



INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES

1. Introducción

Muchas operaciones realizadas en el sector financiero requieren el cálculo del valor de las acciones de una empresa, como ocurre en los casos de fusiones, adquisiciones, salidas a bolsa, análisis de inversiones, MBO y LBO, entre otros.

Para calcular este valor, uno de los métodos más empleados es el descuento de flujos de fondos («Discounted Cash Flow» o DCF). Este método analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar el precio de sus acciones en el presente. Es importante destacar que la valoración de empresas consiste más en aplicar el sentido común a la información de la que se dispone que en emplear mecánicamente una fórmula matemática. Se apoya más en la racionalidad de interpretación de los resultados obtenidos que en la obtención de un único valor definitivo. Esto no quiere decir que valorar empresas sea una actividad subjetiva. El análisis a través del DCF tiene en cuenta la información disponible sobre una empresa y su entorno para el cálculo del precio final. Previsiones de planes de expansión, lanzamiento de nuevos productos, nivel de endeudamiento, variación de precios y costes, fluctuaciones en el tipo de interés y de cambio, son sólo algunos ejemplos de los muchos aspectos que se tienen en cuenta al realizar un DCF.

Según lo anterior, en teoría, todos los inversores deberían asignar el mismo valor a una acción. Así, nos encontraríamos ante un mercado eficiente donde toda la información de la empresa estaría disponible para todos los inversores y donde se podría confiar en los precios. Sin embargo, en la práctica, diferentes inversores llegan a diferentes valoraciones. Esto básicamente puede deberse a dos motivos. En primer lugar, puede haber un concepto diferente en lo que se refiere a previsiones, activos, beneficios, actividad principal de la empresa, etc. Estos juicios, que son la base y determinan la valoración, pueden dar lugar a

Nota técnica de la División de Investigación del IESE.

Preparada por Cristina Badenes y José M^a Santos, bajo la supervisión del profesor Pablo Fernández. Mayo de 1999.

Copyright © 1999, IESE.

Prohibida la reproducción, total o parcial, sin autorización escrita del IESE.

Última edición: 30/8/99

la obtención de resultados diferentes. En segundo lugar, aunque las bases de la valoración fuesen iguales, los inversores podrían partir de diferentes supuestos. Esto se produce cuando algunos inversores están mejor informados que otros.

Esta nota aborda unos métodos de valoración cada vez más empleados en la práctica: *los múltiplos de cotización y de transacción*. El primero se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de éste con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en bolsa. Se trata de identificar varias compañías cotizadas comparables a las que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio o múltiplo es luego aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa.

El segundo método, los múltiplos de transacción, tiene unas características muy similares. Consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo, para obtener así una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella.

2. Múltiplos de cotización

2.1. Definición y objetivos

El método de los múltiplos de cotización consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. El Cuadro 1 contiene un ejemplo sencillo de valoración a través de uno de los múltiplos más empleados: el PER. Esta metodología, al igual que otras, permite determinar el valor de empresas no cotizadas en bolsa y, en el caso de que la empresa objeto de valoración sea cotizada, el método puede ayudarnos a detectar si el mercado está sobre o infravalorando el valor en cuestión.

Cuadro 1. Ejemplo de valoración a través del PER

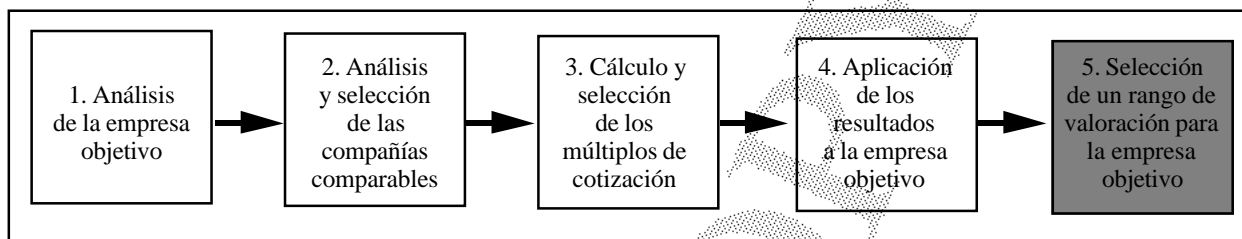
	Empresas comparables			Empresa objetivo	
	PPA	BPA	PER		
Empresa A	100	5	20,0		
Empresa B	320	17	18,8	Beneficio	7
Empresa C	280	12	23,3	* PER	18,8 – 23,3
		Rango	18,8 – 23,3	Valor	131,6 – 163,1

Notas: PPA = Precio por acción (cotización).
 BPA = Beneficio por acción.
 PER = «Price to Earnings Ratio» (precio por acción/beneficio por acción).

2.2. Metodología

Para hallar el valor de la empresa objetivo será necesario seguir una serie de pasos en los que iremos profundizando a lo largo de esta nota.

Cuadro 2. Pasos a seguir para el método de los múltiplos de cotización



A modo de ilustración, los Apéndices 1 y 2 contienen, respectivamente, la valoración de la empresa española Superdiplo y de la inglesa Austin Reed. El estudio se ha realizado siguiendo cada uno de los pasos expuestos.

2.2.1. Análisis de la empresa objetivo

El primer paso consiste en realizar un estudio de la empresa objetivo. Ello resulta imprescindible para tener un mejor criterio a la hora de valorar la empresa o analizar los resultados obtenidos.

Incluimos a continuación un guión orientativo de posibles aspectos a analizar:

Cuadro 3. Aspectos a considerar para el análisis de una empresa

- Actividad que desarrolla (análisis de productos y/o servicios que ofrece)
- Nacionalidad
- «Business mix»
- Historia de la compañía
- Características del sector (proveedores, clientes, competidores, marco legal y posicionamiento dentro del mismo (cuota de mercado, etc.)
- Países y mercados en los que opera
- Estructura de propiedad (accionariado)
- Análisis de los datos de mercado (en caso de ser una empresa cotizada en bolsa)
- Análisis de los estados financieros de los últimos tres años (como mínimo)
- Estructura de la organización
- Evaluación de la dirección
- Políticas de empresa (a nivel estratégico, financiero, de recursos humanos, etc.)
- Participaciones en otras empresas, alianzas estratégicas, etc.

2.2.2. Análisis y selección de las compañías comparables

La selección de las compañías comparables es, sin duda alguna, uno de los aspectos clave de esta metodología. Todo estudio posterior puede verse distorsionado o carecer de sentido si no se seleccionan las empresas más adecuadas.

- *¿Cuáles son los aspectos que debemos analizar para una correcta selección de las compañías comparables?*

A continuación se detallan, por orden de importancia y sin ánimo exhaustivo, los factores que deberían cumplir estas empresas en relación a la empresa objetivo para poder ser incluidas en el análisis:

Cuadro 4. Factores relevantes para la selección de las compañías comparables

- Deben ser compañías cotizadas en bolsa
- Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo
- Deben tener un mismo «mix» de negocio y/o productos
- Ser de un mismo país o región y/o operar en una misma zona geográfica
- Tener un tamaño similar (no es aconsejable tomar como comparables a empresas con un volumen de ventas o unos beneficios inferiores en un 50% al de la empresa objetivo)
- Tener unas mismas perspectivas de crecimiento de beneficios
- Tener un equipo de dirección de categoría similar
- Tener una rentabilidad similar
- Tener una posición competitiva equivalente
- Tener el mismo grado de integración vertical (activos)
- Tener una estructura y volumen de gastos de I+D y marketing similares

Cabe destacar que nunca podremos hallar compañías que cumplan todos y cada uno de estos aspectos. En la práctica, suele ser necesario tener que ampliar el significado de varios de los criterios para poder incluir un número significativo de compañías en el análisis. Por ejemplo, tomar como comparable una empresa del sector de la alimentación para analizar una empresa de helados.

Para la valoración de Superdiplo se han tomado como comparables cuatro empresas del sector, mientras que para la de Austin Reed se han tomado cinco. En los Apéndices 1 y 2 se detallan los criterios de selección.

- *¿Cuál es el número adecuado de compañías comparables a incluir en el análisis?*

No hay una respuesta exacta y precisa a esta pregunta, pues dependerá en gran medida de la existencia o no de un gran número de compañías comparables y de la dificultad a la hora de obtener la información necesaria.

Dicho esto, se considera como adecuado incluir en el análisis alrededor de diez empresas, lo que en la práctica no siempre es posible. Sin embargo, es aconsejable partir de un gran número de compañías, para posteriormente ir eliminándolas del estudio si los múltiplos resultantes se alejan demasiado de los restantes de la muestra. Pueden analizarse los resultados históricos de las compañías comparables y de la empresa objetivo (como ventas, margen operativo, margen neto, tasa de crecimiento de beneficios para los últimos cinco años, apalancamiento, etc.) para determinar cuáles son las más adecuadas. Sin embargo, los criterios que se siguen para acotar el estudio en el caso de contar con un número demasiado elevado de empresas variarán en función del sector objeto de análisis. Por ejemplo, la tasa de crecimiento esperada del beneficio por acción será un criterio muy válido para analizar empresas pertenecientes a un sector en rápido crecimiento como puede ser el de telecomunicaciones. Del mismo modo, el grado de volatilidad de los «cash flows» puede ser

lo más adecuado a la hora de estudiar empresas de un sector sumamente cíclico como puede ser el de la construcción. Unos comparables poco consistentes no añadirán valor alguno a menos que sean la única referencia con la que se cuente.

Es importante destacar que el rango de valoración final suele basarse en un número de empresas muy acotado, que puede llegar a centrarse únicamente en 2 ó 3 compañías.

2.2.3. Definición de los componentes. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización

En este apartado vamos a definir cada uno de los componentes de los ratios más utilizados en la práctica y a analizar el proceso de cálculo y selección de los múltiplos de cotización.

Cuadro 5. Definición de los componentes de los múltiplos más relevantes

Ratio	Explicación
Beneficio neto	Beneficio neto o beneficio después de impuestos
BPA	Beneficio neto por acción
BAIT	Beneficio antes de interese e impuestos (= EBIT = «earnings before interest and tax»)
BAAIT	Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (= EBITDA = «earnings before interest, tax, depreciation and amortization»)
«Cash flow» operativo (CF)	EBIT + amortización y depreciación
Valor en libros	Capital social (valor nominal) + reservas (excluye acciones preferentes) (= BV = «Book Value»)
Valor del capital (VC)	Capitalización bursátil (con efecto dilución) (véase «efecto dilución»)
Valor de la empresa (VE)	Capitalización bursátil (con efecto dilución) + acciones preferentes + deuda neta + intereses minoritarios (FV = «Firm Value»)
Deuda neta	Deuda a CP + deuda a LP + leasing financiero – caja – activos líquidos
Recursos permanentes	Deuda neta + intereses minoritarios + pasivo a LP + capital social + reservas + acciones preferentes
DPA	Dividendo por acción

Los ratios más usados son los siguientes:

a) $PER = \text{Capitalización bursátil} / \text{beneficio neto o PPA/BPA}$

Es quizás el ratio más importante, pues es al que los inversores y el mercado en general prestan mayor atención.

Aplicando este ratio obtenemos el valor del capital de la empresa. Para estimar el valor de toda la empresa se ha de sumar el valor de la deuda neta. Es importante tener en cuenta que el resultado obtenido por el PER se verá influido por el nivel de apalancamiento.

Así, por ejemplo, si la empresa objetivo tiene menos deuda que sus comparables, obtendremos un menor valor del capital, por lo que podríamos considerar añadir una prima al valor obtenido a través del PER. Esta prima se justifica porque la empresa objetivo tendría un menor riesgo, una menor tasa de descuento y, por consiguiente, un mayor valor.

El múltiplo debe aplicarse a bases de beneficios comparables (se ha de tener en cuenta la política de amortización, capitalización de gastos, etc.). Si la compañía obtiene ingresos procedentes de otras fuentes distintas a su actividad, como pueden ser retornos de otras inversiones, etc., éstos deben excluirse del cálculo del PER.

Pros:

- Este es uno de los ratios más usados por los inversores.
- Facilidad de obtener estimaciones de PER futuros dado que el BPA es una de las proyecciones más comúnmente estudiadas por los analistas financieros.

Contras:

- Los resultados del PER pueden estar distorsionados debido a las diferentes políticas contables entre países.
- Ratio muy sensible en empresas cíclicas.
- Posibilidad de obtener resultados distorsionados debidos al nivel de apalancamiento de las empresas analizadas.

b) PER relativo = PER de la empresa/PER del país

Pros:

- Adecuado para comparar empresas de distintos países.

Contras:

- Puede quedar distorsionado por los diferentes ciclos económicos en los distintos países.
- El PER de algunos países puede estar excesivamente influido por algunos sectores/empresas dominantes.

c) VE/BAIT = Valor de la empresa /beneficio antes de intereses e impuestos

Pros:

- Al contrario que el PER, con éste se puede ignorar el grado de apalancamiento al calcular el múltiplo del BAIT, ya que su resultado no se verá distorsionado.

Contras:

- Al igual que en el caso anterior, se han de tener en cuenta los diferentes principios de contabilidad que las diferentes compañías puedan aplicar para calcular el BAIT.
- Se considera que el ratio VE/BAAIT da mejores resultados.

d) VE/BAAIT = valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos

Pros:

- Los resultados obtenidos de este ratio se consideran buenos para aplicar a empresas cíclicas.

- Ratio empleado para comparar empresas de diferentes países.
- Al igual que el ratio anterior, es independiente del grado de apalancamiento.

e) $VE/\text{«cash flow» operativo} = \text{valor de la empresa}/\text{«cash flow» operativo}$

Pros:

- Múltiplo frecuentemente usado para evitar las diferencias en políticas contables que pueden afectar a los resultados (por ejemplo, amortización, etc.).
- Este múltiplo puede no ser adecuado en empresas de alto crecimiento, ya que puede ser muy pequeño o incluso negativo.
- Muy usado por los analistas financieros.
- Buen ratio para empresas cíclicas.

Contras:

- Al contrario que con el PER, los analistas financieros no suelen estimar «cash flow» futuros.

f) $\text{Precio/valor en libros («Price»/«Book Value»)} = \text{capitalización bursátil}/\text{fondos propios, o cotización/valor contable por acción}$

Pros:

- Ratio muy útil para analizar empresas muy intensivas en capital.

Contras:

- Falta de acuerdo para identificar algunos pasivos que ciertas compañías consideran como recursos propios y otras como recursos ajenos.

g) $VE/\text{ventas} = \text{valor de la empresa}/\text{ventas}$

Pros:

- Útil para empresas con márgenes similares.

Contras:

- Si la rentabilidad de las empresas comparables es muy variable, el ratio es inadecuado.

h) $\text{«Dividend Yield»} = \text{DPA}/\text{precio}$

Pros:

- Útil para empresas en sectores maduros.

Contras:

- Empresas de un mismo sector pueden tener políticas de dividendos muy dispares.

Para hallar los múltiplos a aplicar a la empresa objetivo se utiliza algunas veces la media o la mediana del total de empresas comparables de las que se dispone información, lo cual no es del todo aconsejable. Resulta más adecuado seleccionar las dos, tres o cuatro compañías más comparables, y tomar el rango final de múltiplos solamente de entre ellas. Por tanto, es mejor pensar siempre en términos de rangos y no de medias, medianas o números exactos.

En el caso de Superdiplo, por ejemplo, hemos tomado los múltiplos de 1998 PER y P/NCF de las cuatro compañías comparables. En el Apéndice 1 se detallan los motivos para la elección de estos ratios.

Efecto dilución

Antes de empezar a calcular los ratios que nos proporcionarán los múltiplos, no podemos olvidar un factor que, de no tenerse en cuenta, podría distorsionar los resultados obtenidos. Nos referimos al llamado efecto dilución. Este efecto hace referencia a la disminución del beneficio por acción que puede producirse por la conversión de ciertos pasivos financieros en acciones, o por el ejercicio de ciertos derechos asociados a los mismos. Los ratios que calculemos deben incluir el efecto dilución cuando éste suponga una disminución del beneficio por acción superior al 5%.

El cálculo del efecto dilución cuantifica cuál sería el BPA si se produjese la conversión o ejecución de determinados pasivos convertibles. La dilución se produce cuando se ejercitan opciones y «warrants» o cuando se convierten obligaciones o acciones preferentes en acciones ordinarias (se diluye el BPA, ya que hay un mismo beneficio total para un mayor número de acciones). Al analizar las cuentas de la compañía podemos asumir que cualquier opción, «warrant», obligación convertible o acción preferente se ejercerá o convertirá en cualquier momento futuro cuando el valor de mercado asociado a ese derecho sea superior al precio de ejercicio o conversión.

Para determinar si se va a producir el 5% de dilución, basta con calcular el número total de acciones que se emitirían tras la posible conversión. Si la dilución representa el 5% o más del número de acciones actual, los cálculos deberán entonces realizarse en base a una dilución total. Es importante resaltar que si realizamos los cálculos del modo descrito, se verán afectados el balance, la cuenta de resultados y la capitalización bursátil.

Cuadro 6. Efecto dilución

Instrumento	Impacto tras ejercicio o conversión
Opciones y «warrants»	<ul style="list-style-type: none"> – Entrada de caja a precio de ejercicio – Incremento de ingresos por intereses – Incremento en el número de acciones y, por consiguiente, de la capitalización bursátil
Obligaciones convertibles	<ul style="list-style-type: none"> – No supone una entrada de caja, sino un incremento de capital social y una disminución de deuda – Reducción de gasto por intereses – Incremento en el número de acciones y, por consiguiente, de la capitalización bursátil
Acciones preferentes	<ul style="list-style-type: none"> – Incremento de capital social y disminución de acciones preferentes – Disminución de dividendos preferentes y aumento de beneficio neto disponible para el resto de accionistas – Incremento en el número de acciones y, por consiguiente, de la capitalización bursátil

2.2.4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo

En el apartado anterior hemos estudiado cómo calcular y seleccionar los múltiplos, para posteriormente llegar a un rango de valores adecuado. El siguiente paso es, por tanto, multiplicar esos ratios por los datos correspondientes de la empresa objetivo, para poder así hallar la información deseada.

El rango de múltiplos obtenido debe aplicarse a:

- a) Datos *históricos* de la empresa objetivo: ventas, EBITDA, EBIT, valor en libros, «cash flow», etc. que refleje la Memoria anual de la compañía correspondiente al último año.
- b) Datos *futuros* (estimados) de la empresa objetivo: datos de años siguientes pueden encontrarse normalmente en informes financieros publicados por analistas de renta variable.

Normalmente suele dársele un mayor peso a los datos *futuros*, pues las empresas son valoradas por el mercado basándose en sus resultados *futuros*. Los datos históricos son relevantes sólo por el hecho de que pueden constituir una guía para el futuro.

2.2.5. Selección de un rango de valoración

Una vez obtenidos los distintos valores para la empresa objetivo, es recomendable seguir los pasos siguientes:

1. Realizar un gráfico con todos los valores obtenidos. Ello puede contribuir a seleccionar el rango de valoración final (véase Apéndice 1, Cuadro 11).
2. Centrarse en el múltiplo del PER, dado que es el ratio al que el mercado presta mayor atención.
3. Si se utilizan múltiplos de empresas de distintos países, tomar el PER relativo.
4. Ver los valores generados por otros múltiplos, como precio/«cash flow» y FV/EBITDA, para ver si aspectos como la depreciación o factores cíclicos distorsionan los resultados obtenidos por el PER. Asimismo, pueden ser el criterio para decidir si el valor obtenido mediante el PER se inclina al alza o a la baja.
5. Acotar los valores seleccionados dentro de un único rango de valores.
6. Finalmente, debemos ser capaces de justificar nuestra valoración. Para ello, analizamos una serie de variables a la vez que *aplicamos nuestro criterio* para ver si los resultados obtenidos tienen o no sentido. Estas son algunas preguntas que podemos formularnos a modo de comprobación:
 - ¿Cuán similar es la actividad de las compañías más comparables a la de la empresa objetivo?
 - ¿Cuánto difieren las tasas de crecimiento esperadas de los beneficios futuros de las compañías más comparables de las de la empresa objetivo?

- ¿Cuánto difieren las tasas de rentabilidad históricas de las compañías más comparables de las de la empresa objetivo?
- ¿Cuáles son los múltiplos más adecuados o cuáles son aquellos que están sujetos a menos distorsiones?
- ¿Es la reputación del equipo directivo de la empresa objetivo tan buena como la de las empresas comparables?

La respuesta a este tipo de preguntas puede ayudarnos a inclinar nuestra valoración hacia uno de los dos extremos del rango final.

En algunos casos, los puntos del gráfico que realicemos pueden estar muy alejados unos de otros, aspecto éste que debemos ser capaces de explicar. Por ejemplo, los múltiplos basados en el beneficio podrían dar como resultado unos valores menores que los basados en las ventas o en el capital empleado, porque la actividad de la empresa en análisis fuera menos rentable que muchas de sus compañías comparables.

Una vez obtenido el rango de valores de la empresa objetivo, puede resultar muy útil dividir los resultados por los datos de la compañía, con objeto de obtener los múltiplos de la misma y poder así comprobar si están en línea con el resto del sector.

El método de los múltiplos de cotización puede llegar a ser una herramienta muy útil si se sabe utilizar. A continuación exponemos, a modo de resumen, las ventajas e inconvenientes más destacables de esta metodología:

Cuadro 7. Ventajas e inconvenientes del método de los múltiplos de cotización

Pros	Contras
<ul style="list-style-type: none">- Los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores, reflejando las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgo del negocio, crecimiento del mercado, etc.- Es una herramienta útil para comprobar el valor obtenido a través del descuento de flujos de fondos.- El mercado rara vez se equivoca.- El valor obtenido es un indicador fiable del valor de una empresa, incluso para participaciones minoristas.	<ul style="list-style-type: none">- Dificultad para encontrar compañías 100% comparables.- Diferencias en los sistemas contables según legislación nacional.- Distintos grados de información según los requisitos nacionales del mercado de valores.- Pequeñas compañías o empresas que sólo son seguidas superficialmente por los analistas pueden no reflejar el verdadero valor.

3. Múltiplos de transacción

Esta metodología tiene como objetivo estimar el precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por una empresa a partir del precio pagado por otras compañías comparables. La base y pasos a seguir en este método son muy similares a los de los

múltiplos de cotización (véase Apartado 2). Los principios son parecidos, aunque existen algunos aspectos que son específicos de este método:

1. Los múltiplos de transacción se basan en el precio pagado por compañías similares a la que pretendemos valorar (cuya información puede encontrarse disponible en diversas bases de datos sobre gran cantidad de fusiones y adquisiciones de los últimos años en numerosos países). A la hora de analizar transacciones, aunque no se hubiera adquirido la totalidad del capital de una empresa, los múltiplos deben calcularse siempre a partir de datos que supongan la compra del 100% de la compañía (para luego poder aplicar el precio del 100% a la empresa objetivo). Sin embargo, debe tenerse un especial cuidado en este sentido. Por ejemplo, la compra del 2% que va de controlar el 49% de las acciones al 51% no nos indicaría el verdadero valor del 100% de las acciones mediante una simple regla de tres, sino que nos daría un valor considerablemente superior.

En los múltiplos de transacción, por tanto, el precio representa el valor dado por el 100% del capital de una empresa y que, por lo general, incluye todas las acciones en circulación, más todas las opciones y «warrants», más todos los valores convertibles con una alta probabilidad de ser convertidos.

2. Cabe destacar que el precio suele ser, por lo general, superior al valor de la empresa, por lo que así como en los múltiplos de cotización obtenemos un valor similar al obtenido por el descuento de flujos de fondos, en este caso el valor será, aproximadamente, como máximo un 50% superior, debido al efecto provocado por las sinergias que se deriven de la transacción y de la prima que se pague por obtener el control de la empresa, en su caso. Sin embargo, y como hemos destacado, los múltiplos de transacción son generalmente más elevados que los de cotización si el mercado bursátil no está particularmente alto. Por ejemplo, en 1997, el índice de la bolsa española IBEX-35 dio una rentabilidad de aproximadamente el 40%, lo que condujo a unos múltiplos de cotización más elevados, en general, que los de transacción.

3. Los cálculos se basan siempre en cifras históricas.

4. Están muchas veces basados en cifras de una división de la compañía o de un negocio concreto.

5. Los ratios están determinados por aspectos concretos de una transacción en particular. El precio pagado depende normalmente de factores como el tipo de acuerdo (si la transacción ha resultado amistosa, exclusiva, hostil, etc.) o de en qué fase del ciclo de vida se encuentra el negocio (por ejemplo, el PER puede resultar muy exagerado si se halla en el inicio del ciclo, cuando los beneficios son poco elevados).

Los ratios más empleados en esta metodología son:

- Precio/ventas
- Precio/beneficios
- Precio/valor en libros
- VE/ventas
- VE/EBITDA
- VE/EBIT
- Precio/beneficios futuros

La selección de las transacciones comparables sigue prácticamente el mismo proceso que en los múltiplos de cotización. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que las

transacciones son hechos ya pasados, por lo que cuanto más atrás en el tiempo se sitúe la transacción, menos relevante es como guía para ser un múltiplo de hoy. Por ello, es aconsejable no utilizar múltiplos de transacciones que hayan tenido lugar hace más de cinco años.

Debe intentarse identificar las 10-15 transacciones más comparables (en términos de actividad similar, tamaño de la empresa, circunstancias de la operación, etc.), para luego reducir esa cifra a un número más manejable de 2-5.

Al igual que hemos hecho con los múltiplos de cotización, exponemos los pros y contras más importantes de esta metodología:

Cuadro 8. Ventajas e inconvenientes del método de los múltiplos de transacción

Pros	Contras
<ul style="list-style-type: none">- Transacciones que han tenido lugar recientemente en el mismo sector pueden reflejar la oferta y la demanda existente de activos en venta.- Indica un rango de precios probables.- Permite conocer las tendencias del sector, como consolidación o atraktividad del mismo para potenciales socios financieros o extranjeros.	<ul style="list-style-type: none">- Transacciones acontecidas en el pasado son raramente directamente comparables.- La interpretación de los datos requiere familiaridad con el sector y con las empresas o negocios de que se trate (existen muchos «casos especiales»).- Los datos de transacciones pasadas pueden ser confidenciales o confusos.- Los valores obtenidos dan generalmente un rango de precios muy ancho.- Se basan en datos históricos.

4. Comparación con el método del descuento de flujos de fondos (DCF)

Tradicionalmente, el DCF ha sido uno de los métodos de valoración más empleados, especialmente en los últimos tiempos. Sin embargo, los múltiplos de cotización y transacción son métodos cada vez más utilizados por las empresas o instituciones que deben valorar otras compañías, dadas las ventajas que presentan en comparación con el DCF, pues son:

- Más rápidos
- Más simples
- Más prácticos
- Métodos utilizados por los mercados de renta variable

Existen ocasiones donde el método de los múltiplos nos permite valorar empresas que, o no pueden ser valoradas mediante el DCF o bien resultaría excesivamente difícil hacerlo, proporcionando unos resultados poco fiables. Por ejemplo: valorar una empresa de alta tecnología, de reciente creación, dedicada a la explotación de un producto o servicio nuevo. En este caso puede resultar extremadamente difícil estimar las ventas futuras (y, por consiguiente, los flujos de caja) no sólo de la empresa objeto de valoración, sino también del sector en general:

- Los resultados obtenidos mediante el DCF dependen totalmente de los supuestos que se hayan hecho, mientras que una valoración por múltiplos no implica realizar tantos supuestos como con el descuento de flujos de fondos.

Debemos intentar que el DCF y el método de los múltiplos sean *complementarios* y no *sustitutivos*. Por lo general, deben darnos resultados similares (el valor obtenido mediante el DCF debería estar en línea con el obtenido por múltiplos de cotización, por lo que son una manera excelente de comprobar si los supuestos realizados en el descuento de flujos de fondos son adecuados (véase Anexo 2). Los múltiplos de transacción, sin embargo, podrían dar un valor más alto (o bajo) que el anterior, aunque ello dependerá de las sinergias que se esperen con esa transacción, de la situación del mercado de valores, etc.).

Es un hecho significativo y una prueba de la creciente importancia de este método el que en algunos grandes bancos de inversión existan grupos de profesionales dedicados única y exclusivamente a construir bases de datos con los múltiplos de cotización de las empresas más importantes de cada sector, así como con los de transacción.

Puede resultar muy útil realizar un gráfico con los rangos de valores para la empresa objetivo según las diferentes metodologías, similar al realizado con los múltiplos de cotización (véase Cuadro 11 del Apéndice 1). □

Apéndice 1

INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES

Valoración de Superdiplo a través del método de los múltiplos de cotización

A continuación exponemos un ejemplo práctico de valoración a través del método de los múltiplos de cotización, siguiendo cada uno de los cinco pasos expuestos. En esta nota no pretendemos realizar un análisis detallado de la empresa objetivo y de las compañías comparables, sino simplemente dar una visión de cómo proceder con el estudio.

1. Breve descripción de la empresa objetivo

Superdiplo es un distribuidor español del sector de la alimentación. De 1995 a 1998 se convirtió en el séptimo distribuidor de alimentación por tamaño en España, el segundo en supermercados (tras Mercadona), y el líder en el archipiélago de las Canarias (la compañía opera en dichas islas, en el sur de España, y desde marzo de 1998, en Madrid). Superdiplo es predominantemente un distribuidor de alimentación, ya que sus ventas de no alimentación representaron en 1997 tan sólo un 6% del total. En febrero de 1998, la cadena contaba con 166 establecimientos bajo cinco formatos distintos (hipermercados, supermercados, locales de descuento, «cash & carry» y tiendas para turistas), llevando cada formato una marca distinta.

La compañía empezó a cotizar en bolsa en abril de 1998, por lo que fue objeto de valoración por parte de algunos analistas financieros. Por ello, hemos tomado esta empresa como un buen ejemplo para la valoración por múltiplos de cotización (un método frecuentemente empleado para valorar empresas que afrontan una posible salida a bolsa, dada la necesidad de contar con la opinión del mercado en general para el tipo de valor del que se trate).

2. Criterio de selección de las compañías comparables

Para poder comparar Superdiplo con otros valores, debemos considerar cuatro aspectos clave:

1. Es un valor con un crecimiento esperado elevado.
2. Ha realizado muy pocas inversiones en propiedad (de sus 166 establecimientos, tan sólo 21 han sido abiertos, mientras que los restantes han sido adquiridos bajo una estructura de leasing).
3. Debido a la agresiva política de adquisiciones adoptada en los últimos cuatro años, la compañía cuenta con un elevado fondo de comercio.
4. Disfruta de una baja tasa impositiva gracias al favorable régimen fiscal del archipiélago canario y a la gran cantidad que representa la amortización del fondo de comercio.

El Cuadro 9 contiene información sobre 17 compañías europeas cotizadas del sector de la distribución. Los criterios para la selección de las empresas más comparables han sido los siguientes:

Apéndice 1 (continuación)

- Presencia significativa en la Península Ibérica
- Percepción por parte del mercado como un valor en crecimiento
- Uso predominante del formato supermercados

Otros factores incluyen origen europeo, tamaño medio por centro comercial, porcentaje de ventas derivado del negocio de no alimentación, importancia de marcas blancas y endeudamiento.

Cuadro 9. Superdiplo, empresas comparables en Europa
Criterios de selección

	Opera en Península Ibérica	Acciones al alza	Domina formato super- mercado	Tamaño por centro parecido	Ventas no alimen. mínimas	Ventas aliment. marca blanca, mínimas	Bajo apalanca- miento (<20%)
Jerónimo Martins	√	√	√	√		√	
Modelo Continente	√	√				√	
Continente	√						√
Pryca	√						√
Comptoirs Modernes	1		√	√	√		
Promodès	2	√					√
Ahold	3	√					
ASDA							√
Carrefour	4	√					
Casino							
Colruyt	5		6				√
Delhaize			√	√			
GIB	7						√
J. Sainsbury							
La Rinascente							√
Safeway			√	√	√		
Tesco							

Fuente: Informes financieros.

Notas:

1. Alrededor del 8% de las ventas totales se efectúan a través de las cadenas regionales españolas Maxor, Supeco y Merca Plus.
2. A través del 68% de participación en Continente, 22% en Modelo Continente y Dia.
3. Operaciones en Portugal a través del 49% del negocio de distribución de Jerónimo Martins.
4. A través del 69% en Pryca.
5. A través de una participación en la subsidiaria de logística de Modelo Continente.
6. El formato está entre un supermercado estándar y un «hard discounter».
7. Operaciones DIY.

Los cuatro operadores de la Península Ibérica: Jerónimo Martins, Modelo Continente, Continente y Pryca, junto con los distribuidores franceses Comptoirs Modernes y Promodès, han sido considerados como las empresas más comparables:

Apéndice 1 (continuación)

– *Jerónimo Martins* es la empresa más adecuada a efectos de comparación, pues tiene una elevada tasa de crecimiento, sigue una fuerte política de adquisiciones, opera en un entorno legal y económico similar, tiene distintos tipos de establecimientos (es especialmente fuerte en supermercados, aunque también tiene algunos hipermercados y «cash & carry») y goza de una baja tasa impositiva. En contra de su uso como compañía comparable, figura su expansión a Polonia y Brasil y su división de bienes de consumo.

– *Modelo Continente* es la segunda empresa más comparable. Al igual que Jerónimo Martins, es una empresa en crecimiento dada su estrategia de adquisiciones, y opera en un entorno económico y legal similar al de Superdiplo. Las ventas de supermercados representan un 41% de las ventas totales. Las desventajas de utilizarlo como comparable es, sobre todo, el hecho de que el 54% de su facturación proviene del segmento de hipermercados.

– *Pryca* y *Continente* se utilizan como comparables por la obvia razón de que son españoles. De todos modos, debe considerarse que estas dos compañías tienen limitadas posibilidades de crecimiento, que son prácticamente puros operadores de hipermercados con un alto porcentaje de ventas de no alimentación y marca blanca.

– Entre las compañías europeas, hemos seleccionado las francesas *Comptoir Modernes* y *Promodès*. Comptoir está presente en el mercado español (8% de su facturación) y dirige principalmente supermercados con un tamaño medio similar al de Superdiplo, vendiendo un porcentaje pequeño de productos de no alimentación. Sin embargo, tiene un alto porcentaje de ventas de marca blanca. Promodès, principal operador en España, tiene un alto crecimiento gracias a su fuerte política de adquisiciones. No obstante, busca crecer fuera del mercado europeo y tiene un alto porcentaje de ventas de no alimentación y marca blanca, así como de ventas en hipermercados.

A continuación incluimos un Cuadro con algunos datos relevantes de las compañías seleccionadas:

Cuadro 10. Datos operativos y financieros de las compañías comparables
(En porcentaje)

	Superdiplo	Jerónimo Martins	Modelo Continente	Pryca	Continente	Comptoirs Modernes	Promodès
Cap. bursátil (en millones de ptas.) (1)	(2)	597.908	444.843	566.791	375.840	418.317	1.438.589
Mg. BAIT 98E (3)	4,1	6,1	6,4	5,2	2,2	3,4	2,8
Mg. BAIT 99E	4,5	6,2	6,4	5,5	2,3	3,8	3,0
Mg. BAAIT 98E	5,4	8,7	8,0	8,8	4,7	5,6	4,1
Mg. BAAIT 99E	5,8	8,8	8,0	9,1	4,9	5,9	4,4
Mg. neto 98E	3,8	3,6	3,2	3,8	1,9	1,9	1,8
Mg. neto 99E	4,3	3,7	3,3	4,0	1,9	2,2	2,0
CAGR ventas 97-98E (4)	37,2	31,4	14,4	3,5	11,6	5,3	7,0
CAGR BAAIT 97-98E	32,2	27,6	16,0	6,9	7,7	11,0	10,4
CAGR Benef. neto 97-99E	47,9	45,5	18,6	5,3	4,9	15,9	18,8

Fuente: Informes financieros.

Notas:

(1) Los precios de mercado y tipos de cambio corresponden al cierre del 20 de abril de 1998.

(2) Según la valoración del Anexo, 161.000-203.000 millones de pesetas.

(3) BAIT es antes de la amortización del fondo de comercio.

(4) CAGR = Tasa compuesta anual de crecimiento.

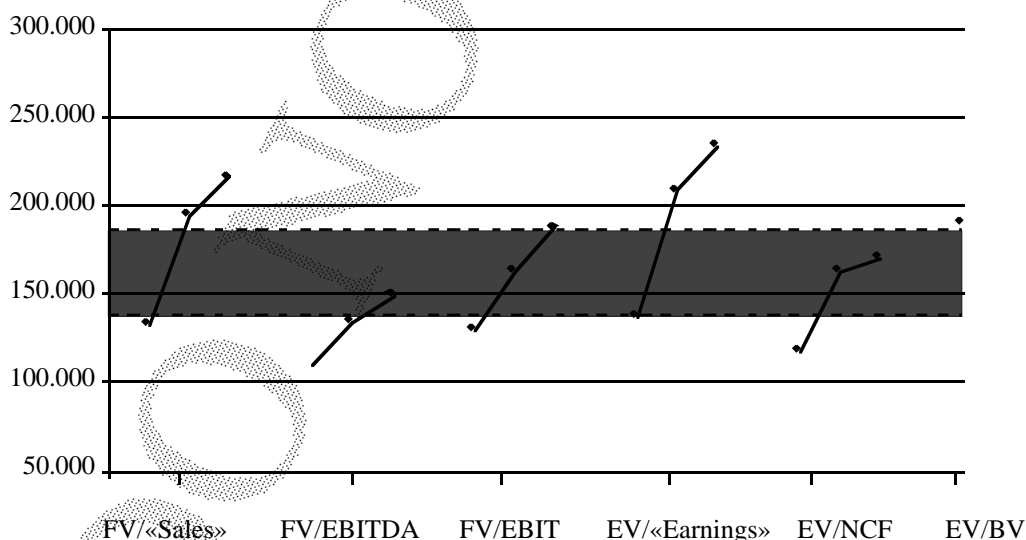
Apéndice 1 (continuación)

Como criterio de selección final hemos dado gran relevancia al área geográfica, tomando como más comparables a los cuatro operadores de la Península Ibérica (excluimos los dos franceses).

El Anexo 1 contiene los pasos siguientes: cálculo de los múltiplos, aplicación a la empresa objetivo y selección de un rango de valoración. En cuanto al cálculo de los múltiplos, debemos destacar la importancia que tiene la *elección de los múltiplos más adecuados*, según el negocio objeto de estudio. En el caso de Superdiplo, tomamos principalmente los múltiplos de precio/CF 98E y PER 98E, en lugar de FV/EBIT o FV/EBITDA (tomamos el PER en lugar del PER relativo por falta de información, aunque al tener empresas de diferentes países lo más adecuado sería tomar como múltiplo el PER relativo). El objetivo es mitigar la disparidad de valoraciones que podría darse, provocada por factores como que el distribuidor sea propietario o alquile los locales en los que opera. Asimismo, debemos tener en cuenta las ventajas fiscales de las que goza Superdiplo.

El Cuadro 11 contiene un análisis gráfico de los resultados obtenidos en la valoración de la empresa objetivo (véase Anexo 1).

Cuadro 11. Rango de valoración de Superdiplo



Fuente: Informes financieros.

Apéndice 2

INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES

Valoración de Austin Reed a través del método de los múltiplos de cotización

1. Breve descripción de la empresa objetivo

Austin Reed es una empresa británica dedicada a la producción y venta de ropa para hombre y mujer. La empresa es propietaria de una cadena de tiendas donde vende su propia marca y la de otros fabricantes. Dado que la empresa cotiza en bolsa, consideramos que sería interesante comparar los resultados de la valoración con el precio en el mercado.

2. Criterio de selección de las compañías comparables

Para la elección de las empresas comparables hemos partido de un conjunto de compañías del sector textil de características similares a la que queremos valorar. La selección inicial nos llevó a escoger once empresas que, en principio, podían ser comparables con la empresa objetivo. De entre éstas, decidimos hacer un análisis más minucioso. Los criterios de selección que empleamos para escoger a las empresas comparables fueron los siguientes:

- Productores y vendedores de ropa para hombre y mujer
- Tiendas propias
- Mercado europeo
- Volumen de ventas inferior a 500 millones de dólares
- BAIT sobre ventas entre el 7 y el 11%
- BAAIT sobre ventas entre el 10 y el 16%
- Beneficio neto sobre ventas entre el 4 y el 7%
- «Cash flow» sobre ventas entre el 8 y el 12%

Cuadro 12. Austin Reed, empresas comparables
Criterios de selección

(En miles de dólares y porcentaje)

Austin Reed Group Plc	130.000	9,3	13,1	5,7	10,7	0,1
Adolf Ahlers AG	309.000	8,7	11,5	4,8	7,4	47,5
Guess? Inc.	515.000	13,3	17,3	6,5	10,1	65,3
Quiksilver Inc.	231.000	10,0	11,6	5,5	8,3	24,2
Vilento Int. NV	64.000	10,7	12,6	7,6	7,0	25,3
William Baird Plc	918.000	6,6	7,9	4,1	6,4	7,7
Adolfo Domínguez	48.000	25,3	29,5	16,7	19,3	22,3
Benetton SpA	1.579.000	20,8	24,1	8,6	23,3	39,5
D'Urban Inc.	420.000	6,4	n.d.	4,7	n.d.	50,9
Escada Ag	666.000	3,9	6,7	2,5	3,2	41,8
Naf Naf S.A.	200.000	1,3	7,4	-0,6	7,4	28,3
Stefanel SpA	237.000	1,2	6,9	-4,0	2,1	46,8

Fuente: Disclosure.

1: V = Ventas.

Apéndice 2 (continuación)

Es importante señalar que los criterios de selección no han de ser nunca rigurosos ni exhaustivos. Asimismo, no todas las empresas seleccionadas como comparables han de cumplir todos y cada uno de ellos. En este caso, las empresas que consideramos que reúnen las características mencionadas son: Adolf Ahlers, Guess, Quicksilver, Vilenzo y William Baird.

De la selección anterior nos gustaría destacar dos aspectos. En primer lugar, la empresa objetivo tiene un bajo grado de apalancamiento. En principio, el nivel de endeudamiento tendría que ser un criterio de selección. En este caso, dado que Austin Reed no tiene prácticamente deuda en su balance, mientras que las empresas comparables sí están apalancadas, ha sido un aspecto que no hemos considerado. Es muy importante tener en cuenta este punto para la valoración. Aunque este aspecto lo desarrollaremos más adelante, conviene resaltar que este factor afectará al valor obtenido por los múltiplos.

En segundo lugar, destacamos la elección de William Baird como empresa comparable. De las cinco compañías comparables seleccionadas, en principio parece que es la empresa que menos criterios cumple. La hemos incluido por ser una empresa británica con características suficientemente similares a Austin Reed.

3. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización más adecuados

Del cálculo de los múltiplos podemos extraer las siguientes conclusiones:

- Dado que dos de las cinco empresas comparadas no reparten dividendos, el resultado obtenido a través del múltiplo «Dividend Yield» (dividendo por acción/cotización) no nos parece significativo.
- Al ser Austin Reed una empresa prácticamente no apalancada, tampoco consideramos válido el resultado obtenido a través del múltiplo «Book Value». Si parte de los fondos propios de la empresa se sustituyesen por deuda, el resultado obtenido a partir del múltiplo «Book Value» sería más válido.

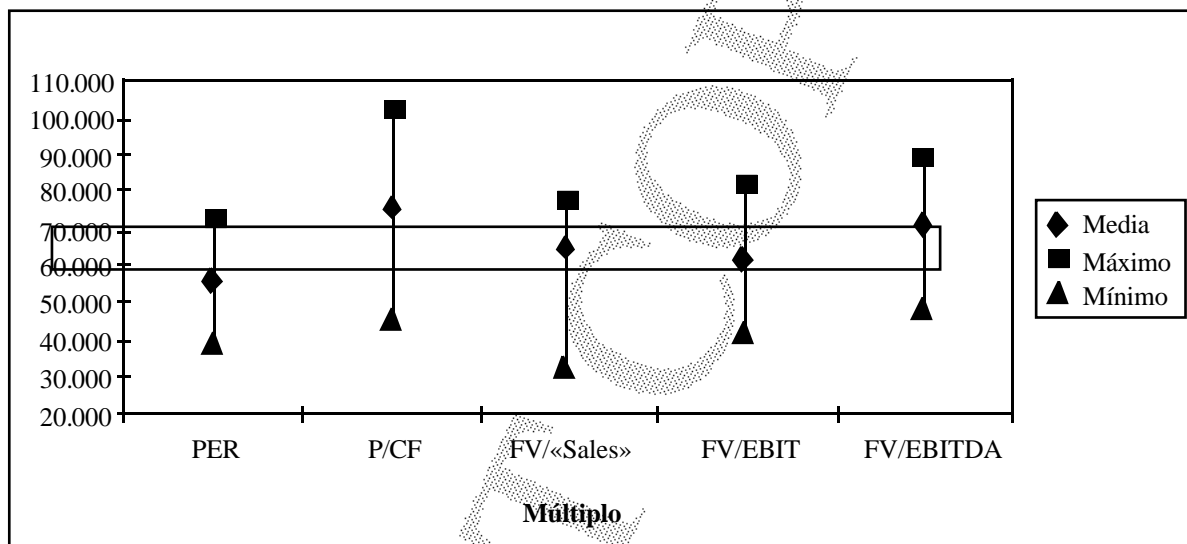
Por tanto, vamos a basar la valoración en los múltiplos PER, P/CF, VE/Ventas, VE/BAIT y VE/BAAIT. Al haber buscado precisamente empresas comparables de márgenes de beneficios, CF y tamaño similares, estos ratios son los que nos parecen más adecuados.

4. Aplicación de los múltiplos a los resultados de Austin Reed

De los resultados obtenidos consideramos que el valor de Austin Reed está entre 60 y 70 millones de libras esterlinas, lo que daría un precio de 1,92 y 2,23 libras por acción.

Apéndice 2 (continuación)

Cuadro 13. Rango de valoración de Austin Reed



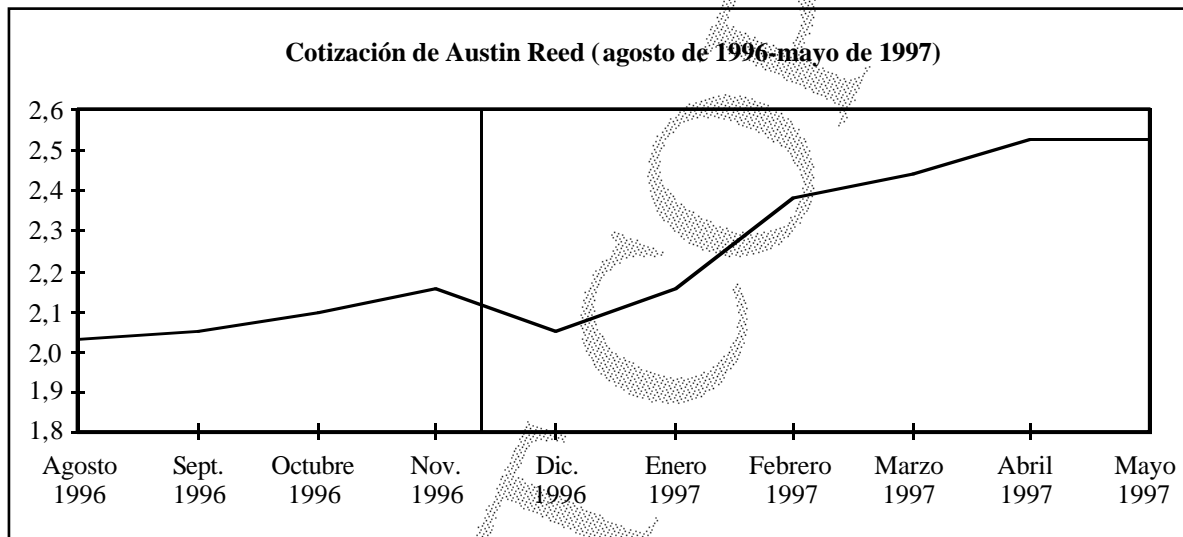
Es importante destacar que los múltiplos empleados son de empresas con un grado de apalancamiento de entre un 25 y un 50%. Este nivel de endeudamiento hace que los inversores exijan una tasa de retorno a su inversión superior a la que exigirían con un apalancamiento menor, lo que se traduce en un menor precio de las acciones de estas compañías. En consecuencia, los múltiplos aplicados a la empresa objetivo son menores de lo que deberían ser. Para que el resultado obtenido en la valoración fuese comparable, deberíamos añadir una prima al precio obtenido de las acciones de la empresa objetivo, ya que ésta tiene menor riesgo. Si suponemos que esta prima fuese de entre un 10 y un 20%, nos quedaría el precio final siguiente:

- Prima 10% Precio acciones Austin Reed = 2,11 y 2,45 libras esterlinas
- Prima 20% Precio acciones Austin Reed = 2,30 y 2,68 libras esterlinas

Según estos resultados, y teniendo en cuenta que el precio de las acciones en el momento que estamos analizando era de 2,16, podríamos afirmar que las acciones de la empresa objetivo estaban *infravaloradas* por el mercado. Este punto queda corroborado por la evolución de las acciones durante los meses siguientes.

Apéndice 2 (continuación)

Cuadro 14. Evolución de la cotización de Austin Reed



Fuente: Disclosure.

Como conclusión, queremos destacar la lectura que debiera hacerse de toda valoración. Los resultados de cualquier método de valoración nos proporcionan un rango de valores entre los que podría oscilar el precio de una acción en el mercado. *Toda valoración ha de tomarse como una referencia y una orientación, nunca como un valor absoluto.*

Anexo 1

INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO DE LOS MULTIPLIOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES
Valoración de Superdiplo a través de los múltiplos de cotización

VE/Ventas 97 (1)(2)	1,90	2,10	1,00	1,00	1,00	1,00	Ventas 97	91.887	174.585
VE/Ventas 98E	1,60	1,90	1,00	0,60	1,28	1,30	Ventas 98E	149.800	239.680
VE/Ventas 99E	1,50	1,60	1,00	0,60	1,18	1,25	Ventas 99E	172.886	259.329
VE/BAAIT 97	24,80	28,20	12,00	13,90	19,73	19,35	BAAIT 97	5.731	142.129
VE/BAAIT 98E	20,10	21,50	11,40	12,90	16,48	16,50	BAAIT 98E	8.097	162.750
VE/BAAIT 99E	18,40	17,90	10,50	11,90	14,68	14,90	BAAIT 99E	10.018	184.331
VE/BAIT 97	29,80	42,00	20,50	27,90	30,05	28,85	BAIT 97	4.520	134.696
VE/BAIT 98E	24,90	30,80	19,30	27,90	25,73	26,40	BAIT 98E	6.174	153.733
VE/BAIT 99E	22,90	25,30	17,30	25,20	22,68	24,05	BAIT 99E	7.793	178.460
PER 97	44,90	54,50	27,80	36,70	40,98	40,80	Benef. neto 97	3.359	150.819
PER 98E	37,60	38,40	27,70	35,50	34,80	36,55	Benef. neto 98E	5.706	214.546
PER 99E	33,90	30,30	25,00	33,40	30,65	31,85	Benef. neto 99E	7.352	249.233
P/CF 97	33,90	36,90	14,40	17,70	25,73	25,80	CF 97	4.574	155.056
P/CF 98E	26,90	27,00	14,20	15,80	20,98	21,35	CF 98E	7.631	205.280
P/CF 99E	24,40	21,10	13,20	14,40	18,28	17,75	CF 99E	9.602	234.293
P/BV 98E	7,00	7,83	3,55	3,98	5,59	5,49	BV 98E	34.684	242.788
5. Selección de un rango de valoración									
En millones de ptas. En ptas. por acción (3)									
Valoración múltiplos	161.000	203.000	3.157	3.980					
Valoración múltiplos post-descuento(4)	140.875	177.625	2.762	3.483					
Valoración analistas del sector	144.993	174.981	2.843	3.431					
Precio de salida a bolsa (30-4-1998)		159.885		3.135					161.00

Notas:

- El fondo de comercio queda excluido de la valoración, por lo que BAIT, BPA y CF son antes de la amortización del fondo de comercio.
- (1) Los precios de mercado y tipos de cambio corresponden al cierre del 20 de abril de 1998.
- (2) En este caso se han tomado VE y VC como equivalentes.
- (3) Número de acciones de Superdiplo estimado (después de la salida a bolsa): 51.000.000.
- (4) Ante una salida a bolsa, se suele realizar un descuento en el precio (de entre el 10 y el 15% aproximadamente) a modo de incentivo para posibles inversores.
- Fuente: Informes financieros y diario *Expansión*.

Anexo 2

INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO
DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES

Valoración de Superdiplo a través del descuento de flujos de fondos
(En millones de pesetas)

	1998E	1999E	2000E	2001E	2002E	2003E	Perpet.
EBITDA	8.097	10.018	12.047	13.671	15.829	17.826	18.271
Impuestos s/ EBIT	-464	-641	-732	-1.135	-1.715	-2.400	-5.481
Inv. en activo fijo	-4.101	-4.050	-4.946	-4.946	-4.946	-4.946	-2.573
Adquisiciones	-9.145	0	0	0	0	0	0
Variación fondo de maniobra	-41	1.408	1.878	1.750	1.802	1.868	240
Total	-5.654	6.735	8.247	9.340	10.970	12.348	223.518
Flujo de fondos libre	-5.654	6.735	8.247	9.340	10.970	235.866	
«Risk Free»	5,0%						
Prima de mercado	3,0%						
Beta	0,8						
Coste de la deuda	5,4%						
Tasa impositiva	35,0%						
Coste deuda neto (Kd)	3,5%						
Coste del capital (Ke)	7,4%						
WACC	7,4%						
Tasa crecim. constante	2,6%						
Valor actual FFL	175.616						
Menos deuda neta (2)	0						
Valor del capital	175.616						
Valor por acción (ptas.) (1)	3.443						

Supuestos para el cálculo del WACC:

La prima de mercado español es del 3% sobre una tasa «Risk Free» del 5%.
Beta = 0,8, en línea con la beta no apalancada de Jerónimo Martins y Modelo Continente.
Tipo impositivo del 35%.
Balance sin deuda.

Notas:

(1) Número de acciones de Superdiplo estimado (después de la salida a bolsa): 51.000.000 .
(2) Incluye deuda neta, el valor de mercado de intereses minoritarios y otros ajustes.

Fuente: Informes financieros.

Anexo 3

INTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS POR EL METODO
DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES

Valoración de Austin Reed a través de los múltiplos de cotización

Cálculo de los múltiplos de cotización

	Adolf Ahlers AG	Guess? Inc.	Quicksilver	Vilenzo Int.	William Baird	Media
PER (1)	15,6	8,8	16,2	11,3	10,9	12,5
P/CF	10,2	5,6	10,6	12,2	7,0	9,1
P/BV	2,7	3,9	2,2	3,0	1,8	2,7
VE/Ventas	1,0	0,8	1,0	0,9	0,4	0,8
VE/BAAIT	11,0	6,2	10,0	8,8	5,9	8,4
VE/BAIT	8,4	4,8	8,6	7,5	4,9	6,8
«Dividend Yield»	3,9%			4,3%	4,4%	4,2%

Aplicación a la empresa objetivo

	Austin Reed (2)		Media	Múltiplos Austin Reed (2)
				67.672
Beneficio neto	4.444	PER	55.712	15,2
«Cash Flow»	8.328	P/CF	75.975	8,1
«Book Value»	52.275	P/BV	142.053	1,3
Ventas	78.187	VE/Ventas	64.332	0,9
BAAIT	10.238	VE/BAAIT	61.107	9,3
BAIT	7.279	VE/BAIT	69.972	6,6
Dividendos	1.974	«Div. Yield»	46.884	2,9%

Libras esterlinas 60 - 70 millones

Selección de un rango de valoración

	En miles de libras esterlinas		En libras por acción	
Valoración múltiplos	60.000	70.000	1,92	2,23
Ajuste prima 10% (3)	66.000	77.000	2,11	2,46
Ajuste prima 20% (3)	72.000	84.000	2,30	2,68
Precio en bolsa (31-1-1997)	67.672		2,16	

Notas:

- (1) Cotización a cierre de ejercicio de 1996.
- (2) Datos extraídos de las cuentas anuales a cierre de ejercicio de 1996 (31-1-1997).
- (3) Ajuste debido al grado de apalancamiento de las empresas comparables.

Fuente: Disclosure.