



Universidad Pontificia Comillas - ICADE

Valoración de Empresas

*Impacto de las Suposiciones y Estimaciones Empleadas en el
Resultado de la Valoración*

Autor: Iñigo Sitges Zubiaga

Director: Rafael Castellote Azorín

MADRID | Junio de 2023

Resumen

Este estudio aborda el impacto crítico de las suposiciones en la valoración de empresas a través de tres métodos clave: el descuento de flujos de caja (DCF), los múltiplos de compañías cotizadas comparables y las transacciones precedentes. En el transcurso del estudio, se pone de manifiesto cómo las suposiciones pueden cambiar drásticamente el valor final de la empresa y, por tanto, la interpretación de su valor intrínseco.

A lo largo del análisis, se profundiza también en la naturaleza, la aplicabilidad y las ventajas de estos enfoques, así como en sus limitaciones. A través de este enfoque dual, se busca no sólo identificar las variaciones en la valoración derivadas de las suposiciones, sino también proporcionar una visión completa de los métodos de valoración y su uso óptimo en diferentes contextos.

Durante el estudio, se desarrolla un caso práctico sobre la empresa Almoauto (referida a lo largo del estudio como "la Compañía" o "la Empresa"). Este ejemplo se basa en un modelo financiero que busca ilustrar y validar los principios teóricos discutidos. El caso práctico busca ilustrar la aplicación real de estos métodos y su funcionamiento en el entorno empresarial. Al aplicar estas técnicas de valoración a un caso real, se pretende demostrar la importancia de las suposiciones principales en cada uno de los enfoques, así como identificar claramente las diferencias y similitudes entre en cada uno de ellos.

Palabras clave: Valoración de empresas, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías comparables, transacciones precedentes, suposiciones, proyecciones, EV/Ingresos, EV/EBITDA.

Abstract

This study addresses the critical impact of assumptions in business valuation through three key methods: discounted cash flow (DCF), comparable listed company multiples, and precedent transactions. Over the course of the study, it is demonstrated how assumptions can dramatically alter the final value of a business and, consequently, the interpretation of its intrinsic value.

Throughout the analysis, the study also delves into the nature, applicability, and advantages of these approaches, as well as their limitations. Through this dual focus, the project aims not only to identify variations in valuation stemming from assumptions but also to provide a comprehensive understanding of the valuation methods and their optimal use in various contexts.

During the study, a practical case is developed on the company Almoauto (referred to throughout the study as "the Company" or "the Business"). This example is based on a financial model that seeks to illustrate and validate the theoretical principles discussed. The practical case serves to illustrate the real application of these methods and their functioning in the business environment. By applying these valuation techniques to a real-life case, the study aims to demonstrate the importance of key assumptions in each of the approaches, as well as to clearly identify the differences and similarities between each of them.

Keywords: Company valuation, discounted cash flow, comparable company multiples, precedent transactions, assumptions, projections, EV/Revenues, EV/EBITDA.

Índice de Contenidos

1. Introducción	5
1.1. Razón de la Elección del Tema y Justificación de su Interés	5
1.2. Objetivos de Estudio	6
1.3. Metodología	7
1.4. Estructura del Trabajo	8
2. Valoración de Empresas	9
2.1. Introducción	9
2.2. Principales Métodos de Valoración y Suposiciones Relevantes	11
2.2.1. Método de Descuento de Flujos de Caja (DCF)	11
2.2.2. Método de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	15
2.2.3. Método de Transacciones Precedentes	19
2.3. Comparación de los Métodos de Valoración	22
2.3.1. Principales Discrepancias y Similitudes	22
2.3.2. Limitaciones y Desventajas	27
2.3.3. Matriz de Comparación	32
3. Caso Práctico Almoauto	33
3.1. Contextualización	33
3.2. Descuento de Flujos de Caja (DCF)	34
3.2.1. Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)	34
3.2.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones	37
3.3. Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	42
3.3.1. Valoración por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	42
3.3.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones	43
3.4. Transacciones Precedentes	48
3.4.1. Valoración por Transacciones Precedentes	48
3.4.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones	49
3.5. Comparativa de los Resultados de los Distintos Métodos de Valoración	53
4. Conclusiones	56
4.1. Conclusiones Generales del Estudio	56
4.2. Recomendaciones para Futuras Investigaciones	60
5. Bibliografía	61
6. Glosario	65
7. Anexo	66
7.1. Cuentas Anuales Consolidadas Almoauto	66
7.2. Cuentas Anuales Projectadas Almoauto (2023 – 2027)	69
7.3. Detalle Valoración Almoauto	72
7.4. Detalle Otras Proyecciones Relevantes	75

Índice de Figuras

<i>Ilustración 1: Rango de Valoración en Función del Método Empleado.....</i>	24
<i>Ilustración 2: Matriz de Comparación de los Métodos de Valoración.....</i>	32
<i>Tabla 1: Previsión de Ingresos Almoauto (2023 - 2027).....</i>	34
<i>Tabla 2: Inflación Anual Esperada Eurozona (2023 - 2027).....</i>	34
<i>Tabla 3: Depreciación y Amortización Esperada Almoauto (2023 - 2027).....</i>	34
<i>Tabla 4: Flujos de Caja No Apalancados Esperados Almoauto (2023 – 2027).....</i>	35
<i>Tabla 5: Beta Media No-Apalancada del Sector de Concesionarios de Automóviles ...</i>	36
<i>Tabla 6: Estructura de Capital Proyectada Almoauto (2023 – 2027).....</i>	36
<i>Tabla 7: Coste de la Deuda Proyectado Almoauto (2023 – 2027).....</i>	36
<i>Tabla 8: Valor de Almoauto en Función de la Unidades Vendidas y el Precio Medio .</i>	38
<i>Tabla 9: Valor de Almoauto en Función del WACC y la Constante de Crecimiento</i>	40
<i>Tabla 10: Valoración de Almoauto en Función del Horizonte Temporal.....</i>	41
<i>Tabla 11: Cálculo de Múltiplos de Compañías Comparables Seleccionadas</i>	42
<i>Tabla 12: Múltiplos Compañías Comparables</i>	42
<i>Tabla 13: Valor de Almoauto a Partir de los Múltiplos de la Tabla 10</i>	42
<i>Tabla 14: Múltiplos Compañías Comparables Excluyendo Motorpoint Group.....</i>	43
<i>Tabla 15: Valor de Almoauto a Partir de los Múltiplos de la Tabla 14</i>	44
<i>Tabla 16: Valor de Almoauto en Función de los Ingresos y EBITDA Utilizados.....</i>	47
<i>Tabla 17: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 10 Años</i>	48
<i>Tabla 18: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 10 Años Excluyendo Compañías con más de 100 M€ en Ingresos</i>	50
<i>Tabla 19: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 5 Años</i>	51
<i>Tabla 20: Múltiplos Transacciones Precedentes con EV Menor a 50 M€.....</i>	52
<i>Tabla 21: Valoración Almoauto en Función del Método de Valoración.....</i>	53
<i>Tabla 22: Variación EV con Respecto a la Valoración de Almoauto por DCF</i>	54

1. Introducción

1.1. Razón de la Elección del Tema y Justificación de su Interés

La elección del tema en cuestión, centrado en la valoración de empresas y la influencia de las suposiciones en los resultados, surge de la necesidad de profundizar en el entendimiento de los diferentes enfoques y métodos utilizados en la banca de inversión y las finanzas corporativas.

Desde una perspectiva académica, esta es un área de estudio que ha recibido mucha atención en la literatura financiera. Según Damodaran (2012), profesor de finanzas en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York y reconocido experto en valoración de empresas, "la valoración, en su esencia, es incierta", sugiriendo que las suposiciones utilizadas pueden tener un impacto significativo en los resultados de valoración.

Además, Brealey, Myers y Allen (2017), en su obra "Principios de Finanzas Corporativas", subrayan la importancia de entender los diferentes métodos de valoración y cómo las suposiciones utilizadas pueden variar y, por lo tanto, afectar a los resultados de la valoración. Este reconocimiento de la subjetividad asociada y la variabilidad en la valoración de empresas es esencial en la toma de decisiones por parte de las empresas e inversores.

Estos conceptos se ven reforzados por la investigación de Pablo Fernández (2011), profesor del IESE Business School, quien plantea que "las discrepancias en las valoraciones de empresas pueden surgir debido a las diferentes suposiciones utilizadas por los analistas, lo que a menudo resulta en una amplia gama de estimaciones de valor". Este punto refuerza la necesidad de una mayor comprensión y claridad sobre cómo las suposiciones pueden afectar los resultados de la valoración.

Por lo tanto, este trabajo busca responder a estas preocupaciones, proporcionando una comprensión más profunda de cómo las diferentes suposiciones utilizadas en la valoración de empresas pueden influir en los resultados obtenidos.

1.2. Objetivos de Estudio

Los objetivos fundamentales de este estudio se exponen a continuación:

- Investigar sobre el concepto y la importancia de la valoración de empresas en el mundo empresarial, y cómo este proceso crítico influye en las decisiones de inversión y financiación.
- Examinar los fundamentos y la metodología de tres de los principales métodos de valoración de empresas, incluyendo el descuento de flujos de caja (DCF), la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables y la valoración por transacciones precedentes.
- Analizar teóricamente las suposiciones fundamentales que subyacen a los tres métodos de valoración de empresas estudiados y validar los fundamentos teóricos analizados aplicándolos en un caso práctico.
- Examinar las principales diferencias entre los métodos de valoración analizados identificando las ventajas, limitaciones y aplicaciones de cada método de valoración.
- Proponer estrategias para abordar y manejar las suposiciones y estimaciones en el proceso de valoración, reduciendo así la incertidumbre y mejorando la precisión de los resultados.

Al alcanzar estos objetivos, el estudio busca orientar a los analistas financieros en la comprensión del impacto de las suposiciones en las valoraciones de empresas. De este modo, al dotar a los analistas de una comprensión más profunda y detallada de estos aspectos, se busca contribuir a su capacidad para realizar valoraciones de empresas más precisas y objetivas.

1.3. Metodología

El presente trabajo de fin de grado adopta una metodología que combina un enfoque teórico y práctico para investigar los principales métodos de valoración de empresas. La metodología del estudio se ha llevado a cabo en tres fases distintas:

La primera fase se enfocó en la revisión y análisis teórico de la literatura sobre la valoración de empresas dividiendo en dos partes:

- **Revisión bibliográfica:** Este paso implica una revisión exhaustiva de la literatura académica y profesional sobre la valoración de empresas. Incluye la consulta de libros, artículos científicos y publicaciones especializadas para obtener una comprensión sólida de los métodos de valoración y las suposiciones principales asociadas a cada método.
- **Análisis teórico:** Basándose en la revisión bibliográfica, se llevó a cabo un análisis en profundidad de los principales métodos de valoración, incluyendo el descuento de flujos de caja (DCF), los múltiplos de compañías cotizadas comparables y las transacciones precedentes. Además, se analizaron y seleccionaron las suposiciones y estimaciones principales de cada método según el consenso teórico, con el objetivo de aplicarlas al caso práctico.

La segunda fase de la metodología se centró en el enfoque práctico, consistiendo en:

- **Construcción de un extenso modelo financiero:** Este paso implicó el desarrollo de un modelo de valoración detallado para la compañía Almoauto. La construcción del modelo se basó en el estudio de varias guías financieras sobre la creación de modelos de valoración.
- **Análisis de sensibilidad:** Tras la construcción del modelo financiero y la comprensión de los conceptos teóricos, se procedió a analizar el impacto de las suposiciones en cada modelo de valoración a través de un extenso análisis de sensibilidad llevado a cabo en el propio modelo financiero.

Finalmente, la tercera fase implicó el análisis y comprensión profunda de los resultados obtenidos:

- **Análisis de resultados:** Se analizaron y comprendieron a fondo los resultados obtenidos para reflejarlos de manera clara y precisa en el trabajo.

1.4. Estructura del Trabajo

El presente trabajo de fin de grado se estructura en cuatro secciones principales, descritas a continuación:

1. **Introducción:** La primera sección sirve como punto de entrada al estudio, presentando el tema de la valoración de empresas y su importancia en el contexto de las finanzas corporativas y la banca de inversión. Esta sección justifica la elección del tema, resalta su relevancia y expone los objetivos que guían el desarrollo del estudio. También se expone la metodología utilizada para llevar a cabo la investigación, proporcionando una descripción detallada del enfoque teórico-práctico adoptado y se describe brevemente la estructura del trabajo.
2. **Valoración de Empresas:** La segunda sección del trabajo proporciona una visión general y comprensiva del campo de la valoración de empresas. Aquí se describen y analizan en profundidad tres de los métodos de valoración más ampliamente utilizados: el método de descuento de flujos de caja (DCF), el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables, y el método de transacciones precedentes. Se detalla teóricamente cada método incluyendo la metodología, las limitaciones, la aplicabilidad y las discrepancias y similitudes entre cada método y se examinan las suposiciones clave que subyacen a cada uno de ellos, proporcionando así una base sólida para la parte práctica del estudio.
3. **Caso Práctico Almoauto:** La tercera sección aplica los conceptos teóricos y los métodos discutidos anteriormente en un caso práctico real, centrado en la empresa Almoauto. Aquí, se analiza cada uno de los tres métodos de valoración y se realiza un análisis de sensibilidad para cada uno. Esta sección es fundamental para entender cómo las suposiciones afectan a las valoraciones en la práctica y permite una aplicación directa de la teoría a un escenario real.
4. **Conclusiones:** En la última sección del trabajo, se recapitulan los hallazgos principales del estudio y se reflexiona sobre sus implicaciones para la práctica de la valoración de empresas. Se hace hincapié en el papel de las suposiciones en la valoración y se proporcionan recomendaciones para futuras investigaciones. Esta sección consolida los conocimientos adquiridos a lo largo del estudio y proporciona perspectivas para la continuación de la investigación en este campo.

2. Valoración de Empresas

2.1. Introducción

La valoración de empresas es un proceso mediante el cual se estima el valor económico de una empresa en función de sus activos, pasivos, resultados financieros, perspectivas de crecimiento y otros factores relevantes. El objetivo de la valoración es determinar el rango de valor justo de una empresa para tomar decisiones informadas en diferentes contextos, como inversiones, fusiones y adquisiciones, obtención de financiación externa y asignación de recursos internos (Damodaran, 2012).

En este contexto, la valoración es esencial en el ámbito empresarial por varias razones. Entre ellas, destaca su papel en la toma de decisiones de inversión, al brindar información valiosa a los inversores sobre el rango de valor de las acciones. Asimismo, durante las negociaciones de fusiones y adquisiciones, la valoración es clave para determinar el rango de precio de compra o venta apropiado para una empresa. Además, resulta crucial para acceder a financiación externa, ya que, a partir del conocimiento de un rango de valor justo de la empresa, las instituciones financieras pueden decidir si otorgar préstamos y determinar las condiciones crediticias de los mismos, además de ayudar a establecer un precio adecuado para las acciones en una emisión. La valoración también permite determinar la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivo futuros y facilita a los directivos y accionistas la evaluación del desempeño financiero de la empresa y la adopción de decisiones orientadas a la generación de valor para los accionistas.

La valoración de empresas es un proceso bastante complejo y por ello, en la mayoría de los casos, las empresas externalizan este proceso, contratando a asesores especializados de grandes bancos y boutiques de inversión y otras instituciones financieras, donde se construyen modelos financieros muy elaborados (Bert & DeMarzo, 2014). Estos modelos financieros ayudan a los clientes a entender en profundidad la compañía o la operación planteada, ofreciendo un rango de valoración justo en función de los distintos supuestos.

Existen varios métodos de valoración que son utilizados comúnmente, cada uno con sus propias ventajas y limitaciones. Entre los distintos métodos de valoración, se encuentran, tanto métodos relativos, los cuales se basan en la comparación con empresas similares, como métodos intrínsecos, los cuales consisten en estimar el valor actual neto de los flujos de caja futuros, o de los activos netos de pasivos.

Los métodos relativos se basan en la comparación de la empresa que se está valorando con otras empresas similares en el mercado o en el sector. Estos métodos utilizan múltiplos o ratios financieros para evaluar la empresa en relación con sus comparables o competidores (BIWS, N.D.). Uno de los métodos relativos más comunes es el de múltiplos de compañías comparables, que implica obtener una valoración a partir de indicadores financieros de empresas similares, como el Price to Earnings (P/E), el EV/Ingresos o el EV/EBITDA. Otro enfoque relativo es el método de transacciones precedentes, que analiza transacciones recientes de fusiones y adquisiciones de empresas similares para estimar el valor de la empresa. La ventaja de los métodos relativos es que ofrecen una visión del mercado sobre el valor de la empresa, pero también pueden verse limitados por la falta de empresas comparables / transacciones precedentes o por diferencias fundamentales entre las empresas, entre otros factores (Bhojraj & Lee, 2002).

Por otro lado, los métodos intrínsecos se centran en el análisis de la propia empresa y sus fundamentos financieros, en lugar de compararla con otras empresas. Estos métodos buscan estimar el valor intrínseco de la empresa, que es el valor que se deriva de sus activos, pasivos, flujos de caja y perspectivas de crecimiento (Hitchner, 2017). El método de descuento de flujos de caja (DCF) es un enfoque intrínseco comúnmente utilizado, en el cual se proyectan los flujos de efectivo libres de la empresa y se descuentan a su valor presente utilizando una tasa de descuento adecuada. Los métodos intrínsecos, como el DCF, ofrecen una visión más detallada y fundamentada del valor de la empresa, pero también pueden verse mayormente afectados por la incertidumbre y la subjetividad en las estimaciones utilizadas en el proceso de valoración (Kaplan & Ruback, 1995).

Como se ha expuesto anteriormente, el estudio se ha centrado únicamente en tres metodologías de valoración predominantes explicadas anteriormente. Sin embargo, es relevante señalar que existen otras estrategias de valoración que podrían ser de gran interés para una evaluación más completa. Las suposiciones vinculadas a estos métodos también tienen un impacto significativo en los resultados de la valoración, al igual que en los tres métodos estudiados. Por lo tanto, podría ser de gran valor incorporar el análisis de esos métodos y sus suposiciones como objeto de otros estudios.

A continuación, se expone de manera teórica la metodología de cada uno de los tres métodos de valoración tratados y las principales suposiciones a las que están sujetos.

2.2. Principales Métodos de Valoración y Suposiciones Relevantes

2.2.1. Método de Descuento de Flujos de Caja (DCF)

El método de descuento de flujos de caja (DCF) es uno de los enfoques más utilizados y ampliamente reconocidos en la valoración de empresas. Este método se basa en el principio fundamental de que el valor de una empresa es igual al valor presente de sus flujos de caja futuros descontados al coste del capital (WACC) asociado a la generación de dichos flujos (Palepu, Healy & Peek, 2010).

Para llevar a cabo una valoración utilizando el método DCF, se deben seguir los siguientes pasos (BIWS, N.D.):

- **Proyección de los flujos de caja libres:** Esto implica estimar los ingresos, costes y gastos, así como las inversiones en capital circulante o ‘working capital’ y activo fijo (CAPEX), durante un período de tiempo determinado.
- **Estimación de la tasa de descuento:** La tasa de descuento representa el coste promedio ponderado de capital (WACC) de la empresa, que refleja el riesgo y la rentabilidad esperada por los inversores, tanto accionistas como deudores.
- **Cálculo del valor presente de los flujos de caja proyectados:** Aplicando la tasa de descuento a los flujos de caja futuros, se obtiene el valor presente de cada flujo de caja.
- **Cálculo del valor terminal:** El valor terminal representa el valor presente de los flujos de caja generados más allá del período de proyección, asumiendo un crecimiento constante a perpetuidad, o utilizando un múltiplo estimado.
- **Suma del valor presente de los flujos de caja y del valor presente del terminal:** La suma de estos dos componentes proporciona el valor total de la empresa.
- **Cálculo del valor de los recursos propios:** Ajuste de deuda financiera neta, intereses minoritarios, acciones preferentes, etc. para obtener el valor de los recursos propios de la compañía.

El método por DCF tiene varias ventajas, como su fundamentación teórica sólida y su capacidad para incorporar las expectativas de crecimiento y riesgo específicas de la empresa. Sin embargo, también presenta algunas limitaciones, como la sensibilidad de los resultados a las suposiciones y estimaciones realizadas, así como la dificultad de proyectar flujos de caja futuros con precisión (WSO, 2014).

En este contexto, este método es especialmente útil en situaciones en las que se dispone de información financiera detallada y confiable, y donde las expectativas de crecimiento y riesgo de la empresa pueden ser estimadas con cierto grado de confianza.

Como se ha mencionado, el método de descuento de flujos de caja es un proceso que requiere hacer diversas suposiciones críticas. Según Steiger (2010) estas son las suposiciones clave que se toman a la hora de realizar una valoración por DCF:

Proyección flujos de caja libres

Esencialmente, esta es la suposición más importante en un DCF. La proyección de los flujos de caja libres requiere un entendimiento profundo de la empresa y su negocio. Se deben considerar las proyecciones de ventas, costes, gastos operativos, inversiones en capital e impuestos, entre otros. Las suposiciones incorrectas sobre los flujos de caja futuros pueden tener un impacto significativo en la valoración final de la empresa (Brealey, Myers, & Allen, 2011).

Una de las suposiciones clave en este proceso es la proyección de los ingresos ya que estos son la base sobre la que se calcula el flujo de caja libre (Parrino, Kidwell & Bates, 2011). Sin embargo, pronosticar estas cifras con precisión puede ser complejo debido a la multitud de variables y factores inciertos involucrados. Por ejemplo, la situación económica, las tendencias del mercado, la competencia y las estrategias de la empresa pueden influir en las ventas futuras y, por tanto, en los ingresos previstos (Penman, 2010). Por lo tanto, en cualquier valoración, es crucial considerar un rango de escenarios posibles para abarcar la incertidumbre en las proyecciones futuras.

En consecuencia, un análisis de sensibilidad se convierte en una herramienta fundamental en la valoración de empresas. Este tipo de análisis, que es ampliamente reconocido en la literatura financiera (Benninga, 2014) ya que permite determinar cómo las variaciones en las variables de entrada pueden afectar el resultado de una valoración.

Estimación de la tasa de descuento y de la constante de crecimiento

Otra suposición crucial en un DCF es la tasa de descuento (WACC) que se utiliza para calcular el valor presente de los flujos de caja futuros. Determinar el WACC implica suposiciones sobre el coste de la deuda (K_d), el coste de los recursos propios (K_e) y la estructura de capital de la empresa (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Brealey, Myers y Allen (2017) definen el WACC como el promedio ponderado de los costes de las distintas fuentes de financiación de una empresa, donde los pesos corresponden a la proporción relativa de cada tipo de financiación en la estructura de capital de la empresa. Se trata de un indicador crucial a la hora de calcular el valor de la empresa, ya que establece la tasa de descuento aplicada a los flujos de efectivo libres esperados de una empresa, que refleja el riesgo que los inversores asumen al invertir en ella (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Por ejemplo, el WACC puede variar dependiendo de la selección de una serie de suposiciones. Variaciones en la rentabilidad del mercado o en el activo libre de riesgo podrían dar lugar a grandes variaciones en coste de los recursos propios y por tanto en el WACC (Parrino, Kidwell & Bates, 2011).

Además, a la hora de calcular el WACC, muchas empresas se basan en la estructura de capital de la empresa en el momento de la valoración. Sin embargo, el uso de la estructura de capital esperada en lugar de la actual puede ser más preciso ya que la valoración es un ejercicio de proyección hacia el futuro y la estructura de capital futura puede variar significativamente de la actual (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2013). De este modo, al anticipar estos cambios, se logra una representación más precisa del riesgo y rendimiento potencial futuro de la empresa.

Por otra parte, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) es el ritmo al que se espera que los flujos de efectivo crezcan a largo plazo, y es una suposición crucial en una valoración por DCF. Según Damodaran (2012), la selección de la tasa de crecimiento a perpetuidad puede ser objeto de debate y variar considerablemente en función del analista que realice la valoración. Diversos factores pueden influir en esta selección, entre ellos las expectativas sobre el crecimiento a largo plazo de la economía, las perspectivas de crecimiento específicas del sector y las características particulares y el desempeño histórico de la empresa.

Además, este recomienda que la tasa de crecimiento a perpetuidad no debería ser superior a la tasa de crecimiento del PIB a largo plazo, ya que es poco probable que una empresa crezca más rápido que la economía en su conjunto de manera indefinida. Aun así, la elección de esta tasa puede ser subjetiva y depender en gran medida de la opinión del analista, lo que puede resultar en diferencias en la valoración de la empresa.

Selección del horizonte temporal de pronóstico

Otra de las decisiones críticas que se deben tomar al realizar un DCF es la duración del horizonte de proyección de los flujos de caja. Este horizonte puede variar dependiendo del activo o la empresa que se esté valorando y es fundamental para determinar el valor presente de los flujos de caja futuros.

En general, el horizonte de proyección de los flujos de caja debe ser lo suficientemente largo como para capturar la esencia de las operaciones futuras de la empresa, pero no tan largo como para introducir un grado de incertidumbre y especulación inaceptablemente alto en las proyecciones (Penman, 2010). Esto es particularmente relevante en sectores y empresas que están experimentando cambios rápidos y significativos, donde proyectar los flujos de caja a largo plazo puede ser altamente incierto.

En muchos casos, un horizonte de proyección de 5 años se considera un equilibrio adecuado. Esto es porque los flujos de caja proyectados para el futuro cercano tienden a ser más predecibles y, por lo tanto, más fiables que los proyectados para el futuro lejano (Palepu, Healy & Peek, 2010). Además, en muchos sectores, los flujos de caja tienden a estabilizarse después de este período, lo que facilita la estimación del valor terminal.

Además, el valor terminal es el valor presente de todos los flujos de caja futuros más allá del horizonte de proyección y su cálculo es fundamental para la valoración DCF. Un riesgo al utilizar un horizonte de proyección corto es que el valor terminal puede constituir una proporción demasiado significativa del valor total de la empresa, lo que introduce una mayor incertidumbre en la valoración (Berk & DeMarzo, 2017). Por tanto, es esencial considerar este riesgo al elegir el horizonte de proyección.

2.2.2. Método de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables es otro enfoque comúnmente utilizado en la valoración de empresas que se basa en la comparación de la empresa en cuestión con otras empresas similares en el mercado. Este método implica el uso de múltiplos financieros, como el Price to Earnings (P/E), el EV/EBITDA, o el EV/Ingresos, entre otros, para determinar el valor de la empresa.

El proceso de valoración utilizando el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables implica los siguientes pasos (BIWS, N.D.):

- **Selección de empresas comparables:** Esto implica identificar un conjunto de empresas que operan en el mismo sector y que tienen características similares en términos de tamaño, riesgo, geografía y perspectivas de crecimiento.
- **Recopilación de información financiera:** Se recopilan datos financieros clave de las empresas comparables, como ingresos, márgenes, deuda y capitalización de mercado.
- **Cálculo de los múltiplos:** Se calculan los múltiplos financieros relevantes para cada empresa comparable, utilizando los datos financieros recopilados.
- **Determinación de los múltiplos promedio:** Se calcula el múltiplo promedio de cada métrica financiera para el conjunto de empresas comparables.
- **Aplicación de los múltiplos promedio a la empresa en cuestión:** Los múltiplos promedio se aplican a las métricas financieras de la empresa que se está valorando, lo que resulta en un valor estimado para la empresa o de los recursos propios, dependiendo el múltiplo que se utilice.

Una de las ventajas del método de múltiplos de compañías cotizadas comparables es su simplicidad y facilidad de aplicación, ya que se basa en datos de mercado fácilmente disponibles. Sin embargo, este método también presenta algunas limitaciones, como la dificultad de encontrar empresas verdaderamente comparables y la posibilidad de que los múltiplos del mercado no reflejen las expectativas de crecimiento y riesgo específicas de la empresa (Schreiner, 2002).

El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables es particularmente útil en situaciones en las que se dispone de información de mercado confiable y se pueden identificar empresas comparables con características similares.

Al igual que en un DCF, este método también se basa en ciertas suposiciones. Según indica McKinsey & Company (2020) en su manual de finanzas corporativas "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" estas son las suposiciones clave que se toman a la hora de realizar una valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables:

Elección de compañías comparables

Elegir las empresas comparables adecuadas es esencial en la valoración basada en múltiplos, ya que la validez de los múltiplos depende de la similitud entre la empresa que se está valorando y las empresas comparables seleccionadas (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

Los múltiplos de valoración reflejan el valor que los inversores están dispuestos a pagar por una empresa en comparación con sus ganancias o ingresos. Si las empresas seleccionadas como comparables no son realmente similares a la empresa objetivo, los múltiplos pueden distorsionarse y, en consecuencia, la valoración puede resultar inexacta (Copeland, Koller & Murrin, 2000).

La selección de empresas comparables debe basarse en factores como el sector de la industria, la escala y el modelo de negocio. En términos de sector de la industria, las empresas seleccionadas deben operar en el mismo o un sector muy similar al de la empresa objetivo. En términos de escala, las empresas comparables deben tener un tamaño de operación similar. Y, finalmente, en términos de modelo de negocio, las empresas comparables deben tener un modelo de negocio que se parezca estrechamente al de la empresa objetivo (Fernández, 2002).

Además, es importante tener en cuenta que, si se incluye en la lista de empresas comparables una empresa con múltiplos significativamente diferentes de los demás, puede sesgar los resultados y dar una imagen distorsionada del valor de la empresa en cuestión (Berk & DeMarzo, 2014).

Por lo tanto, en ciertos casos puede ser útil excluir de la lista de empresas comparables aquellas que se consideran atípicas o que tienen múltiplos significativamente diferentes (Palepu, Healy & Peek, 2010). Esto puede ayudar a reducir la distorsión y a obtener una imagen más precisa del valor de la empresa objetivo.

Elección del múltiplo adecuado

Dependiendo de la naturaleza del negocio y de la industria, diferentes múltiplos pueden ser apropiados. La elección del múltiplo correcto dependerá de las características financieras de las empresas comparables y de la empresa que se está valorando.

Elegir el múltiplo apropiado para una valoración puede ser un proceso complicado que requiere un análisis cuidadoso de varios factores. Cada múltiplo puede proporcionar una perspectiva diferente sobre el valor de una empresa, por lo que el uso de varios múltiplos puede ofrecer una visión más completa y precisa de la valoración de una empresa (Mauboussin & Callahan, 2001).

El múltiplo EV/Ingresos es útil para obtener una visión rápida de cómo se valora una empresa en relación con su tamaño. Este múltiplo se fundamenta en la capacidad de la empresa para generar ingresos, y aunque ofrece una visión rápida de la valoración, no considera elementos como la rentabilidad de la compañía, lo cual puede resultar en una visión incompleta del valor real de la empresa (Bhojraj & Lee, 2002).

El múltiplo EV/EBITDA, por otro lado, proporciona una visión más detallada de la rentabilidad operativa de una empresa. Este múltiplo elimina la influencia de las estructuras de capital, los impuestos y los niveles de depreciación y amortización, permitiendo una comparación más precisa de las operaciones de diferentes empresas (Kaplan & Ruback, 1995).

Es crucial recordar que cada uno de estos múltiplos tiene ventajas y desventajas y es posible que no todos sean apropiados para todas las situaciones. De hecho, la elección del múltiplo puede tener un impacto significativo en la valoración resultante. Por ejemplo, si una empresa tiene márgenes de beneficio más bajos que sus comparables, utilizar un múltiplo basado en los ingresos podría sobrevalorar la empresa, mientras que un múltiplo basado en el EBITDA podría proporcionar una imagen más precisa de su valor (Liu, Nissim & Thomas, 2002).

Al utilizar múltiplos, también es esencial considerar cómo se calculan. Los múltiplos se pueden calcular utilizando una media o una mediana de manera general. Mientras que la media proporciona una medida del valor central en un conjunto de datos, puede verse influenciada por valores extremos. La mediana, por otro lado, representa el valor medio

en un conjunto de datos y es menos sensible a los valores extremos. En algunos casos, la mediana puede proporcionar una representación más precisa del valor típico en un conjunto de datos, mientras que la media puede captar las expectativas de alto crecimiento en algunas empresas (Harris & Marston, 2001).

Estimación de los datos financieros futuros

Al igual que con el método DCF, los datos futuros desempeñan un papel esencial en la generación de estimaciones de valor precisas y significativas. Esto se debe a que los múltiplos de las compañías comparables y la métrica financiera de la empresa valorada se basan en estas estimaciones.

Por tanto, esta metodología de valoración es muy sensible a las suposiciones sobre el crecimiento y la rentabilidad futura, no solo de la compañía que se esté valorando, sino también de las comparables.

Una de las decisiones críticas en la valoración mediante múltiplos es la selección del denominador adecuado (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Aunque la elección puede variar en función de la industria y las características de la empresa, los ingresos y el EBITDA son a menudo los más utilizados.

Los ingresos representan la cantidad total de dinero generado por una empresa por sus actividades operativas, y a menudo se utilizan en la valoración de empresas con altas expectativas de crecimiento (Schreiner, 2002).

Por otro lado, el EBITDA es un indicador de la rentabilidad operativa de la empresa antes de tener en cuenta factores financieros y fiscales. Este indicador puede ser particularmente útil en la valoración de empresas en industrias con altos niveles de depreciación y amortización (Bacidore, Boquist, Milbourn, & Thakor, 1997).

Por lo tanto, es fundamental que los analistas financieros comprendan las particularidades de la empresa y del sector en el que opera para hacer una elección informada y justa. De esta forma, se puede maximizar la precisión y la relevancia de este método.

2.2.3. Método de Transacciones Precedentes

El método de transacciones precedentes es otro método de valoración comúnmente utilizado que se basa en el análisis de transacciones similares ocurridas en el pasado, como fusiones, adquisiciones o ventas de empresas. Este método asume que el valor de una empresa puede estimarse a partir de las condiciones de mercado y las valoraciones realizadas en transacciones precedentes que involucren empresas similares.

El proceso de valoración utilizando el método de transacciones precedentes implica los siguientes pasos (BIWS, N.D.):

- **Identificación de transacciones precedentes relevantes:** Esto incluye la búsqueda de transacciones que hayan involucrado empresas con características similares a la empresa que se está valorando, en términos de sector, tamaño y perspectivas de crecimiento.
- **Recopilación de información sobre las transacciones:** Se recopilan datos sobre las condiciones de las transacciones, incluyendo el valor de la transacción y las métricas financieras de la empresa comprada ('target') en el momento de la transacción.
- **Cálculo de los múltiplos de transacción:** Se calculan los múltiplos financieros relevantes para cada transacción, utilizando los datos recopilados, como el Price to Earnings (P/E), el EV/EBITDA o el EV/Ingresos.
- **Determinación de los múltiplos promedio:** Se calcula el múltiplo promedio de cada métrica financiera para el conjunto de transacciones precedentes.
- **Aplicación de los múltiplos promedio a la empresa en cuestión:** Los múltiplos promedio se aplican a las métricas financieras de la empresa que se está valorando, lo que resulta en un valor estimado para la empresa o para los recursos propios.

El método de transacciones precedentes tiene la ventaja de reflejar las condiciones del mercado y las valoraciones realizadas en transacciones similares, lo que puede ofrecer una visión más realista de la disposición de los inversores a pagar por una empresa similar. Sin embargo, este método también presenta desafíos, como la dificultad de encontrar transacciones verdaderamente comparables y la posibilidad de que las condiciones de mercado y las sinergias específicas de las transacciones precedentes no sean aplicables a la empresa en cuestión (Bhojraj & Lee, 2002).

El método de transacciones precedentes es particularmente útil en situaciones en las que se han realizado transacciones recientes y relevantes en el mismo sector, proporcionando así una base sólida para la comparación.

A continuación, se exponen las suposiciones principales de este método de valoración (Bhojraj & Lee, 2002):

Comparabilidad de las transacciones

La suposición fundamental que subyace a las valoraciones mediante transacciones precedentes es que las empresas que comparten características similares tendrán un valor similar (Pablo, 2009). Por lo tanto, la selección de transacciones en las que las empresas participadas sean realmente comparables es esencial para proporcionar una valoración precisa. La selección de transacciones precedentes sobre empresas que son demasiado grandes o pequeñas, o que operan en sectores de mercado diferentes, puede llevar a estimaciones de valor sesgadas o irrelevantes (Liu, Nissim, & Thomas, 2002).

En la valoración de empresas, el tamaño puede ser un factor crucial para considerar (Ritter, 1991). Empresas más grandes pueden tener ventajas en términos de economías de escala, mayor estabilidad financiera, y una mayor diversidad de productos o servicios, que pueden justificar valoraciones más bajas en términos de múltiplos (Hall & Weinstein, 2000). Por el contrario, las empresas más pequeñas pueden tener un mayor potencial de crecimiento, pero también pueden estar asociadas a un mayor riesgo, lo que puede justificar múltiplos más altos (Fama & French, 1992).

Por lo tanto, al ajustar las transacciones comparables para reflejar mejor el tamaño de la empresa que se está valorando, puede aumentar la precisión y relevancia de la valoración. Los resultados de la aplicación de esta estrategia pueden ser informativos, indicando por ejemplo que las empresas más pequeñas tienden a tener múltiplos de valoración más altos que las más grandes, posiblemente debido a la percepción de mayores oportunidades de crecimiento o riesgos asociados.

Relevancia temporal de las transacciones

La elección del periodo de tiempo durante el cual se seleccionan las transacciones comparables es un factor importante para considerar en este método de valoración. Esta

elección puede tener un impacto significativo en los múltiplos resultantes y, por lo tanto, en la valoración final (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Examinar las transacciones a lo largo de un ciclo empresarial completo puede proporcionar una visión más completa de los patrones de valoración. Esto puede permitir a los analistas considerar los efectos de las fluctuaciones económicas y los cambios en el sector sobre los múltiplos de valoración (Bancel & Mittoo, 2014).

Sin embargo, algunos expertos pueden argumentar que es más relevante centrarse en las transacciones más recientes. Esta visión sostiene que las condiciones del sector y los factores macroeconómicos pueden cambiar con el tiempo, haciendo que las transacciones más antiguas sean menos relevantes para una valoración actual (Damodaran, 2012).

Por tanto, la elección de considerar transacciones más recientes puede llevar a múltiplos de valoración diferentes. Esto puede reflejar cambios en las condiciones recientes del sector, como cambios en las perspectivas de crecimiento y riesgo, que podrían justificar variaciones en los múltiplos.

Disponibilidad y transparencia de la información

La disponibilidad y transparencia de la información financiera es un factor crítico en el análisis de transacciones precedentes. Según Palepu, Healy y Peek (2013), la divulgación de información financiera es fundamental para la eficiencia de los mercados financieros. Sin embargo, muchas transacciones pueden no divulgar información financiera relevante, lo que limita el análisis y puede afectar la precisión de la valoración.

Según los datos de Mergermarket (2023), únicamente el 23% de las transacciones publicadas cuentan con información pública sobre los múltiplos y las métricas financieras. Es por ello, que en muchas ocasiones no se puede disponer de toda la información relevante para llevar a cabo un análisis preciso de transacciones precedentes.

Esta falta de información puede ser especialmente pronunciada en el caso de las empresas más pequeñas y las transacciones privadas, que a menudo son menos transparentes que las transacciones más grandes y las empresas públicas (Leuz & Wysocki, 2016). La falta de transparencia en estas transacciones puede dificultar la comparación precisa con la empresa objetivo y, por tanto, la determinación de un múltiplo de valoración preciso (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

2.3. Comparación de los Métodos de Valoración

2.3.1. Principales Discrepancias y Similitudes

Las discrepancias en los resultados de los distintos métodos de valoración, como el descuento de flujos de caja (DCF), múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones precedentes, han sido objeto de estudio en la literatura financiera. Estas diferencias pueden ser significativas y atribuirse a diversos factores, lo que hace esencial comprender las características y aplicaciones de cada método.

Según Damodaran (2012), la valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables y el DCF pueden arrojar resultados muy distintos, dependiendo de las condiciones del mercado, las expectativas de crecimiento y la tasa de descuento utilizada. Fernández (2002) añade que las diferencias en las valoraciones se deben a factores como la discrepancia entre las expectativas de crecimiento implícitas en los precios de mercado y las empleadas en el modelo DCF, así como a variaciones en las tasas de descuento y las estimaciones de crecimiento a largo plazo.

Además, Pratt y Grabowski (2014) destacan que las valoraciones basadas en transacciones precedentes pueden diferir de aquellas basadas en DCF o múltiplos de compañías cotizadas comparables debido a la estructura de la transacción, las sinergias esperadas y las condiciones del mercado en el momento de la transacción, generalmente dando lugar a una valoración más elevada. McKinsey & Company (2020) también enfatiza que las diferencias en las valoraciones pueden ser importantes y resultar de factores como la calidad y la representatividad de las empresas comparables y las transacciones precedentes, así como las discrepancias en las suposiciones y estimaciones utilizadas en los análisis.

Por consiguiente, es fundamental reconocer y entender las discrepancias en los resultados de los distintos métodos de valoración y los factores que influyen en dichas diferencias. La importancia de reconocer y abordar estas discrepancias y similitudes radica en la posibilidad de obtener una perspectiva más completa y enriquecedora en el proceso de valoración. Además, permite a los profesionales y analistas financieros tomar decisiones más informadas y fundamentadas en la realidad empresarial, reduciendo la incertidumbre y mejorando la precisión de los resultados obtenidos. Al examinar las diferencias y similitudes en los enfoques, supuestos y factores considerados en cada uno de estos

métodos de valoración, se podrá obtener una comprensión más profunda de cómo funcionan y cómo pueden ser utilizados de manera complementaria o alternativa en la práctica de la valoración de empresas.

Por tanto, para el análisis de las discrepancias entre los métodos de valoración de empresas, es crucial examinar los principales aspectos en los que difieren y cómo esto puede afectar los resultados obtenidos. A continuación, se presentan las principales discrepancias entre el descuento de flujos de caja (DCF), múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones precedentes:

La valoración por múltiplos y transacciones precedentes son valoraciones relativas, ya que se basan en comparar la empresa con otras similares. Por el contrario, el DCF es una valoración intrínseca que se basa en las propias características de la empresa y su capacidad para generar flujos de caja en el futuro (WSO, 2014).

En el DCF, las suposiciones están basadas en las proyecciones futuras de los flujos de caja de la propia empresa y en el coste de capital (WACC). En cambio, en la valoración por múltiplos y transacciones precedentes, las suposiciones se basan en las características de las compañías comparables o transacciones precedentes.

Además, tanto la valoración por múltiplos como la valoración por transacciones precedentes se basan en datos de mercado (por ejemplo, el precio al que se han vendido otras empresas similares o la capitalización de mercado de la compañía comparable en un momento específico). Por el contrario, el DCF se centra en el valor intrínseco de la empresa, descontando los flujos de caja futuros a su valor presente, siendo por tanto menos susceptible a las condiciones del mercado.

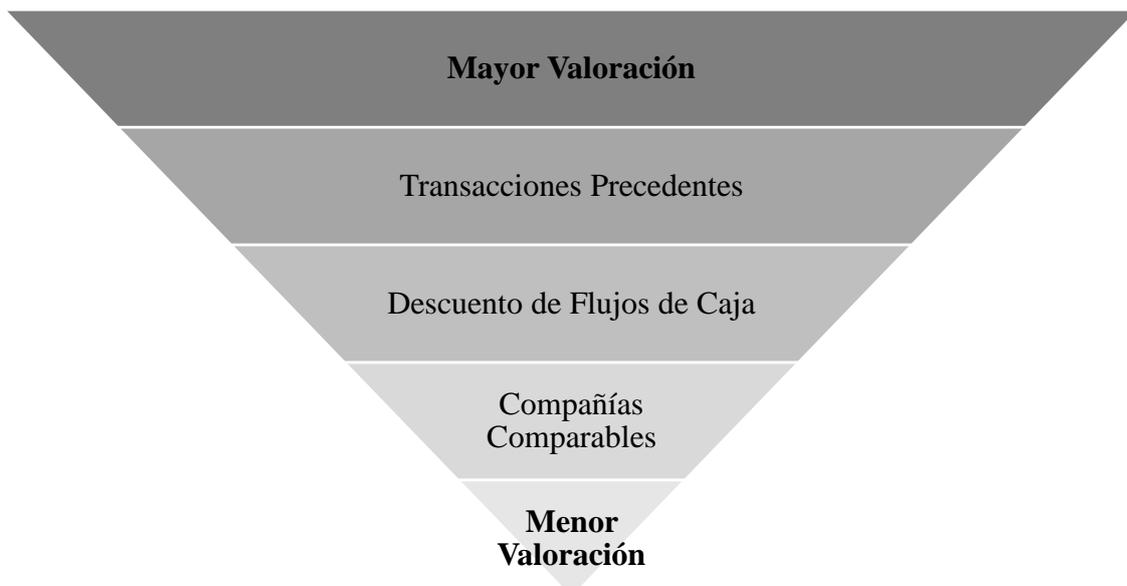
Por otro lado, el DCF ofrece una gran flexibilidad al permitir modelar explícitamente las proyecciones futuras de la empresa. Sin embargo, puede ser difícil de aplicar si la empresa no tiene un historial estable de generación de flujos de caja o si las proyecciones de flujos de caja futuros son muy inciertas (Palepu, Healy & Peek, 2010). Por otro lado, la valoración por múltiplos y transacciones precedentes son más fáciles de aplicar, pero pueden ser menos precisas si no hay suficientes empresas o transacciones recientes comparables.

Una situación en la que se podrían dar discrepancias entre estos métodos de valoración sería en el caso de una empresa que crece a un nivel más rápido que el de sus competidores. En esta situación, el método DCF podría arrojar un valor significativamente más alto que los métodos basados en múltiplos, debido a que el DCF captura mejor las expectativas de crecimiento futuro (Damodaran, 2012). Por otro lado, los métodos de múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones precedentes podrían subestimar el valor de la empresa en crecimiento, ya que las comparaciones se realizan con transacciones del pasado y con empresas que podrían no reflejar las perspectivas de crecimiento de la empresa en cuestión.

Otro ejemplo donde las discrepancias pueden ser notables es en la valoración de una empresa durante un período de incertidumbre económica o de mercado (WSO, 2014). En estos casos, los métodos basados en múltiplos podrían arrojar resultados muy diferentes al DCF, ya que los múltiplos de compañías comparables y transacciones precedentes podrían verse afectados por las condiciones del mercado en ese momento, mientras que el DCF podría no recoger de manera inmediata las condiciones actuales del mercado.

Por último, una de las principales discrepancias entre los distintos métodos es relativa al rango de valor que se obtiene. Los distintos métodos de valoración, de manera general, se ordenan de la siguiente manera en función del rango de valor que se obtiene:

Ilustración 1: Rango de Valoración en Función del Método Empleado



Fuente: Wall Street Oasis (2014)

Según muestra la *ilustración 1*, de las tres técnicas de valoración estudiadas, la valoración más alta provendrá generalmente (no siempre) de la valoración realizada a través de transacciones precedentes. Esto se debe a que el comprador puede estar dispuesto a pagar una prima por las sinergias proyectadas derivadas de la fusión o la adquisición.

Por lo general, el análisis por DCF proporcionará la siguiente valoración más alta, debido a que los responsables de elaborar el modelo DCF tienden a ser algo optimistas en sus suposiciones y proyecciones.

La valoración basada en múltiplos de compañías comparables tiende a generar la valoración más conservadora entre los tres métodos de valoración estudiados. La razón principal de esto es que se basa en el rendimiento y las valoraciones de empresas similares en el mercado actual, sin tener en cuenta las primas de control o las posibles sinergias.

Para abordar los problemas que surgen debido a las discrepancias de los distintos métodos en la práctica, se recomienda lo siguiente (Copeland, Koller & Murrin, 2000):

- Utilizar una combinación de métodos de valoración para obtener una visión más completa del valor de una empresa y para mitigar el riesgo de subestimar o sobreestimar su valor.
- Asegurarse de que los supuestos y datos utilizados en los cálculos sean coherentes y apropiados para la empresa y la situación específica. Esto incluye la selección de empresas comparables y transacciones precedentes, así como la elección de tasas de descuento y proyecciones de crecimiento.
- Realizar análisis de sensibilidad para evaluar el impacto de cambios en los supuestos clave y estimaciones en los resultados de la valoración. Esto permitirá identificar y comprender mejor las fuentes de discrepancias entre los métodos de valoración para abordarlas de manera precisa.

A pesar de las discrepancias entre los métodos de valoración de empresas, también existen similitudes importantes. El entendimiento de estas similitudes puede ayudar a los profesionales y analistas financieros a obtener una visión más completa de la valoración de una empresa al utilizar estos métodos de manera complementaria.

En primer lugar, todos estos métodos de valoración tienen como objetivo principal estimar el valor intrínseco o de mercado de una empresa, considerando sus perspectivas

financieras y de crecimiento (Ross, Westerfield & Jaffe, 2016). A pesar de que cada método utiliza diferentes enfoques y supuestos, todos buscan proporcionar una estimación razonable del valor de la empresa.

Además, cada uno de estos métodos de valoración utiliza información financiera relevante para realizar sus cálculos y estimaciones. Por ejemplo, el método DCF utiliza datos financieros históricos y proyectados para estimar los flujos de efectivo futuros, mientras que los métodos de compañías comparables y transacciones precedentes se basan en información de mercado y datos financieros de empresas comparables y transacciones anteriores, respectivamente. Al utilizar información financiera en sus análisis, estos métodos permiten obtener una visión más precisa de la situación financiera y las perspectivas de la empresa.

Otra similitud entre estos métodos de valoración es su aplicación en diversos contextos y situaciones. Todos ellos pueden ser utilizados para valorar empresas en diferentes industrias y etapas de crecimiento, lo que los hace versátiles y adaptables a una amplia variedad de situaciones de valoración (Mauboussin & Callahan, 2001). Además, estos métodos también pueden ser aplicados en la toma de decisiones empresariales, como fusiones y adquisiciones, reestructuraciones y obtención de financiación.

Por ponerlo en un contexto práctico, supongamos que se está valorando una empresa madura y estable como puede ser Inditex. En este caso, los resultados obtenidos a través del DCF, de múltiplos de compañías cotizadas comparables y de transacciones precedentes podrían ser bastante similares debido a la mayor certeza a la hora de establecer las suposiciones en los 3 métodos, dando lugar a una menor incertidumbre en las proyecciones y una mayor consistencia en los resultados.

En consecuencia, aunque los métodos de valoración de empresas como el DCF, compañías comparables y transacciones precedentes presentan discrepancias en sus enfoques y supuestos, también comparten similitudes importantes en términos de objetivos, aplicaciones e información financiera utilizada. El entendimiento de estas discrepancias y similitudes permite a los profesionales y analistas financieros utilizar estos métodos de manera complementaria y en conjunto para obtener una visión más completa y enriquecedora de la valoración de una empresa.

2.3.2. Limitaciones y Desventajas

Los métodos de valoración tratados en este estudio están sujetos a ciertas limitaciones y desventajas que pueden afectar la precisión y confiabilidad de las valoraciones de las empresas.

Es crucial reconocer y abordar estas limitaciones y desventajas al aplicar estos métodos de valoración, ya que una valoración inexacta puede conducir a malas decisiones de inversión y por consiguiente a pérdidas financieras significativas. Además, comprender estas limitaciones y desventajas también puede ayudar a los profesionales y académicos a mejorar la calidad de sus análisis y a desarrollar enfoques más sólidos y confiables para la valoración de empresas.

En el caso del DCF, una de las limitaciones principales radica en los supuestos y proyecciones utilizadas en el modelo, ya que se basan en estimaciones de ingresos futuros, gastos, inversiones y otros factores financieros (Damodaran, 2012). Estas estimaciones pueden ser difíciles de predecir y pueden verse afectadas por cambios en el entorno empresarial, la competencia, la economía y otros factores imprevistos. Por lo tanto, las valoraciones basadas en DCF pueden variar significativamente según las suposiciones y proyecciones empleadas.

Además, el DCF es muy sensible a las tasas de descuento y las estimaciones de crecimiento a largo plazo (Fernández, 2002). Pequeños cambios en estos parámetros pueden tener un impacto sustancial en el valor presente de los flujos de efectivo futuros y, por consiguiente, en la valoración resultante de una empresa. Esto puede dificultar la comparabilidad y la consistencia de las valoraciones basadas en DCF, especialmente en situaciones de alta incertidumbre.

La estimación del valor terminal también puede ser problemática en el DCF (Steiger, 2010). La elección de un enfoque adecuado para calcular el valor terminal, así como la determinación de una tasa de crecimiento a largo plazo sostenible, pueden ser desafiantes y están sujetas a un considerable grado de subjetividad y juicio profesional.

Por otro lado, el DCF no tiene en cuenta ciertos aspectos cualitativos de una empresa, como su reputación, la calidad de su equipo directivo y la fortaleza de sus relaciones con los clientes y proveedores. Estos factores pueden ser relevantes para la valoración de una

empresa, pero no se reflejan directamente en los flujos de efectivo proyectados y, por lo tanto, pueden ser pasados por alto en un análisis basado en DCF.

Además, el DCF no es aplicable en todos los contextos. Por ejemplo, en 2012 Facebook adquirió Instagram por aproximadamente \$1 mil millones (Pierce, 2012). La valoración de Instagram mediante el método DCF habría sido complicada debido a la falta de ingresos y beneficios en ese momento, lo que habría requerido supuestos y proyecciones muy especulativos sobre su crecimiento futuro. Además, el valor terminal habría sido difícil de estimar con precisión debido a la rápida evolución de la industria de las redes sociales. En ese contexto, métodos de valoración relativos podrían haber sido más apropiados.

Por otra parte, las limitaciones y desventajas del método de múltiplos de compañías cotizadas comparables incluyen varios aspectos clave. En primer lugar, la elección y representatividad de las empresas comparables es un desafío importante (McKinsey & Company, 2020). A menudo es difícil identificar empresas lo suficientemente similares en términos de tamaño, industria, estructura financiera y otras características relevantes para proporcionar una base de comparación significativa. Además, la calidad y cantidad de información financiera disponible sobre las empresas comparables pueden ser limitadas, lo que dificulta la evaluación y comparación precisas.

Por ponerlo en un contexto práctico, supongamos que una empresa tecnológica emergente busca valorarse utilizando múltiplos de compañías cotizadas comparables. Un problema con el que se podría encontrar es que las supuestas empresas comparables operan en diferentes segmentos del mercado de tecnología y por tanto tienen diferentes modelos de negocio y estructuras de costes, lo que daría lugar a una valoración poco precisa de la compañía en cuestión.

Además, la variabilidad en los múltiplos es otra desventaja del método. Los múltiplos pueden verse afectados por factores externos, como las condiciones económicas y del mercado, así como por factores internos específicos de cada empresa, como el riesgo, el crecimiento y la rentabilidad (Damodaran, 2012). Estas variaciones pueden conducir a una amplia gama de múltiplos para empresas comparables, lo que dificulta la interpretación y el uso de los múltiplos en la valoración.

Por último, este método no tiene en cuenta las diferencias cualitativas entre las empresas, como la calidad del equipo directivo, la innovación, las ventajas competitivas y otros factores intangibles que pueden afectar al valor de una empresa (Fernández, 2002). Estos aspectos pueden ser relevantes para la valoración de una empresa, pero no se reflejan directamente en los múltiplos y, por lo tanto, pueden ser pasados por alto en este enfoque.

Adicionalmente, las limitaciones y desventajas del método de transacciones precedentes también incluyen diversos aspectos clave. Primero, el acceso limitado a datos de transacciones privadas puede ser un problema importante a la hora de realizar un análisis de este tipo (Bhojraj & Lee, 2002). A menudo, la información sobre transacciones entre empresas privadas no está disponible públicamente o es difícil de obtener, lo que dificulta la comparación y el análisis de transacciones similares. En algunos casos, solo se puede acceder a información limitada sobre el precio de la transacción y otros detalles relevantes, lo que reduce la confiabilidad y precisión de este enfoque.

En segundo lugar, la dificultad para identificar transacciones verdaderamente comparables puede ser también un desafío (Bhojraj & Lee, 2002). Las transacciones precedentes pueden diferir en términos de tamaño, condiciones del mercado, estructura financiera, industria y otros factores, lo que dificulta la comparación y el uso de estas transacciones como base para la valoración.

Además, el efecto de las sinergias y estructuras de transacción en los precios pagados puede distorsionar las valoraciones basadas en el método de transacciones precedentes (WSO, 2014). Las sinergias esperadas entre las empresas adquiridas y adquirentes, así como las características específicas de las estructuras de transacción (por ejemplo, el uso de deuda o acciones, adquisiciones hostiles versus amigables), pueden afectar los precios pagados y, por lo tanto, los múltiplos resultantes.

Por último, otros aspectos relevantes, como el tiempo transcurrido desde la transacción y las diferencias en las condiciones del mercado entre el momento de las transacciones precedentes y el momento de la valoración, pueden limitar la aplicabilidad y precisión del método (Bancel & Mittoo, 2014). En consecuencia, es fundamental abordar estas limitaciones y desventajas al aplicar el método de transacciones precedentes en la valoración de empresas.

Poniendo otro ejemplo de Facebook, la adquisición de WhatsApp por parte de Facebook en 2014 por un valor aproximado de \$19 mil millones podría ser un caso para considerar para entender las limitaciones y desventajas de este método. En este caso, el uso del método de transacciones precedentes para valorar WhatsApp habría enfrentado varias limitaciones y desventajas.

En primer lugar, WhatsApp era una empresa privada en rápido crecimiento en el momento de la adquisición, y encontrar transacciones comparables en el mismo sector y etapa de crecimiento podría haber sido difícil. Además, la cantidad pagada por Facebook incluía no solo efectivo y acciones, sino también acciones restringidas para los empleados de WhatsApp, lo que añade complejidad a la estructura de la transacción y por tanto dificulta la búsqueda de transacciones pasadas similares (Olson, 2014).

Por otro lado, una parte importante del precio pagado por Facebook se basó en las sinergias esperadas entre ambas empresas y el potencial de crecimiento a largo plazo de WhatsApp. Estos factores podrían haber distorsionado la valoración de WhatsApp basada en transacciones precedentes, ya que las sinergias y el crecimiento futuro podrían haber sido difíciles de cuantificar y comparar con otras transacciones.

En conclusión, los tres métodos de valoración discutidos tienen limitaciones y desventajas que pueden afectar la precisión y confiabilidad de las valoraciones resultantes. Es esencial que los profesionales financieros y los académicos sean conscientes de estas limitaciones y las consideren al aplicar estos métodos. Un entendimiento detallado y crítico de estas limitaciones puede mejorar la precisión y la robustez de las valoraciones, evitar posibles errores y sesgos, y conducir a decisiones de inversión más informadas y eficientes.

Además de entender estas limitaciones y desventajas, es importante abordarlas de manera proactiva y consciente. Entender y abordar las limitaciones puede conducir a mejoras en la metodología de valoración y a una mayor precisión y confiabilidad en las valoraciones de las empresas. Estas mejoras son esenciales para la toma de decisiones informadas y para el desarrollo de estrategias de inversión sólidas y eficaces.

Para abordar las limitaciones y desventajas de los métodos de valoración en la práctica, se pueden seguir las siguientes recomendaciones y estrategias que pueden ayudar a mitigar o superar estas limitaciones y desventajas resultando en valoraciones más precisas y confiables (Hitchner, 2017):

- **Utilizar múltiples enfoques de valoración:** En lugar de depender únicamente de un método, combinar diferentes enfoques de valoración, como DCF, múltiplos de compañías cotizadas comparables y transacciones precedentes, puede proporcionar una visión más completa y equilibrada del valor de una empresa.
- **Ser consciente de los supuestos y proyecciones:** Al utilizar el método DCF, es crucial revisar y validar los supuestos y proyecciones utilizadas, incluyendo las tasas de crecimiento y descuento, así como el valor terminal. Además, es útil realizar análisis de sensibilidad para entender cómo cambios en estos supuestos pueden afectar el valor estimado de la empresa.
- **Seleccionar cuidadosamente las empresas comparables:** Al aplicar el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables, es importante identificar empresas que operen en el mismo sector y compartan características similares en términos de tamaño, estructura de costes y modelo de negocio. Además, es fundamental considerar las diferencias en el contexto económico y geográfico de las empresas comparables.
- **Ajustar los precios de transacciones precedentes:** Al utilizar el método de transacciones precedentes, es importante ajustar los precios pagados por las sinergias esperadas y las estructuras de transacción específicas, como la combinación de efectivo y acciones. También es útil buscar información adicional sobre transacciones privadas, aunque pueda ser difícil de obtener, para tener una muestra más representativa.
- **Actualización continua y validación de la información:** A medida que se recopila nueva información financiera y de mercado, es esencial actualizar y validar los datos utilizados en los diferentes métodos de valoración. Esto asegura que las valoraciones sean lo más precisas y relevantes posible en el momento de su realización.

2.3.3. Matriz de Comparación

Ilustración 2: Matriz de Comparación de los Métodos de Valoración

Método de valoración	Aplicabilidad	Ejemplo	Limitaciones
Descuento de flujos de caja (DCF)	<ul style="list-style-type: none"> - Ideal para empresas con flujos de caja predecibles y estables a largo plazo. - Útil para empresas con estrategias de inversión a largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Coca-Cola, que tiene un flujo de caja estable y predecible, sería un buen ejemplo de un tipo de empresa que podría ser valorada usando el método DCF. 	<ul style="list-style-type: none"> - Depende mucho de las estimaciones de los flujos de caja futuros y la tasa de descuento. - No es adecuado para startups o empresas de rápido crecimiento con flujos de caja no estables.
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	<ul style="list-style-type: none"> - Útil para empresas que operan en sectores con muchas empresas similares que cotizan en bolsa. - Puede usarse cuando se dispone de suficientes datos del mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Starbucks podría ser valorada a través de este método, ya que hay muchas otras empresas similares en la industria de restaurantes y cafeterías. 	<ul style="list-style-type: none"> - Requiere la existencia de empresas comparables. - Supone que el mercado está valorando correctamente las empresas comparables.
Transacciones precedentes	<ul style="list-style-type: none"> - Útil en situaciones en las que hay una serie de transacciones comparables recientes en el sector. - Empresas con flujos de caja inestables y poco predecibles. 	<ul style="list-style-type: none"> - La adquisición de WhatsApp por Facebook en 2014 o de LinkedIn por parte de Microsoft en 2016 podrían utilizarse como precedentes para valorar otras startups de tecnología. 	<ul style="list-style-type: none"> - Requiere la existencia de transacciones comparables. - Cada transacción es única y puede tener factores específicos que afecten al precio.

Fuente: Diversas fuentes incluyendo Bhojraj & Lee (2002), Damodaran (2012), Liu, Nissim, & Thomas (2002)

3. Caso Práctico Almoauto

3.1. Contextualización

En el presente caso de estudio, se ha diseñado un modelo financiero para llevar a cabo la valoración de Almoauto empleando tres métodos distintos: el método de descuento de flujos de caja (DCF), los múltiplos de comparables y las transacciones precedentes. Utilizando el modelo construido se ha procedido a realizar un análisis de sensibilidad alterando las variables sobre las que se construye. La finalidad de este ejercicio es entender la manera en que las suposiciones aplicadas en cada método inciden en el valor de la compañía, y cómo, dependiendo del enfoque de valoración elegido, se pueden derivar diferentes conclusiones.

Es esencial subrayar que la intención de este caso de estudio no es proporcionar una valoración exacta de Almoauto, sino ofrecer una comprensión práctica y cuantitativa de cómo las suposiciones financieras pueden impactar en la valoración de una empresa. Por tanto, mediante el análisis de la información financiera de Almoauto, se analizará de manera práctica cada una de las suposiciones identificadas y explicadas en el marco teórico, además de cómo diversos métodos de valoración pueden conducir a diferentes conclusiones para una misma empresa.

Para establecer el contexto, Almoauto es una empresa familiar del sector de la automoción con cuatro concesionarios en la Comunidad de Madrid. Durante más de tres décadas, Almoauto ha tenido la distinción de ser un concesionario oficial de la marca Ford, centrando su actividad en la venta y mantenimiento de vehículos. Su catálogo incluye una gran diversidad de modelos Ford, tanto para uso personal como comercial, así como vehículos de ocasión y kilómetro cero.

En las siguientes secciones, se explicará el cálculo del valor de la Empresa para cada método de valoración aplicado. Sobre esa valoración se llevará a cabo un análisis de sensibilidad enfocando el análisis en las suposiciones explicadas en el marco teórico con el objetivo de cuantificar la vulnerabilidad del resultado de la valoración a estas suposiciones fundamentales. Finalmente se comparan los resultados obtenidos para cada método de valoración y las limitaciones principales a las que se ha sujeto cada método en este caso particular.

3.2. Descuento de Flujos de Caja (DCF)

3.2.1. Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)

Para llevar a cabo el análisis DCF, se han proyectado las cuentas financieras anuales de la Empresa para un periodo de 5 años (véase en el punto 7.2. del anexo). Para proyectar los ingresos se ha asumido un CAGR del 4% basado en el número de vehículos que la empresa espera vender en los próximos 5 años y el precio medio de venta por vehículo que se espera que vaya subiendo a medida que aumenta la inflación.

Tabla 1: Previsión de Ingresos Almoauto (2023 - 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos	76.355	79.505	82.129	84.746	87.434
Nº unidades vendidas	4.200	4.250	4.300	4.350	4.400
Precio medio por unidad	18.180	18.707	19.100	19.482	19.871

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de Almoauto

Dada la expectativa de estabilización de la inflación en los próximos 5 años, se anticipa que el margen bruto de la Compañía se incrementará del actual 5,4% a un 8,0%. En un sentido similar, se espera que el EBITDA alcance un margen del 2% para el año 2027, en comparación con el actual de 1,8%.

Tabla 2: Inflación Anual Esperada Eurozona (2023 - 2027)

Inflación anual (%)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Eurozona	5,30%	2,90%	2,10%	2,00%	2,00%

Fuente: Banco Central Europeo (BCE)

Utilizando los datos proyectados del EBITDA, se han calculado las cifras del EBIT para los próximos 5 años, asumiendo una depreciación del 20% con respecto al total de los activos fijos, que a su vez se han proyectado como un porcentaje de los ingresos.

Tabla 3: Depreciación y Amortización Esperada Almoauto (2023 - 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
D&A	(333)	(340)	(344)	(348)	(351)
% activo fijo	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, FactSet, suposiciones

Tras calcular las proyecciones del EBIT para los próximos 5 años, se ha estimado el CAPEX y las fluctuaciones en el working capital. El CAPEX ha sido calculado tomando en cuenta la variación del activo fijo neto, sumado a la depreciación correspondiente al último año. En cuanto al working capital, se ha determinado en base a las expectativas de la compañía respecto a la rotación de clientes, inventario y proveedores en los próximos años (véase en el punto 7.4. del anexo).

Por tanto, los UFCF de la Compañía en los próximos 5 años serían los siguientes:

Tabla 4: Flujos de Caja No Apalancados Esperados Almoauto (2023 – 2027)

UFCF (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	1.060	1.145	1.226	1.310	1.397
Impuestos sobre EBIT	(265)	(286)	(307)	(327)	(349)
NOPAT	795	859	920	982	1.048
D&A	333	340	344	348	351
CAPEX	(392)	(375)	(365)	(367)	(370)
Working capital	(220)	(423)	(301)	(286)	(286)
Otros ajustes	(15)	(1)	(1)	(1)	(1)
UFCF	501	400	597	677	743

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, FactSet, suposiciones

Para el cálculo del K_e se ha utilizado el modelo CAPM según el cual el coste del equity (K_e) se determina sumando la rentabilidad de un activo libre de riesgo al producto de la beta apalancada de la compañía y la prima de riesgo del mercado ($K_e = R_f + \beta * M_p$).

Para el activo libre de riesgo se ha utilizado la rentabilidad del bono español a 10 años la cual se encuentra en torno al 3,60% (FactSet, 2023). La prima de mercado se calcula mediante la resta de la rentabilidad del mercado, en este caso la rentabilidad media del IBEX 35 que es del 11,50%, y la rentabilidad del activo libre de riesgo. Este diferencial da lugar a un prima de riesgo del mercado del 7,90%.

A continuación, se presenta el proceso detallado para la obtención de la Beta desapalancada media del sector a partir de las compañías comparables seleccionadas:

Tabla 5: Beta Media No-Apalancada del Sector de Concesionarios de Automóviles

Compañía	País	Beta apalancada	Beta no apalancada
Caffyns	Reino Unido	0,87	0,83
Lookers	Reino Unido	1,22	0,95
Pendragon	Reino Unido	0,92	0,73
Motorpoint Group	Reino Unido	0,88	0,66
Vertu Motors	Reino Unido	1,36	1,11
Media			0,86

Fuente: Elaboración propia a partir de FactSet

Una vez obtenida esta Beta, se debe apalancar utilizando la estructura de capital esperada de Almoauto que se muestra a continuación:

Tabla 6: Estructura de Capital Proyectada Almoauto (2023 – 2027)

Balance (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Equity + deuda	23.213	23.159	23.181	23.332	23.598
% equity	56,9%	60,2%	63,4%	66,7%	70,0%
% deuda	43,1%	39,8%	36,6%	33,3%	30,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, FactSet, suposiciones

Con la estructura de capital del 70% equity y 30% deuda se obtiene una beta apalancada de 0,95 y un coste del equity de 11,09% utilizando el modelo CAPM.

El coste de la deuda esperado de Almoauto previo de impuestos es del 3,0% como se muestra a continuación:

Tabla 7: Coste de la Deuda Proyectado Almoauto (2023 – 2027)

P&G (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Deuda bruta	10.006	9.224	8.473	7.764	7.080
Gastos financieros	(200)	(231)	(254)	(233)	(212)
coste de la deuda (%)	2,0%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, FactSet, suposiciones

Por lo tanto, suponiendo una tasa impositiva del 25% que es la tasa del impuesto de sociedades genérico de la Comunidad de Madrid con un Ke de 11,09%, un Kd de 3,0%

(2,25% después de impuestos), y una estructura de capital que consta de un 70% de fondos propios y un 30% de deuda, se obtiene un WACC de 8,44%.

Otra suposición de gran importancia que hay que considerar para completar la valoración, es la tasa de crecimiento perpetuo. En este caso, se ha seleccionado una tasa de crecimiento perpetuo del 1,5% por varias razones.

En primer lugar, esta tasa es coherente con las proyecciones a largo plazo de la economía en general. Según las previsiones del Banco Central Europeo en su informe de proyecciones macroeconómica de marzo del 2023, la tasa de crecimiento anual de la zona euro para los próximos años se estima en un rango que ronda este valor.

Además, la tasa del 1.5% refleja una evaluación cautelosa con respecto al potencial de crecimiento a largo plazo de Almoauto, dada su posición actual en el mercado, las tendencias del sector y las expectativas económicas generales.

Habiendo ya definido el WACC y la tasa de crecimiento perpetuo, se puede calcular el valor terminal el cual da un valor de 10,874 M€.

A continuación, se procede a descontar este valor terminal, así como los flujos de caja no apalancados que se han calculado previamente, al valor presente utilizando el WACC. Tras la aplicación de este descuento, el valor de Almoauto se sitúa en 9,509 M€. Tras realizar el ajuste de deuda financiera neta, se llega a un valor de los recursos propios de Almoauto de 1,819 M€.

3.2.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones

Proyecciones flujos de caja libres

Como se ha mencionado en el marco teórico de este trabajo, las suposiciones más importantes y que más impacto tienen en el valor de la empresa al realizar un DCF son las proyecciones de los flujos de caja libres.

Dentro de estos flujos de caja, se podría analizar como cambios en la previsión de ingresos, márgenes, tasa impositiva, depreciación del inmovilizado o inversiones en capital afectan al valor de la compañía. Sin embargo, en este caso el análisis de sensibilidad se orientará únicamente a como cambios en los ingresos, afectan al valor de

la Compañía, ya que como se ha mencionado anteriormente, los ingresos son la base y la métrica más importante dentro del flujo de caja libre.

En el caso particular de Almoauto, la cifra de ingresos se basa en el número de unidades vendidas y el precio medio al que se venden estas unidades. Por tanto, para facilitar el análisis, este se centrará en como cambios en la proyección de las unidades vendidas por Almoauto para el año 2027 y el precio medio esperado de venta de estos vehículos, impactan al valor de la Compañía.

En el último año fiscal, Almoauto vendió un total de 4.172 vehículos a un precio promedio de 17.265 €. Según las expectativas de la Compañía, en 2027 aspiran a vender 4.400 vehículos a un precio medio, ajustado por inflación, de 19.871 €.

Sin embargo, es importante recordar que esta proyección no es más que una suposición. Pronosticar con precisión la cantidad de vehículos que se venderán dentro de 5 años y el precio al que se van a vender puede resultar bastante complicado debido a la gran cantidad de variables y factores inciertos involucrados.

Para ver la sensibilidad de la valoración a cambios en los ingresos, se va a analizar el valor de Almoauto dentro de un rango de vehículos vendidos para 2027 que oscile entre un 10% por debajo y un 10% por encima de los 4.400 previstos en el caso base, es decir, entre 3.960 y 4.840 vehículos vendidos. Lo mismo se hará para el precio medio, que oscilaría entre 17.883 € – 21.858 €.

Tabla 8: Valor de Almoauto en Función de la Unidades Vendidas y el Precio Medio

EV (miles de euros)		Unidades Vendidas						
		3.960	4.107	4.253	4.400	4.547	4.693	4.840
Precio Medio (€)	17.883	7.106	7.479	7.853	8.226	8.599	8.972	9.346
	18.877	7.669	8.062	8.454	8.847	9.240	9.633	10.026
	19.871	8.231	8.644	9.056	9.509	9.882	10.295	10.707
	20.864	8.794	9.226	9.658	10.091	10.523	10.956	11.388
	21.858	9.356	9.808	10.260	10.713	11.165	11.617	12.069

Fuente: Elaboración propia

Se puede observar que tanto las unidades vendidas como el precio medio de venta tienen un impacto significativo en la valoración de Almoauto. En el escenario más conservador (marcado en verde), con 3.960 unidades vendidas a un precio medio de 17.883 €, la valoración de la empresa sería de 7,106 M€. Por otro lado, en el escenario más optimista, con 4.840 unidades vendidas a un precio medio de 21.858 €, la valoración de la empresa se incrementaría hasta los 12,069 M€. Esto supondría una variación del -25,3% con respecto al escenario base de 9,509 M€ en el caso más pesimista y del +26,9% en el escenario más optimista.

La variación en la valoración en estos diferentes escenarios es considerable, poniendo de manifiesto la importancia de realizar un análisis minucioso de las perspectivas de ventas y precios de la empresa. Los pronósticos de ventas y precios son fundamentales para la valoración y pueden ser fuertemente influenciados por una serie de factores, incluyendo la situación económica, las tendencias de mercado y la estrategia competitiva de la empresa.

Esta matriz identifica la sensibilidad de la valoración a cambios en los flujos de caja libres subrayando la importancia de la incertidumbre y la necesidad de considerar múltiples escenarios en el proceso de valoración. Refuerza la idea de que la valoración no es un número fijo y preciso, sino un rango de valores basado en diferentes suposiciones y escenarios.

Coste de capital (WACC) y constante de crecimiento (g)

Entre las suposiciones clave, el WACC y la g se erigen como unas de las más determinantes como bien se señalaba en la teoría. Cualquier variación en estos parámetros puede tener un impacto significativo en la valoración final de la compañía.

Usando el modelo financiero que se ha creado específicamente para la valoración de Almoauto, se pueden ajustar estas suposiciones y observar cómo cada cambio incide en el valor de la Empresa. En el análisis de valoración realizado, se ha establecido un WACC de 8,44%. Sin embargo, es importante destacar que este valor puede oscilar dentro de un rango considerable, entre el 7% y el 10%, dependiendo de las suposiciones realizadas.

Por ejemplo, si se decide usar la rentabilidad media anual del IBEX 35 de los últimos 20 años, que es del 9,0%, en lugar de la rentabilidad media histórica que se sitúa en el 11,5%,

el WACC se reduciría, acercándose a niveles cercanos al 7%. Similarmente, si se optara por usar la estructura de capital actual de Almoauto en lugar de la estructura de capital futura estimada, el WACC se incrementaría, alcanzando valores cercanos al 9-10%. Por consiguiente, se podría asumir que los valores razonables del WACC se encuentran dentro del rango del 7% al 10%.

De manera similar, la constante de crecimiento perpetuo también está sujeta a variaciones. En la valoración realizada, se ha asumido una tasa de crecimiento perpetuo del 1,5% por las razones mencionadas anteriormente. No obstante, algunos informes sectoriales indican que se espera un crecimiento superior al 1,5% para el sector automovilístico, lo que podría haber justificado el uso de una tasa de crecimiento perpetuo más alta, en el rango del 2% al 2,5%. En contraposición, otros analistas podrían haber estimado una constante de crecimiento por debajo del 1,5%, debido a la masificación del sector en España y a la dificultad para llevar a cabo inversiones que generen valor para la Compañía.

A continuación, se muestra una tabla que representa el valor de Almoauto en función de la combinación de WACC y crecimiento perpetuo que se establezca para la valoración dentro de un rango de valores de WACC y crecimiento perpetuo (g) razonables según se ha justificado anteriormente:

Tabla 9: Valor de Almoauto en Función del WACC y la Constante de Crecimiento

EV (miles de euros)		WACC						
		7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
g	0,5%	10.747	9.935	9.232	8.617	8.075	7.594	7.165
	1,0%	11.491	10.561	9.764	9.074	8.471	7.940	7.468
	1,5%	12.370	11.291	10.378	9.597	8.920	8.329	7.808
	2,0%	13.425	12.154	11.095	10.200	9.433	8.770	8.190
	2,5%	14.715	13.189	11.942	10.904	10.026	9.274	8.623

Fuente: Elaboración propia

En el escenario más conservador, marcado en rojo, con un WACC del 10% y una tasa de crecimiento perpetuo del 0,5%, la valoración de Almoauto sería de 7,165 M€. En contraste, en el escenario más optimista, marcado en verde, donde se asume un WACC

del 7% y una tasa de crecimiento del 2,5%, el valor de la empresa se dispara hasta los 14,715 M€.

Como podemos ver, en el caso más optimista la valoración sería un 54,7% mayor a la del escenario base de 9,509 M€, mientras que, en el escenario más conservador, la valoración sería un 24,6% menor. Además, destaca como la valoración en el caso más optimista es más de dos veces mayor a la del caso más conservador.

Los resultados muestran la importancia del WACC y de la constante de crecimiento en el resultado de valoración, poniendo de manifiesto como pequeños cambios en estas variables influyen en gran medida en el valor de la empresa que se esté valorando.

Horizonte temporal de pronóstico

A continuación, se realizará un análisis para examinar cómo las variaciones en el horizonte temporal de las proyecciones de flujos de caja libres inciden en la valoración de la empresa. En este caso, el enfoque se limitará a observar cómo fluctúa la valoración de la Compañía en un horizonte de proyección de entre 2 y 5 años ya que en este caso particular sería extremadamente complicado proyectar a más de 5 años debido a las condiciones cambiantes del sector (regulaciones, vehículos eléctricos, etc).

Tabla 10: Valoración de Almoauto en Función del Horizonte Temporal de Proyección

Horizonte Temporal (Años)	2	3	4	5
NPV UFCF (M€)	802	1.270	1.760	2.255
NPV Valor Terminal (M€)	4.978	6.849	7.167	7.253
Valor Almoauto (M€)	5.780	8.119	8.927	9.509
Var. %	-39,2%	-14,6%	-6,1%	-

Fuente: Elaboración propia

La *tabla 10* evidencia claramente cómo el horizonte temporal de proyección influye significativamente en el resultado de la valoración. Se aprecia que conforme se extiende dicho horizonte temporal, el valor de la empresa incrementa de forma correlativa, en este caso preciso. Esto sucede ya que el flujo de caja libre aumenta a medida se avanza en el tiempo. Sin embargo, en otras compañías con flujos de cajas descendentes, los resultados podrían ser distintos (dependiendo de la g y el WACC).

3.3. Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

3.3.1. Valoración por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

La siguiente lista representa las empresas seleccionadas como comparables para Almoauto, todas ellas son concesionarios de automóviles cotizados en bolsa:

Tabla 11: Cálculo de Múltiplos de Compañías Comparables Seleccionadas

Compañía	País	EV (M€)	Ingresos (M€)	EBITDA (M€)	EV / Ingresos	EV / EBITDA
Caffyns	UK	25,4	141,0	4,6	0,18x	5,47x
Lookers	UK	379,0	4.211,3	157,3	0,09x	2,41x
Pendragon	UK	222,1	1.586,5	71,2	0,14x	3,12x
Motorpoint Group	UK	180,6	752,6	17,2	0,24x	10,48x
Vertu Motors	UK	281,9	3.523,3	117,9	0,08x	2,39x

Fuente: Elaboración propia a partir de FactSet

Tabla 12: Múltiplos Compañías Comparables

	EV/Ingresos	EV/EBITDA
Media	0,15x	4,77x
Mediana	0,14x	3,12x
Máx	0,24x	10,48x
Mín	0,14x	3,12x

Fuente: Elaboración propia

A partir de los múltiplos de valoración de estas compañías comparables, se obtiene la siguiente valoración de Almoauto:

Tabla 13: Valor de Almoauto a Partir de los Múltiplos de la Tabla 10

EV (miles de euros)		Múltiplo	
		EV/Ingresos	EV/EBITDA
Metodología	Media	11.148	6.647
	Mediana	10.690	4.344

Fuente: Elaboración propia

3.3.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones

Elección de compañías comparables

Como se mencionaba en la teoría, la principal suposición en una valoración por múltiplos de compañías comparables es la selección de las empresas comparables. Por tanto, se debe prestar especial atención a la elección de las empresas que se utilizan como base para el cálculo, ya que las características y el desempeño de estas empresas influirán directamente en los múltiplos resultantes y, por lo tanto, en la valoración.

En el caso de Almoauto, la inclusión de Motorpoint Group como empresa comparable puede ser discutible. Aunque ambas empresas operan en el sector automovilístico, existen diferencias clave en sus modelos de negocio que pueden afectar la relevancia y precisión de la comparación. Mientras que Almoauto se centra en la venta de vehículos nuevos, Motorpoint Group se especializa en la venta de vehículos usados. Además, según los datos presentados, los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA de Motorpoint Group parecen ser significativamente mayores que los de las demás empresas comparables. Este hecho puede distorsionar las estimaciones de la valoración como se explicaba en el marco teórico.

Por lo tanto, puede ser beneficioso llevar a cabo un análisis adicional, excluyendo a Motorpoint Group de las empresas comparables. Al hacerlo, se podrían obtener múltiplos más representativos del sector de Almoauto, lo que resultaría en una valoración más precisa y relevante. A continuación, se muestran los resultados del análisis excluyendo a Motorpoint Group:

Tabla 14: Múltiplos Compañías Comparables Excluyendo Motorpoint Group

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,12x	3,35x
Mediana	0,12x	2,77x
Máx	0,18x	5,47x
Mín	0,08x	2,39x

Fuente: Elaboración propia

En este escenario, se observa una reducción notable en la diferencia entre la media y la mediana con respecto a los resultado de la *tabla 12*, lo que señala una disminución en la dispersión de los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA. Esto sugiere que los múltiplos

restantes son más consistentes entre sí, proporcionando una base más uniforme para la valoración. Además, se puede ver que tanto los múltiplos de media como de mediana son menores en comparación con el escenario que incluye a Motorpoint Group. Esto indica que la inclusión de Motorpoint Group, con múltiplos aparentemente más altos, estaba elevando la valoración general. Continuando con el mismo nivel de EBITDA e ingresos utilizados en el análisis previo, se obtienen los siguientes resultados:

Tabla 15: Valor de Almoauto a Partir de los Múltiplos de la Tabla 14

EV (miles de euros)		Múltiplo	
		EV/Ingresos	EV/EBITDA
Metodología	Media	9.353	4.661
	Mediana	8.781	3.850

Fuente: Elaboración propia

La exclusión de Motorpoint Group de la lista de compañías comparables resulta en una reducción en las valoraciones de Almoauto, tal como se ilustra en los resultados obtenidos. Esto se debe a que Motorpoint Group estaba aumentando los múltiplos promedio, lo que resultaba en una valoración más alta para Almoauto.

Comparando los resultados de la valoración incluyendo a Motorpoint Group (*tabla 13*) y los resultados excluyéndolo (*tabla 15*), se obtienen los siguientes hallazgos:

Para el múltiplo EV/Ingresos:

- La valoración basada en la media disminuye de 11.148 M€ a 9.353 M€ (-16%)
- La valoración basada en la mediana disminuye de 10.690 M€ a 8.781 M€ (-18%)

Para el múltiplo EV/EBITDA:

- La valoración basada en la media disminuye de 6.647 M€ a 4.661 M€ (-30%)
- La valoración basada en la mediana disminuye de 4.344 M€ a 3.850 M€ (-11%)

Este análisis ilustra la importancia de seleccionar adecuadamente las compañías comparables en la valoración por múltiplos. Incluir una empresa con múltiplos significativamente diferentes puede sesgar los resultados y proporcionar una imagen distorsionada de la valoración de la empresa en cuestión. En este caso, la exclusión de Motorpoint Group de las compañías comparables podría proporcionar una imagen más realista de la valoración de Almoauto.

Elección del múltiplo adecuado

En el análisis de valoración de Almoauto, se han aplicado dos tipos de múltiplos, basados en el valor de la empresa (EV): EV/Ingresos y EV/EBITDA. Estos múltiplos han sido calculados utilizando dos métodos distintos, la media y la mediana, para ofrecer una visión más completa y precisa de la valoración de Almoauto.

Al examinar los resultados de la *tabla 11*, se observa una amplia variación en las valoraciones dependiendo del múltiplo y la metodología utilizada. Esta dispersión es particularmente pronunciada cuando se comparan los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA.

En cuanto a la variación en función de la metodología aplicada, esta es especialmente pronunciada en el caso del múltiplo EV/EBITDA, donde la valoración basada en la media es un 53% más alta que la basada en la mediana.

Esto indica que la media puede estar siendo influenciada por valores extremos o atípicos en el conjunto de datos. Dado que la mediana representa el valor medio en el conjunto de datos y es menos sensible a valores extremos, esta podría ofrecer una representación más precisa de la valoración normal en el mercado.

Por otro lado, la valoración basada en la media podría estar captando las expectativas de alto crecimiento o rendimiento en algunas empresas comparables, que se reflejan en sus altas valoraciones en el mercado.

Si se compara el resultado más bajo que se obtiene que se muestra en rojo en la *tabla 13* frente al resultado más alto, marcado en verde, el resultado más alto es 1,6 veces mayor al resultado más bajo.

Por tanto, los resultados muestran la sensibilidad de la valoración al tipo de múltiplo que se utilice y a la manera en la que se obtiene ese múltiplo pudiendo dar a valoraciones muy distintas para una misma compañía. Este hecho resalta la importancia de aplicar distintos múltiplos de valoración y distintas metodologías para obtener estos múltiplos para comprender en mejor medida el rango de valoración en el que se encuentra la compañía.

Datos financieros futuros

Además, la valoración de empresas mediante el uso de múltiplos de comparables implica otra suposición clave que es fundamental para la precisión y relevancia de los resultados. Uno de los aspectos más importantes a considerar es el parámetro que se utiliza como base para la aplicación de estos múltiplos.

En el análisis de Almoauto, se emplean los ingresos y el EBITDA como parámetros para aplicar los múltiplos obtenidos. Como se ha mencionado anteriormente, utilizando los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA medios se obtiene una valoración de 11,148 M€ y 6,647 M€ respectivamente. Estos resultados se obtienen en lo que podría considerarse como en un escenario de caso base, que represente las expectativas actuales del mercado y de la empresa. Este caso base podría asumir un crecimiento moderado en las ventas y los márgenes, y un entorno competitivo y regulatorio estable.

Sin embargo, en la valoración de empresas, es útil considerar diferentes escenarios para poder tener una imagen más completa y realista de las posibles trayectorias futuras. En este caso, además de considerar el escenario base, también se debe examinar cómo variaría la valoración de Almoauto en un escenario más pesimista y uno más optimista. Estos escenarios se pueden construir a partir de diferentes supuestos acerca de factores clave, como las ventas de vehículos, los márgenes y el crecimiento del sector, entre otros.

En el escenario pesimista, se podrían asumir condiciones más adversas, como una disminución en la demanda de vehículos, un incremento en los costes operativos, una mayor competencia que presione los precios a la baja, o cambios regulatorios desfavorables. Estos factores podrían conducir a menores ingresos y EBITDA, lo que a su vez resultaría en una menor valoración al aplicar los múltiplos.

Por otro lado, en el escenario optimista, se podrían suponer condiciones más favorables, como un fuerte crecimiento en la demanda de vehículos nuevos, una mejora en la eficiencia operativa que impulse los márgenes, una consolidación en el sector que reduzca la competencia, o políticas gubernamentales que incentiven la compra de los vehículos que Almoauto comercializa. En este caso, los ingresos y el EBITDA podrían ser mayores, lo que se traduciría en una valoración más elevada.

En la estimación de la valoración de Almoauto bajo diferentes escenarios, es útil contemplar cambios en los factores clave que podrían afectar a las ventas y a los ingresos de la empresa. En este caso, se mantendrá el margen EBITDA al 1,82% y se considerarán variaciones en las ventas de vehículos.

1. **Escenario Base:** Para este escenario, la empresa espera vender 4.200 vehículos a un precio medio de 18.180 €. Esto daría lugar a unos ingresos totales de 76,365 M€ y un EBITDA de 1,392 M€.
2. **Escenario Pesimista:** En este escenario, asumimos una disminución en la venta de vehículos del 10%. Esto implicaría la venta de 3.780 vehículos, manteniendo el precio medio por vehículo y el margen EBITDA. Esto daría lugar a unos ingresos totales de 68,720 M€ y un EBITDA de 1,253 M€.
3. **Escenario Optimista:** En contraste, el escenario optimista contempla un aumento del 10% en las ventas de vehículos, resultando en la venta de 4.620 vehículos. Manteniendo el precio medio por vehículo y el margen EBITDA al 1,82%, esto se traduciría en unos ingresos de 83,991 M€ y un EBITDA de 1,532 M€

Tabla 16: Valor de Almoauto en Función de los Ingresos y EBITDA Utilizados

EV (miles de euros)		Múltiplo.	
		EV/Ingresos	EV/EBITDA
Escenario	Optimista	12.263	7.309
	Base	11.149	6.645
	Pesimista	10.033	5.982

Fuente: Elaboración propia

La tabla muestra como una variación de 10% tanto para arriba como para abajo del número de vehículos vendidos afecta a la valoración en un 10% para arriba en el escenario optimista y un 10% para abajo en el pesimista.

Los datos vuelven a demostrar que la valoración no es un valor fijo, sino que depende de una serie de factores y supuestos, incluyendo la capacidad para generar ingresos, los márgenes y las expectativas del mercado. La elección de los parámetros y múltiplos utilizados en el cálculo, así como las cifras de ingresos y EBITDA esperadas, son cruciales para obtener una valoración precisa y relevante.

3.4. Transacciones Precedentes

3.4.1. Valoración por Transacciones Precedentes

Para llevar a cabo una evaluación rigurosa y precisa de la Compañía, se ha realizado un análisis exhaustivo de las transacciones precedentes en el sector de distribución de vehículos. Este análisis se ha facilitado mediante el uso de la herramienta Mergermarket, una plataforma reconocida que captura cerca del 100% de las transacciones de fusiones y adquisiciones (M&A) a nivel global.

El análisis se ha centrado en transacciones que cumplen con criterios específicos. El sector relevante es el de 'Retail de vehículos / Distribuidores'. El ámbito geográfico cubierto es global, garantizando la inclusión de todos los posibles patrones de transacción.

Además, el período de tiempo evaluado abarca los últimos 10 años de transacciones en el sector, proporcionando una vista detallada y actualizada de las tendencias del sector. Se han descartado además todas aquellas transacciones que no tengan públicos los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA a los que se han llevado a cabo la transacción, ya que sin esta información, no se puede llevar a cabo la valoración de la Compañía. Este proceso de filtrado ha dado lugar a una lista inicial de más de 173 transacciones.

De este conjunto, se han seleccionado 21 transacciones (punto 7.3. del anexo) para un análisis más detallado, descartando todas aquellas compañías que no se dedicaban exclusivamente a la distribución de vehículos. Este enfoque asegura la relevancia y la precisión de la valoración de la Compañía que se llevará a cabo basándose en estos datos.

Los resultados de la valoración de Almoauto utilizando estas 21 transacciones son los siguientes:

Tabla 17: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 10 Años

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,20x	5,63x
Mediana	0,18x	5,57x
Máx	0,59x	9,04x
Mín	0,06x	2,18x

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Mergermarket

En contraposición al enfoque de valoración por múltiplos de compañías comparables, el análisis de múltiplos basado en transacciones precedentes utiliza datos históricos. En lugar de proyectar cifras de rendimiento futuro, este método se basa en los resultados financieros reales del último año fiscal o los últimos doce meses, dado que estos múltiplos reflejan valores pasados y no proyecciones futuras.

Previamente se han examinado las diferencias entre usar la media y la mediana en la valoración por múltiplos de compañías comparables. Sin embargo, para simplificar el análisis de transacciones precedentes, se utilizarán únicamente en los múltiplos obtenidos a partir de la media y no la mediana.

Al aplicar este enfoque, se toman los múltiplos medios EV/Ingresos y EV/EBITDA, y se multiplican por los ingresos y el EBITDA respectivos de Almoauto para el año 2022. Con este método, se obtiene una valoración de la Empresa de 14,068 M€ y 7,220 M€, respectivamente.

3.4.2. Análisis de Sensibilidad en las Suposiciones

Comparabilidad de las transacciones

En el marco teórico se explicaba como la comparabilidad de las transacciones es la suposición principal que se realiza en una valoración de transacciones precedentes. En el caso práctico de Almoauto, se podría argumentar que gran parte de las transacciones seleccionadas no son del todo comparables ya que tienen un tamaño bastante mayor en comparación con Almoauto.

Por consiguiente, se podría ajustar la búsqueda de transacciones precedentes para hacerla más específica, aplicando criterios financieros que se alineen mejor con las características de Almoauto. En este caso particular, como Almoauto registró ingresos aproximados de 72 M€ en 2022, podría ser razonable concentrar la búsqueda en transacciones en las que el objetivo tuviese ingresos inferiores a 100 M€.

De este modo, se estarían excluyendo a las empresas con ingresos significativamente más altos que los de Almoauto, lo cual podría permitir obtener una valoración más precisa y ajustada a la realidad de la Empresa. Con este enfoque, las transacciones precedentes de Almoauto se reducirían de 21 a 8 y la valoración de Almoauto se presentaría de la siguiente manera:

Tabla 18: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 10 Años Excluyendo Compañías con más de 100 M€ en Ingresos

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,25x	6,10x
Mediana	0,21x	6,49x
Máx	0,59x	8,55x
Mín	0,15x	2,21x

Fuente: Elaboración propia a través de los datos de Mergermarket

Así, empleando el mismo proceso que en los casos previos, la valoración resultante de Almoauto sería de 18,216 M€ si se aplica el múltiplo medio EV/Ingresos y de 7,819 M€ si se aplica el múltiplo medio EV/EBITDA. Estas cifras representan un incremento del 30% y del 8% respectivamente, en comparación con la valoración obtenida en el escenario base.

Tales hallazgos pueden sugerir que las empresas de menor tamaño tienden a ser valoradas con múltiplos más altos que las compañías de mayor tamaño como se explicaba en el marco teórico. Este patrón además indica la importancia de llevar a cabo un análisis detallado de las transacciones precedentes del sector que sean comparables a la empresa que se esté valorando. Como se ha visto el valor final de la valoración está sujeto en gran medida a los múltiplos derivados de estas transacciones.

Relevancia temporal de las transacciones

En este caso específico, se ha optado por analizar transacciones del sector durante la última década. Sin embargo, como se mencionaba en la parte teórica también podría ser óptimo utilizar únicamente transacciones ocurridas recientemente.

Por tanto, se van a presentar también los resultados de un análisis basado en transacciones de los últimos 5 años y así poder analizar las diferencias en el resultado de la valoración dependiendo del horizonte temporal de transacciones que se seleccionen.

Tabla 19: Múltiplos Transacciones Precedentes del Sector Últimos 5 Años

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,16x	4,64x
Mediana	0,17x	3,55x
Máx	0,23x	9,04x
Mín	0,06x	2,18x

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Mergermarket

Empleando el múltiplo EV/Ingresos de las transacciones de los últimos 5 años, la valoración de la empresa disminuiría de 14,068 M€ a 11,269 M€. De manera similar, utilizando el múltiplo EV/EBITDA de este periodo más reciente, la valoración disminuiría de 7,220 M€ a 6,455 M€.

Por lo tanto, un simple cambio en la suposición del periodo de tiempo de las transacciones precedentes consideradas puede tener un impacto considerable en la valoración final de la empresa. En el caso de Almoauto, la valoración se reduciría en un 20% y en un 11% respectivamente, al usar los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA de las transacciones de los últimos 5 años.

Disponibilidad de la información

En el caso estudiado sobre Almoauto, se han podido localizar 21 transacciones que se podrían considerar como precedentes con información pública de los múltiplos y las métricas financieras de las transacciones. Sin embargo, podría haberse dado el caso de que gran parte de estas transacciones no tuvieran información financiera pública y por tanto se limitara el análisis.

Para ver el impacto de la disponibilidad de la información en la valoración de la Compañía, se va a llevar a cabo una valoración suponiendo que las transacciones por un valor menor de 50 M€ no tienen información financiera accesible sobre la transacción ya que como se mencionaba en el marco teórico, esto podría ser posible ya que las transacciones de menor tamaño tienden a llevarse a cabo en un entorno más privado y de menos accesibilidad para el público. Aplicando este filtro, se tendría información pública, únicamente sobre 6 transacciones del sector las cuales darían lugar a los siguientes resultados:

Tabla 20: Múltiplos Transacciones Precedentes con EV Menor a 50 M€

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,18x	4,64x
Mediana	0,19x	3,79x
Máx	0,23x	7,95x
Mín	0,12x	2,18x

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Mergermarket

De este modo, multiplicando los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA medios por los ingresos y el EBITDA de Almoauto en 2022, se obtiene una valoración de la Empresa de 12,832 M€ y 5,942 M€, respectivamente, un 8,8% y un 17,7% menor con respecto al caso base en el que se incluyen la totalidad de las 21 transacciones del sector para realizar la valoración.

Por tanto, la disponibilidad de la información es un factor crucial en el análisis de transacciones precedentes y en la valoración de empresas. El hecho de no tener acceso a los múltiplos de ciertas transacciones puede distorsionar en gran medida el resultado de la valoración como bien se ha demostrado.

3.5. Comparativa de los Resultados de los Distintos Métodos de Valoración

Una vez vistos y analizados los resultados de los 3 métodos de valoración incluyendo el análisis de sensibilidad a las suposiciones en cada uno de ellos, se van a analizar las diferencias de los resultados de los distintos métodos utilizando los escenarios base de cada uno de ellos.

Esto se realizará comparando las valoraciones basadas en los escenarios por defecto en cada uno de los tres métodos analizados. Es importante resaltar que, para simplificar la comparativa, en el caso de las valoraciones por compañías comparables y transacciones precedentes, se utilizarán los resultados derivados de los múltiplos medios, en lugar de las medianas.

A continuación, se presentan los resultados obtenidos de la valoración de Almoauto mediante cada uno de los métodos de valoración en sus escenarios base:

Tabla 21: Valoración Almoauto Escenarios Base en Función del Método de Valoración

EV (miles de euros)		Múltiplo	
		EV/Ingresos	EV/EBITDA
Metodología	DCF	9.509	
	Comparables	11.148	6.647
	Precedentes	14.068	7.220

Fuente: Elaboración propia

Como muestra la tabla, la valoración de Almoauto mediante diferentes métodos arroja resultados variados, reflejando los distintos enfoques y supuestos implícitos en cada uno de ellos.

En caso de hacer un media entre los resultados de los múltiplos EV/Ingresos y EV/EBITDA se obtendría una valoración de 8,898 M€ mediante los múltiplos de compañías comparables y 10,644 M€ mediante transacciones precedentes. De esta manera, la práctica concuerda con la teoría que se analizaba al comienzo del trabajo en la *figura 1*, la cual explicaba que la valoración más alta se suele obtener mediante la valoración por transacciones precedentes, después seguiría la valoración por DCF y posteriormente la valoración por múltiplos de compañías comparables.

La tabla a continuación muestra la diferencia en términos porcentuales de las valoraciones a través de los múltiplos de compañías comparables y transacciones precedentes con respecto del valor obtenido a través de la valoración por DCF:

Tabla 22: Variación EV con Respecto a la Valoración de Almoauto por DCF

Variación EV		Múltiplo	
		EV/Ingresos	EV/EBITDA
Metodología	Comparables	17,2%	-30,1%
	Precedentes	47,9%	-24,1%

Fuente: Elaboración propia

La *tabla 22* muestra la diversidad en los resultados de la valoración de Almoauto, resaltando la importancia de considerar diferentes métodos al evaluar una empresa. Cada método tiene sus propias ventajas y limitaciones y refleja diferentes aspectos del valor de la empresa, ya sea su potencial de generación de flujos de caja futuros, su valor en relación con empresas comparables, o su valor percibido en transacciones recientes del mercado.

Una vez demostrado que es posible obtener resultados muy dispares para una misma compañía dependiendo del método de valoración que se utilice, se va a proceder analizar las limitaciones de cada método de la valoración para este caso práctico en concreto.

Al hacer el DCF de Almoauto, la proyección de los ingresos, gastos e inversiones futuras de conllevó un nivel de incertidumbre significativo. La selección de la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a largo plazo, elementos críticos en el método DCF, también presentaron desafíos debido a su sensibilidad.

La estimación del valor terminal de Almoauto también planteó dificultades. El cálculo de este elemento crucial requiere una tasa de crecimiento a largo plazo sostenible, lo cual conlleva un alto grado de subjetividad y juicio profesional. En general, la valoración de Almoauto a través del método DCF ha estado sujeta a diversas incertidumbres, resaltando la importancia del juicio profesional y una rigurosa due diligence.

Al recurrir al método de múltiplos de compañías cotizadas comparables, se encontraron desafíos en la identificación de empresas similares que operen en el mismo sector que Almoauto y que compartan características relevantes. No se pudieron encontrar compañías similares en España por lo que se tuvo que recurrir al Reino Unido. Además,

estas compañías británicas, al tratarse de compañías cotizadas, resultaron ser en promedio casi 30 veces más grandes en términos de ingresos, lo que limitó la comparabilidad y la precisión de la valoración.

Por otro lado, en el proceso de valoración de Almoauto, a través del método de transacciones precedentes, se encontraron 21 transacciones comparables con múltiplos visibles. Estas transacciones sirvieron como una valiosa base para determinar un rango de múltiplos de mercado para Almoauto, sin embargo, esta cantidad limitada de transacciones disponibles no permitió una completa captura de la variabilidad del mercado.

Esto se debe a que se identificaron otras 56 transacciones que parecían ser comparables en función de factores como la industria y el tiempo de la transacción que, sin embargo, debido a la falta de transparencia y disponibilidad de datos en transacciones privadas, los múltiplos asociados a estas transacciones no estaban públicos. Como resultado, estas transacciones no pudieron ser utilizadas en el análisis, limitando así la cantidad de datos y potencialmente restringiendo la precisión de la valoración.

Estas limitaciones experimentadas durante la valoración de Almoauto son coherentes con las teorías establecidas de valoración de empresas. A pesar de estas limitaciones, se logró estimar un rango de valores posibles para Almoauto a través de la aplicación coherente de estos métodos.

En consonancia con la teoría relativa a la aplicabilidad de cada método, en el caso de Almoauto, a pesar de la subjetividad de ciertas suposiciones (WACC, g), el DCF resulta ser el método de valoración más apropiado en este caso. Esto se debe a la estabilidad de los flujos de caja pasados y la facilidad para proyectar estos flujos de caja en los años próximos 5 años.

Por otra parte, los métodos de valoración relativos presentaron limitaciones más significativas como la falta de compañías verdaderamente comparables en el caso de la valoración por múltiplos de compañías comparables y la escasez de transacciones precedentes recientes de un tamaño similar en el sector, en el caso de la valoración por transacciones precedentes.

4. Conclusiones

4.1. Conclusiones Generales del Estudio

La valoración de empresas es un proceso vital tanto para inversores como para gestores de empresas, debido a la importancia de las decisiones que se toman en base a ella. A lo largo del trabajo se ha realizado un análisis de cada método, destacando el impacto de las suposiciones en el resultado de la valoración. A continuación, se muestran las principales conclusiones extraídas del análisis:

Método de descuento de flujos de caja (DCF):

Se ha constatado que la valoración a través del DCF, aunque es una de las más robustas teóricamente, está sujeta a una alta sensibilidad frente distintas hipótesis. A pesar de estas limitaciones, es un método esencial debido a su enfoque en la generación de valor futuro, lo cual es fundamental para los inversores. A continuación, se muestran los principales resultados obtenidos y las principales conclusiones que se obtiene sobre cada uno:

- Las suposiciones principales en el método DCF incluyen las proyecciones de los flujos de caja libres, la tasa de descuento (WACC), la tasa de crecimiento a perpetuidad y el horizonte temporal de las proyecciones. Estas suposiciones son críticas porque pequeñas variaciones pueden tener un efecto significativo en la valoración final de la empresa.
- Los ingresos son una métrica esencial en el cálculo de los flujos de caja libres. Variaciones de ingresos, ya sean debidas a cambios en el volumen de ventas o en el precio medio de venta, pueden afectar de manera considerable a la valoración final de la empresa. Esto pone de relieve la importancia de una proyección de ingresos precisa y prudente.
- Las variaciones dentro de un rango razonable en la tasa de descuento (WACC) y en la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) pueden tener un impacto crítico en la valoración final de una empresa. Esto subraya la importancia de realizar un análisis de sensibilidad en el DCF para distintas tasas de descuento y crecimiento.
- El horizonte temporal de proyección influye de manera directa en la valoración. Durante el caso práctico, se ha demostrado como un cambio de un año en el horizonte de proyección puede alterar el valor de la compañía en más de un 6%.

- Este método es especialmente útil en situaciones en las que una empresa tiene flujos de caja predecibles y estables a largo plazo. Puede ser particularmente relevante para empresas que se centran en estrategias de inversión a largo plazo y donde los beneficios futuros pueden preverse con un grado razonable de certeza.

Método de múltiplos de compañías comparables:

La valoración por compañías comparables, por su simplicidad y enfoque de mercado, ha demostrado ser una herramienta valiosa para valorar una compañía. No obstante, durante el caso práctico, se han encontrado dificultades considerables en la identificación de empresas verdaderamente comparables, lo que subraya el valor de un criterio profesional sólido y bien fundamentado al aplicar esta metodología. A continuación, se muestran los principales resultados obtenidos y las principales conclusiones que se obtienen:

- Las suposiciones en el método de valoración por compañías comparables pueden tener un impacto significativo en la valoración final. Los elementos clave incluyen la selección de las compañías comparables, la elección del múltiplo adecuado, los ajustes a los múltiplos y las estimaciones de los datos financieros futuros.
- La elección de las empresas comparables es un factor determinante. En muchos casos, la exclusión o inclusión de una sola compañía comparable puede alterar considerablemente el valor de la empresa. Esto pone de manifiesto la importancia de una selección cuidadosa y justificada de las empresas comparables.
- La selección del múltiplo también puede tener un impacto muy importante en la valoración. Dependiendo de si se utiliza la media o la mediana para calcularlo y del tipo de múltiplo, las valoraciones pueden variar considerablemente, subrayando la importancia de la selección y justificación de los múltiplos.
- Las fluctuaciones en las métricas financieras también influyen en la valoración de la empresa mediante este método. Durante el caso práctico se ha demostrado como variaciones relativamente pequeñas en los ingresos o el EBITDA pueden dar lugar a grandes cambios en la valoración de la empresa. Esto resalta la importancia de las estimaciones de métricas financieras precisas y realistas en la valoración.
- Este método de valoración es práctico cuando se opera en sectores con una alta concentración de empresas similares cotizadas. Por tanto, se puede aplicar cuando se dispone de suficientes datos del mercado para realizar una comparación precisa.

Análisis de transacciones precedentes:

El método de valoración por transacciones precedentes aporta un enfoque basado en el mercado muy valioso para la evaluación de empresas, permitiendo una visión dinámica y contextual del valor basada en transacciones recientes. Sin embargo, como se ha demostrado durante el caso práctico, encontrar transacciones comparables recientes puede ser un desafío, lo que puede dificultar la captura completa de la variabilidad del mercado. En este contexto, el método de valoración por transacciones precedentes enfatiza la necesidad de considerar factores contextuales y de mercado en la valoración de empresas. A continuación, se presentan algunas de las principales conclusiones de este método:

- Las suposiciones clave en la valoración por transacciones precedentes incluyen la comparabilidad de las transacciones, la relevancia temporal de estas, así como la disponibilidad y calidad de la información. Estas suposiciones son vitales debido a que pueden influir significativamente en la valoración resultante.
- La selección precisa de transacciones precedentes es fundamental en este método de valoración. Sin embargo, en ocasiones puede ser difícil encontrar un número suficiente de transacciones que coincidan exactamente en términos de sector, tamaño y otras características relevantes. Esto puede obligar a ampliar la búsqueda a transacciones con empresas que no sean completamente comparables, lo que como se ha demostrado, podría afectar la precisión del resultado final de la valoración.
- El período de tiempo considerado para las transacciones precedentes también tiene un impacto relevante en la valoración. Restringir el análisis a transacciones más recientes puede resultar en variaciones significativas en los múltiplos de la industria. Por ello, se requiere un análisis cuidadoso del mercado y sus tendencias a o largo de los años para seleccionar un período de tiempo coherente.
- La disponibilidad y calidad de los datos sobre transacciones precedentes es un factor crítico en este tipo de valoración. En algunos casos, la información puede ser limitada, y esta limitación en la disponibilidad puede provocar grandes cambios en la valoración final. Esto resalta la importancia de una recopilación de datos exhaustiva y cuidadosa al realizar valoraciones por transacciones precedentes.

- Este método es útil en situaciones en las que ha habido una serie de transacciones comparables recientes en el mismo sector o industria. También puede ser aplicable a empresas que tienen flujos de caja inestables y poco predecibles. Por tanto, es especialmente relevante para empresas en etapas tempranas, que pueden no tener flujos de caja estables o previsibles.

Estos puntos resaltan la importancia y las implicaciones de las suposiciones y las limitaciones a los que están sujetos los 3 métodos de valoración estudiados durante el trabajo. Por tanto, como se ha explicado a lo largo del estudio, una vez comprendo el impacto de estas suposiciones y las limitaciones de los métodos, es importante establecer estrategias de acción para abordarlas:

- Utilizar múltiples enfoques de valoración para tener una visión más equilibrada y completa del valor de la empresa.
- Revisar y validar cuidadosamente los supuestos y proyecciones en el método DCF y realizar análisis de sensibilidad para entender la influencia de estos en la valoración.
- Seleccionar con diligencia las empresas comparables en el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables, considerando factores como el sector, tamaño, estructura de costes, modelo de negocio, y el contexto económico y geográfico.
- Realizar un extenso análisis del sector y de la compañía en el método de transacciones precedentes para seleccionar transacciones realmente comparables y considerar la inclusión de transacciones privadas, aunque su información pueda ser difícil de obtener.
- Mantener la información actualizada y validarla continuamente para asegurar la precisión y relevancia de las valoraciones.

En conclusión, es esencial que las suposiciones se realicen con elevado cuidado y se revisen regularmente a lo largo del proceso de valoración para garantizar que la valoración de la empresa sea lo más precisa y relevante posible. La valoración de una empresa es un ejercicio laborioso que requiere un alto nivel de precisión y atención al detalle, y el reconocimiento de la influencia de las suposiciones en este proceso es un primer paso crucial hacia una valoración más precisa y valiosa.

4.2. Recomendaciones para Futuras Investigaciones

La investigación actual ha revelado la importancia y relevancia de las suposiciones en los 3 métodos de valoración analizados. Sin embargo, hay mucho más que se puede explorar y analizar en futuras investigaciones. Aquí se ofrecen algunas recomendaciones:

- **Ampliar el espectro de métodos de valoración:** Esta investigación se ha centrado en tres métodos de valoración, pero hay otros enfoques que también pueden analizarse. Sería interesante ver cómo las suposiciones afectan los resultados de estos métodos y si hay diferencias significativas en comparación con los métodos estudiados en esta investigación.
- **Análisis con una muestra más grande de empresas:** La presente investigación ha utilizado Almoauto como estudio de caso. Futuras investigaciones podrían beneficiarse de la aplicación de este análisis a una muestra más grande de empresas. Esto proporcionaría una visión más precisa y objetiva de cómo un cambio en una suposición clave puede alterar el resultado de la valoración.
- **Examinar el impacto de las suposiciones en diferentes contextos:** Sería valioso analizar cómo las suposiciones impactan en los resultados de la valoración en diferentes contextos. Por ejemplo, se podría investigar el impacto de las suposiciones en diferentes sectores industriales, zonas geográficas, y tamaños de empresas. Esto podría revelar si ciertos factores contextuales hacen que las empresas sean más o menos sensibles a cambios en las suposiciones.
- **Analizar la influencia de las suposiciones en la toma de decisiones de los inversores:** ¿Hasta qué punto las suposiciones impactan en las decisiones de inversión? ¿Los inversores son conscientes de cómo las suposiciones pueden alterar la valoración de una empresa?
- **Estudiar la correlación entre las suposiciones y los errores de valoración:** Sería valioso investigar si hay una correlación entre ciertas suposiciones y los errores de valoración. Esto podría ayudar a los analistas a evitar suposiciones que a menudo resultan en valoraciones inexactas.

Estas recomendaciones podrían ayudar a profundizar en la comprensión de la importancia de las suposiciones en la valoración de empresas y proporcionar información valiosa para los inversores, analistas y otras partes interesadas.

5. Bibliografía

a) Libros de texto y monografías:

Benninga, S. (2014). Financial modelling (4th ed.). MIT Press.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). Corporate Finance (3rd ed.). Pearson.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). Corporate Finance (4th ed.). Pearson.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). Financial management: Theory and practice. Cengage Learning.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2017). Principles of corporate finance. McGraw-Hill Education.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (4th ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Fernández, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.

Hitchner, J. R. (2017). Financial valuation : Applications and models. John Wiley & Sons, Incorporated.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (5th ed.). Wiley.

McKinsey & Company. (2020). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons.

Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases* (5th ed.). South-Western Cengage Learning.

Parrino, R., Kidwell, D. S., & Bates, T. W. (2011). *Fundamentals of corporate finance*. John Wiley & Sons.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples*. John Wiley & Sons, Incorporated.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

b) Artículos de revistas académicas:

Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 11-20.

Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

Bhojraj, S., & Lee, C. M. (2002). Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 407-439.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Hall, B. H., & Weinstein, D. E. (2000). Sleeping Patents and Compulsory Licensing: An Options Analysis. *Research Policy*, 29(7-8), 943-960.

Harris, R., & Marston, F. (2001). Value relevance of book value and earnings: An international perspective. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 1-34.

Kaplan, S., & Ruback, R. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093.

Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525-622.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.

Mauboussin, M., & Callahan, D. (2001). What's a Company Really Worth? Intangible Capital and the "Market to Book Value" Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 42-48.

Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.

Schreiner, A. (2002). Equity Valuation Using Multiples: An Overview. Research Paper Series, Deutsche Bank.

c) Webgrafía

Banco Central Europeo. (2023). ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb.projections202303>

Breaking into Wall Street (BIWS). (N.D.). Investment Banking Interview Guide. Disponible para comprar en: <https://breakingintowallstreet.com/investment-banking-interview-guide/>

Olson, P. (2014) Facebook Closes \$19 Billion WhatsApp Deal. Forbes. Disponible en: <https://www.forbes.com/sites//facebook-closes-whatsapp>

Pierce, D. (2012). Facebook's Instagram acquisition: the billion-dollar story. The Verge. Disponible en: <https://www.theverge.com//facebook-instagram-acquisition>

Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation using Discounted Cash Flow Methods. Disponible en: <https://arxiv.org/abs/1003.4881>

Wall Street Oasis (WSO). (2014). Technical Interview Guide: Preparation for Finance Interviews. Disponible para comprar en: <https://www.wallstreetoasis.com/>

D) Legislación y normativas

International Financial Reporting Standards (IFRS).

United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP).

E) Bases de Datos

Alimarket, S.A. (2023). Alimarket.

Bureau van Dijk. (2023). Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)

FactSet Research Systems. (2023). FactSet

Mergermarket Ltd. (2023). MergerMarket

Ebook Central. (2023). ProQuest

6. Glosario

- **DCF (Discounted Cash Flow):** Es un método de valoración que se basa en estimar los flujos de caja futuros y descontarlos a su valor presente utilizando una tasa de descuento adecuada.
- **WACC (Weighted Average Cost of Capital):** Es la tasa de descuento utilizada en el análisis DCF que representa el coste medio ponderado de capital de una empresa.
- **Flujos de Caja Libres:** Son las cantidades de efectivo que una empresa genera después de restar los gastos necesarios para mantener o expandir su base de activos.
- **Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):** Es la tasa a la que se espera que los flujos de caja de una empresa crezcan indefinidamente.
- **EV (Enterprise Value):** Es una medida del valor total de una empresa, incluyendo la deuda y el capital propio.
- **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization):** Es una medida de los ingresos de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **P / E (Price to Earnings):** Es un ratio de valoración que se calcula dividiendo el precio de mercado por acción de una empresa entre sus ganancias por acción (EPS).
- **CAPEX (Capital Expenditures):** Son los fondos que una empresa utiliza para adquirir, mejorar o mantener sus activos físicos, como propiedades, edificios industriales, tecnología o equipos.
- **Working Capital (Capital de Trabajo):** Es una medida de la liquidez a corto plazo de una empresa y se calcula como la resta del activo operativo a corto plazo menos el pasivo operativo a corto plazo.
- **Beta:** En finanzas, la beta es una medida de la volatilidad, o riesgo sistemático, de una inversión o una cartera en comparación con el mercado en su conjunto.
- **Equity (Patrimonio Neto):** En términos financieros, equity se refiere a la propiedad que tiene un inversor en cualquier activo después de deducir todas las deudas asociadas. En una empresa, se refiere al valor de la empresa que es propiedad de los accionistas.

7. Anexo

7.1. Cuentas Anuales Consolidadas Almoauto

Balance Consolidado

Balance (miles de euros)	2018	2019	2020	2021	2022
Activo no corriente	2.360	2.149	3.981	4.458	4.701
Inmovilizado intangible	16	11	6	2	0
Inmovilizado material	2.233	2.027	1.914	1.640	1.600
Inversiones en asociadas a l/p	5	-	2.005	1.966	5
Inversiones financieras a l/p	100	100	55	849	3.096
Activo por impuestos diferidos	7	11	1	0	0
Activo corriente	24.423	22.942	27.450	16.500	21.145
Existencias	15.982	15.102	15.272	5.146	14.180
Cuentas por cobrar	3.115	3.834	4.223	2.376	3.781
Inversiones financieras a c/p	233	-	-	4.799	-
Periodificaciones a c/p	37	49	15	45	30
Caja y equivalentes	5.058	3.956	7.940	4.133	3.154
Total activo	26.783	25.091	31.431	20.957	25.846
Patrimonio neto	9.131	9.241	13.075	13.533	12.535
Capital	496	496	496	496	496
Prima de emisión	794	794	794	794	794
Reservas	6.425	7.642	7.950	11.785	10.242
Resultado del ejercicio	1.415	308	3.835	458	1.002
Dividendos	-	-	-	-	-
Pasivo no corriente	3.062	1.340	493	492	458
Provisiones a l/p	-	-	47	47	47
Deuda a l/p	-	178	413	417	388
Deuda con asociadas a l/p	3.062	1.162	33	28	23
Pasivo corriente	14.591	14.510	17.863	6.932	12.853
Deuda a c/p	12.738	12.947	16.972	5.402	10.429
Deuda con asociadas a c/p	-	-	-	4	4
Cuentas por pagar	1.853	1.563	891	1.527	2.421
Total patrimonio neto y pasivo	26.783	25.091	31.431	20.957	25.846

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidada

P&G (miles de euros)	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	73.394	73.902	60.776	61.217	72.027
COGS	(66.360)	(67.408)	(55.282)	(54.942)	(68.146)
Margen bruto	7.034	6.494	5.493	6.275	3.881
<i>Margen bruto (%)</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>5,4%</i>
Otros ingresos de explotación	4.480	4.651	3.890	3.332	6.433
Gastos de personal	(6.285)	(6.087)	(5.025)	(5.530)	(5.633)
Otros gastos de explotación	(3.642)	(4.001)	(3.222)	(3.146)	(3.399)
EBITDA	1.587	1.057	1.136	931	1.282
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,8%</i>
D&A	(474)	(576)	(493)	(326)	(306)
Otros resultados excepcionales	985	25	4.543	21	5
EBIT	2.098	506	5.186	627	980
<i>Mg. EBIT (%)</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,4%</i>
Resultado financiero	(209)	(107)	(57)	(18)	22
Ingresos financieros	24	18	136	67	81
Gastos financieros	(233)	(125)	(193)	(85)	(59)
EBT	1.889	399	5.129	609	1.002
<i>Mg. EBT (%)</i>	<i>2,6%</i>	<i>0,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,4%</i>
Impuestos sobre beneficios	(474)	(96)	(1.294)	(151)	-
Resultado del ejercicio	1.415	303	3.835	458	1.002
<i>Mg. neto (%)</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,4%</i>	<i>6,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,4%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi

Estado de Flujos de Efectivo Consolidado

Cash Flow (miles de euros)	2018	2019	2020	2021	2022
Cash flow operativo	(2.841)	(254)	3.165	8.819	(8.243)
Beneficio neto	1.415	303	3.835	458	1.002
D&A	474	576	493	326	306
Otros resultados excepcionales	(5)	(985)	(25)	(4.543)	(21)
Working capital	(4.792)	(131)	(1.229)	12.608	(9.545)
Otros ajustes	66	(17)	92	(29)	15
Cash flow de inversión	(379)	858	(2.311)	(1.059)	4.271
Variación neta del inmovilizado	(147)	620	(351)	4.495	(243)
Inversiones financieras	(233)	238	(1.960)	(5.555)	4.514
Cash flow de financiación	5.858	(1.706)	3.130	(11.567)	2.992
Variación neta del capital	695	(194)	-	-	(2.001)
Variación neta de la deuda	5.163	(1.512)	3.130	(11.567)	4.993
Pago de dividendos	-	-	-	-	-
Caja generada	2.638	(1.102)	3.985	(3.807)	(979)
Caja CdP	2.420	5.058	3.956	7.940	4.133
Caja FdP	5.058	3.956	7.940	4.133	3.154

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi

7.2. Cuentas Anuales Proyectadas Almoauto (2023 – 2027)

Balance Consolidado Proyectado

Balance (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Activo no corriente	3.474	3.583	3.667	3.748	3.830
Inmovilizado intangible	2	3	5	7	9
Inmovilizado material	1.662	1.696	1.715	1.732	1.749
Inversiones en asociadas a l/p	1.228	1.279	1.321	1.363	1.407
Inversiones financieras a l/p	581	605	625	645	666
Activo por impuestos diferidos	-	-	-	-	-
Activo corriente	22.321	22.198	22.155	22.240	22.437
Existencias	14.762	15.133	15.388	15.628	15.868
Cuentas por cobrar	3.556	3.649	3.713	3.773	3.833
Inversiones financieras a c/p	-	-	-	-	-
Periodificaciones a c/p	23	23	24	24	25
Caja y equivalentes	3.980	3.393	3.030	2.814	2.712
Total activo	25.795	25.781	25.822	25.987	26.267
Patrimonio neto	13.207	13.935	14.708	15.568	16.519
Capital	496	496	496	496	496
Prima de emisión	794	794	794	794	794
Reservas	11.244	11.916	12.644	13.417	14.277
Resultado del ejercicio	672	728	773	860	951
Dividendos	-	-	-	-	-
Pasivo no corriente	524	485	447	412	378
Provisiones a l/p	24	24	24	24	24
Deuda a l/p	500	461	424	388	354
Deuda con asociadas a l/p	-	-	-	-	-
Pasivo corriente	12.064	11.361	10.667	10.007	9.370
Deuda a c/p	9.506	8.763	8.050	7.376	6.726
Deuda con asociadas a c/p	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	2.559	2.599	2.617	2.632	2.645
Total patrimonio neto y pasivo	25.795	25.781	25.822	25.987	26.267

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto y suposiciones

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada Proyectado

P&G (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos	76.355	79.505	82.129	84.746	87.434
COGS	(71.842)	(74.390)	(76.417)	(78.409)	(80.440)
Margen bruto	4.513	5.114	5.712	6.337	6.995
<i>Margen bruto (%)</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,0%</i>
Otros ingresos de explotación	6.601	6.646	6.630	6.599	6.558
Gastos de personal	(5.999)	(6.275)	(6.512)	(6.749)	(6.995)
Otros gastos de explotación	(3.722)	(4.000)	(4.260)	(4.529)	(4.809)
EBITDA	1.392	1.485	1.570	1.658	1.749
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
D&A	(333)	(340)	(344)	(348)	(351)
Otros resultados excepcionales	-	-	-	-	-
EBIT	1.060	1.145	1.226	1.310	1.397
<i>Mg. EBIT (%)</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,6%</i>
Resultado financiero	(164)	(174)	(196)	(163)	(129)
Ingresos financieros	36	57	58	70	83
Gastos financieros	(200)	(231)	(254)	(233)	(212)
EBT	896	971	1.030	1.147	1.268
<i>Mg. EBT (%)</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>
Impuestos sobre beneficios	(224)	(243)	(258)	(287)	(317)
Resultado del ejercicio	672	728	773	860	951
<i>Mg. neto (%)</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto y suposiciones

Estado de Flujos de Efectivo Consolidado Proyectado

Cash Flow (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cash flow operativo	764	644	815	922	1.016
Beneficio neto	672	728	773	860	951
D&A	333	340	344	348	351
Otros resultados excepcionales	(5)	-	-	-	-
Working capital	(220)	(423)	(301)	(286)	(286)
Otros ajustes	(15)	(1)	(1)	(1)	(1)
Cash flow de inversión	899	(449)	(428)	(429)	(433)
Variación neta del inmovilizado	(392)	(375)	(365)	(367)	(370)
Inversiones financieras	1.291	(75)	(62)	(62)	(64)
Cash flow de financiación	(837)	(782)	(751)	(709)	(685)
Variación neta del capital	-	-	-	-	-
Variación neta de la deuda	(837)	(782)	(751)	(709)	(685)
Pago de dividendos	-	-	-	-	-
Caja generada	826	(587)	(363)	(216)	(102)
Caja CdP	3.154	3.980	3.393	3.030	2.814
Caja FdP	3.980	3.393	3.030	2.814	2.712

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi

7.3. Detalle Valoración Almoauto

Detalle de la Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)

UFCF (miles de euros)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	1.060	1.145	1.226	1.310	1.397
Impuestos sobre EBIT	(265)	(286)	(307)	(327)	(349)
NOPAT	795	859	920	982	1.048
D&A	333	340	344	348	351
CAPEX	(392)	(375)	(365)	(367)	(370)
Working capital	(220)	(423)	(301)	(286)	(286)
Otros ajustes	(15)	(1)	(1)	(1)	(1)
UFCF	501	400	597	677	743
Valor terminal					10.874
NPV UFCF	462	340	468	490	496
Suma NPV UFCF	2.255				
% valor de la empresa	23,7%				
NPV valor terminal	7.253				
% valor de la empresa	76,3%				
Valor de la empresa (EV)	9.509				
Deuda financiera neta	7.689				
Valor del equity	1.819				
Tasa de crecimiento perpetuo	1,50%				
WACC	8,44%				
Coste del equity	11,09%				
Rf (Bono español a 10 años)	3,60%				
Beta no apalancada del sector	0,86				
% deuda Almoauto	30,0%				
% equity Almoauto	70,0%				
Beta apalancada Almoauto	0,95				
Rentabilidad del mercado	11,50%				
Coste de la deuda (Pre-Imp)	3,00%				

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones, FactSet

Detalle de la Valoración por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

Compañía	EV (M€)	Ingresos (M€)	EBITDA (M€)	EV / Ingresos	EV / EBITDA
Caffyns	25,4	141,0	4,6	0,18x	5,47x
Lookers	379,0	4.211,3	157,3	0,09x	2,41x
Pendragon	222,1	1.586,5	71,2	0,14x	3,12x
Motorpoint Group	180,6	752,6	17,2	0,24x	10,48x
Vertu Motors	281,9	3.523,3	117,9	0,08x	2,39x

	EV/Ingresos	EV/EBITDA
Media	0,15x	4,77x
Mediana	0,14x	3,12x
Máx	0,24x	10,48x
Mín	0,14x	3,12x

Fuente: Elaboración propia a partir de Factset

Detalle de la Valoración por Transacciones Precedentes

Fecha	Target	Comprador	EV (M€)	EV / Ingresos	EV / EBITDA
dic-22	Helston Garages	Vertu Motors	139,3	0,20x	4,09x
sep-22	Pendragon	Hedin Group	694,6	0,18x	3,38x
ago-22	Pendragon	Lithia Motors	480,6	0,12x	2,18x
ene-22	Lookers	Constellation	711,1	0,14x	3,50x
jun-21	Cambria	Private Investor	139,1	0,23x	6,72x
jul-18	The Hughes Group	Vertu Motors	28,6	0,17x	9,04x
ago-17	Pentagon Motor	Imperial Holdings	31,4	0,06x	3,55x
nov-16	MW Gruppen	Bilia	17,4	0,23x	3,90x
nov-16	Oy AutoCarrera	VV-Auto Group	28,9	0,59x	8,26x
ago-16	Knights Group	Lookers	31,5	0,13x	6,99x
ago-16	Warwick	Lookers	64,0	0,20x	7,95x
jun-16	Gordon Lamb Group	Vertu Motors	24,2	0,21x	5,17x
mar-16	Caffyns	Harwoods	9,5	0,20x	5,97x
nov-15	S.G. Smith	Marshall	32,2	0,13x	5,07x
oct-15	SHG Holdings	Vertu Motors	19,3	0,18x	7,01x
ago-15	Vikings Canterbury	MB south	6,1	0,27x	2,21x
may-15	Bury Land Rover	Vertu Motors	9,7	0,17x	4,67x
nov-14	Gordons (Bolton)	Vertu Motors	14,0	0,15x	8,25x
oct-14	Allen Ford	Super Group	43,1	0,13x	6,24x
may-14	Hillendale Group	Vertu Motors	10,0	0,22x	8,55x

	<i>EV/Ingresos</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Media	0,20x	5,63x
Mediana	0,18x	5,57x
Máx	0,59x	9,04x
Mín	0,06x	2,18x

Fuente: Elaboración propia a partir de Mergermarket

7.4. Detalle Otras Proyecciones Relevantes

Proyección del Working Capital de Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Working capital	15.760	16.183	16.484	16.770	17.056
Variación	220	423	301	286	286
Días de cobro a clientes	17,0	16,8	16,5	16,3	16,0
Rotación de clientes	21,5	21,8	22,1	22,5	22,8
Ingresos	76.355	79.505	82.129	84.746	87.434
Cuentas por cobrar	3.556	3.649	3.713	3.773	3.833
Días de existencias	75,0	74,3	73,5	72,8	72,0
Rotación de existencias	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1
COGS	71.842	74.390	76.417	78.409	80.440
Existencias	14.762	15.133	15.388	15.628	15.868
Días pago a proveedores	13,0	12,8	12,5	12,3	12,0
Rotación de proveedores	28,1	28,6	29,2	29,8	30,4
COGS	71.842	74.390	76.417	78.409	80.440
Cuentas por pagar	2.559	2.599	2.617	2.632	2.645

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones

Proyección de la Estructura de Capital de Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Equity + deuda	23.213	23.159	23.181	23.332	23.598
% equity	56,9%	60,2%	63,4%	66,7%	70,0%
% deuda	43,1%	39,8%	36,6%	33,3%	30,0%
Equity	13.207	13.935	14.708	15.568	16.519
Deuda	10.006	9.224	8.473	7.764	7.080
Deuda a l/p	500	461	424	388	354
% deuda	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Deuda a c/p	9.506	8.763	8.050	7.376	6.726
% deuda	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones

Proyección Inversiones Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Inversiones	1.810	1.884	1.947	2.009	2.072
Inversiones financieras a l/p	581	605	625	645	666
% ingresos	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Inversiones financieras a c/p	-	-	-	-	-
% ingresos	-	-	-	-	-
Inversiones en asociadas a l/p	1.228	1.279	1.321	1.363	1.407
% ingresos	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones

Proyección Ingresos & COGS Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos	76.355	79.505	82.129	84.746	87.434
Nº unidades vendidas	4.200	4.250	4.300	4.350	4.400
Precio medio por unidad	18.180	18.707	19.100	19.482	19.871
Inflación anual eurozona	5,30%	2,90%	2,10%	2,00%	2,00%
COGS	(71.842)	(74.390)	(76.417)	(78.409)	(80.440)
Nº unidades vendidas	4.200	4.250	4.300	4.350	4.400
Coste por unidad	17.105	17.504	17.771	18.025	18.282

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones

Proyección Gastos Indirectos Netos Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Gastos Indirectos Netos	(3.120)	(3.629)	(4.142)	(4.679)	(5.246)
Otros ingresos de explotación	6.601	6.646	6.630	6.599	6.558
% ingresos	8,6%	8,4%	8,1%	7,8%	7,5%
Otros gastos de personal	(5.999)	(6.275)	(6.512)	(6.749)	(6.995)
% ingresos	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Otros gastos de explotación	(3.722)	(4.000)	(4.260)	(4.529)	(4.809)
% ingresos	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	5,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones

Proyección Resultado Financiero Almoauto (2023 – 2027)

Miles de euros	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Resultado Financiero	(164)	(174)	(196)	(163)	(129)
Gastos financieros	(200)	(231)	(254)	(233)	(212)
% deuda bruta	2,0%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Ingresos financieros	36	57	58	70	83
% inversiones	2,0%	3,0%	3,0%	3,5%	4,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de Sabi, Almoauto, suposiciones