

! El problema de la carga abandonada en Venezuela

Los puertos venezolanos tienen graves problemas de abandono legal de mercancías: 12.500 contenedores están en dicha situación y la mayor parte de ellos corresponden a importaciones públicas.



? Las empresas catalanas copan el OEA en 2014

¿Sabían que de las nueve empresas que han recibido el título de Operador Económico Autorizado en alguna de sus modalidades en este primer mes y medio de año, cinco de ellas tienen su sede central en Catalunya?

? Se busca profesor para explicar el 'short sea'

¿Qué presidente de una autoridad portuaria española situada en el Mediterráneo necesita que le expliquen el concepto de 'short sea shipping', expresión de la que desconocía completamente su significado?

TRIBUNA

El multiplicador de las ventas

Gabriel Úrculo
Presidente
de Gaullier



■ Una de las primeras cuestiones que se debe tratar en una operación corporativa, con la finalidad de comprobar que las aspiraciones de comprador y vendedor están en sintonía, es el precio de la transacción. Al depender de infinidad de factores, se ha generalizado la utilización de un parámetro común denominado Multiplicador de Relación Precio Beneficio o Price to Earnings Ratio, de forma que aplicado al flujo de caja anual recurrente antes de amortizaciones, intereses e impuestos (Ebitda) se obtiene como resultado el valor de la empresa.

De esta forma, sin conocer con exactitud la cifra de negocio, ni los resultados, ni otra información financiera relativa a la empresa objetivo, podremos manejar un factor estándar común, fácil de entender para el conjunto de actores que intervienen en la transacción. En este sentido, si el comprador está pensando en un multiplicador de seis y el vendedor en uno de nueve, será mejor no seguir adelante, al menos con el posible

Si el comprador piensa en un multiplicador de seis y el vendedor en uno de nueve, será mejor no seguir adelante con la transacción

comprador tanteado, ya que resultará muy difícil acercar posiciones al existir una diferencia del 50% entre el precio esperado por uno y otro.

MÉTODOS DE VALORACIÓN

Existen tres sistemas básicos para valorar una empresa. El primero, y más sencillo, es el valor de mercado. Con este parámetro, se identifican y se evalúan las transacciones que se han cerrado recientemente de una actividad del mismo tipo —comparando manzanas con manzanas—, similar a la de la empresa objetivo y con parámetros de ventas, empleados, beneficios similares. A veces, resulta complicado ya que, o bien no encontramos empresas vendidas similares a la del objetivo o, aun encontrándolas, no disponemos de la información clara y pública. El segundo método, y más habitual, reside en comparar el valor presente de los beneficios futuros generados por la empresa objetivo. Para ello, es necesario realizar una previsión de resultados, normalmente a cinco

años, con condiciones de crecimiento y de mercado inciertas, y aplicando índices de corrección. Es el método más utilizado y es complementario al anterior, sirviendo para contrastar el resultado entre uno y otro. En ambos casos, se calcula un valor de empresa en el que debería estar el multiplicador final de la transacción.

Por último, el tercer sistema es el de valorar los activos que intervendrían en la transacción descontando los pasivos que se asumirían. Este método se utiliza cuando la empresa objetivo está en pérdidas, cuando el negocio no seguirá adelante, o en caso de que se venda sólo una parte de la empresa, una división o un fondo de comercio. La valoración dependerá del perfil del comprador. Y es que, no existen dos valoraciones iguales y, dependiendo del perfil del comprador, pueden diferir en un rango más o menos amplio.

EL PERFIL DEL COMPRADOR

Por una parte, encontramos al comprador estratégico. Se trata de compañías medianas o grandes dispuestas a invertir en la empresa objetivo para poder cumplir rápidamente con sus planes de expansión, y que no les importe lo ocurrido en el pasado. Pagan un múltiplo normalmente por encima del mercado y, si la empresa está en pérdidas, calculan parte de su valor en función de los beneficios que les aportará en un futuro. Lógicamente, en el caso de pérdidas de la empresa objetivo no podremos utilizar multiplicador alguno para calcular su valor. Recuerdo la agresividad inversora del que es uno de los líderes mundiales en el sector logístico durante la primera década del 2000, cerrando operaciones con multiplicadores de dos dígitos (de 12 a 28 veces su Ebitda) y que supusieron una revolución y una manera de hacer ricos a muchos industriales del sector.

Por otra parte, está el comprador financiero. En este caso, son empresas de capital riesgo (private equity) interesadas en el pasado, en el presente pero, sobre todo, en las oportunidades de crecimiento futuro de la compañía objetivo. Este perfil calcula un multiplicador de mercado basado en la media de operaciones similares. Son inversores temporales, muy frecuentes en operaciones donde involucran en el capital a los propios ejecutivos de la empresa objetivo (MBO's y MBI's). Son ideales en caso de que el propietario se jubile o en caso de expansión internacional de la empresa objetivo, con fuertes necesidades financieras a través de apalancamiento. Sobre este perfil de compradores existe un dicho muy extendido: "Compran el futuro, pero pagan por el pasado".

Por último, existe el comprador industrial. Éste se encuentra normal-



ARCHIVO

mente posicionado en el mismo nicho que la empresa objetivo y, por tanto, la considera sinérgica y complementaria con la suya. El objetivo reside en combinar esfuerzos para fusionar las actividades y generar mayor valor al conjunto. El comprador conoce bien el sector y, sobre el papel, será el que mejor pueda pronosticar el plan de

Sobre el perfil del comprador financiero hay un dicho que sostiene que "compran el futuro, pero pagan por el pasado"

negocio futuro. Esto no quiere decir que sea el que esté dispuesto a pagar el multiplicador más alto; pero sí el que tendrá más argumentos para aproximarse al múltiplo más acorde con los beneficios posibles a generar en un futuro. En caso de que la empresa en venta no tenga beneficio o éste sea muy bajo, se presenta una

opción interesante para que un competidor ofrezca una cantidad por una parte de la compañía o por el fondo de comercio.

¿DE QUÉ DEPENDE EL MULTIPLICADOR?

En los casos de empresas de logística y transporte, los últimos múltiplos del mercado arrojan valores diferentes dependiendo de la situación geográfica de los mercados que atiende; el posicionamiento en el mercado frente a la competencia; los nichos de actividad y especialización; el histórico de ventas, los flujos de caja pasados y calidad de los beneficios pasados; las perspectivas de crecimiento del mercado en el nicho de actividad; la dependencia de la concentración, variedad y seguridad en la cartera de clientes; la volatilidad de los clientes, los contratos vinculantes; y la credibilidad del plan de negocio y los flujos de caja previsible (a cinco años).

En primer lugar, debemos señalar que el multiplicador utilizado para la empresa objetivo deberá ser aplicado sobre el último Ebitda disponible.

Esto quiere decir que si estamos en el mes de noviembre, no es lógico que utilicemos el multiplicador negociado y lo apliquemos sobre el Ebitda del año anterior cerrado. Esto es así, porque estamos a punto de finalizar el año y probablemente, dispondremos de resultados más recientes hasta octubre. Por ello, conviene siempre hablar del Ebitda producido en los 12 meses anteriores a la transacción.

Además, en los casos en los que los crecimientos son altos y con perspectivas de seguir así, debe aplicarse un multiplicador en la banda alta. Imaginemos que el Ebitda del año 2012 fue de diez millones y que encontrándonos a mediados de noviembre de 2013, preveemos cerrar el año con un Ebitda de 14 millones. La diferencia de precio aplicando el mismo multiplicador sería del 40%. Esto suele

Si estamos en noviembre, no es lógico que utilicemos el multiplicador negociado y lo apliquemos sobre el Ebitda del año anterior

ocurrir sobre todo en empresas ubicadas en países emergentes con fuertes crecimientos.

Por el contrario, imaginemos una empresa en Europa con unos crecimientos durante los últimos años del 0% e incluso en negativo. El Ebitda sería más estable, con una tendencia a la baja, por lo que el multiplicador utilizado estaría casi siempre en la banda baja del mercado. Actualmente, en el sector logístico, el rango de multiplicador sobre los beneficios pasados basado en operaciones reales, y que han sido observadas durante los últimos 12 meses, se encuentra entre el cinco y el 11, y preveemos que se irá desplazando ligeramente al alza, a medida que se vayan cerrando nuevas operaciones.

Otra particularidad resulta en los casos de compraventas de fondos de comercio con activos adscritos (plantilla, maquinaria...). Dependiendo de la seguridad de los clientes tras pasados y el resto de factores considerados, el multiplicador de la operación se puede reducir hasta en un 60% ya que, el riesgo de caída de las ventas por la pérdida de clientes o por el empeoramiento de la calidad del servicio podría resultar elevado. En Europa, la ligera mejora del consumo y de la economía provocará que el multiplicador aumente en los próximos años aunque de forma lenta. En la siguiente década, desde luego, no se volverán a ver los multiplicadores de dos dígitos de la década anterior. Por ello, animamos a los compradores que tengan pensado acudir a las oportunidades que ofrecen las empresas con bajos Ebitda, a que realicen cuanto antes sus inversiones a precios muy razonables. Ahora es el momento. Esperar resultará caro. ■