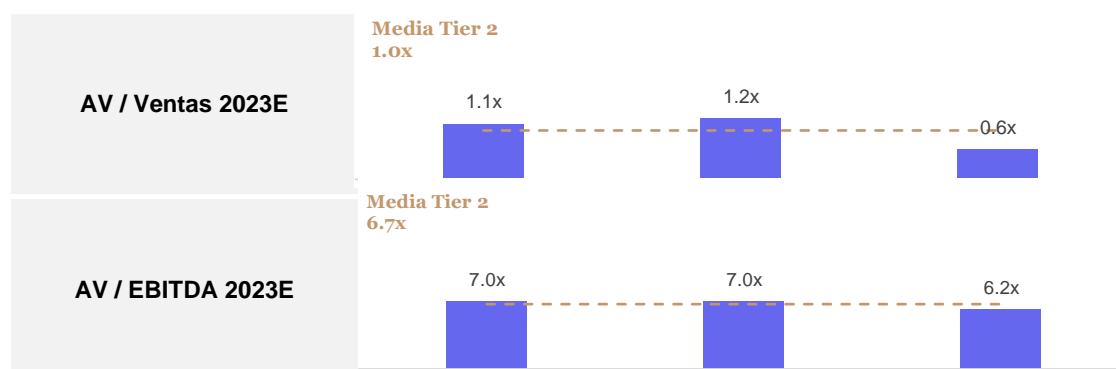
Ambea AB: Es una empresa que tiene **sede en Suecia**. Al igual que Vitalia, se encarga de la gestión de **residencias para personas de la tercera edad** además de tener centros especializados para el **cuidado de personas con discapacidad mental**. Particularmente, sus líneas de negocio principales son: Cuidado de ancianos, Cuidado de personas con discapacidad, servicios de ayuda psicosocial, soluciones relacionadas con la formación de personal para cuidados sociales.

Attendo AB: Es una empresa sueca que se encarga de la gestión de residencias públicas y de centros residenciales de su propiedad. Concretamente, sus líneas de negocio son **centros residenciales (59% de los ingresos en 2022), cuidado a domicilio (19%), cuidado para personas con discapacidad (14%), cuidado individual o familiar (6%) y servicios de psiquiatría (2%)**. Los países en los que opera son **Suecia, Noruega y Dinamarca**.

Humana AB: Es una empresa con **sede en Suecia** que tiene cinco líneas de negocio identificadas. Las tres primeras se desarrollan en Suecia y son unidades de **asistencia a personas con discapacidad** que representan un **37% de los ingresos totales**. En segundo lugar, la **unidad familiar e individual** está destinada a ayudar a personas con enfermedades mentales y problemas psicosociales (representa un **26%**). En tercer lugar, está el cuidado a personas

de la tercera edad, en la que ofrecen complejos **residenciales** (representa un **9%**). Por último, sus otras dos líneas de negocio son **Finlandia (17%) y Noruega (11%)**. En Finlandia, ofrece servicios de psiquiatría, ayuda psicosocial, cuidado de ancianos y hogares familiares. En Noruega, ofrece servicios de asistencia sanitaria y social para familias, niños y jóvenes.

Tabla 2: Valoración por múltiplos de empresas nórdicas



Compañía	Ambea AB (publ)	Attendo AB (publ)	Humana AB
País	Suecia	Suecia	Suecia
Capitalización bursátil	€324.7 M	€518.0 M	€60.9 M
Valor Agregado (AV)	€1,267.0 M	€1,780.4 M	€476.9 M
Ventas CAGR 2023E-2025E (%)	3.8%	4.3%	(5.9)%
Media Margen EBITDA '23E-'24E (%)	16.1%	17.6%	10.2%
EBITDA CAGR 2022A-2024E (%)	7.9%	8.4%	2.0%
DFN / EBITDA 2022A	4.8x	4.5x	5.5x

Dentro de este grupo, **Ambea y Attendo son las más similares entre sí** con un **margen entorno al 15%** y unas **perspectivas de crecimiento en los próximos años del c. 8%** en términos de **EBITDA** y un crecimiento de **c. 4%** en términos de **ingresos**, esto justifica el hecho de que coticen al mismo múltiplo EV/EBITDA. **Humana**, por lo contrario, **tiene un margen inferior (10%)** y tiene **peores perspectivas de crecimiento** en comparación con las otras dos compañías. De hecho, se espera que sus ventas decrezcan en los próximos

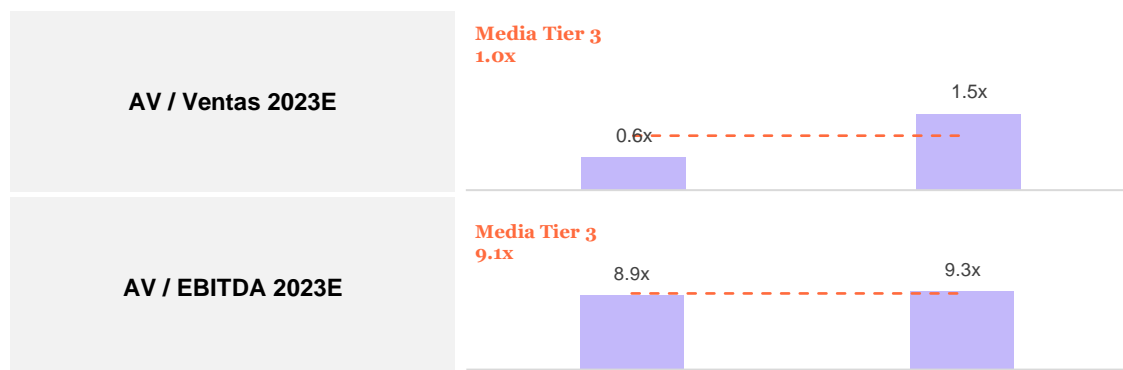
años. Sin embargo, se ha decidido mantener como empresa comparable porque a pesar del decrecimiento de ventas, se estima que su EBITDA aumente un 2% en los próximos años. Todo esto, unido al hecho de que tenga **un mayor apalancamiento**, justifica el hecho de que **cotice a un múltiplo inferior** en comparación con el resto del grupo.

El grupo de empresas comparables norteamericanas son Brookdale Senior Living y Extendicare:

Brookdale Senior Living: Es una **empresa estadounidense** que se dedica principalmente a la **atención de personas de la tercera edad** a través de sus líneas de negocio. Los servicios que ofrece son **residencias** para personas mayores que quieran vivir en comunidad, residencias especializadas para personas de la tercera edad dependientes que necesitan cuidados y asistencia, centros especializados para personas mayores que sufren enfermedades relacionadas con la demencia y, por último, **también ofrece servicios de cuidado en el domicilio.**

Extendicare: Es una de las principales empresas de atención a personas mayores en **Canadá**. Sus servicios están divididos en **tres segmentos**. En primer lugar, a través de su división **Atención a Largo Plazo**, la empresa opera residencias de atención a personas mayores. Esta división representó aproximadamente el **62%** del total de ingresos en 2022. En segundo lugar, a través de su subsidiaria **Paramed**, la empresa ofrece **atención médica a domicilio** a personas de la tercera edad. Esta división representó aproximadamente el **35%** del total de ingresos en 2022. Por último, la empresa también ofrece **servicios de consultoría** a terceras empresas que están interesadas en operar en el sector. Este segmento representó aproximadamente un **3%** de los ingresos totales en 2022.

Tabla 3: Valoración por múltiplos de empresas norteamericanas



Compañía	Extendicare Inc	Brookdale Senior Living Inc
País	Canada	Estados Unidos
Capitalización bursátil	€367.7 M	€728.5 M
Valor Agregado (AV)	€526.8 M	€3,972.1 M
Ventas CAGR 2023E-2025E (%)	2.4%	5.7%
Media Margen EBITDA '23E-'24E (%)	7.0%	16.3%
EBITDA CAGR 2022A-2024E (%)	24.9%	11.1%
DFN / EBITDA 2022A	2.6x	6.7x

Dentro de este grupo, el **margen EBITDA de Brookdale duplica el margen de Extendicare** (24.9% vs 11.1%). Según este dato, Brookdale debería de cotizar considerablemente por encima de Extendicare. Sin embargo, las **perspectivas de crecimiento del EBITDA** de Brookdale son **peores** y tiene un perfil de apalancamiento importante que podría estar penalizando su precio de cotización. Por todo ello, a pesar de tener mejores márgenes, **Brookdale cotiza ligeramente por encima en comparación con Extendicare** (9.3x vs 8.9x).

A pesar de todo ello, de cara a la valoración final de Vitalia, se deberá tener en cuenta el hecho de que estas empresas a pesar de tener un **modelo de negocio**

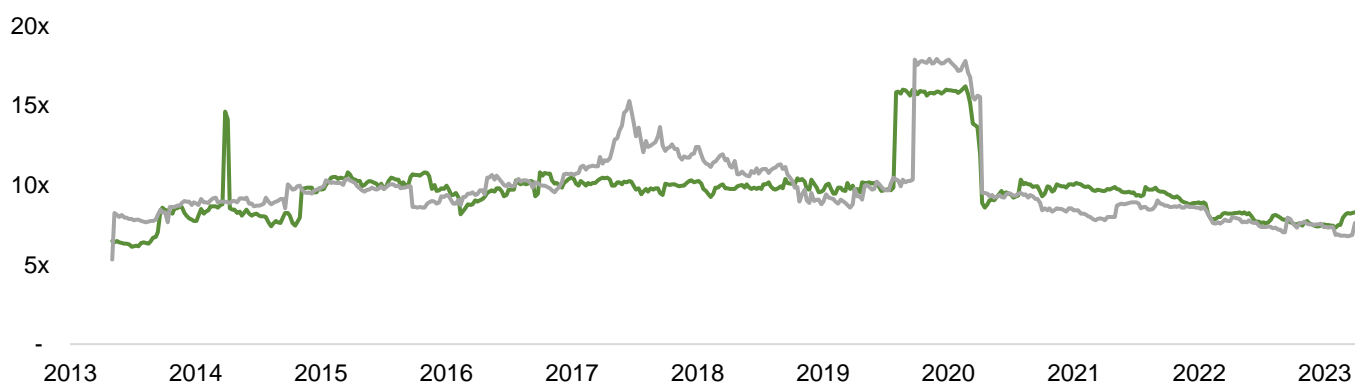
comparable operan en Norte América, donde existen ciertas **diferencias con el sector de residencias en España.**

5.2 Cotización histórica de comparables

Tabla 4: Valoración por múltiplos históricos de empresas francesas

	Korian				LNA			
	Actual	1A	5A	10A	Actual	1A	5A	10A
Último	8.3x	n.a.	n.a.	n.a.	7.4x	n.a.	n.a.	n.a.
Media	n.a.	7.8x	10.0x	9.7x	n.a.	7.4x	9.7x	9.8x
Mediana	n.a.	7.7x	9.7x	9.7x	n.a.	7.5x	8.8x	9.3x
Máximo	n.a.	8.3x	16.2x	16.2x	n.a.	8.0x	17.9x	17.9x
Mínimo	n.a.	7.3x	7.3x	6.1x	n.a.	6.8x	6.8x	5.3x

Gráfico 3: Evolución EV/EBITDA empresas francesas 2013-2023



En los últimos 10 años, el grupo de empresas francesas han cotizado a un múltiplo medio de 9.8x. En la evolución, podemos observar un momento crítico a finales de 2019. Esta subida se debe a que, durante ese año, se estableció la nueva norma de IFRS16 en la que se obliga a contabilizar los gastos operativos como deuda capitalizándolos a lo largo de los años. Consecuentemente, al aumentar el valor agregado de la compañía por el aumento de la deuda, se puede observar un crecimiento considerable en el múltiplo EBITDA, pasando de cotizar a un múltiplo de 10.3x a 17.3x en el caso de LNA Santé y de 9.7x a 15.7x en el caso de Korian.

Por otro lado, podemos observar una fuerte caída durante el año 2020 causada por el impacto de la pandemia COVID. El impacto en el sector se pudo apreciar especialmente en la disminución de los ratios de ocupación en las residencias por miedo al contagio. Además, estas empresas ofrecen otros servicios

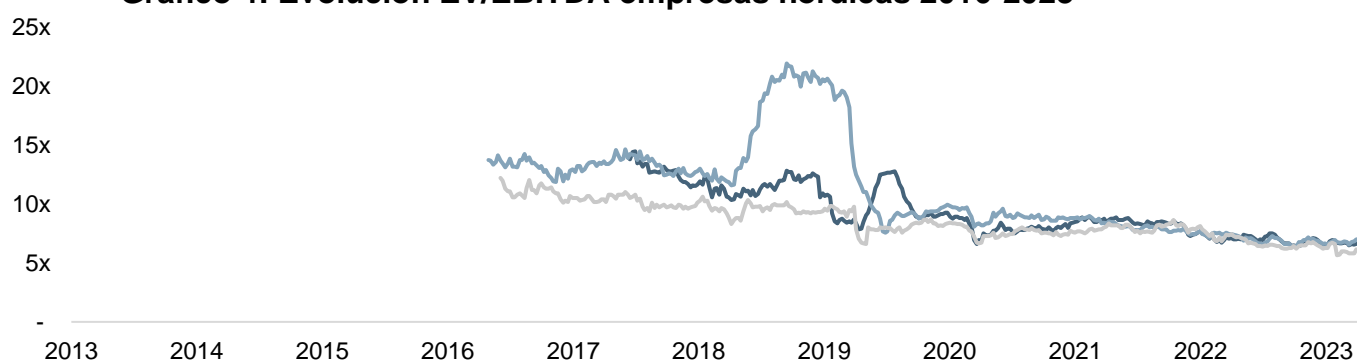
relacionados con la rehabilitación y atención en los domicilios, que debido a las restricciones de la pandemia también se vieron afectados.

Tras la pandemia, ha habido una ligera recuperación y un periodo de estabilidad. Sin embargo, **las compañías no han recuperado los niveles de cotización previos al año 2020.**

Tabla 5: Valoración por múltiplos históricos de empresas nórdicas

	Ambea				Attendo				Humana			
	Actual	1A	5A	10A	Actual	1A	5A	10A	Actual	1A	5A	10A
Último	6.8x	n.a.	n.a.	n.a.	7.1x	n.a.	n.a.	n.a.	6.2x	n.a.	n.a.	n.a.
Media	n.a.	6.9x	8.9x	9.4x	n.a.	6.9x	10.3x	11.1x	n.a.	6.5x	7.8x	8.5x
Mediana	n.a.	6.9x	8.3x	8.6x	n.a.	6.9x	8.6x	9.2x	n.a.	6.4x	7.8x	8.2x
Máximo	n.a.	7.5x	16.9x	16.9x	n.a.	7.6x	21.9x	21.9x	n.a.	7.5x	10.3x	12.2x
Mínimo	n.a.	6.4x	6.4x	6.4x	n.a.	6.3x	6.3x	6.3x	n.a.	5.6x	5.6x	5.6x

Gráfico 4: Evolución EV/EBITDA empresas nórdicas 2016-2023



En los últimos 10 años, las empresas nórdicas han cotizado a un múltiplo medio de **9.7x EBITDA**. En la evolución de estas compañías, destaca el **crecimiento en 2018 de Attendo**, debido a que en mayo se anunció que **Terveyslalo iba a adquirir una de sus unidades de negocio**, lo que provocó una subida en el precio de cotización. El múltiplo de la compañía pasó de cotizar a un múltiplo 11.7x a 20.5x.

Tras esta subida, se puede apreciar una **caída a principios de 2019** en todas las empresas nórdicas. Esta caída se debe a un **escándalo en uno de los centros residenciales** operados por Attendo, en el que se demostró que

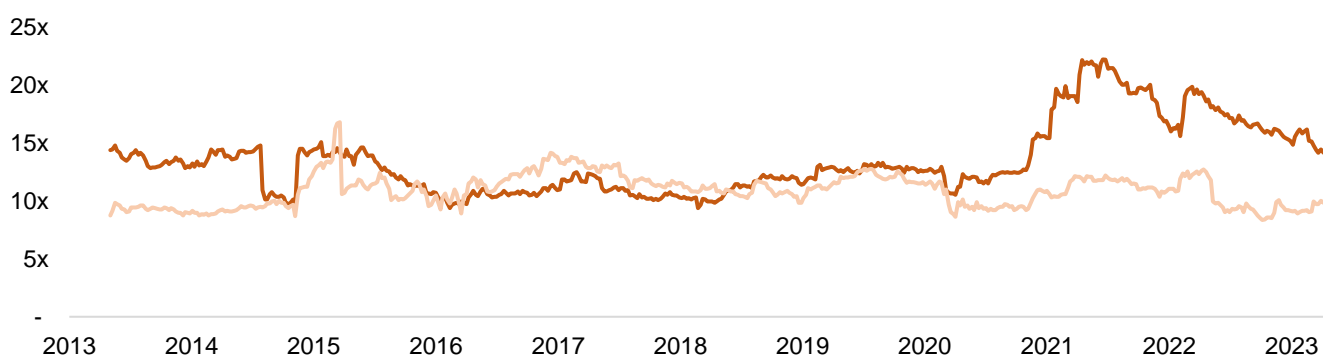
algunos de sus residentes no recibían los cuidados apropiados. Este escándalo puso en evidencia el sector de residencias de las empresas nórdicas y causó una caída de los precios de cotización, afectando particularmente a Attendo.

Después de esta caída, se pueden observar una tendencia parecida al grupo de las empresas francesas. Por un lado, hay una ligera **subida debido a la nueva norma de contabilidad** introducida en 2019 y, por otro lado, una **caída debido al impacto causado por la pandemia en 2020**. Tras este periodo, se puede apreciar un periodo de estabilidad. Sin embargo, al igual que el grupo francés, **las empresas nórdicas tampoco han recuperado los niveles de cotización previos a la pandemia**.

Tabla 6: Valoración por múltiplos históricos de empresas norteamericanas

	Brookdale				Extencicare			
	Actual	1A	5A	10A	Actual	1A	5A	10A
Último	14.5x	n.a.	n.a.	n.a.	10.0x	n.a.	n.a.	n.a.
Media	n.a.	16.5x	14.9x	13.4x	n.a.	9.9x	10.8x	10.9x
Mediana	n.a.	16.4x	13.1x	12.8x	n.a.	9.5x	10.8x	10.9x
Máximo	n.a.	19.6x	22.2x	22.2x	n.a.	12.7x	12.7x	16.2x
Mínimo	n.a.	14.1x	10.0x	9.4x	n.a.	8.3x	8.3x	8.3x

Gráfico 5: Evolución EV/EBITDA empresas norteamericanas 2013-2023



Las empresas norteamericanas han cotizado durante los últimos 10 años a un múltiplo medio de 12.3x EBITDA. Este grupo ha cotizado histórico a un múltiplo **superior al de las empresas europeas**. Esto puede explicarse porque, por un lado, el tamaño de **mercado es considerablemente superior** en

Norteamérica y, por otro, **las dinámicas competitivas también son distintas.** En estos países, la oferta de servicios es mucho más diversificada en comparación con los servicios ofrecidos en los países europeos. En Estados Unidos, las residencias para personas de la tercera edad tienen hasta 30 clasificaciones distintas, mientras que, en Europa, aunque está evolucionando, se mantiene el modelo residencial tradicional.

En la evolución de este grupo destacamos la **caída causada por la pandemia en el año 2020.** Tras este periodo, se muestra un periodo de recuperación en ambas compañías. Actualmente, solo **Brookdale cotiza a niveles superiores** a los años anteriores a la pandemia, esto se debe a que **en febrero de 2021 la empresa HCA Healthcare,** empresa líder operadora de hospitales en Estados Unidos, adquirió el 80% de la compañía. Esto disparó el precio de cotización de Brookdale, que **pasó de cotizar a un múltiplo de 15.4x a 20.9x EBITDA.**

5.3 Transacciones precedentes

En este método de valoración se realizó una **búsqueda preliminar en MergerMarket**, una plataforma que agrupa transacciones de fusiones y adquisiciones que han ocurrido a lo largo de la historia. En el primer filtro, **se analizaron un total de 150 transacciones** del sector en Europa que han tenido lugar en los últimos diez años. A continuación, se seleccionaron aquellas donde el modelo de negocio de la empresa adquirida se parecía más a la empresa a valorar. Finalmente, **esta selección se dividió en dos grupos** (i) transacciones en **España** y (ii) transacciones en distintos países de **Europa**.

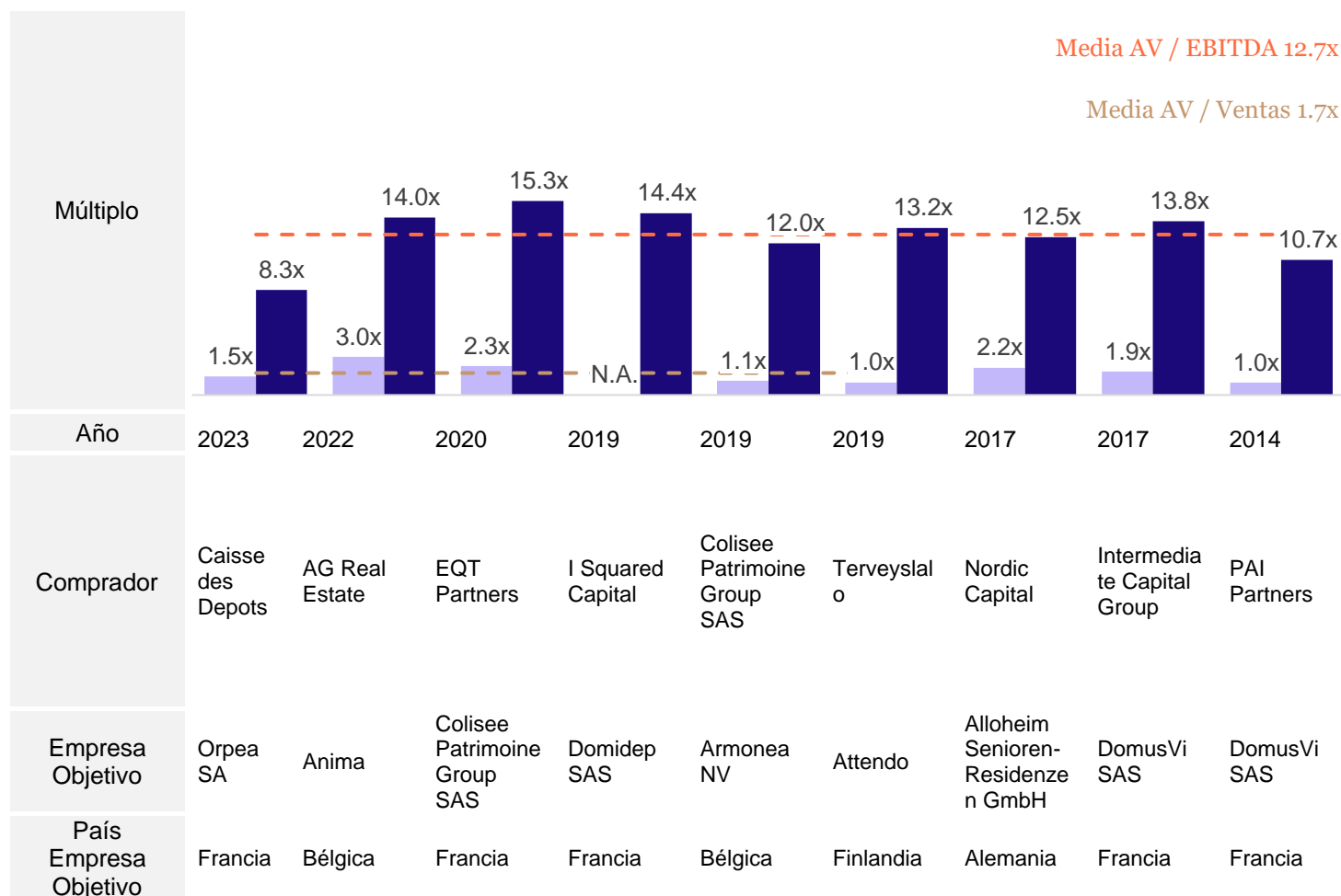
Dentro de todas las empresas analizadas pertenecientes a cada grupo, a pesar de que todas fuesen comparables por modelo de negocio, **se aplicaron los siguientes filtros de selección:**

1. **Empresas que únicamente habían sido adquiridas por una participación mayoritaria.** Esto se hizo por términos de comparabilidad y precisión, ya que, si se incluyeran empresas con diferentes niveles de adquisición, estaríamos mezclando múltiplos con y sin prima de control, lo que no sería adecuado para el análisis.
2. **Empresas que han sido adquiridas basadas en una valoración superior a los € 100 M.** Esto se debe a que, la empresa a valorar, Vitalia, en el año 2017 fue adquirida por un valor de € 300 M. Por lo tanto, valorar la empresa en base a transacciones con menor valoración, dado el crecimiento de la compañía en los últimos años sería redundante.

Al tratarse la gran mayoría de empresas privadas, **la publicación de la información es considerablemente limitada.** Por ello, una vez agrupadas las transacciones seleccionadas, se realizó una búsqueda de noticias y documentos oficiales para encontrar datos sobre las mismas y poder calcular los múltiplos de valoración para posteriormente aplicarlos en la valoración de Vitalia.

A continuación, se mostrará una tabla a modo resumen de las **transacciones que han tenido lugar en Europa en los últimos 10 años:**

Tabla 7: Resumen de valoración por transacciones precedentes en Europa



Los detalles de cada transacción, obtenidos de **MergerMarket**, se pueden encontrar a continuación:

- **Caisse des Dépôts adquiere el 50.2% de Orpea:** En enero de este año, CDC, entidad pública del gobierno francés, se convirtió en el principal accionista de Orpea. El valor de la transacción fue de € 1.550 M (50,2%), lo que implica un valor de capital de € 3.087 (100%). La deuda neta de la compañía es de € 3.800 M. Por lo tanto, el valor agregado de Orpea es de € 6,887 M. Con un EBITDA en 2022 de € 830 M y un facturación de € 4.681 M, los múltiplos resultantes son de 8.3x EBITDA y 1.5x Ventas.
- **AG Real Estate adquiere el grupo Anima.** En mayo de 2022, AG Real Estate adquirió Anima por un valor de € 300 M. Anima es una empresa

con sede en Bélgica que opera 24 residencias para personas de la tercera edad. Con un EBITDA en 2021 de € 21.4 M, y una facturación de € 99.2 M, los múltiplos de la transacción son de 14.0x EBITDA y 3.0x Ventas.

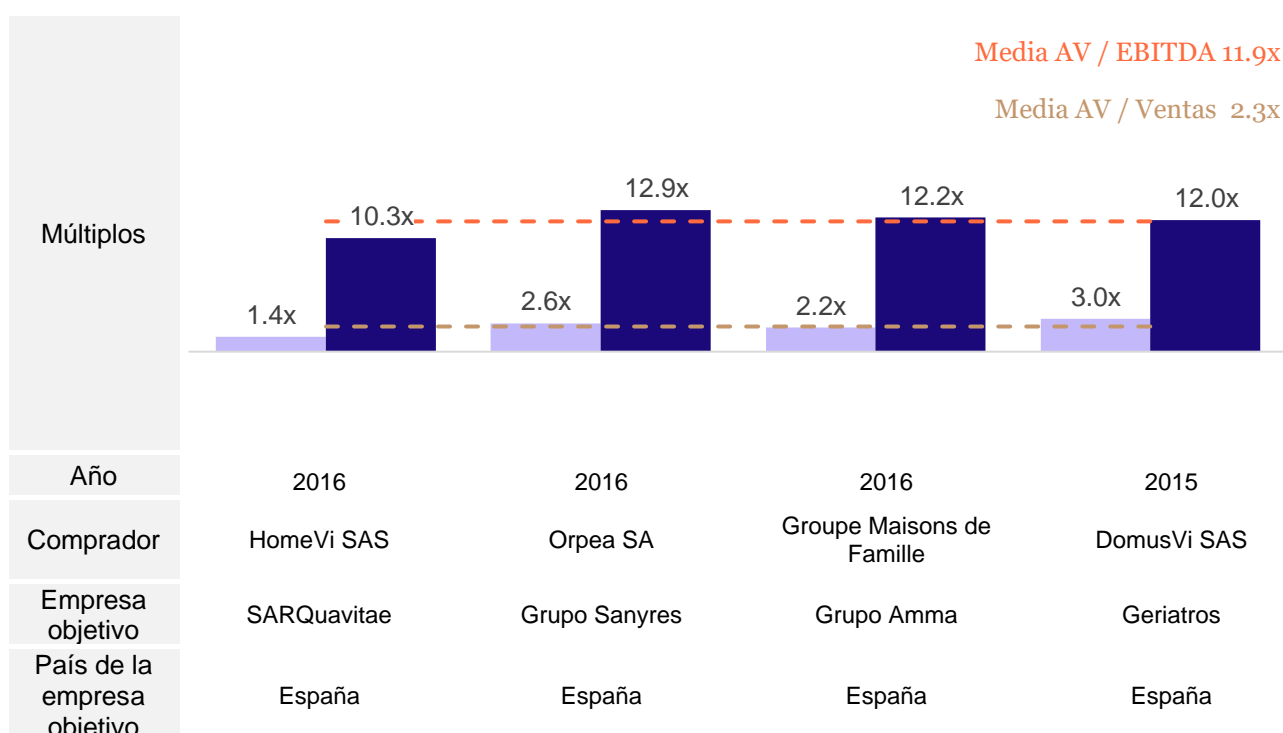
- **EQT adquiere Colisee:** En agosto de 2020, el fondo de Private Equity EQT compró por un valor de € 2.300 M la empresa francesa operadora de 270 centros residenciales Colisee. Con un EBITDA en 2019 de € 150 M y una facturación de € 99.2 M, los múltiplos resultantes de la transacción son de 15.3x EBITDA y 2.3x Ventas.
- **I Squared Capital adquiere Domidep:** En septiembre de 2019, la empresa de Private Equity I Squared Capital compró por valor de € 1.150 M la empresa francesa Domidep, empresa operadora de c. 80 centros residenciales en Francia. Con un EBITDA de € 70 M, el múltiplo resultante de la operación es de 14.4x.
- **Colisee adquiere Armonea:** En febrero de 2019, Colisee adquirió la empresa francesa Armonea, operadora de 74 centros residenciales. En la transacción, la empresa fue valorada en € 540 M. Con un EBITDA en el año 2018 de € 45 M, el múltiplo resultante fue de 12.0x EBITDA. Los ingresos de la empresa no se encuentran disponibles.
- **Terveyslalo adquiere Attendo:** En diciembre de 2018, la empresa con sede en Finlandia del sector sanitario privado Terveyslalo compró Attendo, empresa finlandesa que además de ofrecer servicios sanitarios, opera centros residenciales para la tercera edad. En la transacción, la empresa fue valorada en € 233 M. Con un EBITDA de 2017 de € 17.6 M y una facturación de € 233 M, los múltiplos resultantes de la transacción son 13.2x EBITDA y 1.0x Ventas.
- **Nordic Capital adquiere Alloheim Senioren:** En diciembre de 2017, el fondo de capital privado Nordic Capital compró Alloheim Senioren, empresa líder en la gestión de residencias en Alemania, operando en ese momento 155 centros residenciales. Con un EBITDA generado en el año 2017 de € 88 M y una facturación de € 506.4 M, los múltiplos resultantes son de 12.5x EBITDA y 2.2x Ventas.
- **Intermediate Capital adquiere DomusVi:** En julio de 2017, el fondo de capital privado Intermediate Capital adquirió DomusVi, empresa con sede

en Francia que ofrece distintos servicios a personas de la tercera edad incluyendo centros residenciales, centros de salud mental y distintas unidades centradas en pacientes de Alzheimer y Parkinson. En el momento de la transacción operaba 334 centros. Con un EBITDA de € 174.5 M en el año 2017 y una facturación de € 1.293 M, los múltiplos resultantes de la transacción fueron de 13.8x EBITDA y 1.9x Ventas.

- PAI Partners adquiere DomusVI:** En junio de 2014, el fondo de capital de riesgo PAI Partners adquirió la empresa de operadora de residencias DomusVi. En el momento de la transacción, operaba c. 200 centros residenciales. Con un EBITDA generado en 2013 de € 59.9 M y una facturación de € 648 M, los múltiplos resultantes de la transacción son de 10.7x EBITDA y 1.0x Ventas. El múltiplo es inferior al de la transacción de 2017, porque en este momento, la empresa era líder en Francia, pero todavía no había ganado cuota de mercado en Europa ni había diversificado la oferta de servicios para personas de la tercera edad.

A continuación, se mostrará una tabla a modo resumen de las **transacciones más relevantes que han tenido lugar en España en los últimos diez años:**

Tabla 8: Resumen de valoración por transacciones precedentes en España



Los detalles de cada transacción, obtenidos de **MergerMarket** se pueden encontrar a continuación

- **HomeVi adquiere Sarquavitae:** En octubre de 2016, la empresa francesa operadora de residencias HomeVi adquirió Sarquaviate, empresa española que en el momento de la transacción operaba un total de 88 centros residenciales. En la transacción, la empresa fue valorada en € 440 M. Con un EBITDA en 2016 de € 43 M y una facturación de € 321 M, el múltiplo resultante de la transacción fue de 10.3x EBITDA y 1.4x Ventas.
- **Orpea adquiere Sanyres:** En julio de 2016, el grupo francés Orpea finalizó la compra de Sanyres, empresa española que cuenta con 21 centros residenciales en el país, la mayor parte en propiedad. En la transacción, la empresa fue valorada en € 150 M. En 2015, Sanyres generó un EBITDA de € 11.6 M y una facturación de € 12 M, lo que resulta en unos múltiplos de 12.9x EBITDA y 2.6x Ventas.
- **El grupo Maisons de Famille adquiere el grupo Amma:** En junio de 2016, la empresa operadora de residencias francesa Maisons de Famille, compró el Grupo Amma, empresa que opera 30 centros residenciales en España. En la transacción, el Grupo Amma fue valorada en € 220 M. En 2015, la empresa española generó un EBITDA de € 18 M y una facturación de € 100 M, lo que resulta en unos múltiplos de 12.2x EBITDA y 2.2x Ventas.
- **Pai Partners adquiere Geriatros:** En julio de 2015, el fondo de capital de riesgo Pai Partners adquirió Geriatros, en el momento de la transacción, se posicionaba como tercer líder en España en la gestión de residencias operando un total de 45 centros residenciales. Además, entre sus centros, cuatro de ello está especializado en servicios enfocados en la salud mental. La empresa fue valorada en € 300 M. Con un EBITDA de € 25 M en 2014 y una facturación de € 100 M, los múltiplos resultantes de la transacción son de 12.0x EBITDA y 3.0x Ventas.

Como se puede comprobar a continuación, en ambos grupos, **los múltiplos resultantes son superiores a los obtenidos en el método de valoración anterior** debido a la **prima de control** mencionada. Concretamente, la media del múltiplo **AV/Ventas y AV/EBITDA para el grupo de transacciones en España es 2.3x y 11.9x respectivamente**. Para las transacciones en **Europa** la media de los múltiplos es de **1,7x y 12.7x** respectivamente.

Como se puede observar en el análisis, **las transacciones que han tenido lugar en Francia se han realizado con una prima superior** en comparación con el resto de los países. Este factor podría explicarse por el hecho de que allí **la facturación por plaza es superior** que el resto de los países europeos y el sector **la industria ha alcanzado un mayor nivel de madurez**. Como la empresa a valorar se encuentra en España, por motivos de comparabilidad, de cara a la valoración final, se van a emplear como el grupo de transacciones ocurridas en el país.

5.4 Descuento de Flujos de Caja

1. Proyección de flujos de caja

En un caso real, para realizar una valoración de descuento de flujos de caja, se elabora un modelo de negocio siguiendo las pautas del equipo directivo de la compañía valorada, que es quien decide la estrategia que afectará la capacidad de la empresa para generar flujos de caja en un futuro. Sin embargo, al tratarse de un caso teórico, no se dispone acceso a dicha información. Por lo tanto, **las estimaciones a futuro se han realizado en base al análisis de métricas históricas de la compañía**.

Se ha empleado un **horizonte de proyección de cinco años**. A continuación, se explicarán las distintas hipótesis asumidas para realizar las estimaciones empleadas en la valoración.

Ingresos: Durante los últimos cinco años fiscales, los ingresos de la compañía han crecido a una tasa de **crecimiento anual compuesto del 12%**. Por lo tanto,

se asume que, durante los próximos cinco años, los ingresos aumentarán a este ritmo de manera constante.

Fondo de maniobra: El fondo de maniobra se calcula como la suma de las partidas de existencias y cobro a clientes menos la partida de pago a proveedores. Por lo tanto, se han proyectado cada una de estas partidas de manera individual.

- Existencias: Durante los últimos tres años, la empresa ha mantenido unas **existencias constantes de c.600,000**. Por lo tanto, se asume que dicha partida se mantendrá constante durante el horizonte de proyección.
- Clientes: Para proyectar esta partida, se ha asumido que **la media de Días de Ventas Pendientes de cobro** del último año fiscal se va a mantener constante en los años de proyección. Dicha métrica se calcula como:

$$\text{Días pendientes de cobro} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Clientes}} \times 365$$

- Proveedores: Esta partida se ha proyectado empleando la misma hipótesis que para se ha empleado para proyectar la partida de clientes. En este caso, la métrica empleada ha sido **la media de Días de pago a proveedores**. Dicha métrica se calcula como:

$$\text{Días pendientes de cobro} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Clientes}} \times 365$$

Inversión en activos fijos: La inversión en activos fijos, comúnmente conocida como **CAPEX** (*Capital Expenditures*) se ha proyectado como un **porcentaje fijo de ventas**. Esto es así porque para poder mantener el crecimiento de negocio asumido, es necesario aumentar la capacidad de producción y, para ello, es necesario aumentar la inversión en activos fijos. Al contrario que las otras partidas, no se ha proyectado en base a históricos porque el último año la

inversión ha sido excepcional debido a que la compañía ha realizado una gran inversión para la construcción de más de 30 centros. Por lo tanto, en base a la información aportada por la compañía, **se ha establecido una inversión en activos fijos de un 20% de ventas.**

Por último, se ha asumido un **Impuesto de Sociedades del 25%** establecido por la norma en España.

A continuación, en base a las hipótesis explicadas, se muestra los **flujos de caja obtenidos para la valoración:**

Tabla 9: Flujos de Caja Libre 2023E-2027E

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	24,9	27,7	30,9	34,5	38,5
Impuestos sobre EBIT	(6,2)	(6,9)	(7,7)	(8,6)	(9,6)
CAPEX	(55,1)	(23,4)	(26,4)	(27,7)	(33,3)
Δ NOF	16,1	2,5	2,8	3,1	3,5
Depreciación	14,9	16,6	18,6	20,7	23,1
Flujo de Caja Libre	(5,4)	16,5	18,2	22,0	22,2

2. Cálculo del coste de capital (WACC)

Como se mencionaba anteriormente, el coste ponderado del capital se calcula en base al coste de capital y al coste de deuda después de impuestos.

Coste de capital (Ke)

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

2.1 Rentabilidad libre de riesgo

En relación a la rentabilidad libre de riesgo (R_m), se ha empleado **como aproximación la rentabilidad del bono español a 30 años**, que actualmente se sitúa en un c. 3.85%.

2.2 Cálculo de β

Al tratarse de una empresa no cotizada, la β se ha calculado **en base a la β de las compañías comparables del sector**. Para ello, se ha seguido el siguiente procedimiento:

1.1 Cálculo de la β de las empresas comparables: Por un lado, se ha obtenido una **serie histórica de los últimos tres años de los precios de cotización de las empresas comparables**. Por otro, se ha obtenido una serie histórica de las mismas características para el **índice MSCI World**. Se ha elegido este índice por motivos de comparabilidad, ya que las empresas comparables no cotizan en los mismos mercados. A continuación, **se ha calculado la correlación** entre la serie del índice bursátil y cada una de las series de las empresas cotizadas.

1.2 Desapalancamiento de β : La β calculada, tiene en cuenta la estructura de capital de cada una de las cotizadas. Como dichas empresas no tienen la misma estructura de capital que Vitalia, es necesario **eliminar el efecto de apalancamiento** de dichas empresas. Para ello, se recurre a la siguiente fórmula:

$$\beta_{desapalancada} = \frac{\beta_{apalancada}}{1 - (1 + t) * \frac{D}{E}}$$

Tabla 10: Beta desapalancada en función de compañías comparables

Compañías comparables	β apalancada	Deuda/ Fondos propios	Impuesto de Sociedades	β desapalancada
Ambea AB	1,329	291,0%	22,1%	0,407
Attendo AB	1,044	243,7%	25,0%	0,369
Humana AB	0,854	683,7%	22,7%	0,136
Korian Sa	1,323	858,2%	27,8%	0,184
LNA Sante	0,897	234,8%	39,7%	0,371
Media	109,0%	363,3%		0.321
Mediana	104,4%	291,0%		0.369

1.3 Reapalancamiento de β : Una vez obtenida la media de las β desapalancadas, se procede al **reapalancamiento según la estructura de capital de la empresa valorada**. Para ello, se ha empleado la estructura de capital actual de la compañía, donde el **ratio deuda** sobre el total de financiación es de **60%** y el **ratio de fondos propios es de 40%**. Para reapalancar la β , se emplea la siguiente fórmula:

$$\beta \text{ apalancada} = \beta \text{ desapalancada} \times \left[1 - (1 + t) \times \frac{D}{E} \right]$$

2. $(R_m - R_f)$

Esta diferencia representa la prima de riesgo de renta variable, es la rentabilidad que exigen los inversores por asumir un riesgo en un activo en comparación con una inversión libre de riesgo. Como aproximación a esta métrica, se ha empleado **la prima de riesgo publicada por Damodaran en abril 2023 que es de 5.72%**.

2.3 Prima de tamaño

Las empresas comparables cotizadas empleadas para el cálculo de la β tienen un tamaño significativamente mayor al de Vitalia. Por lo tanto, estas empresas

tienen mayor estabilidad financiera y mayor capacidad para obtener financiación a tasas de descuento más bajas. Por ello, es conveniente aplicar una prima a la empresa valorada que capture este factor. Para ello, se ha aplicado una **prima en base a un estudio de la consultora Duff & Phelps en 2016, que recomienda que se aplique un aumento del c. 2.8%**.

Finalmente, el coste de fondos propios empleado para calcular el coste de capital es el siguiente:

$$3.85\% + 0.887 * 5.72\% + 2.8\% = 11.7\%$$

Coste de deuda (Kd)

El coste de la deuda se ha calculado en base al **tipo de interés efectivo pagado por Vitalia por la deuda asumida**. Según la información reportada en su informe anual, el coste de la deuda asumida por la empresa tiene un tipo de interés variable, **indexado al Euribor más un diferencial de 1.7%**.

Actualmente, **el Euribor se encuentra a un nivel del 3.3%**. Por lo tanto, el **coste de la deuda antes de impuestos es del 5%**.

Coste de capital (WACC)

Como se mencionaba anteriormente, la estructura de capital empleada para la valoración es la actual de la compañía. Consiste en un **60% de deuda y un 40% de fondos propios**. Por lo tanto, **el coste de capital es de:**

$$11.7\% \times 60\% + 5\% \times (1 - 25\%) + 40\% = 8.52\%$$

Cálculo del valor terminal

Para el cálculo del valor terminal, se van a emplear los dos enfoques explicados anteriormente **(i) crecimiento en perpetuidad y (ii) salida por múltiplo**. En primer lugar, para calcular el crecimiento en perpetuidad, se debe establecer una

tasa de crecimiento. Para ello, se va a emplear como aproximación las **estimaciones del crecimiento del PIB en España elaboradas por el FMI.** Según esta fuente, la proyección de crecimiento es de **2.0%**. Por lo tanto, según este enfoque, el valor terminal de los flujos de caja es de **€ 346.8 M:**

$$\text{Valor terminal} = \frac{22.2 \times (1 + 2.0\%)}{(8.5\% - 2.0\%)} = 346.8$$

Por otra parte, se analiza el valor terminal en caso de emplear el segundo enfoque, que consiste en asumir que, en el último año de proyección, la empresa se va a vender a un múltiplo de mercado. **El múltiplo EV / EBITDA elegido es el resultante de la valoración de empresas cotizadas comparables francesas,** que es de **8.1x.** Según las proyecciones, el EBITDA del último año de proyección es de € 62.5 M. Por lo tanto, el valor terminal en este caso será de **€ 520.2 M:**

$$\text{Valor terminal} = 62.5 \times 8.1 = 520.2$$

3. Valoración de la compañía

Una vez calculadas las proyecciones, la tasa de descuento y el valor terminal, se puede proceder al cálculo del valor presente de los flujos de efectivo proyectados. Para dicho descuento, se va a emplear **la convención de mitad de año (mid year convention)** ya que se considera que los flujos de caja no se reciben todos a final del año, sino que se reciben de manera más uniforme a lo largo del año fiscal.

Por lo tanto, con las **proyecciones previamente expuestas, una tasa de descuento calculada del 8.5% y un valor terminal asumiendo crecimiento en perpetuidad,** el descuento de los flujos de efectivo proporciona la siguiente valoración:

Tabla 11: Descuento de Flujos de Caja Libre asumiendo perpetuidad

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Flujos de caja libre	(5,4)	16,5	18,2	22,0	22,2
Valor terminal					346,8
Flujos de caja total	(5,4)	16,5	18,2	22,0	369,0
Factor de descuento	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
Flujos descontados	(5,2)	14,6	14,8	16,6	255,4
Valor presente	296,2				

Si en lugar de esto asumimos un valor terminal en base a la **salida empleando un múltiplo**, la valoración quedaría de la siguiente manera:

Tabla 12: Descuento de Flujos de Caja Libre asumiendo salida por múltiplo

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Flujos de caja libre	(5,4)	16,5	18,2	22,0	22,2
Valor terminal					520,2
Flujos de caja total	(5,4)	16,5	18,2	22,0	542,4
Factor de descuento	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
Flujos descontados	(5,2)	14,6	14,8	16,6	375,4
Valor presente	416,2				

4. Análisis de sensibilidad

Debido a que la valoración puede variar según las hipótesis establecidas, es conveniente realizar un **análisis de sensibilidad**. Para ello, se van a realizar dos análisis.

Por un lado, para el caso en el que se establece el **valor terminal como un crecimiento en perpetuidad**, se va a analizar cómo puede fluctuar la valoración en caso de que varíe la tasa de crecimiento y el coste de capital.

Tabla 13: Análisis de sensibilidad en base a WACC y tasa de crecimiento

		Crecimiento en perpetuidad				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,5%	305,7	327,6	353,5	384,6	422,5
	8,0%	282,4	300,9	322,5	348,0	378,5
	8,5%	262,3	278,0	296,2	317,5	342,5
	9,0%	244,6	258,2	273,7	291,6	312,5
	9,5%	229,1	240,9	254,2	269,5	287,1

Por otro lado, para el caso de **salida empleando un múltiplo**, se va a analizar cómo puede fluctuar la valoración en función del múltiplo de salida establecido y el coste de capital.

Tabla 14: Análisis de sensibilidad en base a WACC y múltiplo de salida

		Múltiplo de salida				
		7,1x	7,6x	8,1x	8,6x	9,1x
WACC	7,5%	386,9	410,1	433,3	456,4	479,6
	8,0%	379,3	402,0	424,6	447,3	470,0
	8,5%	371,8	394,0	416,2	438,5	460,7
	9,0%	364,5	386,3	408,0	429,8	451,6
	9,5%	357,4	378,7	400,0	421,3	442,7

6. RESULTADOS DE VALORACIÓN

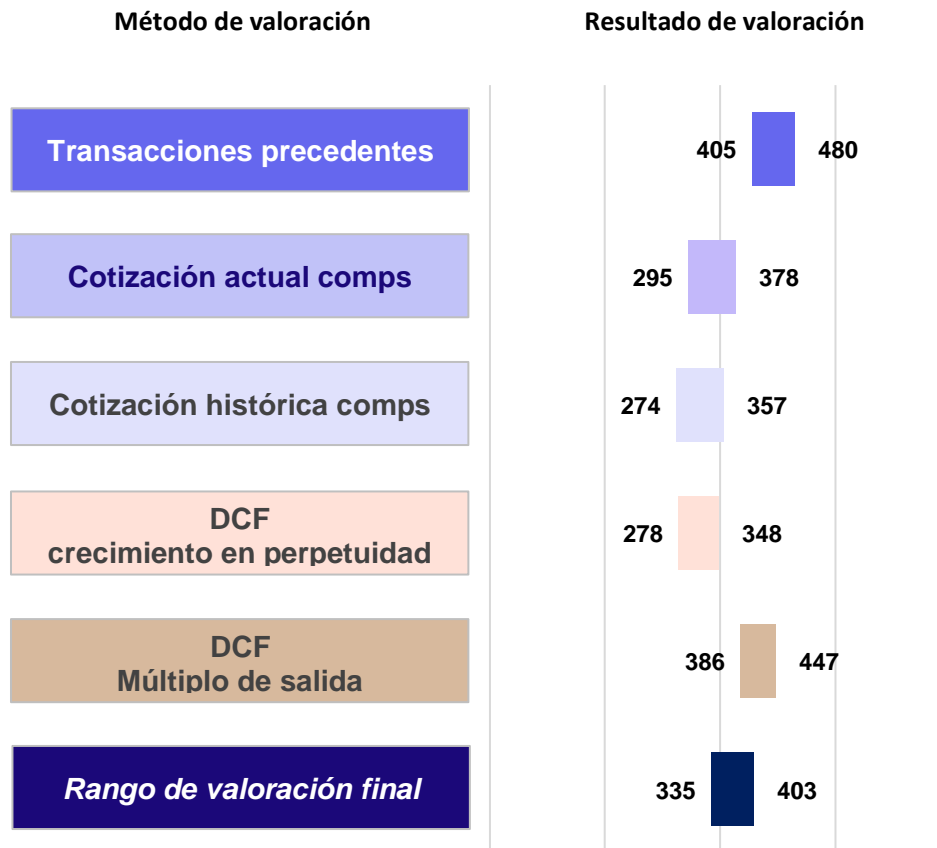
Una vez analizados cada uno de los métodos de valoración, se van a aplicar los resultados obtenidos para obtener un precio para la empresa objetivo, Vitalia. Para ello, se va a recurrir a un gráfico conocido como **Football Field**. En él, se podrá observar **un rango de valoración para cada método**. Esto permitirá obtener una valoración más precisa, ya que los métodos empleados dependen de distintas hipótesis, por lo que aportar un único valor para cada método no sería lo más conveniente.

A continuación, se explican **los rangos empleados para la elaboración del Football Field**:

- **Transacciones precedentes:** Se va a emplear como múltiplo medio las operaciones del sector en España (11.9x), tomando como referencia el múltiplo EV/EBITDA de Vitalia de 2022 y un rango de 12.9x EBITDA – 10.9x EBITDA
- **Cotización actual de compañías comparables:** Se va a emplear como múltiplo medio el de los grupos de compañías comparables francesas (8.1x) al considerarse las que mayor grado de comparabilidad tienen con la compañía valorada EBITDA, tomando como referencia el múltiplo EV/EBITDA de Vitalia de 2023 y un rango de 9.1x EBITDA – 7.1x EBITDA
- **Cotización histórica de comparables:** Se va a emplear como múltiplo medio el de los grupos de compañías comparables francesas de los últimos 5 años (9.9x), tomando como referencia el EBITDA proyectado de 2023 y un rango de 8.9x EBITDA – 10.9x EBITDA.
- **Descuento de flujos de caja:** En este caso, se va a proporcionar dos rangos de valoración. Por una parte, si se asume un crecimiento en perpetuidad variará el coste de capital en un rango de (8.0% – 9.0%) y la tasa de crecimiento (1.5% - 2.5%). Por otra parte, si se asume un múltiplo de salida, para el coste de capital se asumirá el mismo rango que en el caso anterior y para el múltiplo de salida, se contemplará un rango de (7.7x – 8.6x).

Por lo tanto, para concluir este caso práctico, la valoración final de Vitalia se muestra en el siguiente gráfico teniendo en cuenta que el **EBITDA generado en 2022 fue de € 37.2 M** y el **EBITDA proyectado para 2023 es de € 41.5 M**:

Gráfico 6: Football Field con los resultados de valoración



7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Este estudio ha consistido en aplicar los distintos métodos de valoración a una empresa privada, Vitalia, operadora de residencias para la tercera edad en España. El objetivo de este era obtener un valor por el cual la empresa puede ser adquirida por un potencial comprador. Finalmente, **el valor obtenido se sitúa en un rango que va desde € 335 M a € 403 M**, dependiendo de las distintas hipótesis que se deseen asumir.

Los métodos de valoración empleados se dividen en dos grupos:

Por un lado, en la **valoración fundamental** se ha obtenido un valor agregado basado en distintas hipótesis asumidas basadas en los estados financieros de los últimos cinco años. El valor obtenido mediante este método varía según la hipótesis asumida en el último año de proyección. Si se asume un **crecimiento en perpetuidad el valor de Vitalia se sitúa en € 296 M**. Sin embargo, si se asume que la empresa va a ser adquirida y se emplea un **múltiplo de valoración para la salida, el valor de la compañía sería de € 416 M**.

Por otro lado, se ha empleado un **método valoración relativo empleando múltiplos** resultantes de transacciones precedentes y en múltiplos de cotización de compañías comparables. En este grupo se ha **obtenido la mayor valoración de la compañía (€ 480 M)** debido a la **prima de control incluida** en el precio de transacción de compra de una compañía.

La valoración, al consistir en un caso práctico, **no se ha basado en un modelo de negocio proyectado real**, ya que establecer comunicación con el equipo directivo de la compañía como se haría en un caso real no ha sido posible. Por lo tanto, para poder obtener una valoración de la compañía que refleje con más precisión el futuro de esta, **se recomienda realizar las proyecciones en base a un modelo de negocio aportado por la compañía valorada si fuese posible**.

Por último, en relación a la **valoración relativa por múltiplos**, la **falta de empresas públicas con un perfil 100% comparable** a la compañía valorada, puede haber aportado una valoración algo imprecisa. Por ello, a la hora de valorar una compañía, **se recomienda escoger aquellas empresas que mantengan un perfil de negocio lo más parecido posible** a la compañía que se está valorando.

8. BIBLIOGRAFÍA

AENOR (2008). Norma UNE 158101 de Servicios para la promoción de la autonomía personal. Gestión de los centros residenciales y centros residenciales con centro de día o centro de noche integrado. Requisitos. <https://www.une.org/encuentra-tu-norma/busca-tu-norma/norma?c=N0055918>

Alonso, J. (18 de diciembre, 2022). *Vitalia Home levantará 100 Pisos tutelados para mayores junto a su residencia de la expo*. *Heraldo*. <https://www.heraldo.es/noticias/aragon/zaragoza/2022/12/18/vitalia-construira-apartamentos-zaragoza-expo-1619395.html>

Arroyo, R. (13 de diciembre, 2022). AXA im se alía con grupo Iar para invertir en residencias de mayores. *Expansión*. <https://www.expansion.com/inmobiliario/mercado/2022/12/13/63977f03e5fdea203d8b46ad.html>.

Asociación Española de Psicogerontología (10 de julio, 2020). La SEGG publica un cuadro comparativo de la normativa actual de las residencias. <https://psicogerontologia.org/la-segg-publica-un-cuadro-resumen-de-la-normativa-actual-de-las-residencias/>

CBRE (2018). Residencias para la Tercera Edad. Teaser de mercado, Q4 2018

Damodaran, A. (2000) Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles/dcfinput.pdf>

Donahue C., Roberts M., Valentin R. (3 de octubre, 2022). Spotlight: UK & European Care Homes 2022. *Savills*. https://www.savills.com/research_articles/255800/333726-0

Labatut, G. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. https://accid.org/wp-content/uploads/2020/08/La_valoracion_de_la_empresa_mediante_el_metodo_comparativo_o_por_multiplos_Gregorio_Labatut.pdf

Laborda, Á., y Otero, N. (19 de julio, 2022). El Senior Living es uno de los segmentos con mayor proyección de crecimiento en España en los próximos tres años. *CBRE Spain*. <https://noticias.cbre.es/el-senior-living-es-uno-de-los-segmentos-con-mayor-proyeccion-de-crecimiento-en-espana-en-los-proximos-tres-anos/>

Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las personas en situación de dependencia. *Boletín Oficial del Estado*, 299. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-21990>

Los Ingresos del sector de residencias Para Mayores Volvieron a la Senda de Crecimiento en 2021. *DBK Informa Observatorio Sectorial*. (junio, 2022). <https://www.dbk.es/es/detalle-nota/residencias-tercera-edad-2022>

Proyecciones de Población 2022-2072 - INE. Instituto Nacional de Estadística. (13 de octubre, 2022). https://ine.es/prensa/pp_2022_2072.pdf

Radiografía del sector de las residencias para la tercera edad en España (julio de 2020). PWC. <https://dependencia.info/imagenes/radiografia-sector-residencias-pwc.pdf>

Residencias de mayores y Later Living. Fortaleza de inversión y nuevos modelos operativos (noviembre, 2022). JLL España. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-emea-es-residencias-de-mayores.pdf>

Resolución de 28 de julio de 2022, de la Secretaría de Estado de Derechos Sociales, por la que se publica el Acuerdo del Consejo Territorial de Servicios Sociales y del Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia, sobre criterios comunes de acreditación y calidad de los centros y servicios del Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia. *Boletín Oficial del Estado*, 192. [https://www.boe.es/eli/es/res/2022/07/28/\(12\)](https://www.boe.es/eli/es/res/2022/07/28/(12))

Rico, M. (11 de mayo, 2020). *El Otro Gran Negocio con las residencias: Fondos de Inversión E inmobiliarias Destinan Cientos de millones a comprar geriátricos*. infoLibre.

Terrés, J. (25 de noviembre, 2021). 7 puntos clave que son tendencia en las residencias de mayores y la Calidad de Vida del Colectivo en 2021. *Grupo Efebé*. <https://grupefebe.com/es/7-puntos-clave-que-son-tendencia-en-las-residencias-de-mayores-y-la-calidad-de-vida-del-colectivo-en-2021/>

VALLS MARTÍNEZ, M. C. (2001). Métodos clásicos de valoración de empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 7(3), pp. 49-66. <file:///C:/Users/LourdesAranuren/Downloads/Dialnet-MetodosClasicosDeValoracionDeEmpresas-206169.pdf>

Vitalia abre en la capital murciana un nuevo centro con todos los elementos de su innovador modelo residencial "Para vivir como en una casa con jardín" (4 de agosto, 2022). Vitaliahome, <https://www.vitaliahome.es/noticias-y-actividades/vitalia-abre-en-la-capital-murciana-un-nuevo-centro-con-todos-los-elementos-de-su-innovador-modelo-residencial-para-vivir-como-en-una-casa-con-jardin/>

Vitalia Plus, S.A. - Grupo Vitalia home - Información Económica sectorial. Alimarket. (n.d.). <https://www.alimarket.es/sanidad/empresa/480007/vitalia-plus-s-a-grupo-vitalia-home>

Vitaliahome, (n.d.). <https://www.vitaliahome.es/grupo-vitalia-home/>

Wieczorek, M., y Millbright, S. (19 de diciembre, 2019). *EIB grants €57.5 million under Investment Plan to Vitalia Home to build 19 retirement homes in Spain*.

9. ANEXOS

Anexo 1: Balance Vitalia Plus

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
ACTIVO NO CORRIENTE	214.0	296.0	318.6	347.5	400.6
Inmovilizado intangible	21.1	28.3	28.4	24.9	22.0
Inmovilizado material	179.4	255.6	275.9	307.3	347.5
Inversiones financieras a largo plazo	11.9	10.8	11.1	12.3	28.1
Activos por impuesto diferido	1.6	1.4	3.2	2.9	3.0
ACTIVO CORRIENTE	36.6	47.9	54.1	60.0	53.3
Existencias	0.1	0.1	0.7	0.7	0.6
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	14.0	16.2	24.4	23.2	24.1
Inversiones financieras a corto plazo	9.4	2.4	2.6	2.6	2.9
Periodificaciones a corto plazo	0.2	0.5	0.4	0.3	0.4
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	13.0	28.6	25.9	33.2	25.3
ACTIVO	250.6	343.9	372.6	407.5	453.9
Fondos propios + Reservas	88.3	102.8	109.0	119.2	142.4
Socios externos	0.2	0.2	0.2	0.5	1.0
Subvenciones	0.0	12.2	8.9	9.1	9.3
PATRIMONIO NETO	88.5	115.1	118.1	128.9	152.7
PASIVO NO CORRIENTE	119.8	172.1	197.8	213.8	222.6
Provisiones a largo plazo	4.0	4.0	4.0	4.0	4.2
Deudas a largo plazo	111.9	162.6	188.4	204.5	209.5
Pasivos por impuesto diferido	4.0	5.5	5.4	5.4	8.9
PASIVO CORRIENTE	28.7	56.6	56.8	64.8	78.6
Provisiones a corto plazo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Deudas a corto plazo	18.3	41.6	42.2	48.9	48.6
Deudas con empresas del grupo a corto plazo	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	10.3	15.0	14.5	15.8	29.8
Periodificaciones a corto plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PASIVO	148.5	228.8	254.6	278.6	301.2
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	237.0	343.9	372.6	407.5	453.9

Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Vitalia Plus

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Prestaciones de servicios	96.3	117.1	131.8	138.3	166.3
<i>Crecimiento</i>		21.5%	12.6%	4.9%	20.3%
Coste de ventas	(6.8)	(8.9)	(10.4)	(8.8)	(11.4)
RESULTADO BRUTO	89.5	108.1	121.4	129.5	154.9
Margen bruto	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Gasto de personal	(53.6)	(64.4)	(80.5)	(80.4)	(94.4)
% Ventas	55.6%	55.0%	61.0%	58.1%	56.7%
Otros ingresos de explotación	0.1	0.3	1.1	1.4	1.4
% Ventas	0.1%	0.3%	0.9%	1.0%	0.8%
Otros gastos de explotación	(12.1)	(13.6)	(18.0)	(19.0)	(24.7)
% Ventas	12.5%	11.7%	13.7%	13.8%	14.9%
Extraordinarios	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.5	30.3	24.1	31.5	37.2
% Ventas	27.5%	25.9%	18.3%	22.8%	22.4%
Depreciación y amortización del inmovilizado	(7.3)	(9.8)	(11.8)	(13.4)	(14.9)
% Ventas	7.6%	8.4%	8.9%	9.7%	9.0%
EBIT	19.2	20.5	12.3	18.1	22.3
% Ventas	19.9%	17.5%	9.3%	13.1%	13.4%
Intereses	(1.8)	(2.4)	(3.2)	(3.7)	(4.5)
EBT	17.4	18.1	9.1	14.4	17.8
Tasa de impuestos	23.4%	24.2%	27.5%	27.0%	26.4%
Impuestos	(4.1)	(4.4)	(2.5)	(3.9)	(4.7)
RESULTADO NETO	13.3	13.7	6.6	10.5	13.1
% Ventas	13.8%	11.7%	5.0%	7.6%	7.9%