



VICTORIA IVASHINA

Henrik Boe

## Introducción a la valoración de múltiplos y su uso en la Industria del capital privado

Los múltiplos de valoración son la herramienta de valoración más utilizada en el mundo del capital privado (PE). Éstos le permiten a los profesionales evaluar el valor de una empresa, comparándola con empresas similares que (i) cotizan en una bolsa de valores ("múltiplos de negociación") o (ii) recientemente hayan sido objetivo de adquisición ("múltiplos de transacción").

Los múltiplos son una herramienta útil en todo el ciclo de vida en que un fondo de PE tenga propiedad de una empresa. Los múltiplos se utilizan para evaluar el valor de transacciones potenciales. Asimismo, se utilizan para estimar el valor de las empresas que ya estén en el portafolio, con fines informativos y para ayudar en la gestión de ese portafolio de empresas. Los múltiplos también se utilizan para explorar oportunidades de salida (venta) y permiten analizar si tiene sentido vender o continuar siendo propietario de una empresa que se tenga en el portafolio de un fondo de PE (dada la rentabilidad prometida a los inversionistas, también conocidos como LPs (*Limited Partners*)).

Esta nota explora la mecánica de los múltiplos, los diferentes tipos, cuándo y cómo usarlos y las trampas comunes asociadas con la valoración de una compañía usando múltiplos. Si bien un enfoque de valoración por múltiplos es un método muy conveniente y ampliamente utilizado, desglosar los supuestos subyacentes puede mejorar significativamente la solidez y el poder de la valoración que se haga usando esta metodología.

### ¿Qué son los múltiplos?

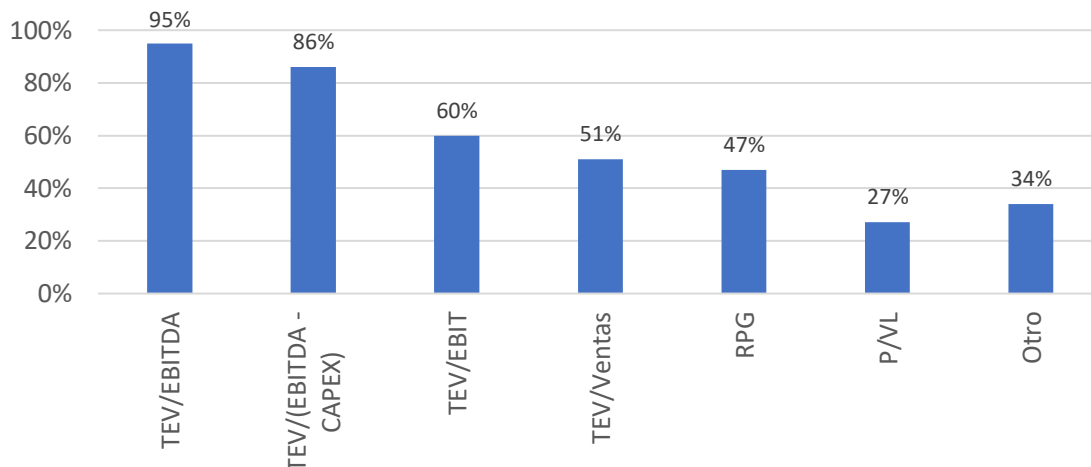
Los múltiplos son una métrica de valor relativo. En realidad todos usamos múltiplos con fines de valoración en nuestra vida diaria. Por ejemplo, si una botella de 32-oz. de salsa de tomate Heinz tiene un valor de USD 2,88, se puede calcular que una onza de salsa de tomate

Heinz tiene un precio de 9 centavos. Esta es una métrica útil al decidir si comprar una botella de 20 oz. por USD 2,22 (equivalente a 11 centavos/oz.). Como puede verse, este enfoque simple no requiere un análisis sobre el valor “fundamental” de una onza de salsa de tomate Heinz, sino más bien si el precio de una onza de salsa de tomate es justo.

Un ejemplo común, pero más complejo, sobre el uso de múltiplos en la vida diaria, es el precio por metro cuadrado en las transacciones de bienes raíces. En este ejemplo, el valor de, digamos, un apartamento, se divide por el número de metros cuadrados, para llegar a un múltiplo de valoración (USD/metro cuadrado). Esta métrica abreviada permite comparar precios de apartamentos similares de una manera justa. Sin embargo, incluso este ejemplo simple ignora una gran cantidad de otros atributos que se supone afectan el precio. Según la ubicación del apartamento, el piso, la condición en que se encuentre y el vecindario, uno puede decir que el múltiplo está barato o caro. Además, los múltiplos pueden cambiar con el tiempo a medida que cambian los factores del mercado (por ejemplo, los niveles de las tasas de interés o la disponibilidad de financiamiento a través de deuda). Lo cierto es que, si bien el cálculo inicial es útil, uno no se sentiría cómodo valorando un apartamento usando solo esta métrica.

Al valorar empresas, un múltiplo es el valor de una empresa – utilizando generalmente el valor total de la empresa (TEV – *Total Enterprise Value*) –, dividido por alguna métrica relacionada con el rendimiento financiero u operativo de la empresa (histórico, actual o futuro). Por ejemplo, uno de los múltiplos más utilizados es el múltiplo EBITDA (es decir, VET/EBITDA, comúnmente denominado  $\times$  EBITDA). (La **gráfica 1** muestra los múltiplos comúnmente utilizados por algunas empresas o fondos importantes en el mundo del capital privado). Al igual que en el ejemplo de la salsa de tomate, un múltiplo permite medir rápidamente el valor de la empresa y si está “barata” o “cara” en *relación* con otras empresas *comparables*. Por ejemplo, en una industria con una valoración promedio de 10x EBITDA, una empresa que cotiza a 7x podría lucir atractiva.

**Gráfica 1. Múltiplos de Valoración Usados por las Firmas de Capital Privado**



Fuente: Recopilado por escritores de casos basados en discusiones con empleados actuales y anteriores de 10 grandes firmas de capital privado.

Nota: Los números indican la prevalencia de uso con base en la muestra encuestada. Por ejemplo, el 95% de las empresas encuestadas utilizan múltiplos TEV/EBITDA. El uso de otros enfoques de múltiplos no es mutuamente excluyente: la gráfica indica que más de la mitad de las empresas encuestadas utilizan tanto EBITDA como múltiplos de EBIT.

Como se mencionó anteriormente, los múltiplos se dividen entre múltiplos de negociación y múltiplos de transacción. Los múltiplos de negociación se calculan en función de las valoraciones derivadas de los precios de mercado (en este caso el TEV sería la suma del valor de mercado de las acciones y de la deuda). Por lo tanto, para obtener un múltiplo de negociación, la empresa comparable debe cotizar en la bolsa de valores. Por otro lado, los múltiplos de transacción frecuentemente pueden estar disponibles, incluso para empresas privadas (y estas empresas pueden ser la referencia (*benchmark*) adecuada para lo que conocemos como capital de crecimiento, conocido en inglés como *growth equity*). Pero incluso para las grandes empresas, es común utilizar múltiplos tanto de negociación como de transacción (con fines de adquisición o de salida), porque la adquisición de una participación mayoritaria o incluso minoritaria, a menudo se asocia con una prima. Dichas primas se reflejarían en los múltiplos de transacción, pero no en los múltiplos de negociación.

Vale la pena mencionar que en la práctica se puede tener acceso, tanto a los datos de precios como a la información financiera necesaria para calcular múltiplos, a través de bases de datos como Bloomberg, Capital IQ, CRSP (para precios de acciones) y Compustat (para información financiera). Algunas de estas fuentes a menudo también calculan múltiplos directamente. Sin embargo, siempre será conveniente entender cómo se hicieron los cálculos, con el fin de poder realizar, de ser necesario, ajustes posteriores en los cálculos. Algunos proveedores de datos (p. ej., Mergermarket) también hacen seguimiento y publican múltiplos de transacciones.

## **¿Cómo se relacionan los múltiplos con los modelos de flujo de caja descontado?**

Para comprender qué múltiplo es más apropiado en una determinada situación, por ejemplo, definir si es mejor usar EBITDA, EBIT, ingresos o número de suscriptores, es útil entender que existe una relación directa entre los múltiplos y los métodos de valoración tradicionales, tal como se muestra a continuación.

Como empresa o fondo de Capital Privado, ¿qué es lo que se busca comprar cuando se adquiere una empresa? La respuesta es que se está buscando adquirir unos flujos de caja libres esperados (*FCF*), independientemente del método de valoración que utilice. El método del flujo de caja descontado (DCF) nos dice que un *FCF* que crece a perpetuidad a una tasa constante *g* cada período (*FCF*,  $FCF \times (1 + g)$ ,  $FCF \times (1 + g)^2$ , etc) tiene un valor presente igual a:

$$Value_t = \frac{FCF_{t+1}}{r-g} \quad (1)$$

Donde  $r$  es la tasa de descuento. Reorganizando términos, llegamos a la expresión:

$$\frac{Value_t}{FCF_{t+1}} = \frac{1}{r-g} \quad (1')$$

El lado izquierdo es el valor presente de dichos flujos (TEV), dividido por el flujo de caja libre del próximo período. El lado derecho es una expresión que representa el significado fundamental de un múltiplo relacionado con flujo de caja. En otras palabras, al dividir el valor presente de los flujos por un término que represente el flujo de caja libre (lado izquierdo en 1'), el múltiplo va a depender implícitamente de la tasa de descuento y de la tasa de crecimiento esperada en el futuro. Por ejemplo, supongamos que el flujo de caja de una empresa crecerá el 2 % a perpetuidad y la tasa de descuento utilizada es del 12%. Al usar la fórmula anterior, el lado derecho se calcula como  $1/(12\% - 2\%) = 10$ . El valor razonable de esta empresa sería 10x sus flujos de efectivo generados en el período  $t + 1$ .

Tengamos en cuenta que hasta ahora hemos usado múltiplos basados en una estimación prospectiva del  $FCF$  (esto sería equivalente a usar cifras de NTM [próximos doce meses, por sus siglas en inglés de *next twelve months*]). Sin embargo, a menudo los múltiplos se analizan en relación con las métricas más recientes que se tengan disponibles, generalmente indicadas como un múltiplo LTM (últimos doce meses por sus siglas en inglés de *last twelve months*). Podría decirse que los múltiplos LTM brindan más certeza, ya que emplean una métrica real ya realizada y no un pronóstico para NTM. Dado que los flujos de caja crecen a una tasa constante, podemos ajustar fácilmente (1') para usar los flujos de caja del período actual:

$$\frac{Value_t}{FCF_t} = \frac{1+g}{r-g} \quad (2)$$

En el mismo ejemplo numérico anterior, el múltiplo LTM es 10,2x. Matemáticamente, es fácil ver que cuanto mayor sea el crecimiento esperado, mayor será la brecha entre los múltiplos retrospectivos y prospectivos.

Tengamos en cuenta que en la fórmula anterior,  $r$  y  $g$  son cifras perpetuas, pero en realidad las tasas de crecimiento fluctúan debido al carácter cíclico y a otros factores de riesgo. Un enfoque de múltiplos pasa por alto esto, dando como resultado una tasa de crecimiento a perpetuidad *promedio* implícita. Supuestos similares a estos se hacen con el fin de facilitar los cálculos, cuando se realizan valoraciones tradicionales de DCF, usando una tasa de crecimiento constante para calcular el valor terminal. Sin embargo, un modelo DCF sí tiene en

cuenta las fluctuaciones intermedias en los flujos de caja, al pronosticarlos individualmente. Para que un múltiplo sea tan preciso como un DCF, debe reflejar con precisión este perfil de crecimiento, pero en términos de crecimiento constante y perpetuo. Las empresas maduras con operaciones estables tienen métricas que se asemejan a los flujos de caja, las cuales se pueden usar como denominador en el cálculo de múltiplos. Sin embargo, es importante que pensemos más sobre cuál debe ser la métrica apropiada a usar al evaluar los objetivos de un fondo de capital privado; después de todo, ¿cuál es la razón para adquirir una empresa que tenga un crecimiento perpetuo estable? ¿Y por qué una empresa así necesita dinero proveniente de fondos de capital privado?

### ¿Qué métrica usar para un múltiplo?

Teniendo en cuenta la discusión anterior, es claro que en la medida en que más se acerque una métrica de múltiplos al *verdadero* flujo de caja de una empresa (es decir, el flujo de caja representativo del negocio en curso y no afectado por eventos que ocurren una vez), más precisa será la comparabilidad de los múltiplos. (Y recordemos que necesitamos esto para las “comps”, empresas *comparables* que nos permiten calcular el múltiplo, así como para la empresa que estamos interesados en valorar). En realidad, los flujos de caja reportados en un momento específico en el tiempo frecuentemente pecan por no ser muy confiables ya que están sujetos a volatilidad, tal como se muestra en cada línea a continuación:

	Ventas	
	- COGS	
	- Opex	
	<b>= Caja Operacional (EBITDA)</b>	
- Depreciación		
<b>= EBIT</b>		
(1 - t) x EBIT		(1 - t) x EBITDA
+ Depreciación		+ (t x Depreciación)
- Capex		- Capex
- ΔNWC		- ΔNWC
<b>= FCF</b>		<b>= FCF</b>

Algunos ejemplos incluyen un alto gasto de Capex por una sola vez, fusiones y adquisiciones, fluctuaciones en el capital de trabajo, etc. Para lidiar con estas cifras de flujo de caja irregulares, uno podría hacer ajustes al flujo de caja libre, de tal manera que represente mejor el verdadero potencial de ganancias de la empresa. De forma alternativa, podríamos movernos "hacia arriba" en las operaciones de la empresa, con el fin de encontrar una métrica que permita hacer una evaluación qué tan comparables son. De hecho, a veces no es una opción, ya que muchas empresas tienen flujos de caja libres negativos (que desde una

perspectiva de análisis de múltiplos no tiene sentido), pero debido a las expectativas de rápido crecimiento, aún pueden ser muy valiosos. Por ejemplo, Snap Inc. tenía una valoración de USD 29 mil millones cuando hizo su IPO, pero mostraba un flujo de caja libre LTM (*Last Twelve Months*) de -USD 678 millones en esa misma fecha.

- *Existe una compensación inherente en la valoración de múltiplos entre la solidez de nuestra métrica y su nivel de comparabilidad.*

El EBITDA es el "*proxy*" más común para el flujo de caja porque se supone que se asemeja al perfil de flujo de caja del negocio, pero al estar más alejado, también contiene menos ruido. Sin embargo, esto introduce un riesgo en cualquier comparación, debió a que no todas las empresas tienen la misma relación entre la métrica elegida y su flujo de caja generado. De la ecuación anterior, usando EBITDA en lugar de FCF, obtenemos:

$$\frac{Value_t}{EBITDA_t} = CC_t \times \frac{1+g}{r-g}, \quad (3)$$

donde  $CC_t$  es la relación entre EBITDA y FCF, o "conversión de caja".

La expresión del lado derecho también representa un múltiplo, pero incluye el supuesto de que  $CC$  es comparable para el conjunto de empresas que se analizan. (Matemáticamente, la conversión de caja será un porcentaje entre 0 y 100, y el múltiplo disminuirá constantemente cuanto más lejos esté del FCF y a medida que disminuya  $CC$ ). Usando el EBITDA, se supone que la intensidad de capital, la tasa impositiva y la intensidad de capital de trabajo (y otros cargos relacionados con efectivo entre EBITDA y FCF) también son comparables en relación con el EBITDA. Sin embargo, este rara vez es el caso, y un intento por ajustar el EBITDA puede explicar estas diferencias. Específicamente, una crítica clave a los múltiplos basado en el EBITDA es que no toman en cuenta el Capex<sup>a</sup>. A menudo lo que se hace es que se resta alguna medida del gasto de capital (real, de mantenimiento, normalizado, ajustado o promedio, etc.) para abordar este problema.

Es importante tener en cuenta que también habrá decisiones específicas de la industria que se deben considerar. Por ejemplo, las empresas que requieren ciertas ubicaciones físicas (p. ej., minoristas) pero difieren en la forma en que incurren o contabilizan estos costos, pueden usar un múltiplo EBITDAR, donde los costos asociados con las rentas ( $R$ ) se excluyen del denominador, con el fin de hacerlas más comparables<sup>b</sup>.

---

<sup>a</sup> Warren Buffet escribió una vez en un informe anual de Berkshire Hathaway: "Las referencias al EBITDA nos dan escalofríos: ¿piensa la gerencia que el hada de los dientes paga los gastos de capital?" Fuente: Berkshire Hathaway, Informe anual 2000, <http://www.berkshirehathaway.com/2000ar/2000ar.pdf>, pág. 17.

<sup>b</sup> Algunas empresas tendrán costos  $R$  implícitos en sus costos de financiamiento a través de arrendamientos o propiedad de bienes inmuebles que se mostrarían por debajo del EBITDA, mientras que otras realizan pagos de alquiler reales que se incurrirían por encima del EBITDA. Mirar el EBITDAR iguala el impacto de cómo los minoristas eligen pagar el espacio comercial bajo el supuesto de que esto en sí mismo no es un factor de valor.

Otra métrica que se usa a menudo es el múltiplo EBIT. Restar la depreciación y la amortización puede dar cuenta de las diferencias en la intensidad de capital; sin embargo, es importante ser consciente de algunos peligros potenciales con el EBIT. Por ejemplo, los cargos por depreciación estarán basados en un promedio de los gastos de capital históricos, y cualquier cambio en el Capex tomará algún tiempo antes de verse reflejado en la depreciación. Adicionalmente, las empresas pueden tener diferentes formas de tratar contablemente la depreciación. Esto es especialmente cierto cuando se comparan empresas de diferentes países y con diferentes normas contables. De manera similar, existen diferencias en cuanto a cómo se trata la amortización de intangibles bajo diferentes estándares contables. Una forma común de contabilizar la intensidad de capital es usar (EBITDA – Capex) como denominador.

- *El tipo de múltiplo utilizado a menudo dependerá de dónde se encuentre una empresa en su ciclo de vida, y como empresa madura, es más probable que se acerque a un múltiplo de FCF.*

Si el EBITDA no logra ser lo suficientemente sólido (por ejemplo, es negativo), se puede optar por considerar los múltiplos de ventas. Incluso las empresas más incipientes (p. ej., *start-ups*) pueden requerir una métrica operativa (p. ej., la cantidad de visitantes a un sitio web o la cantidad de descargas de productos), ya que se supone que estos son los impulsores de las ventas futuras (y los flujos de caja futuros)<sup>c</sup>. En el Anexo 1, estas métricas se ordenan en función de su relación con el FCF, y se indican los factores a considerar cuando se usa un múltiplo dado.

El tipo de múltiplo utilizado a menudo dependerá de dónde se encuentre una empresa en su ciclo de vida. A medida que una empresa madura, es más probable que se acerque a un múltiplo de FCF. Los fondos de *buyout* generalmente buscan empresas maduras y, por lo tanto, rara vez dejan de utilizar múltiplos relacionados con el EBITDA como la fuente principal de valor. Dichos fondos también pueden considerar las ventas o los múltiplos operativos, pero más con fines de triangulación adicionales. Los fondos de Capital Privado también intentarán acercarse aún más al flujo de caja libre y, a menudo, observarán cómo el flujo de caja libre proyectado se encuentra en relación con el TEV. El rendimiento del flujo de caja libre no apalancado también se usa comúnmente (FCF antes de los pagos de intereses, divididos por el TEV).

Además del ciclo de vida, los ciclos de la industria también pueden ser determinantes para determinar qué múltiplos usar. Incluso las empresas maduras pueden registrar un EBITDA negativo pero seguir siendo valiosas. En estos casos, un múltiplo más arriba puede ser más significativo. Además, normalizar el EBITDA actual para reflejar mejor el potencial

---

<sup>c</sup> Para una discusión formal, consulte Damodaran, Aswath, "Valuing young, start-up and growth Companies: estimation issues and valuations challenges", Documento de trabajo (2009).

de largo plazo de la compañía es otra forma de contrarrestar las cifras negativas, asumiendo que en realidad son cíclicas y no estructurales.

También hay que pensar en la relación entre lo que se valora y la métrica que se emplea. Las firmas o fondos de capital privado por lo general miran el valor total de la compañía, en cuyo caso el denominador en nuestra fórmula debe ser representativo de la firma como un todo (tanto deuda como *equity*). Esto también se conoce como múltiplo de empresa, porque la métrica expresa el valor de todas las reclamaciones sobre el negocio, comparándolas con algún estadístico relacionado con toda la empresa. Al observar el flujo de caja libre, por ejemplo, no restaríamos los pagos de intereses. En las valoraciones del mercado público, un múltiplo muy común es el múltiplo P/E (o RPG), calculado como el precio de la acción sobre las utilidades netas por acción o la capitalización bursátil dividida por la utilidad neta. Esto también se conoce como múltiplo de *equity* o de patrimonio, porque representa el valor del derecho de los accionistas sobre una empresa. En consecuencia, la capitalización bursátil dividida por el EBITDA sería un análisis que carecería de sentido desde el punto de vista del *equity*, ya que el múltiplo puede estar sesgado si los niveles de deuda varían entre empresas.

Si bien el contexto determinará qué múltiplo es el más apropiado, Baker y Ruback (1999) comparan los múltiplos de Ventas, EBITDA y EBIT en una gran muestra de empresas y concluyen que el EBITDA es el mejor predictor de valor. Al estudiar la industria, el EBITDA es el más utilizado, en parte debido a su accesibilidad, pero la mayoría de las empresas también miran con frecuencia los múltiplos de EBITDA ajustados por Capex.

### **¿Las grandes empresas tienen mayores múltiplos de EBITDA?**

Es importante considerar el impacto del tamaño de una empresa en su múltiplo EBITDA. Por lo general, las empresas más grandes tienen múltiplos EBITDA más altos, aunque existe cierto debate sobre si el tamaño realmente afecta los múltiplos de EBITDA con todo lo demás igual. Sin embargo, las empresas más grandes tienen varias características que se prestan a múltiplos de EBITDA más altos. (Observe la ecuación (3) y piense por qué cada uno de los parámetros podría ser diferente para una empresa más grande en la misma industria y, por lo tanto, conducir a un múltiplo mayor).

Claramente, es probable que en la ecuación (3)  $g$  funcione en contra de múltiplos más grandes para empresas grandes; Los fondos de capital privado enfocados en empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil se denominan fondos de "capital para crecimiento o *growth equity*" por una razón. Sin embargo, las empresas más grandes suelen tener un costo de capital más bajo, entre otras cosas, debido a la amplia cobertura de analistas y calificaciones crediticias, una gobernanza más sólida y la diversificación de riesgos. Las empresas más grandes son menos riesgosas en general; internamente, las empresas más grandes dependen menos de un pequeño número de individuos como líderes, mientras que externamente, estas empresas también tienden a tener bases de clientes más diversificadas y, por lo tanto, pueden absorber más impactos en el mercado. Como se ve en la ecuación



(3), una menor tasa de descuento ( $r$ ) puede aumentar un múltiplo de EBITDA. Una excepción podría ser las empresas más pequeñas en industrias de rápido crecimiento que también pueden tener tasas de interés más bajas.

También en la ecuación (3), es probable que la conversión de efectivo ( $CC$ ) sea mayor para las empresas más grandes, lo que aumentaría el múltiplo EBITDA. Igualmente, el tamaño de la empresa afecta la eficiencia operativa y el poder de mercado. Las empresas más grandes tienen más economías de escala, lo que les permite una mayor eficiencia operativa en comparación con las empresas más pequeñas. Las empresas más grandes también tienen un mayor poder de negociación con los proveedores clave y una mayor penetración de mercado (y, por lo tanto, una mayor influencia sobre la dinámica del mercado), lo que llevaría a un aumento en los múltiplos EBITDA.

Sin embargo, aunque uno podría esperar ver múltiplos más altos en las empresas más grandes, también es importante tener en cuenta que la "expansión de múltiplos" como fuente de creación de valor en la industria del capital privado en adquisiciones de empresas grandes es extremadamente rara. Es decir, es muy poco probable que la venta de una compañía grande que se haya adquirido (*buyout*) en el pasado, se haga a un múltiplo más alto que el múltiplo al cual se adquirió. Esto se debe a la alta competencia que hay por la compra de esas compañías grandes, ya que generalmente estos son procesos de ventas abiertos, sofisticados y altamente competitivos.

### **¿Cómo elegir empresas comparables y qué ajustes hacer?**

Al elegir una empresa comparable, el objetivo es encontrar un sustituto perfecto para la empresa que se está valorando. Si se seleccionara una empresa idéntica, por la Ley del Precio Único, el precio de cualquier métrica compartida por estas empresas también será idéntico: por ejemplo, una unidad de EBITDA tendrá el mismo precio de mercado, de lo contrario habría una oportunidad de arbitraje. En realidad, lo cierto es que nunca se puede encontrar una empresa perfectamente comparable y uno debe tomar decisiones informadas al usar lo que está disponible.

La fórmula del múltiplo EBITDA (ecuación (3)) nos muestra que hay tres métricas que afectan dicho múltiplo: (i) la tasa de crecimiento terminal esperada de los flujos de efectivo, (ii) la tasa de riesgo/descuento y (iii) la conversión de efectivo (a FCF desde la métrica que se esté utilizando). Al elegir empresas o transacciones comparables, es importante buscar empresas que sean lo más similares posible en estas tres dimensiones.

Un punto de partida natural sería considerar empresas que operen en la misma industria y que por lo tanto estén expuestas a oportunidades de crecimiento y factores de riesgo similares. Cuando no se encuentran disponibles buenas empresas comparables de la misma industria, otra opción es tratar de encontrar industrias análogas que tengan impulsores de crecimiento, riesgos y márgenes similares. En la práctica, se crearía una lista de empresas

comparables con diferentes niveles de similitud. En este punto, sería necesario tomar una determinación sobre si centrarse en menos empresas/transacciones más similares, o en una muestra más grande, pero en promedio menos comparable.

Habiendo encontrado empresas de una industria y geografías comparables, se pueden considerar otros factores para determinar cuán similares pueden ser las empresas. Los ejemplos más comunes incluyen el tamaño de la empresa, la estructura de capital, los clientes, etc., ya que estos pueden impulsar las decisiones del modelo de negocio y, a su vez, el nivel de comparabilidad. Además, se pueden ajustar las diferencias en el modelo de negocios, la estructura de costos u otras métricas que puedan afectar la conversión de efectivo. Por ejemplo, si una empresa es idéntica en todos los sentidos a la que se está analizando, pero paga menos impuestos debido a las pérdidas operativas netas o por razones geográficas, se podría calcular un múltiplo comparable suponiendo una tasa impositiva más alta antes de aplicar ese múltiplo a la firma. Otros tipos de ajustes que pueden tener un impacto son los arrendamientos y las pensiones. Sin embargo, es imposible dar cuenta por completo de todas las diferencias entre empresas, y en algún momento se debe aceptar que el múltiplo no será perfecto.

Una vez que se seleccionan varias empresas y/o transacciones comparables, es común utilizar un promedio simple (en lugar de un valor ponderado). A veces, se pueden ponderar diferentes métricas en función de qué tan cerca estén como comparables; por ejemplo, si la empresa objetivo es grande, la ponderación de valor podría ser adecuada. Además, al observar múltiplos, es importante comprender los valores atípicos y potencialmente excluirlos de la muestra, si hay demasiado ruido. Un ejercicio útil es observar múltiplos comparables a lo largo del tiempo para comprender mejor el rango de negociación típica a lo largo del ciclo económico.

Por último, una empresa puede constar de múltiples unidades de negocio diferentes, que pueden tener características comerciales muy diferentes. La probabilidad de encontrar una buena empresa comparable para toda la empresa es baja. Sin embargo, al pensar en el negocio como una combinación de varios otros negocios (enfoque de “suma de las partes”), se pueden encontrar empresas comparables para cada unidad de negocio individual. Dos complicaciones a tener en cuenta incluyen: qué múltiplo aplicar a cualquier costo general no asignado a una unidad de negocios y cómo pensar en los efectos de sinergia (si los hay) que se generan al ser parte de una corporación más grande.

## **Otras trampas comunes del análisis de múltiplos**

La valoración de los múltiplos es una aproximación y está sujeta a muchas suposiciones que es necesario entender, para poder hacer los ajustes necesarios que garanticen la validez de esos múltiplos como referencia de valor. Si bien es importante pensar en el contexto para el cual se utilizará el análisis, sería excesivo realizar ajustes detallados al compilar una visión preliminar de los múltiplos en un sector. Sin embargo, ser consciente de qué ajustes podrían ser relevantes en la próxima iteración puede ser útil. Independientemente, también hay

algunas trampas claras que se deben evitar:

*Uso de múltiplos de la misma empresa.* En el caso de adquisiciones, las empresas públicas a menudo se convierten en privadas. Puede ser muy tentador utilizar un múltiplo histórico de la misma empresa. Sin embargo, uno debe pensar en el propósito de la compra. Pueden presentarse cambios operativos, integración vertical u horizontal de la empresa y/o desinversión como consecuencia de una venta que el fondo de capital privado debe llevar a cabo como parte de su tesis de inversión ante los LPs. Como resultado, la misma empresa es a menudo una mala elección de un múltiplo con fines de valoración.

*Cronología y cambios estructurales.* Los múltiplos cambian con el tiempo debido a las condiciones macroeconómicas (que afectan el crecimiento esperado), el entorno cambiante de la tasa de interés (que afecta el crecimiento esperado y la tasa de descuento) o cambios en los parámetros del negocio (impacto en la conversión de efectivo). Con esto en mente, es posible que los múltiplos históricos no se apliquen a las métricas actuales sin ajustar este tipo de diferencias. Por ejemplo, en un entorno de tasas de interés bajas, uno esperaría ver múltiplos algo más altos. Otro ejemplo de una diferencia estructural es negociación *vs* transacción, donde el múltiplo de la transacción puede incluir una prima de control por encima de lo que se negociaría en una bolsa de valores.

*Aplicar un múltiplo a una métrica no normal o no representativa.* Habiendo calculado un múltiplo representativo, se aplicaría a una métrica de la empresa que se esté valorando. Sin embargo, es fundamental que esta métrica represente el negocio en curso normal de esta empresa y sea comparable a las empresas utilizadas para calcular el múltiplo. Si la métrica está desinflada o deprimida en relación con lo que es "normal", entonces la valoración será incorrecta. Del mismo modo, la métrica debe corresponder a un período de tiempo comparable a los utilizados para calcular los múltiplos. Por ejemplo, se debe aplicar un múltiplo de NTM a una métrica de NTM. Una excepción a esto puede ser cuando se observan negocios cíclicos y se toma un promedio de varios años ("a través del múltiplo del ciclo") y se multiplica por una métrica de ganancias actual.

*Impacto de la estacionalidad.* Algunas industrias operan en negocios altamente estacionales donde las ventas, los costos, el Capex o el capital de trabajo pueden variar drásticamente a lo largo del año. Una métrica financiera (p. ej., EBITDA) generalmente no se ve afectada por esto, ya que se usa un número anual, pero pueden ocurrir cálculos de valoración incorrectos. Por ejemplo, al calcular el TEV en varios momentos del año, las capitalizaciones del mercado público no deberían verse afectadas. Sin embargo, si no se realizan ajustes de estacionalidad, esto puede introducir estacionalidad en los múltiplos, lo cual no es deseable.

*Ajuste por uso de arrendamientos.* Cualquier arrendamiento operativo debe capitalizarse y tratarse como deuda al calcular múltiplos y el VET. Al capitalizar los arrendamientos operativos, las empresas pueden compararse de manera similar. Si las empresas eligen emplear arrendamientos operativos en varias cantidades, esto puede tener un impacto en sus

múltiplos sin cambiar fundamentalmente la valoración real.

*Ajuste por otros activos no operativos.* Si una empresa tiene exceso de efectivo, normalmente se considera parte del valor de la empresa (TEV). Sin embargo, si usa EBITDA, esto no habrá tenido en cuenta ingresos por intereses asociados con este efectivo, y por lo tanto requiere consistencia. Si el exceso de efectivo se incluye en el TEV, el interés en efectivo debe agregarse al EBITDA y viceversa. En el caso de las opciones sobre acciones para empleados (ESOP), se debe agregar el valor actual de las subvenciones actualmente pendientes como pasivo en el EV (*Enterprise Value* o valor de la empresa). Además, la emisión de opciones sobre acciones actuales debe cargarse como gasto, ya que este es un costo laboral que a veces no se incluye en el EBITDA o el EBIT. Esta cifra se encuentra a menudo en las notas de pie de página del informe anual.

## Resumen

Los múltiplos son una de las piedras angulares de la valoración en general, utilizados especialmente por las empresas o fondos de capital privado, donde es extremadamente útil poder comparar una empresa privada con sus pares públicos. Se utiliza en todo el sector y para una amplia gama de análisis, desde la metodología de valoración primaria (junto con los modelos LBO tradicionales) hasta la toma de decisiones de gestión de portafolios.

Esta nota ha compartido una metodología muy flexible que permite un valor estimado rápido, pero también permite un mayor refinamiento para volverse casi tan robusto como los modelos de tipo DCF. Aun así, como ocurre con las metodologías de valoración en general, los múltiplos se basan en datos cualitativos que son inherentemente subjetivos.

En resumen, cuando se busca aplicar un enfoque de valoración de múltiplos para valorar una empresa determinada (llámela "empresa X"), los pasos clave incluyen:

- **Paso 1:** Determinar un conjunto de empresas comparables.
- **Paso 2:** elija una métrica de medición adecuada.
- **Paso 3:** asegúrese de que la métrica sea comparable entre las empresas (ajustar si es necesario).
- **Paso 4:** Calcular múltiplos para cada empresa comparable.
- **Paso 5:** ponderar y promediar estos múltiplos.
- **Paso 6:** Determinar si la métrica de la empresa X es normal (ajustar si es necesario).

- **Paso 7:** aplique el múltiplo a la métrica de la empresa X (ajuste la valoración para cualquier diferencia de TEV si es necesario).

**Figura 1.** Métricas operativas y financieras utilizadas con frecuencia en la valoración de múltiplos

Métrica	Cómo y cuándo usarla
Métricas operativas, por ejemplo, visitas al sitio web.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresas nacientes con datos financieros limitados (p. ej., <i>start-ups</i>).</li> <li>- Triangulación de valoración basada en otras métricas.</li> <li>- Normalmente se utiliza para comparar con la trayectoria de crecimiento de otras empresas, es decir, el valor del comparable tampoco será claro.</li> <li>- Lejos de los flujos de efectivo y dará como resultado una aproximación muy vaga de valor.</li> </ul>
Ventas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresas en etapa inicial, pero también en etapa de crecimiento.</li> <li>- Cuando las ganancias son negativas debido a la recesión cíclica.</li> <li>- Triangulación de valoración con base en otras métricas.</li> <li>- Similar a las métricas operativas, son posibles grandes variaciones entre las ventas y el FCF que afectarán la valoración.</li> </ul>
EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Métrica básica de capital privado, probablemente observada cada vez que se evalúa una empresa madura.</li> <li>- Puede incluir ajustes específicos de la industria (p. ej., EBITDAR para minoristas).</li> <li>- Bastante robusto, importante para analizar las variaciones en los elementos entre EBITDA y flujo de caja</li> </ul>
EBITDA – Capex de Mantenimiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Útil cuando la intensidad de capital puede variar entre empresas.</li> <li>- El Capex de mantenimiento normalmente no presenta grandes saltos, pero no necesariamente es reportado, y por lo tanto deberá ser estimado.</li> <li>- No incluye todo el Capex y puede estar aplicando un múltiplo de crecimiento impulsado por Capex a una métrica de "flujo de caja" demasiado alta.</li> </ul>
EBITDA – Capex	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Métrica común a tener en cuenta, solo superada por el EBITDA.</li> <li>- Ajusta por intensidad de capital.</li> <li>- Se podría intentar normalizar el Capex para evitar sobre saltos.</li> </ul>
EBIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Métrica financiera estándar, fácil de encontrar.</li> <li>- Algunos problemas con la forma en que D&amp;A puede retrasar el Capex real.</li> <li>- Susceptible a diferentes tratamientos contables de depreciación y amortización.</li> </ul>

FCF	- Métrica ideal, pero rara vez disponible o en estado estable.
-----	--

Fuente: autores del caso