



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

MUNDO STARTUP, FINANCIACIÓN Y VALORACIÓN.

Autor: Javier Comesaña García
Director: Alfredo Ibáñez Rodríguez

MADRID | junio 2019

Resumen

En la última década estamos viviendo una segunda revolución digital, y gran parte de la culpa la tienen las startups. Debido al crecimiento del sector y a mi pasión por la tecnología y las finanzas, he decidido aceptar el reto de analizar y explicar la valoración de startups. A lo largo del trabajo, comentaré cuales son las principales formas de financiación de las startups, y como influyen en el crecimiento y éxito de estas. Relacionaré la financiación, con la valoración de este tipo de empresas y aclararé porque los métodos de valoración tradicionales pierden utilidad al aplicarlos a la startups. Posteriormente, presentaré unos métodos de valoración adaptados a las características propias de este tipo de empresas.

Gracias a este trabajo, el lector será capaz de entender las dificultades que supone valorar este tipo de empresas y aprenderá a superarlas.

Palabras Clave: Financiación, emprendimiento, valoración de empresas, EBITDA.

Abstract

In the last decade we are living a second digital revolution, and a big part of the blame is from startups. Due to the growth of the sector and my passion for technology and finance, I have decided to accept the challenge of analyzing and explaining the value of startups. Throughout the work, I will comment on the main forms of financing startups, and how they influence the growth and success of these. I will relate the financing, with the valuation of this type of companies and I will clarify why the traditional methods of valuation lose utility when applying them to startups. Subsequently, I will present valuation methods adapted to the characteristics of this type of companies.

Thanks to this work, the reader will be able to understand the difficulties involved in valuing this type of companies and learn to overcome them.

Keywords: Financing, entrepreneurship, business valuation, EBITDA.

Índice

1. Introducción	6
1.1. Justificación del interés de la cuestión	6
1.2. Objetivos	7
1.3. Metodología	7
1.4. Marco Teórico	8
2. Marco conceptual	9
2.1. Contexto histórico	9
2.2. Definición	10
2.3. Ciclo de vida de las startups	11
3. Financiación de las startups	13
3.1. 3F (Family, Friends and Fools)	14
3.2. Venture Capital	16
3.3. Incubadoras y aceleradoras	17
3.4. Crowdfunding	18
3.4.1. Crowdequity	19
3.5. Business angels	20
3.6. Resumen financiación	22
4. Valoración de startups	23
4.1. Descuento de flujos de caja	24
4.2. Comparación por múltiplos	25
4.3. Limitaciones de los métodos tradicionales	26
4.3.1. Limitaciones del Modelo DFC	27
4.3.2. Limitaciones del modelo de comparación de múltiplos	29
4.4. Problemas encontrados en la valoración de startups	30
4.5. Factores a tener en cuenta en la valoración de startups	31
5. Métodos de valoración alternativos	33
5.1. Variación modelo DFC Damodarán	33
5.2. Método Scorecard	35
5.3. Método Berkus	38
5.4. Método Venture Capital	40
5.5. Método First Chicago	42
5.6. Resumen métodos alternativos	43
6. Valoración de una startup: Wetaca	43
6.1. Método Venture Capital	44

6.1. Método Scorecard	47
7. Conclusiones:.....	51
8. Bibliografía.....	53
8.1. Anexos	56

1. Introducción

1.1. Justificación del interés de la cuestión

Estamos, sin duda, viviendo una segunda revolución tecnológica, y en el ojo del huracán, se encuentran unas empresas emergentes, de carácter tecnológico conocidas comúnmente como startups.

Desde hace años, he seguido muy de cerca el desarrollo de este tipo de empresas, y constantemente me encuentro pensando en posibles ideas para el desarrollo de una propia. Se trata de un mundo apasionante y dinámico, en el que solo las buenas ideas triunfan y en el que el objetivo primordial es el crecimiento. De la noche a la mañana una empresa puede pasar a valer enormes cantidades de dinero.

Siempre se habla de las startups unicornio, aquellas que llegan a valer 1.000 millones de euros, y de compraventas por parte de grandes grupos a startups. Desde que tengo conocimientos financieros, me he preguntado como este tipo de negocios logran venderse por cantidades tan elevadas, siendo en muchas ocasiones gratuitos o ni si quiera generando ingresos.

Gracias a unas prácticas en el sector corporate finance, conseguí formarme y aprender mucho del mundo de la valoración de empresas. Empecé a sentirme muy atraído por el sector y a informarme sobre como se desarrollaban las transacciones.

A la hora de elegir el tema para mi trabajo, se me ocurrió porque no juntar dos de mis pasiones, las startups y la valoración de empresas. Tras un primer estudio y conversaciones con varias personas del sector, decidí afrontar el reto y escoger esta línea de investigación.

1.2. Objetivos

El primer objetivo de este trabajo es el estudio de las formas de financiación de las que disponen las startups, aprender porque lo hacen de forma diferente al resto de empresas y porque esto supone una ventaja para ellas.

El segundo objetivo del trabajo es el análisis de las limitaciones de los métodos de valoración más típicos aplicados a las startups y la aportación de métodos alternativos que sean capaces de sustituirlos y mejorarlos.

Personalmente, mi objetivo con el TFG es lograr entender porque las startups son tratadas de forma diferente a las empresas tradicionales y estudiar nuevas formas de valoración de empresas que no conocía.

1.3. Metodología

Con el fin de explicar el procedimiento llevado a cabo durante el trabajo, procedo a exponer el método seguido durante la elaboración del trabajo.

Empecé con una leve toma de contacto con artículos relacionados con startups, y sobre todo con su valor. Curioseando comencé a hacerme una idea de los primeros puntos que iba a desarrollar durante el TFG, para ponerme en contexto al lector.

Tras unos inicios de pura información mediante artículos informativos, tuve la oportunidad, tras una cadena de mails, de hablar por teléfono con un experto del sector que me recomendó la lectura del libro “El método Lean Startup”, un libro que expone la idea de startup y ayuda a los emprendedores a alcanzar el éxito.

Una vez terminada la lectura de este libro, redacté por primera vez, parte del trabajo y me dispuse a centrarme en la valoración en concreto. Al principio, al redactar esta parte me encontraba un poco perdido, pero tras una reunión con Patricia Loro, experta en Venture Capital, supe por donde orientar el trabajo.

1.4. Marco Teórico

Con el objetivo de conseguir una mejor comprensión del trabajo, voy a definir algunos términos.

- Valoración de start-ups: consiste en encontrar un rango de valores, en los que incluir el precio de una startup.
- EBITDA: procede del inglés, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Se trata del beneficio antes de quitar los interés, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- Know-how: del inglés, saber como. Es el conocimiento que tienen expertos en ciertas áreas o sectores.
- Múltiplo: es un factor de comparación de ciertas variables.
- Partnership: del inglés. Ocurre cuando varias empresas firman un acuerdo de colaboración.
- Enterprise value: del inglés. Es el valor de una empresa
- Target market: del inglés. Es el mercado al que dirigir un producto.

2. Marco conceptual

2.1. Contexto histórico

Para entender el origen de las Startups, nos debemos desplazar a los años 70, a Silicon Valley (San Francisco), allí donde 8 ingenieros decidieron dejar su trabajo, en unos laboratorios de gran relevancia índole, para ir en busca de financiación. Una vez conseguida, se desplazaron al famoso valle de California para montar un proyecto por su cuenta. Estos 8 innovadores son considerados como los fundadores de la primera startup.

El término startup, es algo que ha cobrado fuerza durante la última década, pero su inicio se relaciona directamente con la aparición de internet, y la burbuja de las *puntocom*. Para una mejor comprensión de las startup es necesario entender qué sucedió durante esta burbuja.

El término puntocom, hace referencia al dominio de la web, y con este término incluimos a las empresas cuyos negocios son realizados a través de internet. Su comienzo se remonta a 1997, cuando empiezan a aparecer una gran cantidad de empresas tecnológicas y las bolsas de valores de todo el mundo comienzan a crecer.

Esta burbuja está directamente relacionada con el éxito cosechado por varias tecnológicas como Microsoft o Apple, motivando el progreso tecnológico.

Aparece el Nasdaq, como rival de Wall Street, y empieza a haber una cultura de inversión con la que los valores bursátiles no paraban de crecer.

Las puntocom aprovechaban internet para conseguir una cuota de mercado rápidamente, aunque esto supusiera que al principio no generaran beneficios. Empieza a creerse que con el ritmo de crecimiento que llevaban, no eran necesarios muchos ingresos y que en un futuro ya harían frente a los gastos.

Los niveles de especulación en la bolsa crecen y empieza a haber grandes sumas de dinero disponibles para inversión, por lo que se crea un ambiente inversor distinto al tradicional. Ya no hacía falta valorar una empresa según sus

actuaciones e historial, se empezó a invertir confiando en los avances tecnológicos y en la promesa de beneficios futuros.

El modelo de negocio de estas empresas consistía en hacerse grandes rápidamente, “get large or get lost”, incluso incurriendo en pérdidas. Muchas compañías salían a bolsa sin haber generado beneficios y muchas se medían por su “burn rate”, es decir lo rápido que se gastaban su capital. Se trataba de una época de gasto desmesurado buscando siempre expansión y crecimiento.

Y, como era de esperar, en el año 2000, la burbuja estalló, el Nasdaq llegó a los 5132 puntos y a partir de ahí se produjo una caída que supuso unas pérdidas de más de 5000 billones para las empresas tecnológicas. (El País, 2010)

Tras el estallido de la burbuja, era evidente que las empresas tecnológicas debían cambiar su modelo de negocio, y su forma de actuar en cuanto al gasto desmedido. Comenzaron a surgir nuevas ideas y nuevas formas de financiación y crecimiento, las aceleradoras y las incubadoras, y empezaron a aparecer fondos, business angels, etc.

En esta época de recuperación tras la explosión de la burbuja de las puntocom, es cuando realmente empezaron a surgir las startups tal y como las conocemos hoy en día.

2.2. Definición

Realmente no podemos definir el término con exactitud, la traducción del inglés sería “puesta en marcha”, por lo que podemos deducir que es el comienzo de algo, de una nueva empresa.

La definición más exacta hasta la fecha fue enunciada por Steve Blank y Bob Dorf (2013): “una startup es una organización temporal en busca de un modelo de negocio rentable, repetible y escalable” (Blank & Dorf, 2013). Se refieren a organización temporal porque aspiran a ser una empresa, pero aun no ha sido del todo validadas. He de resaltar el término escalable, ya que esta es una de

las principales características de las startups, siempre buscan crecer lo más rápido posible, y pueden lograr que los ingresos crezcan a un ritmo superior que los costes.

Eric Ries, (profesor de Stanford University y Yale University), en su teoría el método “Lean startup”, entiende que una startup es “una institución humana diseñada para crear un nuevo producto o servicio bajo condiciones de incertidumbre extrema”. Si bien esta definición está enunciada desde el aprendizaje validado y la experimentación, el método ayuda al emprendedor a llegar al éxito y desde una filosofía innovadora (Ries, 2011).

Por tanto, el método de Ries se resume en que las startups, están destinadas al fracaso en su gran mayoría, pero el objetivo del emprendedor ha de ser el de aprender de esos fracasos, para ir generando una estrategia basada en la experiencia que le ayude a crear un modelo de negocio exitoso.

En mi opinión, y basándome en las definiciones previas y en la investigación realizada en este TFG, voy a definir el término startup como, “aquellas empresas de reciente creación, innovadoras, que buscan romper con lo tradicional, ofreciendo un modelo de negocio distinto, basado en la capacidad de crecer, que conlleva un alto riesgo y que está altamente relacionado con las nuevas tecnologías”. Normalmente están relacionadas con un entorno de incertidumbre, en el que no se sabe muy bien cómo van a ir ocurriendo los acontecimientos futuros. Suelen tener una alta tasa de fracaso, por la dificultad que conlleva asentarse como empresa consolidada.

2.3. Ciclo de vida de las startups.

Es esencial conocer el ciclo de vida de las startups, y las diferentes etapas por las que pasa. De esta forma se podrá calcular el riesgo de cada etapa, porque no es lo mismo invertir en una empresa que acaba de empezar y de la que conocemos pocos datos, que entrar en una ya desarrollada y consolidada, y por ello es importante ser conocedor de estas etapas y del momento de crecimiento en el que se encuentre nuestra startup.

Cada startup crece y se desarrolla de manera diferente y, por tanto, cada startup recibe financiación de manera distinta. Una startup suele pasar por las siguientes etapas:

- Fase de creación o fase pre-semilla: esta es la fase de ideación, normalmente no hay un modelo de negocio, ni nada sostenible, simplemente se trata de una etapa de definición. Los fundadores tienen una idea que comienzan a desarrollar, son los primeros pasos del proyecto. Para comenzar con el desarrollo es necesaria la financiación, muchas veces se trata de capital propio, pero en otras ocasiones es necesario salir en búsqueda de inversores. En esta fase pre-semilla hay varias opciones de financiación, de los que hablaremos mucho más en detalle en el próximo punto. Son estas las 3F (Family, Friends and Fools), incubadoras, aceleradoras, business angels y plataformas de grupo. (Love, 2016)
- Fase semilla: en esta etapa la startup ya está consolidada, se cuenta con un producto desarrollado y un modelo de negocio viable, que se puede ofrecer a distintos inversores para poder hacer frente a la próxima etapa de crecimiento. En esta etapa ya se sabe cuál va a ser el público objetivo, qué necesidades va a cubrir mi producto, en qué se diferencia, etc. Aquí ya existe un modelo de negocio parecido al tradicional, y esta etapa es clave para poder conseguir buenas cuantías de los inversores, para obtener los recursos para poder crecer y poder desarrollar el producto en su plenitud. (Abanca innova, 2018)
- Fase de crecimiento: si una startup ha conseguido llegar a esta fase es una buena señal, ha encontrado mercado y ya genera sus propios ingresos y tiene sus propios clientes. Conlleva tener empleados propios y una estrategia de crecimiento bien definida. Normalmente la operación para las startups en esta fase sigue sin ser rentable, y es cuando hay que apostar por el crecimiento y la expansión en el mercado ya presente. Es en esta etapa cuando suelen entrar los *Venture capital*, aportando

grandes cantidades de fondos externos para mantenerse y crecer. Para conseguir estos fondos, ya no vale con el modelo de negocio y la idea, en esta etapa ya hay que demostrar mediante números y medidas el valor en el tiempo. Un ejemplo de startups que han logrado llegar a esta fase y que han sido financiadas por fondos, serían Globo y Cabify.

- Fase de crecimiento: en esta etapa nuestra startup empieza a parecerse más a las empresas tradicionales, si todo ha ido bien nuestro proyecto ya debería ser rentable por sí solo, con márgenes positivos y con un equilibrio operativo. Suele ser una etapa complicada, ya que es cuando la startup se consolida e inicia diferentes procesos de transición hacia la conversión a una entidad más organizada y estructurada.
- Exit o fase de venta: en esta etapa la compañía ya está consolidada en el mercado y se prepara para una salida a bolsa o para una venta a una compañía de gran tamaño, que suele ser lo que ocurre con mayor frecuencia. Son muy pocas las compañías que llegan a esta fase, y es importante saber que montar una startup conlleva mucho riesgo y que menos del 80% de las startups pasan de la primera ronda de financiación. En esta etapa es cuando los inversores sacan el mayor beneficio de su inversión, algunos tras haber invertido en tan solo una idea, haberla visto coger forma, crecer, expandirse, etc. Es por ello en ocasiones se dice que la inversión se basa en la confianza y un poco en la intuición.

3. Financiación de las startups.

Las startups son compañías que, para poder crecer, emerger y consolidarse necesitan grandes cantidades de fondos, que muchas veces obtienen solo por la idea, sin ni siquiera tener un modelo de negocio desarrollado. Probablemente, el mayor obstáculo para el éxito de los emprendedores sea la financiación. Son muchas las maneras existentes en la actualidad para conseguir financiación,

desde las más tradicionales, hasta algunas que empiezan a coger fuerza actualmente. No obviaremos métodos tradicionales como préstamos bancarios, pero vamos a centrarnos en métodos más relacionados con el mundo startup. A continuación, hablaremos de cada uno de los métodos, y de sus ventajas e inconvenientes.

3.1. 3F (Family, Friends and Fools)

No es sencillo conseguir financiación, y muchas veces viene acompañada de altos intereses, por ello la gente acude como método de salvación y primera toma de contacto a aquellos que creen incondicionalmente en nosotros, la familia. Se trata de la fuente de financiación más cercana y que más accesible tenemos, además son los que más interesados están de que el proyecto triunfe. Revisemos ahora los pros y contras de este método.

- Flexibilidad: normalmente, cuando un familiar nos presta dinero para financiarnos, no nos impone unos plazos fijos que hemos de cumplir estrictamente. Como es lógico querrá ver que su inversión prospere, pero si los beneficios no son los esperados, nos otorgarán una mayor flexibilidad y no nos presionarán para empezar a ver rentabilidad. Otra gran ventaja de esta flexibilidad aportada por la 3F es que no conlleva intereses, no buscan rentabilizar la inversión por medio de intereses fijos, sino que estas inversiones suelen ser a fondo perdido. (PYME emprende, 2016)
- Facilidad: a la hora de presentar un proyecto para conseguir fondos, es mucho más fácil convencer o impresionar a un familiar, ya que juzga desde un punto de vista subjetivo y querrá que el proyecto triunfe, simplemente por aprecio. Por ello convencer, a la gente más cercana es mucho más fácil que tener que salir a buscar el dinero y competir con otros proyectos.

- Presión: al existir un vínculo emocional y una confianza mayor, el emprendedor gozará de una mayor independencia, podrá ser dueño de sus propias decisiones, y cuando los números “aprieten” tendrá una mayor libertad para defender su idea. (OKDiario, 2016)

Aunque este método parezca la mejor posibilidad que tenemos para defender nuestra idea o proyecto, tiene grandes limitaciones y muchas veces termina desencadenando conflictos emocionales. Estas son algunas de las desventajas de la financiación a través de personas cercanas.

- Menores cantidades: lo más normal es que las cantidades que nos pueda aportar nuestro entorno sean mucho menores que las que podamos conseguir a través de fondos o plataformas. Por esta razón, este método suele ser utilizado en primeras rondas de inversión, para empezar a dar forma al proyecto y poder empezar a presentarlo a entidades con mayor capacidad de dotación de fondos.
- Confianza: puede ser que el exceso de confianza, el mismo que ha servido para obtener los fondos, juegue una mala pasada. En ocasiones, los inversores se entrometen demasiado en el proyecto que puede desencadenar en discusiones y en altercados. A veces, el miedo a perder el dinero de alguien cercano puede influir en nuestra toma de decisiones y cambiar el rumbo del proyecto, por miedo a decepcionarles.

En este apartado nos hemos centrado en hablar de los familiares, pero todavía hay 2F, de las que podemos obtener financiación. La primera de ellas trata de “Friends”, amigos, cuyas ventajas e inconvenientes son muy similares, quizás con un menor grado de flexibilidad y una mayor exigencia. La tercera F hace referencia a los “fools”, los tontos o “locos”. Personas que sin tener un gran relación, confían en nosotros plenamente, de ahí lo de “locos”. Estos querrán implicarse más en el proyecto y lo seguirán más de cerca.

3.2. Venture Capital

Venture capital o traducido al español “capital riesgo”, es una de las principales formas de financiación de las startups. Permite a las startups conseguir cantidades importantes de financiación para poder continuar con sus actividades. Los *venture capital* suelen invertir en empresas en las que identifican grandes posibilidades de crecimiento. El fondo asume un riesgo aportando capital, pero, a cambio, se queda con un porcentaje de la compañía, que suele estar alrededor del 25%. De esta forma, adquieren derechos de voto que les otorgan la capacidad de participar en la toma de decisiones. Normalmente los VC* entran en juego en etapas “early stage”, en etapas de desarrollo que ya han contado con una pequeña inversión inicial, normalmente por parte de la 3F. Los *venture capital* asumen un gran riesgo al invertir el startups, ya que el futuro de estas suele ser muy incierto, y por ello invierten en varias, para de esta forma diversificar el riesgo. (Talavera, 2016)

Los *venture capital* buscan inversores, pocos, y son ante los que deben responder de la rentabilidad que les generan, Y esto suele suceder cuando la startup se encuentra en fase *exit*, o cuando logran una salida a bolsa.

Las principales ventajas de este tipo de financiación serían:

- Grandes cantidades: al ser fondos con gran capacidad y normalmente con inversores afiliados para los que el riesgo no es un obstáculo, es la opción perfecta para conseguir grandes sumas de capital que no podríamos obtener de otras maneras. Es la forma ideal para consolidarse en el mercado y seguir creciendo, y por ello los VC* solo invierten en startups consideradas con grandes capacidades de crecimiento.
- Know-how: es otra gran ventaja que las startups ganan con la entrada de fondos. Aunque es cierto que el fundador se puede sentir un tanto amenazado con la entrada de un socio que tenga voz y voto en el proyecto, estas empresas tienen una gran experiencia y son ellas las que más conocimiento pueden aportar para nuestro éxito. Cuando los VC entran en el capital de la nueva empresa, aportan el *know how*, que han

obtenido a lo largo de todas las inversiones que han realizado en startups y todas las situaciones que han tenido que vivir y superar.

Como todos los métodos disponen de alguna desventaja, supone una pérdida de control de la empresa, como mínimo del 20%, que se negocia a la hora de conseguir los fondos. Y como han invertido en la empresa, y han asumido un riesgo, tienen que ir viendo rentabilidad, por lo que, a veces, presionan mucho en procesos u operaciones para ir generando beneficios y recortar costes. De esta forma, también pueden reclamar el reparto de los beneficios que fuera generando.

3.3. Incubadoras y aceleradoras

Estos dos conceptos son un tanto diferentes respecto de los otros métodos de inversión, de hecho, las incubadoras no suelen ofrecer dinero a las startups, sino que ofrecen conocimiento para el desarrollo y éxito de las startups.

Las incubadoras son empresas que ofrecen apoyo a startups que se encuentran en una fase muy temprana de desarrollo, que se encuentran en la fase inicial del proyecto. Intervienen ofreciendo servicios de consultoría o de asesoría personalizada, o dotando a la startups de capacidades, como tecnología, un espacio físico. Es importante saber que estas empresas no ofrecen financiación, ya que se encuentran en una fase muy temprana. La mayor aportación de las incubadoras es el espacio físico dónde poder desarrollar su negocio, la media de tiempo que lo ocupan es de 3 años (Cohen, 2014), y el coaching y atención personalizada.

Las aceleradoras buscan básicamente impulsar el desarrollo del proyecto. Estas empresas ofrecen distintos proyectos según las necesidades de la startup, generalmente durante un tiempo pactado. Por tanto, las aceleradoras buscan potenciar el crecimiento de las startups, en periodos de tiempo no muy extensos. En comparación con las incubadoras, acogen a las startups en etapas posteriores y no tan tempranas. (Redacción emprendedores, 2018)

Es normal que las aceleradoras ofrezcan capital a cambio de un porcentaje de la startup. Las aceleradoras toman parte del proyecto una vez puesto en marcha, cuando ya existe un modelo de negocio desarrollado, con el fin de agilizarlo en menor tiempo. Estas empresas, al ser expertas en startups, también ofrecen coaching y mentorización gracias a la experiencia acumulada.

Por tanto, la principal diferencia entre estos dos conceptos es que el primero, las incubadoras, entran en una fase temprana para ayudar a crear el proyecto y el modelo de negocio. Las aceleradoras en cambio, entran en una fase más tardía con el objetivo de impulsar el proyecto y ayudarlo a que llegue a alcanzar todo su potencial.

3.4. Crowdfunding

Se trata de una forma de financiación de start-ups que ha cobrado fuerza en los últimos años. Esta basada en plataformas *online*, a través de las cuales, grupos de muchas personas realizan pequeñas aportaciones a los proyectos. Consiste en financiaciones colectivas, a través de plataformas. Estas plataformas ponen en contacto diversos proyectos, con potenciales inversores dispuestos a invertir normalmente pequeñas cantidades de dinero, en la idea que más les atraiga. No es necesario que un único inversor aporte todo el capital, ya que estas plataformas facilitan las aportaciones, por muy pequeñas que sean de muchos inversores.

El proyecto se sube a la plataforma, con una breve descripción de la idea, ideas de crecimiento, futuros planes, etc. A su vez, establecen la cantidad de dinero que necesitan para lanzar el proyecto. Son ideas que se encuentran en fases muy tempranas del desarrollo de startups, e invertir en ellas supone un riesgo elevado. (Universo crowdfunding, 2016)

En ocasiones, son simples donaciones que los inversores realizan a cambio de una recompensa futura, o a cambio de nada, aunque, en este caso, las aportaciones suelen ser muy poco significativas.

Una ventaja de este tipo de métodos es la divulgación del proyecto. Llega a mucha gente gracias al alcance de internet, y tu rango de potenciales inversores aumenta en gran medida. Pero esto también puede suponer un problema, puesto que, al estar en el comienzo del desarrollo de la idea, pueden aparecer problemas de plagio.

Muchos emprendedores aseguran que es el mejor método de financiación del panorama actual, aunque es complicado conseguir cuantías de capital elevadas, ya que las recompensas suelen ser tu producto una vez desarrollado. Esto es debido a que consiguen una alta divulgación y consiguen financiación, y todo ello manteniendo el control total de la empresa, sin verse presionado por obtener una rentabilidad inmediata. Sin duda, otorga al emprendedor una gran libertad, y el riesgo que asumen los inversores, aunque es elevado debido a la fase de inversión, no supone una presión elevada para el fundador, ya que suelen ser pequeñas cuantías de dinero.

3.4.1. Crowdequity

Es otra forma de financiación colectiva, en la que inversores particulares o profesionales, realizan pequeñas aportaciones, a distintos proyectos o ideas. Se trata de una variación del *crowdfunding*. En este último, los inversores obtenían una recompensa por su aportación, mientras que, en el *crowdequity*, reciben participaciones del proyecto.

Principalmente, son pequeñas empresas de reciente creación quienes acuden a este tipo de financiación para obtener una ampliación de capital.

Los inversores que acuden a este tipo de financiación, suele ser gente con un excedente de dinero que desean rentabilizarlo a largo plazo y con una aversión al riesgo elevada. (Torres, 2014)

¿Porqué con una aversión al riesgo elevada? Como ocurría en *crowdfunding*, son empresas de reciente creación envueltas en una situación de elevada incertidumbre, por lo que el inversor deposita su confianza en un determinado proyecto, deseando rentabilizar su inversión a través de una salida.

Tanto el crowdequity como el crowdfunding, suponen ventajas fiscales. El Ministerio de Hacienda favorece las inversiones en startups de reciente creación, concediendo ciertas ventajas fiscales.

Como hemos visto, pocas startups salen adelante y superan todas las fases del ciclo, pero para los inversores que apuestan por este tipo de financiación y aciertan, las rentabilidades obtenidas crecen a ritmos, que el mercado tradicional difícilmente ofrecerá. Es otra de las ventajas del crowdequity, que los inversores multiplican sus inversiones a gran velocidad.

3.5. Business angels

Un *business angel*, es un inversor individual y profesional, que aporta financiación a startups que se encuentran en fases tempranas, aunque ya con un cierto recorrido, y que ofrece sus conocimientos para impulsar el crecimiento del proyecto.

El inversor, a cambio de su capital, recibe una participación empresarial de la startup. Estos inversores cubren las etapas de financiación entre las 3F y los Venture Capital. Aportan cantidades de capital, desde los 100.000 euros aproximadamente. Por eso cubren ese espacio, al que las 3F no logran llegar y los Fondos normalmente ni se plantean cuantías tan pequeñas, ya que suelen invertir a partir del millón de euros.

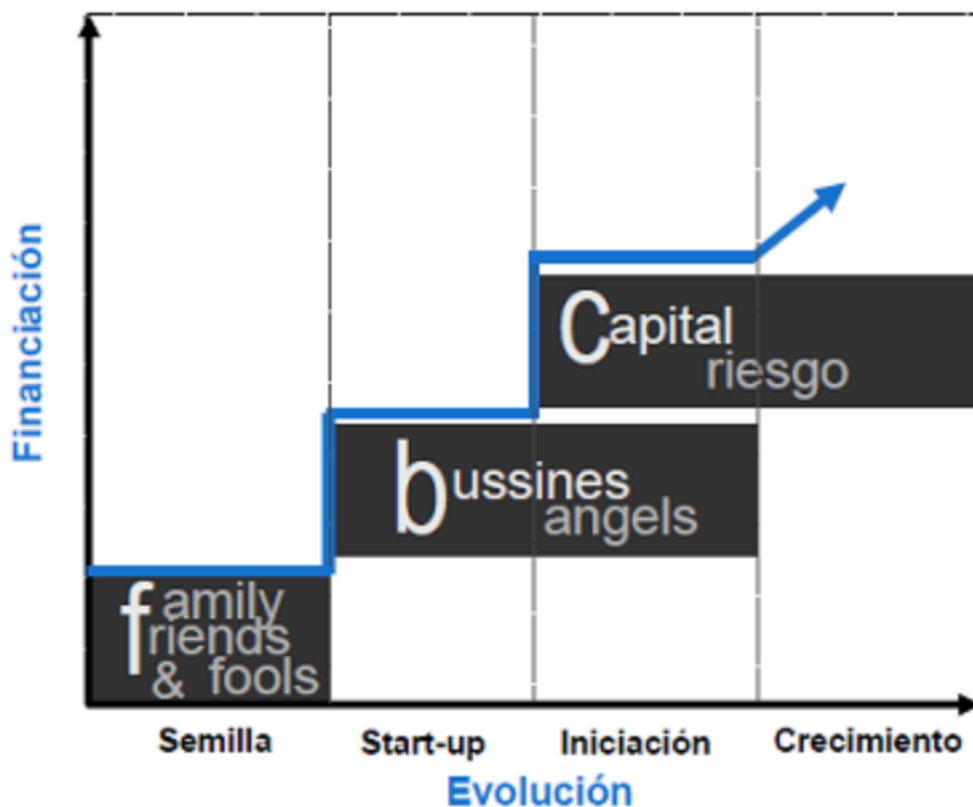
Los business angels, suelen invertir en sectores de los que son expertos, aportando un valor extra a la startup. Además, no interfieren en las actividades del día a día de la compañía, actúan más desde la forma de consejeros.

Para el inversor supone un nivel de riesgo elevado, ya que se encuentra en una fase temprana de desarrollo, pero en contrapartida, obtienen una rentabilidad muy elevada. Normalmente, este tipo de inversores, desarrollan una estrategia en la que buscan multiplicar su inversión por 10 veces en períodos de 4 a 6 años, y toda la estrategia la orientan a una salida, por la cual obtienen su rentabilidad.

En el proceso típico, entraría un Venture Capital, comprándole la participación al business angel.

Para la empresa, supone una dilución de su participación, a cambio de una ampliación de capital, con la que seguir creciendo de forma rápida.

Estos inversores, tienen una motivación mayor, ya que invierten su propio dinero. Para una empresa, esto supone una ventaja, ya que se involucran más en el proyecto y gracias a ello las startups pueden aprovecharse de sus conocimientos y de su red de contactos, que suele ser muy amplia, ya que son expertos en sus sectores. Ofrecen una flexibilidad mayor que la de los préstamos y costes mucho menores.



1

Evolución financiación 1

¹ (Madrid emprende , 2017)

Es una alternativa, que dependiendo de la fase en la que se encuentre la empresa y las necesidades monetarias que tiene, puede ser muy beneficiosa para el crecimiento de la empresa.

3.6. Resumen financiación

He analizado las principales formas de financiación a las que puede acudir un emprendedor para conseguir financiación; siempre habrá otras, como un préstamo, pero no están tan adaptadas al mundo startup, y suponen muchos más costes.

Dependiendo de la fase en la que se encuentra nuestra empresa, y las necesidades de capital que necesitemos escogeremos una opción u otra. En una fase temprana, en la que necesitamos lanzar nuestro proyecto y conseguir algo de dinero para empezar a desarrollar mi idea y poder empezar a venderla, acudiremos a la gente que nos rodea, a la triple F. Una vez superadas las fases iniciales del proyecto, y con un modelo de negocio desarrollado y serio, iremos en busca de más dinero para lanzar nuestra empresa. En esta fase intermedia de desarrollo acudiremos a un business angel, un inversor particular que gracias a su dinero, sus conocimientos y su red de contactos, ayudará a que la startup crezca a un ritmo considerable. Si ya hemos avanzado a estas fases, podemos considerar que nuestra startup está dentro de ese pequeño grupo de privilegiadas que no ha desaparecido. Es en esta fase cuando nuestra empresa empezará a generar interés en los Venture Capital. Estos aportarán grandes cantidades de dinero, buscan empresas con gran potencial de crecimiento por lo que con su experiencia y dinero exigirán “crecer a toda costa”.

A parte de estas tres principales formas de financiación, han empezado a surgir, otros métodos, como los de financiación colectiva. Estos son los crowdfunding y crowdequity, donde pequeños inversores aportan en grupo pequeñas cantidades de capital. La principal diferencia, es que el primero de ellos, busca una recompensa, normalmente el producto cuando este desarrollado, y el segundo una participación accionarial.

Por otro lado, existen empresas, como las incubadoras que buscan ayudar a las startups, sin ofrecer financiación, las cogen en una fase temprana y les ayudan con instalaciones y conocimientos. En cambio, las aceleradoras, cogen a las empresas en fases más avanzadas, y ofrecen financiación, aparte de todos los beneficios de las incubadoras. Estas suelen ofrecer programas enfocadas al rápido crecimiento, y a cambio reciben una participación.

Es importante saber que los buenos emprendedores, son los que eligen la forma de financiación adecuada y quién les va a aportar dinero. No se fijan únicamente en quién les puede dar más, escogen según quien les puede abrir más puertas, y quien les puede ayudar más en el mercado al que quieren llegar. Por tanto, para ser buenos emprendedores debemos ser nosotros los que hagamos un gran análisis sobre quién nos va a financiar, y escoger el que más beneficios globales nos aporte.

4. Valoración de startups

A la hora de valorar una startup es importante conocer los métodos de valoración tradicionales y entender porque no aplican o no son efectivos cuando los utilizamos en startups. Principalmente, los interesados en valorar una startup, son los propios dueños. A la hora de ir en busca de financiación, son los propietarios quiénes deben de tener claro el valor de su empresa, ya que, a cambio de ese capital, perderán participación en su propia empresa, por lo que el dinero entrante tendrá que ser proporcional al valor que estimemos de la empresa. (Velasco J. J., 2018)

Tal y como dispone Pablo Fernández, Doctor en Finanzas por la Universidad de Harvard, “la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común, que requiere de conocimientos técnicos y ambos son necesarios, para no perder de vista: 1. ¿Qué se está haciendo?, 2. ¿Porqué se está haciendo la valoración de

una determinada manera?, 3. ¿Para qué se está haciendo la valoración?, 4. ¿Para quién se está haciendo?” (Fernández, Métodos de valoración de empresas, 2008)

Todos los errores en la valoración de empresas se deben a contestar erróneamente alguna de estas preguntas.

Al fin y al cabo, cuando queremos valorar una empresa queremos conocer el valor real de una compañía. Pero es importante distinguir entre valor y precio. Este último es la cantidad por la que comprador y vendedor acuerdan realizar la operación, pero en general una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor tiene connotaciones subjetivas, y se podría acotar entre el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar y entre el valor mínimo al que el vendedor debería aceptar la operación. Estas dos cifras son las que conducen una negociación y generalmente el precio estará entre las dos.

La valoración de startups es un aspecto complicado, con el que los fundadores de estas se pelean constantemente y que prácticamente no tiene solución. (Fernández, Valoración de empresas, 2000)

En este trabajo repasaremos brevemente algunos de los principales métodos de valoración tradicionales, utilizados por las empresas, como descuento de flujos de caja o comparación por múltiplos, para disponer de una perspectiva desde la que poder entender porque las start-ups no pueden ser valoradas con estos métodos.

4.1. Descuento de flujos de caja

Este método esta basado en uno de los principios fundamentales de las finanzas, que dice que el tiempo es dinero, que cualquier inversor prefiere tener una unidad de dinero hoy que una unidad de dinero mañana, pero que cualquier inversor con aversión al riesgo, por limitada que sea, preferirá obtener una rentabilidad por su unidad de dinero. Este principio es fundamental para la comprensión de los descuentos de flujos de caja.

El método consiste en valorar una empresa dada su capacidad de generar flujos de caja en el futuro, actualizados al presente mediante la tasa de descuento. Mayoritariamente se suelen utilizar los flujos de caja libre que son los flujos de efectivo obtenidos mediante las actividades de explotación, sin intereses, y sin el Capex (variación de activo fijo neto más amortización). Para este método se suele establecer un horizonte, una fecha límite, unos 5-10 años. En este horizonte financiero, se establece que el valor de la compañía no será igual a cero, por lo que es necesario determinar un valor residual, que también será descontado al presente. La valoración obtenida, depende en gran medida de la tasa de descuento utilizada. Normalmente la tasa utilizada es el WACC (weighted average cost of capital), que básicamente es el coste del capital empleado en el proyecto o empresa. Si descomponemos la fórmula del WACC en detalle observamos que toma en cuenta variables económicas para medir riesgos sistemáticos y no sistemáticos. (Damodaran, 1995) . Este detalle será importante más adelante en el trabajo.

Este método es el más usado para valorar una empresa y combinándolo con la comparación por múltiplos, nos puede llegar a aportar unos rangos de valor para la empresa bastante precisos.

4.2. Comparación por múltiplos

Este método es bastante simple, se trata de un método de comparación entre compañías del mismo sector o que se dedican a las mismas actividades operacionales.

Consiste en comparar ciertos resultados significantes entre distintas compañías de parecida actividad. Las variables más importantes a tener en cuenta de este método, podrían ser el EBITDA, EBIT, PER, Beneficio Neto, Deuda Neta, etc.

Para entender mejor el método, pongamos que queremos evaluar la compañía Alpha, que opera en el mismo sector que la compañía Beta, pero Beta se encuentra en la Bolsa de valores española y Alpha no. Tomamos como ejemplo los siguientes valores para cada compañía.

	Alpha	Beta
Ingresos	25	125
EBITDA	3	30
EBIT	1	20
Beneficio Neto	0.6	10
Deuda Neta	4	45
Valor en Bolsa	-	175

*Múltiplos *Elaboración propia 1*

Queremos obtener el valor de empresa (Enterprise value), de la compañía Beta, para saber cuanto valen en relación, al EBITDA, las compañías del sector. El Enterprise value lo obtenemos sumando el valor en bolsa con la deuda neta, y nos da 220, dividido entre el EBITDA, nos da un múltiplo EV/EBITDA, de 7.33. Aplicándolo a la empresa Alpha, podemos obtener su valor, $7.33 \times 3 = 22$. Podemos valorar la compañía Alpha, a través del EBITDA en 22. De la misma forma, podemos obtener otros múltiplos como el PER (Price to earnings ratio). (Berkery, 2008)

Este método es bastante simple, y si se combina con otros, como el DFC, se pueden obtener rangos de valores muy precisos. De esta forma, tengo un valor comparándolo con el precio que se está pagando en el mercado, y otro valor en el que estimo mis recursos futuros y los actualizo al presente. Juntos forman un método muy completo.

4.3. Limitaciones de los métodos tradicionales

En el apartado anterior he comentado y explicado dos métodos de valoración, pero actualmente existen multitud de métodos y de variaciones. He escogido y

analizado estos dos, porque son los principales, los que se utilizan en el día a día y que más estudiados y perfeccionados han sido.

Ahora bien, son métodos que al utilizarlos para valorar las start-ups, son insuficientes y en ocasiones inútiles. En esta parte del TFG, voy a proceder a la explicación de las limitaciones de estos métodos, y porque al utilizarlos con este tipo de empresas, quedan obsoletos.

Las start-ups, como ya hemos explicado, son empresas nuevas con modelos de negocios innovadores y muy distantes de los tradicionales, por eso generan mucha controversia y tienen muchos detractores, al igual que muchos defensores.

Los más conservadores, defienden que como van a confiar su dinero a inversiones que tienen un punto de intuición o una pizca de confianza ciega en el equipo. Como hemos dicho, muchas start-ups llegan a fases muy avanzadas sin haber generado ni un solo ingreso, sin un plan de negocio claro, o sin tener ni un solo cliente. Entonces, ¿Cómo vamos a estimar ciertos flujos de caja, si ni siquiera hay caja?, ¿Cómo vamos a obtener una valoración por múltiplos, sino existe ni siquiera un mercado similar? Existen muchas dificultades para obtener el valor de estas nuevas empresas, más adelante explicaré métodos adaptados a estas situaciones, pero ahora procederé a explicar las limitaciones del DFC y comparación por múltiplos en las start-ups.

4.3.1. Limitaciones del Modelo DFC:

Este método, es más preciso, cuando es aplicado a compañías con un cierto nivel de madurez. Con un recorrido pasado, que nos permita hacer unas estimaciones y unas proyecciones más exactas. Para obtener de esta forma unos flujos de caja cercanos a la realidad futura. Pero como hemos comentado, en una startup, no hay datos pasados, y aunque hubiera algún dato, no sería representativo para estimaciones futuras.

De hecho, lo normal es que, al principio, incurran en pérdidas operativas, porque los ingresos no son suficientes para cubrir todos los costes.

Debido a esta situación inicial, en la que hay que invertir para generar, obtienen flujos de cajas negativos, por lo que el modelo DFC, sería completamente inútil. La incertidumbre, en este tipo de compañías es muy elevada al principio. No se sabe como va a evolucionar las tasas de crecimiento de ventas, deuda, etc. (Benito, 2013) Por lo que una vez más las estimaciones son muy complicadas de realizar.

En el modelo DFC, la tasa de descuento se obtiene con la siguiente fórmula:

$$KE = RF + \beta \times (RM - RF)^2$$

En ella utilizamos la tasa libre de riesgo (RF), la prima de riesgo (RM-RF) y la Beta (β), para obtener el coste del equity. La Beta, que mide la volatilidad respecto del mercado, es obtenida normalmente, a partir de las betas desapalancadas, de compañías del mismo sector, y con tasas de crecimiento similares. Por ello, como va a obtener una startup su Beta, sino tienen con quien compararse, si se trata de una idea disruptiva, que no tiene competidores. (Damodaran, The dark side of valuation, 2009)

Otro problema presente, surge al intentar obtener el valor terminal de nuestra startup. Normalmente, casi todo el valor de una startup, se encuentra comprendido en el valor terminal. Muchas de estas están enfocadas a una salida, o a empezar a obtener resultados positivos en las últimas fases. Por lo que el valor terminal, contiene gran parte del valor de la startup, y estimarlo resulta muy complicado.

² (Sharpe, 1965)

4.3.2. Limitaciones del modelo de comparación de múltiplos:

El modelo de comparación de múltiplos es un modelo bastante simple, en el que a partir de otras compañías obtenemos conclusiones sobre el valor de nuestra empresa. Dependiendo del múltiplo que queremos comparar, ciertas condiciones tienen que ser iguales. Por ejemplo, si quiero fijarme en el EBIT, la compañía con la que compararme debería tener la misma tasa de crecimiento, el mismo riesgo, y la misma tasa impositiva. Si quiero fijarme en el PER, pues debería de compararme con una empresa que tenga la misma tasa impositiva que la mía. (Damodaran, *The dark side of valuation*, 2009).

En el mundo startup, aquí empiezan a surgir los problemas. Como hemos visto, necesitamos que, según el múltiplo, ciertas variables sean iguales o muy próximas, pero, por ejemplo, es muy complicado que nuestra startup, tenga los mismos valores que una empresa ya consolidada, aunque operen en el mismo sector. Por ello, es muy complicado que la estrategia de inversión sea similar, y dificulta cualquier tipo de comparación.

Otro factor importante en las comparaciones es el riesgo de mercado. Como hemos explicado al principio del trabajo, las start-ups son compañías que conllevan mucho riesgo, ya que acaban de ser creadas, y tienen mucha incertidumbre a su alrededor. En consecuencia, es lógico que estas tengan un riesgo de mercado, mucho mayor que una compañía consolidada en su sector y con años de recorrido. En consecuencia, cualquier comparación de múltiplos, exige un riesgo similar. (Damodaran, *Valuing Growth companies*, 2011).

Por otro lado, la estructura financiera, dista mucho de compañías en bolsa o endeudadas, ya que las start-ups son compañías financiadas mayoritariamente por equity.

Actualmente, en el mundo de la innovación se mira a otros múltiplos no tan financieros, que pueden ayudarnos a estimar sobretudo las posibilidades de

crecimiento de esa empresa. Por ejemplo, en varias tecnológicas, se fijan en el número de usuarios o de visitas.

Ciertos expertos financieros, son muy críticos con las valoraciones basadas en expectativas, no confían en las estimaciones basadas en sensaciones y tachan de problemáticas las valoraciones que no tienen una base financiera detrás. Damodaran de esta forma explica el estallido de las puntocom a comienzo de siglo, provocada por las valoraciones basadas en criterios sin base ni fondo. (Damodaran, Valuing Growth companies, 2011)

4.4. Problemas encontrados en la valoración de startups:

La mayoría de las startups, comparten un conjunto de condiciones que impiden la posibilidad de utilizar los métodos anteriores para valorarlas.

Como he comentado, la mayoría se encuentran en fases tempranas, por lo que no cuentan con un recorrido pasado, o con ciertas métricas necesarias para elaborar un modelo de valoración.

Las valoraciones realizadas dependen mucho de las perspectivas tomadas. En las valoraciones de empresas normales, siempre existe cierta incertidumbre. Pero sabemos en el caso de las startups es mayor, debido que las predicciones de los analistas se basan en muchas variables futuras. Lo que se suele hacer, para reducir el riesgo de incertidumbre, es coger varios posibles escenarios. Por ejemplo, hago unas predicciones para un escenario muy positivo y valoro la empresa con esas condiciones, luego un escenario menos positivo, otro un tanto negativo y otro muy negativo. Con todos los resultados de las valoraciones, he creado un rango en el que mi valoración va a estar casi seguro. El problema es que suelen ser rangos muy amplios y no sirven para acotar precios. (Manzanera, 2010)

Es normal, que en las startups, los primeros años no existan flujos de caja o que estos sean negativos, dadas las inversiones que realizan las empresas para lograr un producto conseguido. Como he comentado en el apartado anterior para

realizar el valor presente de los flujos futuros, estos son descontados a una tasa de descuento. Esta tasa va directamente relacionada con el riesgo, y en las startups debido al riesgo por la incertidumbre de los flujos, será bastante elevada. Como empezamos a descontar los flujos, pasados unos años desde la creación, obtenemos unos flujos pequeños o a veces negativos. Debido a este motivo, la mayoría del valor de una startup, descontada por DFC, se encuentra en el valor residual.

Otro problema que en ocasiones nos encontramos cuando valoramos startups, es la búsqueda de un sector o competidor con el que poder comparar métricas o valores y del que poder extraer conclusiones. Si la startup, que queremos valorar dispone de una idea muy innovadora, no habrá comparables, pero es lo que aportará valor a nuestra compañía. (Velasco, algunos apuntes sobre cómo valorar una startup, 2018)

Para concluir este punto, hay que destacar que estas características, son algunas de las que provocan que valorar una startup con los métodos tradicional, sea tan complicado. Por ello, varios métodos alternativos han sido creados, tomando como referencia otro tipo de valores.

4.5. Factores a tener en cuenta en la valoración de startups:

Existen ciertos factores, no financieros, que pueden afectar al valor de las startups. Ya he comentado varias veces las peculiaridades de este tipo de empresas, y porque son especiales a la hora de ser valoradas. En este apartado analizaré ciertos aspectos que no se suelen tener en cuenta en las valoraciones, pero en este caso puede provocar grandes cambios en las cifras.

El capital humano de la empresa es un factor crucial, que en muchas ocasiones es ignorado. El equipo de trabajo es un aspecto fundamental para lograr que nuestra startup progrese, y los fondos de Venture Capital, son los primeros que lo tienen muy en cuenta. Normalmente es un talento que no ha sido valorado en el mundo laboral, porque muchos de ellos han decidido no desarrollar carrera profesional, por lo que es un talento diferente, más creativo.

Identificar los equipos de trabajo unidos, que se mueven en la misma dirección, y que tengan talento, no es sencillo, pero esto aportará gran valor a la hora de conseguir financiación. (Desaché, 2015)

El problema surge cuando intentamos dar un valor monetario a este tipo de variables subjetivas, es muy complicado poner este talento en una cifra. Una vez más nuestra valoración, puede estar basada en factores basados en la confianza y en ciertas sensaciones y conclusiones que obtenemos. Vender este tipo de valoraciones es muy complicado, ya que están basados, en parte, en aspectos cualitativos.

Hay que tener en cuenta, el mercado al que dirijo mi idea. ¿Estoy enfocando mi idea a un mercado inexistente, porque es una idea totalmente disruptiva? O ¿estoy apostando por un sector con mucha actividad de inversión?

Si estoy apostando por una idea buena, que rompe con lo habitual, y sin competidores, puede aportar mucho valor a la operación, ya que mi startup tendría un mercado completamente nuevo para explotar. Si estoy dirigiéndome, a un mercado caliente, con actividades de inversión constantes, será más fácil que me compren o me financien. Por otro lado, si mi producto va dirigido a un mercado con mucha competencia, tendré menos valor porque habrá menos oportunidades de crecimiento.

Es muy importante, que una startup disponga de métricas, para que puedan mostrar todo su potencial, todas sus actividades y la manera de desarrollo de negocio. Parece obvio, pero aporta valor a la startup, porque facilita la credibilidad y la confianza. Estoy mostrando con números, como funciona la empresa, y en ocasiones, las métricas mostradas no son comunes. Por ejemplo, si tengo una página web, una métrica para enseñar el movimiento que tenemos, podría ser el número de visitas al día, y comparándola con otra podremos obtener valor y mostrar como se desarrolla el negocio, sin tener que acudir a factores económicos. (Velasco, Algunos apuntes sobre cómo valorar una startup, 2018)

Muchas startups, no consiguen desarrollar su producto final hasta fases muy tardías del ciclo, porque es muy complejo, porque no tienen el capital suficiente para desarrollarlo o porque tienen la idea, pero no saben como desarrollarla. Las valoraciones aumentan, si nuestro producto esta finalizado, parece obvio, pero voy a explicarlo con un ejemplo. Tenemos una startup que ha desarrollado un algoritmo, pero no sabemos como montar la plataforma final para que el cliente puede utilizarlo fácilmente. Que tendrá más valor mi empresa sin desarrollar la plataforma o una vez esté lista para el uso del cliente. El algoritmo, es lo que nos hace diferente, pero la valoración será mayor si el producto esta desarrollado y finalizado. (Alonso & Valero, 2019)

5. Métodos de valoración alternativos:

Como hemos demostrado anteriormente, los métodos de valoración tradicionales no suelen servir para este tipo de empresas. Por ello, varios expertos han desarrollado distintos métodos, más adaptados a las startups, basados en factores financieros y en otros sorprendentes.

5.1. Variación modelo DFC Damodarán:

El profesor Damodaran (2009), en su libro “The dark side of valuation”, página 225, comenta “No hay razón para que las compañías jóvenes sean sistemáticamente evaluadas” y en este libro realiza ciertos ajustes, para que el método sea aplicable a las start-ups. En este libro relata, que para valorar compañías jóvenes, es necesario combinar un análisis top-down, con un bottom-up, para poder elaborar un plan de negocio consistente y poder elaborar los flujos de caja. (Damodaran, the dark side of valuation, 2009)

El análisis top-down, consiste en empezar a valorar una empresa “desde arriba”, para luego centrarte en más detalles concretos de la empresa. Mientras el análisis bottom-up, se analizan las variables concretas sin tener fijarse en el sector en el que se actúa. (Marín, 2019)

Este modelo, intenta ajustar el modelo DFC, al mundo startup. Para ello, realiza ciertas estimaciones basándose en suposiciones e hipótesis necesarias para proyectar datos financieros. El primer paso del modelo requiere que la startup defina claramente su plan de negocio, que concrete a que mercado potencial quiere dirigir su producto y que cuota de mercado podremos cubrir con ese producto. De esta forma, estamos precisando el número máximo de clientes que podríamos tener, en caso de que todos ellos compren nuestro producto. Especificar el plan de negocio no se trata de una tarea sencilla, ya que depende de diversos factores. Cuanto mejor sea nuestro equipo directivo, mejor estrategia desarrollaremos para nuestro producto, y más cuota de mercado cubriremos. Si tengo un producto potente, este tendrá una cuota de mercado mayor dadas sus cualidades, pero si es un producto flojo, tendré que compensar esas carencias con un fuerte equipo de ventas. En definitiva, definir bien el plan de negocio y ver las fortalezas y debilidades de nuestro proyecto es muy importante para saber que cuota de mercado podríamos cubrir.

Una vez establecidas las variables comentadas, debemos establecer los márgenes deseados y estimar los márgenes que tendremos con la producción de nuestro producto. Para conseguir los márgenes deseados, tendremos que fijarnos en los márgenes actuales del sector, y si varían mucho entre empresas, debido a sus estrategias, tendremos que hacer una media. Una vez calculados los márgenes sectoriales, hay que establecer un plan para lograr aumentar la rentabilidad. Este plan consistirá en definir el camino hacia los márgenes deseados, precisar como vamos a llegar a nuestra meta. Las inversiones que vaya recibiendo la compañía tendrían que estar en línea con el crecimiento asumido, para que el DFC sea lo más preciso posible. El siguiente paso, consistirá en la estimación de los ingresos operativos y de las inversiones. Una vez estimados, calculamos la rentabilidad obtenida por las inversiones, para ver si está en línea con el del sector. Para ello, dividimos el resultado operativo después de ingresos entre el capital invertido. (Desaché, 2015)

El segundo paso del método es hacer el análisis bottom-up. Este análisis, se establece para ver si la startup es capaz de conseguir el crecimiento propuesto, solo con la actividad operativa de la empresa. De no ser así, la startup, necesitará inversiones para poder lograr el crecimiento deseado. Esto dependerá del número de unidades vendidas que estimamos, de los márgenes y de los impuestos.

Ahora que ya tenemos las estimaciones necesarias, haremos aplicaremos el método DFC normal.

5.2. Método Scorecard

Este método fue desarrollado por Bill Payne (2009), en su libro “The Definitive Guide to Raising Money from Angels”. Desarrolló el método para startups que no han empezado a generar ingresos todavía, cosa que en este mundo ocurre muy frecuentemente. La Metodología de esta valoración divide las compañías en porcentajes individuales basados en un número de criterios cuantitativos y cualitativos por categorías, dándoles un peso a cada categoría, facilitando la valoración en momentos iniciales de las startups.

Lo primero que hace, es buscar startups comparables en cuanto a ciertos factores, para que sean sus referentes en la valoración. Esta es la parte más complicada del método, ya que encontrar una empresa similar preingresos resulta muy complicado. Debemos realizar una media de todas las valoraciones de las startups que hemos escogido, similares a nosotros, en el sector.

³ (Damodaran, The dark side of valuation, 2009)

En el segundo paso, el creador del método divide la empresa según unos criterios, y les otorga unos pesos de importancia. Para aplicar el método debemos extrapolar estos criterios a nuestra startup. Los criterios seleccionados fueron los siguientes: (Payne, The Definitive Guide to Raising Money from Angels, 2009)

- Poder del equipo 0-30%
- Tamaño de la oportunidad 0-25%
- Producto 0-15%
- Ambiente competitivo 0-10%
- Marketing, canal de venta, partners 0-10%
- Necesitamos más financiación 0-5%
- Otros 0-5%

El poder del equipo hace referencia, a si el equipo es completo, existe química entre los integrantes, un líder que guíe el proyecto de la mejor forma. Si los miembros del equipo tienen cierta experiencia, si se dejan aconsejar, están motivados, etc.

Cuando Bill Payne habla de tamaño de la oportunidad, se refiere al mercado al que queremos dirigirnos. Hay que cuantificar el mercado al que queremos dirigirnos. (Payne, The Definitive Guide to Raising Money from Angels, 2009)

El producto, es el resultado de todo el trabajo del emprendedor, en este abanico hay que analizar si está bien definido, si la tecnología es buena y esta bien desarrollada, y más aspectos relacionados con la consistencia del producto.

Con el ambiente competitivo, hay que analizar si el mercado al que nos dirigimos tiene muchos competidores, o tenemos una idea innovadora sin precedentes. Hay que ver las barreras de entrada que nos pone el mercado y analizar el entorno macroeconómico y ver si es favorable.

En el quinto criterio, debemos ver si tenemos partners que nos hagan ser conocidos y que nos faciliten la entrada en el mercado. Hay que analizar los canales de venta propuestos y las estrategias de marketing desarrolladas y ver si aportan valor.

En el penúltimo criterio, hay que analizar si con las rondas de financiación llevadas a cabo podemos desarrollar la empresa y crecer o necesitamos nuevas rondas de financiación.

Por último, un 5% queda abierto a posibles ajustes más personalizados para cada empresa en concreto, como puedan ser factores geográficos o detalles de ciertos sectores. (Arenaza, 2018)

En la tercera parte de este método de valoración, debemos tener claras las referencias con las que comparar nuestra startup. Es importante realizar una búsqueda exhaustiva de mercado, para obtener unos valores lo más precisos posibles, para que la valoración salga lo mejor posible.

CRITERIOS	PESO	REFERENCIAS	FACTOR (PXR)
Poder del equipo	30%	120%	0,36
Tamaño de la oportunidad	25%	130%	0,33
Producto	15%	160%	0,24
Ambiente competitivo	10%	50%	0,05
Marketing, canal de venta, partners	10%	80%	0,08
Financiación	5%	100%	0,05
Otros	5%	140%	0,07
SUMA			1,18

*Método Scorecard 1, *Elaboración propia*

En la tabla realizada, hemos seguido el método scorecard; en la primera columna hemos establecido los criterios propuestos por el autor. En la segunda los pesos propuestos para cada criterio. En la tercera columna, las referencias, que es donde encontramos las dificultades del método. Tras haber hecho nuestro research del mercado debemos tener claro cómo está cada criterio en el mercado. Por ejemplo, imaginemos que nos encontramos en un sector en el que el poder de los equipos es un poco débil, y que nosotros consideramos que la startup tiene un poder de equipo superior al del sector. La media del sector tendrá

un poder de equipo de 100%, pero como nuestra startup está situada por encima, tendrá un 120% en ese valor. Ahora consideremos que tenemos unos partners que no tienen una buena red de contactos, nuestro valor para este criterio, está por debajo del mercado, por tanto le asignamos un valor de 80%.

Tras haber comparado con el mercado cada criterio, se multiplican los resultados por los pesos propuestos por Payne. Obtenemos una suma ponderada de todos los factores, en comparación con la industria (1,18)

Por último, multiplicamos este valor por la media de los valores de startups parecidas que obtuvimos en el paso 1. Y obtendremos el valor de nuestra startup a partir del valor de empresas similares en el mercado.

Este método esta basada en la comparación con el mercado, fijándonos en criterios importantes en el mundo startup. Pero con muchas de estas empresas no tendría ninguna utilidad, porque entran en nuevos mercados, que no tienen empresas con quién compararse. Otro aspecto a mejorar del método, es que se debería de dar un mayor peso al factor “otros”. Ya que cada startup es un mundo diferente, con sus peculiaridades que aportan valor, y este criterio debería ser dónde podamos englobar más aspectos de la empresa.

5.3. Método Berkus

Este método fue creado en 1990, por Dave Berkus, para valorar las empresas tecnológicas en fases tempranas. Finalmente fue actualizado en 2016, para poder aplicarlo a las startups. Este método esta basado en la situación que viven la mayoría de startups, la imposibilidad de generar ingresos en sus primeras fases y por tanto, la dificultad ya comentada de generar unas proyecciones futuras precisas para las startups.

Berkus para evitar las valoraciones basadas en proyecciones financieras, estableció que el valor de una startup se podía desgranar en 5 factores de progreso. Este método requiere que el inversor crea que las empresas a valorar obtendrán como mínimo un beneficio de 20M en 5 años.

El método Berkus asigna un valor monetario para 5 factores que el considera claves para el éxito de una startup. El otorga un valor máximo para cada factor de 500.000\$, pero comenta que el valor máximo de una startup antes de recibir inversiones es de 2M. Los criterios propuestos son los siguientes:

1. Idea: habla de la idea como valor básico de una startup. Esta basado en la fortaleza de la idea propuesta, si es sólida, original, disruptiva, etc.
2. Prototipo: en este criterio habla del producto que queremos ofrecer, si tiene una tecnología desarrollada suficientemente buena, tiene un diseño destacable, etc.
3. Calidad del equipo de gestión: este criterio lo tiene en cuenta para analizar si la ejecución de la idea ha sido o será la correcta. Para obtener un valor alto en esta categoría es importante que los equipos de trabajo tengan experiencia, talento y motivación.
4. Relaciones estratégicas: en este apartado analiza la entrada al mercado. Es clave tener una red de contactos lo suficientemente buena que nos permita entrar en contacto con actores importantes del mercado y superar ciertas barreras de entrada.
5. Ventas: comenta como la producción supone un riesgo para la startup, y analiza distintos canales de venta, si nuestro personal dedicado a las ventas es bueno, si crecerán las ventas con el tiempo, etc.

Startups que pensamos que en 5 años alcanzarán 20M en ingresos				
1.Idea			350k	
2.Prototipo			300k	
3.Calidad de equipo de gestión			450k	
4.Relaciones estratégicas			350k	
5. Ventas:			150k	
Valoración antes de ingresos, fases tempranas			1,6M	

*Método Berkus *Elaboración propia 1*

Este método está muy adaptado al sistema americano, y las cantidades máximas de cada criterio deben ser adaptadas al país o situación en la que nos encontremos. Se trata de una valoración de tablas, que va sumando valor a las empresas una vez vayan consiguiendo una serie de objetivos. Hay que recordar que este método no se puede utilizar una vez las empresas empiecen a conseguir ingresos, ya que ahí empezaremos a utilizar proyecciones financieras.

5.4. Método Venture Capital:

Este método fue creado por el profesor de Harvard, Bill Sahlman. Se trata de un método que utiliza el punto de vista del inversor y se trata de calcular el retorno que obtendrá el inversor en una futura venta. Se utiliza una vez más para empresas que no disponen de ingresos y se encuentran en fases tempranas. Para comprender el método utilizado por los venture capital, es necesario dejar claros varios conceptos.

El ROI, return on investment*, es la rentabilidad que obtendremos por nuestra inversión. Podemos decir que la fórmula de esta ratio es:

$$\frac{\text{Valor terminal}}{\text{Valoración post inversión}}$$

Por tanto, la valoración post inversión será igual a:

$$\frac{\text{Valor terminal}}{\text{ROI anticipado}}$$

El valor terminal, es el precio anticipado de una venta, pongamos que en un horizonte de unos 10 años. El precio de venta, que será la rentabilidad que obtenga el inversor tras 10 años, podemos calcularlo estimando los ingresos que la startup conseguirá en el último año antes de la venta, a través de métricas del mercado en el que se encuentra mi startup.

Supongamos que hemos desarrollado una plataforma web para hacer reservas de hoteles. Hacemos un elaborado research y obtenemos las métricas y ratios del sector. Estimamos, por tanto, que nuestra compañía en 10 años puede obtener unos ingresos de 5 millones de euros y que el EBITDA se nos queda en 500.000 euros. Ahora analizamos la ratio PER, Price to earnings, que es el precio que se paga respecto del EBITDA, y vemos que en este sector la ratio suele ser de 8-12 veces el EBITDA. Cogemos un valor de 10 para el PER, y lo multiplicamos por nuestro EBITDA estimado para conseguir nuestro valor terminal estimado. El resultado de este conjunto de operaciones nos da un valor terminal de 5 Millones. Nosotros como inversores estamos buscando una rentabilidad en nuestra inversión de 5X, que es 5 veces mayor que la inversión inicial.

Supongamos que los emprendedores necesitan financiación para seguir con el crecimiento de su empresa. Nosotros como inversores aportamos 500.000 euros para que continúen con el progreso.

Utilizando la fórmula comentada previamente, obtenemos una valoración post ingresos, de 1M de euros.

$$\text{Valoración post inversión} = \frac{\text{Valor terminal}}{\text{ROI anticipado}} = \frac{5\text{M€}}{5x} = 1\text{M€}$$

Ahora a partir de la valoración post inversión, somos capaces de obtener la valoración preinversión a día de hoy de la startup, restándole a la valoración obtenida nuestra inversión. Obteniendo una valoración actual de la startup de 500.000 €.

Este método tiene en cuenta las posibles diluciones en nuevas rondas de financiación, si en una nueva ronda se estima que las participaciones se diluirán en un %, la valoración disminuirá en ese mismo porcentaje.

Una vez más se trata de un método que utiliza métricas de mercado para valorar las startups, y un método que tiene en cuenta muchas suposiciones. Se trata de un método bastante utilizado por los fondos, ya que tiene en cuenta las diluciones sufridas por las startups.

5.5. Método First Chicago

Este método fue elaborado por el Chicago bank y se centra más en el potencial de las startups y la probabilidad de que estas lleguen a fases avanzadas.

El método se basa en definir 3 futuros escenarios por los que mi startup podría pasar, un escenario positivo, uno medio y uno negativo. Se trata de un método que, si que tiene en cuenta el descuento de flujos de caja y variables financieras, por lo que en muchos casos este método quedaría descartado.

Para este método hay que realizar proyecciones y estimaciones a una fecha horizonte, a partir de ahí las descontamos al presente con el valor terminal a partir de una tasa de descuento. Hasta aquí es igual que el descuento de flujos tradicional, pero ahora definimos 3 posibles escenarios y otorgamos una probabilidad para cada escenario. La dificultad del método es saber que escenario va a ser más probable y porqué. A la hora de otorgar estas probabilidades se tiene en cuenta una infinidad de variables, y cuanto más profundo sea el research más exactas serán las probabilidades. Tiene en cuenta, como se va a desarrollar el mercado, si voy a ser financiado, si aumentan o

desciendes mis ingresos, si finalmente desaparezco. En resumen, se trata de pensar 3 escenarios diferentes de futuro y hacer una media ponderada con los resultados.

5.6. Resumen métodos alternativos

Ante la pregunta ¿Qué método es mejor?, no hay una respuesta clara y tendremos que fijarnos en una infinidad de variables y profundizar mucho en el tipo de startup y en su manera de actuar. Cuantos más datos financieros tengamos de la startup, más podremos precisar nuestras estimaciones y la valoración será más exacta. Dependiendo de la situación y fase en la que se encuentre una startup, utilizaremos un método u otro y cuantos menos datos tengamos, más suposiciones e hipótesis tendremos que tener en cuenta, y más podrá distar nuestra valoración.

Hemos comentado métodos que únicamente se centran en factores cualitativos de las empresas, como el equipo de trabajo o el prototipo conseguido. Estos métodos serán utilizados en fases tempranas y en startups que no tienen datos financieros, como ingresos y cuyas estimaciones serían imposibles de realizar. La dificultad de estos métodos la encontramos en dar valores monetarios precisos para los factores cualitativos.

6. Valoración de una startup: Wetaca

Para mostrar las características que dificultan la valoración de startups y la convierten en una misión imprecisa, he decidido valorar la startup española Wetaca.

He elegido Wetaca, porque se trata de una startup española, empezada en Madrid, que muestra muchas de las características comunes de las startups analizadas a lo largo de este trabajo.

Wetaca fue creada en 2014, por los empresarios Efrén Álvarez y Andrés Casal. Esta startup, era pionera en su producto, realizando envíos de tupperware a domicilio, de alta cocina y a un precio muy asequible.

En su primer año, cocinaban para amigos y familiares, pero poco a poco se fue corriendo la voz, y gracias al boca a boca llegaron a entregar con éxito 1.040 pedidos (Wetaca, 2018).

En 2015 lograron varios premios económicos que les permitieron montar el primer local, y obtener sus primeros equipos de maquinaria para la cocina.

En 2016, cerraron su primera ronda de financiación por 300.000 euros, y ya contaban con 5100 pedidos a sus espaldas. Gracias a la entrada de capital, llevaron a cabo una campaña de marketing y empezaron a darse a conocer a unos niveles superiores.

Un año después, en 2017, cerraron su segunda ronda de financiación, esta vez, supuso la entrada de un fondo, aportando capital por valor de 1 millón de euros. Hoy en día, tramitan 65.000 pedidos al año y han llegado a facturar más de 1 millón de euros. Están siguiendo una estrategia de “crecimiento a toda costa”, que todavía no les permite obtener un resultado de ejercicio positivo.

Dada la imposibilidad de utilizar los métodos tradicionales como el descuento de flujos o la valoración por múltiplos he decidido realizar 2 valoraciones de esta startup, con dos de los métodos explicados durante el trabajo. El primero de ellos, el método del Venture Capital, lo utilizaré para calcular el valor de la empresa desde el punto de vista de un fondo de capital, a partir del valor residual. El segundo, es un tanto más subjetivo, pero lo utilizaré para contrastar valores y para tener en cuenta factores cualitativos.

6.1. Método Venture Capital

La información financiera obtenida para la valoración de Wetaca, ha sido exportada de la base de datos Sabi. Cabe destacar que se tratan de las cuentas

no consolidadas de la empresa, por lo que pueden existir valores en las cuentas, que disten un poco de la realidad.

No he podido realizar la valoración por DFC, dado que en el recorrido pasado de la empresa, todos sus cash flows son negativos y su resultado del ejercicio también. Por ello, he decidido utilizar un método que se adapte a esta situación. La información recogida para las Ventas y el EBITDA, muestra la actividad de la empresa desde 2015 hasta 2018. A partir de 2019, he realizado estimaciones hasta 2022 para el cálculo del valor residual.

Miles €	2015	2016	2017	2018
Ventas	1,00	89,00	183,00	1.049,00
EBITDA	-6,00	-5,00	-134,00	-567,00
Cash flow	-4,00	-2,00	-101,00	-428,00

*Datos Wetaca *Fuente SABI I*

Una vez extraídas las cuentas pasadas de la empresa, el primer paso es realizar las estimaciones futuras. Para poder determinar los resultados futuros, es necesario establecer una tasa a la que las ventas y el EBITDA crecerán. He cogido una tasa de crecimiento anual de 41,42%. Para poder calcular esta tasa de crecimiento, he establecido que el mercado iba a crecer un 400% de aquí a 4 años (Alimarket, 2019). A partir de este crecimiento aportado por expertos del sector, a partir de la capitalización simple, he calculado el crecimiento anual.

$$400\%^{1/4} = 41,42\%$$

Gracias al cálculo del crecimiento de ventas, podemos ahora obtener las estimaciones de ventas, multiplicando el resultado de cada año, por esa tasa de 41,42%. Para obtener las estimaciones de EBITDA, es necesario saber los márgenes de beneficio de las ventas. He cogido un margen del 45% de ventas (Mckinsey&company, 2016). Los resultados de las estimaciones se muestran en la siguiente tabla.

Miles €	2019	2020	2021	2022
Ventas	1.483,51	2.098,00	2.967,02	4.196,00
EBITDA	667,58	944,10	1.335,16	1.888,20

*Estimaciones *Elaboración propia 1*

El siguiente paso del método, es el cálculo del valor terminal. Para ello, como hemos explicado, a partir de nuestra estimación del EBITDA a nuestro horizonte de 4 años, 4.196.000 €, y con un PER, Price to earnings, ajustado de 15,06 calculamos el valor buscado. Hemos establecido un PER de 11 veces el EBITDA, porque es la media de las transacciones del sector (EY, 2016). Posteriormente lo hemos ajustado al año 2018, gracias a un margen de crecimiento del 17% anual (Alimarket, 2019). El resultado obtenido para el valor terminal es de 28.436.290 €.

$$1.888.200,00 \text{ €} \times 15.06 = 28.436.292,00 \text{ €}$$

Una vez conseguido el valor terminal, para el cálculo de la valoración post money. Hay que traer ese valor al presente. Cogemos como como rentabilidad exigida, la rentabilidad que espera obtener el inversor, normalmente esta se encuentra entre un 30%-70% (Venture Capital Method), he cogido el término medio, un 50% de rentabilidad exigida. Dividimos en valor terminal entre $(1+50\%)^4$, y calculamos el valor presente del valor terminal.

El resultado final de la valoración post money es de 5.617.045,33 €.

$$\frac{28.436.292,00 \text{ €}}{1,5^4} = 5.617.045,33 \text{ €}$$

Restando el capital invertido por el fondo, 1,3 millones €, a la valoración post money, conseguimos la valoración pre money de 4.317.045,33 €.

$$5.617.045,33 \text{ €} - 1.300.000 \text{ €} = 4.317.045,33 \text{ €}$$

6.1. Método Scorecard

Es necesario, para poder valorar una empresa a través del método Scorecard, conocer a fondo la empresa a valorar y ser capaz de juzgar sus cualidades y debilidades. Asimismo, también son necesarias, otras empresas del sector con las que poder comparar los diferentes criterios.

Para poder establecer un valor monetario a estos factores cualitativos, se requiere encontrar empresas del sector, que ya hayan sido valoradas. En este caso, hemos cogido Sushishop, una empresa de sushi a domicilio que recientemente se ha visto involucrada en una venta y Goiko Grill, un restaurante de hamburguesas que dispone de gran parte del negocio dedicada a la entrega a domicilio. Sushishop, fue vendida por 160 millones de euros, pero se le asignó un valor de 240 millones. Solo un 10% de su negocio está en España, por lo que asignaré a Sushishop España un valor de 24 millones.

Por otro lado, Goiko Grill fue valorada en 130 millones de euros, pero solo un 10% de su negocio está dedicado al delivery, por lo que estimamos en la parte de delivery de Goiko tiene un valor de 13 Millones de euros.

Se tratan de empresas cuya facturación es mucho mayor, para el análisis scorecard se tendrá en cuenta.

Como he comentado previamente, el método se divide en 7 criterios principales, pero para un análisis más profundo, desgranaremos también esos factores. Cada individuo puede desarrollar su scorecard, cuanto más desarrolles cada criterio, más preciso será. He elaborado el siguiente scorecard, traduciendo y adaptando el de Bill Payne. (Payne, *The Definitive Guide to Raising Money from Angels.*, 2009), (angelcapitalassociation, 2007).

Peso (P)	Categorías y subcategorías	Peso de las subcategorías (PS)	Comparación con las referencias (C)	Ponderación Σ (PS x C)	Σ (PS x C) x P
30%	Equipo				
	Habilidades técnicas y Soft skills	50%	20%	10,00%	
	Experiencia	30%	50%	15,00%	
	Managers	20%	30%	6,00%	
				31,00%	
25%	Tamaño de la oportunidad				9,30%
	Tamaño del mercado	50%	50%	25,00%	
	Ingresos potenciales a 5 años	50%	30%	15,00%	
				40,00%	
15%	Producto				10,00%
	Como es el producto final?	70%	55%	38,50%	
	Ya generan ingresos?	30%	20%	6,00%	
				44,50%	
10%	Ambiente				6,68%
	Competidores	50%	25%	12,50%	
	Barreras de entrada	50%	25%	12,50%	
				25,00%	
10%	Canales de venta				2,50%
	Que canales hay	100%	50%	50,00%	
				50,00%	
5%	Necesitamos fondos para crecer				5,00%
	Cuanto necesitamos	100%	50%	50,00%	
				50,00%	2,50%
5%	Otros	100%	50%	50,00%	
				50,00%	2,50%
SUMA					
100%					38,48%

Scorecard wetaca *elaboración propia 1

He desarrollado la scorecard para valorar Wetaca, en función de las empresas Goiko, la parte de delivery y Sushishop, la parte de España. En la primera columna observamos el peso del que Bill Payne dota a cada criterio.

En la segunda columna, cada subcategoría en la que se dividen los criterios. La tercera columna, muestra el peso de las subcategorías. La cuarta columna, muestra la valoración que he otorgado a cada subcategoría en función del mercado. La suma ponderada de cada subcategoría se encuentra en la quinta columna. Por último, en la última columna, nos encontramos la suma ponderada para cada categoría y el resultado final de la scorecard, subrayado en amarillo.

Empezamos analizando el poder del equipo, al que el autor le da una importancia de un 30% del peso total de la empresa. Lo hemos dividido en, habilidades técnicas y soft skills, que recibe una valoración de un 1/10, debido a que tanto Goiko como Sushishop, disponen de equipos de trabajo muchos más amplios y

desarrollados, con habilidades técnicas aprendidas durante el largo recorrido que llevan consolidados. En los Soft skills, son más los talentos que las habilidades técnicas, Wetaca recibe un 3/10, dada su capacidad que han tenido para vender la idea, mostrarla al público y lograr el éxito. La media de habilidades técnicas y soft skills recibe un 2/10.

En cuanto a la experiencia, aquí no hay duda, Sushishop fue fundada en el 98, por lo que cuenta con muchos más años en el mercado, pero Goiko grill, fue creada tan solo un año antes que wetaca, por lo que en esta categoría recibe una puntuación de 5/10.

La subcategoría de managers recibe una puntuación de 3/10, dada la capacidad de los dos jóvenes demostrada, y la claridad que tienen para ver la estrategia a seguir.

Al tamaño del mercado, dentro del tamaño de la oportunidad le he otorgado un 5/10, ya que el target market es bastante amplio, dirigido sobretudo a trabajadores y gente sin tiempo para cocinar. Mirando los comparables, llegó a la conclusión de que el nicho de clientes es más reducido, por ello puntúa la mitad.

Para los ingresos potenciales, como los hemos calculado en el apartado anterior, podemos averiguar que porcentaje con exactitud representan frente a las otras empresas. Es mucho menor y representan entorno al 25%-30% de los ingresos de las marcas delivery de las otras empresas. Por ello, recibe un 3/10.

En la categoría de producto, cuya primera división es la calidad del producto final, he otorgado un 55%. Los motivos de esta nota son la calidad de la comida, han logrado un producto conseguido y a un precio asequible, y la innovación que supone frente a sectores más comunes como las hamburguesas. Dado que este año ya han generado 1 millón de ingresos, aunque el resultado del ejercicio ha sido negativo, la calificación para este criterio es un 20%. El autor del método establece unos rangos en los que para cada cantidad de ingresos recibe una calificación u otra.

El sector de la restauración se encuentra inmerso en un ambiente extremadamente competitivo, con infinidad de restaurantes competidores y de barreras de entrada. Cada vez más existen más grupos de restauración que van ganando poder en el mercado. Por estos motivos, los porcentajes recibidos en este apartado son 12,5%, tanto para barreras de entrada como para los competidores.

En cuanto a los canales de venta, Wetaca dispone de la venta online como único canal actualmente. Mientras los competidores, cuentan con mayores redes de distribución y partnerships con aplicaciones de reparto como Glovo o Deliveroo. Este factor me lleva a concederles un porcentaje de 50%, gracias a la fortaleza de su plataforma Web.

En el apartado de financiación se mide la cantidad de recursos que la empresa necesita para seguir creciendo y para seguir aumentando su cuota de mercado. Se trata de un apartado difícil de estimar desde una perspectiva exterior, ya que únicamente son los de la propia empresa los que saben que recursos necesitan para tapar carencias. Desde la creación de la empresa, los resultados de ejercicio han sido negativos, la inversión necesaria será para cubrir esas pérdidas. Por ello el porcentaje recibido es de 50%.

La categoría de otros engloba factores propios de cada sector. En este caso hemos visto que se trata de un mercado al alza, pero en un área geográfica con mucha competencia, pero también con mucha demanda. Recibe un porcentaje de 50%.

Una vez concedidos todos los valores, mirando a las empresas comparables, obtenemos la suma ponderada de todos los valores, 38,48%. Multiplicamos ese valor por la media de los valores de las empresas de comparables escogidas, 18,5 millones. El resultado de $38,48\% \times 18,5 \text{ M} = \underline{7,11 \text{ millones}}$. Una valoración basada un escenario más positivo que el anterior, y basada en factores más cualitativos.

7. Conclusiones:

Tras la investigación de este trabajo y tras haber tenido la oportunidad de reunirme con expertos del sector como Patricia Loro, The Venture City y Jaime García Murillo, Novamens Consultores, puedo llegar a la conclusión de que la valoración de startups no se trata de una ciencia exacta, es más, se aproxima a un arte, dada la cantidad de suposiciones e hipótesis que hemos de hacer para llegar a buen puerto.

En la primera parte del trabajo, he explicado los distintos métodos que tienen las startups para conseguir financiación. Se trata de un aspecto muy importante para los emprendedores, porque realmente es la cantidad por la que venden un porcentaje de la empresa. Los fundadores deben entender a la perfección el valor de su startup, para poder elaborar planes y suposiciones que defender ante posibles inversores, y de esta forma aumentar la valoración de su startup, ya que lo normal es que no este fundamentada bajo números y proyecciones. Quiero destacar que el buen emprendedor es aquel que escoge estratégicamente quien invierte en su empresa, dependiendo de quién les puede abrir más puertas.

Posteriormente, he explicado brevemente en que consisten algunos de los métodos de valoración más utilizados y porque su utilidad queda muy reducida al valorar este tipo de empresas. Por eso comentaba, que el emprendedor debe ser el encargado de desarrollar ciertas métricas capaces de mostrar el potencial de su empresa, porque es algo que los ingresos de ventas o resultado del ejercicio no van a respaldar. Tiene que mostrar el mercado potencial que puede conseguir la empresa y diferenciarse frente a modelos de negocio más tradicionales.

El trabajo continuaba con una propuesta de diferentes métodos adaptados a las características comunes de las startups. Métodos basados en factores más cualitativos y que tienen en cuenta métricas y aspectos que otros métodos ignoran y que muchas veces los inversores no tienen en cuenta. Algunos de estos métodos son bastante subjetivos y elaboran hipótesis para poder aproximar el valor real. Otros se centran mayoritariamente en la perspectiva del fondo de inversión y calculan el valor de la empresa a partir de la rentabilidad esperada y el valor residual. Cuantas mayores perspectivas, métricas, estimaciones y factores tomemos en cuenta, nuestra valoración será más precisa. Todos los métodos planteados analizan las startups desde distintas perspectivas, y la mayoría son complementarios. El contraste de los resultados nos llevará a un resultado próximo a la realidad.

La valoración de startups, es un mundo nuevo al que todavía nos estamos intentando adaptar de la mejor manera posible. Cada caso, tiene sus peculiaridades y dificultades, y debemos afrontarlos personalizando y adaptando el análisis a estos factores.

8. Bibliografía

- Abanca innova. (2018). Las 5 etapas de una startup.
- Alimarket. (2019). Informe 2019 de Delivery en la Restauración Organizada en España.
- Alimarket. (2019). Informe 2019 de Delivery en la Restauración Organizada en España, margen de crecimiento del delivery.
- Alonso, P., & Valero, J. (2019). ¿Es posible valorar con exactitud una startup? angelcapitalassociation. (2007)
- Arenaza, A. (2018). 9 Métodos para Valorar tu Startup.
- Benito, M. (2013). valoración de start-ups mediante la metodología del descuento de flujos de caja.
- Berkery, D. (2008). Raising Capital For The Serious Entrepreneur.
- Blank, S., & Dorf, B. (2013). The Startup Owners Manual.
- Cohen. (2014).
- D. A. (1995). Investment Valuation. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2009). the dark side of valuation.
- Damodaran, A. (2009). The dark side of valuation.
- Damodaran, A. (2009). The dark side of valuation.
- Damodaran, A. (2009). The dark side of valuation.
- Damodaran, A. (2009). The dark side of valuation.
- Damodaran, A. (2011). Valuing Growth companies.
- Damodaran, A. (2011). Valuing Growth companies.

Desaché, G. (2015). HOW TO VALUE A STARTUP.

Desaché, G. (2015). How to value a start-up?

El País. (2010). El día que la burbuja 'puntocom' pinchó.

EY. (2016). Fusiones y adquisiciones en el Sector Consumo: Múltiplos de Valoración.

Fernández, P. (2000). Valoración de empresas. Gestión2000.

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. Iese business school, Navarra.

Love, H. (2016). The startup curve.

Manzanera, A. (2010). Finanzas para emprendedores.

Marín, O. (2019). El análisis top-down. Icade.

Mckinsey&company. (2016). The changing market for food delivery.

OKDiario. (2016). ¿En qué consisten las tres "F" de la financiación?

Payne, B. (2009). The Definitive Guide to Raising Money from Angels.

Payne, B. (2009). The Definitive Guide to Raising Money from Angels.

Payne, B. (2009). The Definitive Guide to Raising Money from Angels. .

PYME emprende. (2016).

Redacción emprendedores. (2018). Aceleradoras e Incubadoras.

Ries, E. (2011). The lean startup.

Sharpe, W. (1965). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK.

- Talavera, J. (2016). Venture Capital: el financiamiento para tu startup.
- Torres, P. (2014). Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?
- Universo crowdfunding. (2016). Que es crowdfunding.
- Velasco, J. J. (2018). algunos apuntes sobre cómo valorar una startup.
- Velasco, J. J. (2018). Algunos apuntes sobre cómo valorar una startup.
- Venture Capital Method. (s.f.). <https://www.vcmethod.com>.
- Wetaca. (2018). Historia de Wetaca. Obtenido de <https://wetaca.com/que-es-wetaca>

8.1. Anexos

Entrevista a Patricia Loro resumida:

¿Cómo experta en venture capitals, que tienen que hacer los emprendedores para conseguir capital?

Lo primero que debes saber, es que los buenos emprendedores eligen estratégicamente a sus inversores, analizando que les aporta cada uno y viendo que puertas les pueden abrir o con quien les pueden poner en contacto. Es muy importante que reciban Smart money, no solo el capital, pero tambien el know how sobre el sector y sobre como desarrollar todo el potencial de las empresas.

¿Por qué es tan difícil valorar una startup?

La valoración de las startups, se acerca más a un arte que a una ciencia. Debes dar por sentadas una cantidad importante de factores y debes elaborar suposiciones y escenarios para aproximarte al valor. Se deben valorar métricas que en otro tipo de empresas no se tienen en cuenta y hacer due diligences con otras perspectivas.

¿Porqué a las startups se les permite incurrir en pérdidas durante años?

Es muy importante “dar gasolina a las startups” y ya el resto vendrá. Por ejemplo, Amazon tuvo pérdidas durante 15 años, confío en su empresa, ¡y mírale ahora! Lo importante es que tengan un producto sólido, y el equipo, el equipo es muy importante para confiar en una empresa durante años. Las startups deben tener perfiles con talento. Deben tener mercado al que dirigirse y estar claramente diferenciados.

¿Existe algún método de valoración en concreto, que sea mejor que otros?

No, lo importante es analizarlas desde distintos puntos de vista y luego establecer rangos, cuantos más pequeños sean, mejor. Hay startups, que se crean únicamente para ser compradas por su competidor, y que el objetivo es únicamente ese. A veces, se otorga valor Premium por proyectos, depende mucho de la empresa.

573% Crecimiento último año
1,414213562
400% Crecimiento a 4 años
41,42% crecimiento anual
45% Profit margin sector
11,00 PE EY-2016
17,6202 PE ajustado

*tasas estimadas *elaboración propia 1*