

# CASOS

## Square Capital gestiona una compra

### Elementos conceptuales involucrados

- Utilización de método de múltiplos para corroborar los resultados de otros métodos.
- Identificación de los múltiplos más apropiados para realizar una valuación
- Referencia: Capítulo 5

### Planteo

Square Capital, empresa especializada en gestionar la compra-venta de empresas dentro del sector de la limpieza, presenta un reporte de valoración (la “Valoración” o el “Reporte”) realizado en base a una empresa de limpieza hipotética (la “Empresa” o la “Compañía”), aunque basado en información real obtenida de diferentes empresas del sector de tamaño similar a la Empresa y de empresas cotizadas como ISS, Penauille y Rentokil (mercado europeo de empresas de limpieza).

Los objetivos del Reporte son permitirle a nuevos clientes de Square Capital y otras empresas del sector entender el trabajo y el conocimiento metodológico necesarios para realizar una valoración profesional, así como también identificar aspectos clave de la valoración que son aplicables a todas las empresas del sector.

La Empresa valorada en este Reporte tiene las siguientes características:

- Es una empresa pequeña, con unos diez años de antigüedad, que es gestionada por sus propietarios (los “Accionistas”).
- La Empresa presta servicios de limpieza general a despachos, naves, comercios, comunidades y realiza trabajos de final de obra. También presta algunos otros servicios (aunque sólo a clientes que le contratan limpieza) como mantenimiento y reparaciones menores de fontanería y eléctricas y realiza tareas de mantenimiento de áreas verdes y plantas de interiores.
- Durante los últimos años la Empresa ha evidenciado un alto crecimiento debido a la favorable situación de la economía hasta 2001, una campaña comercial más agresiva y la maduración de la Empresa en el mercado, donde empieza a ser conocida en su ámbito de operación.

- Los Accionistas de la Empresa han sido testigos de las adquisiciones recientes del sector y de la creciente competencia que se está dando en los niveles altos del mercado debido a la consolidación del sector por las grandes empresas.
- Debido al interés despertado por el sector de limpieza en los últimos meses, tanto en grandes empresas de la industria como en inversores financieros de Capital Riesgo, los Accionistas de la Empresa desean realizar una valoración profesional para:
  - Determinar cuantitativamente el valor creado por los Accionistas a lo largo de su historia para luego tomar cualquier decisión estratégica (por ejemplo una venta o incorporación de socios) contando con todos los elementos de análisis que una gestión profesional requiere;
  - Estudiar la venta de la Empresa, realizando y asegurando el valor creado por los Accionistas en un momento donde el sector es visto con interés por diferentes tipos de potenciales compradores;
  - Estudiar la incorporación de un socio financiero que permita a la Empresa crecer (orgánicamente o mediante la adquisición de otras empresas), para luego vender una empresa más grande y de mayor valor en un período de 2 a 5 años;
  - Identificar las principales variables que añaden o reducen valor a la Empresa, para así tener una mejor gestión interna y una mejor posición de negociación frente a un potencial comprador/socio.

Cuando se realizan valoraciones para operaciones con inversores o compradores industriales (otras empresas de limpieza en este caso), claramente existen dos valores para la misma empresa: uno para la Compañía valorada tal cual es en la actualidad (como si siguiera sin socios) y otro, el que realizan los potenciales compradores, que refleja la potencial sinergia entre las empresas y que por tanto en teoría resulta más alto que el valor de la compañía surgido de un análisis que no contemple sinergias operativas (recordar Capítulo 10 sobre sinergias).

Normalmente el precio de compra de la empresa adquirida termina siendo un valor intermedio entre las cifras surgidas de estas dos valoraciones. Dependiendo de las circunstancias de negociación, el precio terminará más cerca de uno u otro valor. En determinadas circunstancias, el precio puede ser superior o inferior a este rango (con lo que precio y valor no coinciden). El precio en definitiva depende de las circunstancias de negociación. Por ejemplo, si el vendedor a través de un asesoramiento profesional logra crear competencia entre varios candidatos para adquirir la Empresa, normalmente el precio será superior que si sólo tiene un

interesado. En general, el precio será menor respecto del valor cuanto más pequeña y menos especializada esté la empresa vendedora ya que los compradores pueden optar por otros cientos de empresas de seguridad de similares características.

### Solución propuesta

En base a su historia reciente, la Empresa y sus asesores han elaborado el siguiente estado de pérdidas y ganancias proyectado:

Pérdidas y Ganancias (en EUROS)	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006
Despachos y naves	300.000	330.000	363.000	399.300	439.230	469.976	502.874	538.076
Mantenimiento	1.500.000	1.650.000	1.815.000	1.996.500	2.196.150	2.349.881	2.514.372	2.690.378
Total Ingresos	1.800.000	1.980.000	2.178.000	2.395.800	2.635.380	2.819.857	3.017.247	3.228.454
Incremento anual		10%	10%	10%	10%	7%	7%	7%
Costo en personal	-1.404.000	-1.544.400	-1.698.840	-1.868.724	-2.081.950	-2.227.687	-2.413.958	-2.582.935
Costo materiales	-36.000	-39.600	-43.560	-47.916	-52.708	-56.397	-60.345	-64.569
Otros costos de los servicios	-54.000	-59.400	-65.340	-71.874	-79.061	-84.596	-90.517	-96.854
Total costo directo	-1.494.000	-1.643.400	-1.807.740	-1.988.514	-2.213.719	-2.368.679	-2.564.820	-2.744.358
Beneficio Bruto	306.000	336.600	370.260	407.286	421.661	451.177	452.426	484.096
Margen	17%	17%	17%	17%	16%	16%	15%	15%
Egresos adm. y com.	-120.000	-140.000	-147.000	-161.700	-169.785	-174.879	-178.376	-181.944
Otros ingresos y egresos	40.000	45.000	45.800	48.090	49.052	50.523	52.039	53.600
Total costos y gastos de Adm y venta	-80.000	-95.000	-101.200	-113.610	-120.733	-124.355	-126.337	-128.343
Beneficio de operación (EBITDA)	226.000	241.600	269.060	293.676	300.928	326.822	326.089	355.753
Margen	13%	12%	12%	12%	11%	12%	11%	11%
Intereses y egresos financieros	-5.400	-5.940	-6.534	-7.187	-7.906	-8.460	-9.052	-9.685
Beneficio antes de impuestos	220.600	235.660	262.526	286.489	293.022	318.363	317.037	346.067
Impuestos	-77.210	-82.481	-91.884	-100.271	-102.558	-111.427	-110.963	-121.124
Beneficio Neto	143.390	153.179	170.642	186.218	190.464	206.936	206.074	224.944
Margen	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%

PERIODO Y DATUM (en Euros)	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006
<b>INGRESOS</b>								
Ventas y desplachos	300.000	330.000	363.000	399.300	439.230	469.976	502.874	536.076
Comercializables	1.500.000	1.650.000	1.815.000	1.996.500	2.196.150	2.349.881	2.514.372	2.690.378
Total Ingresos	1.800.000	1.980.000	2.178.000	2.395.800	2.635.380	2.819.857	3.017.247	3.226.454
Costo (%)	10%	10%	10%	10,0%	10,0%	10%	10%	10%
<b>COSTOS</b>								
Personal (Salarios y cargas soc.)	- 1.404.000	- 1.544.400	- 1.698.840	- 1.868.124	- 2.081.950	- 2.227.689	- 2.413.759	- 2.592.768
Material	- 36.000	- 39.600	- 43.980	- 47.916	- 52.709	- 56.398	- 60.345	- 64.589
Otros costes de las servicios	- 54.000	- 59.400	- 65.340	- 71.874	- 79.061	- 84.596	- 90.519	- 96.854
Total coste de la actividad	- 1.494.000	- 1.643.400	- 1.808.160	- 1.987.910	- 2.113.719	- 2.308.683	- 2.504.583	- 2.744.191
Beneficio Bruto	306.000	336.600	369.840	407.880	451.661	461.177	462.667	484.286
margin	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%	16,0%	15,0%	15,0%
Beneficio administrativo y comercial	- 120.000	- 140.000	- 147.000	- 161.700	- 169.785	- 174.879	- 178.376	- 181.944
Otros costes de adm. y ventas	- 40.000	- 45.000	- 45.800	- 48.090	- 49.952	- 50.528	- 52.039	- 53.083
Total coste de adm. y ventas	- 80.000	- 85.000	- 85.800	- 109.790	- 120.737	- 124.406	- 128.415	- 135.027
Beneficio de explotación (EBITDA)	226.000	241.600	282.040	298.090	300.826	320.822	320.260	316.404
margin	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,4%	11,0%	10,0%	9,0%
Intereses y otros costes financieros	- 5.400	- 5.940	- 6.534	- 7.187	- 7.906	- 8.483	- 9.052	- 9.695
Beneficio antes de impuestos	220.600	235.660	275.506	290.903	292.920	312.339	311.208	306.709
Impuestos	- 17.210	- 62.481	- 91.884	- 100.271	- 102.559	- 111.427	- 111.079	- 121.002
Beneficio Neto	143.390	163.179	173.622	190.632	190.361	200.912	200.129	185.707
margin	8,0%	7,7%	7,0%	7,0%	7,2%	7,0%	6,0%	7,0%

De acuerdo al método de flujos de fondos libres descontados (DCF), aplicando un tipo de descuento WACC del 13,3% a las proyecciones de ingresos, egresos e inversiones de la tabla anterior, la Empresa tiene una valoración de € 1,25 millones.

$$\frac{293.676}{1,13^0} + \frac{300.928}{1,13^1} + \frac{326.822}{1,13^2} + \frac{326.089}{1,13^3} + \frac{355.753}{1,13^4} = 1.253.968$$

De acuerdo al método Comparativo, utilizando un múltiplo EV/EBITDA de 4x (x=veces) y el valor de EBITDA estimado para el año 2002 (€ 293.676), el valor de la Compañía es de € 1,2 millones.

A pesar de ello, esta valoración puede resultar excesiva según el análisis que hacen algunas grandes empresas que operan en el sector:

Múltiplo de Beneficio Bruto					
Beneficio Bruto		1,50	1,75	2,25	2,50
Promedio 1999, 2000 y 2001	337.620	506.430	590.835	759.645	844.050
Año 2001	370.260	555.390	647.955	833.085	925.650
Año 2002	407.286	610.929	712.751	916.394	1.018.215

Múltiplo de Ventas					
Ventas		0,25	0,33	0,50	0,70
Promedio 1999, 2000 y 2001	1.986.000	496.500	655.380	993.000	1.390.200
Año 2001	2.178.000	544.500	718.740	1.089.000	1.524.600
Año 2002	2.395.800	598.950	790.614	1.197.900	1.677.060

Algunas de las grandes empresas compradoras contrastan los valores obtenidos por los métodos DCF y Comparativo en base a múltiplos de EBITDA con la aplicación de múltiplos respecto de ventas y de beneficio bruto (los beneficios directos de los servicios, es decir antes de todos los costes de administración y comercialización). Aplicando estos nuevos múltiplos de ventas y beneficio bruto, la valoración de la Empresa es inferior (un rango entre € 0,7 – 1,2 millones versus € 1,2 millones según el múltiplo de EBITDA).

### Conclusiones

Esta valoración está realizada bajo supuestos conservadores. En la valoración según el método DCF, se ha estimado una permanente reducción de los márgenes de rentabilidad asumiendo un importante incremento de la competencia a lo largo de los años. En cuanto al crecimiento de ventas, se ha reducido respecto de los últimos años históricos (99, 00 y 01), asumiendo que no se puede sostener un crecimiento tan importante de ventas en el largo plazo. En cuanto a la valoración según el método Comparativo, se ha tomado un múltiplo intermedio/bajo de 4x EBITDA. A modo de ejemplo, las adquisiciones de la empresa danesa ISS a lo largo de 1999-2000 promediaron un múltiplo 6,7x EBIT. Este número está compuesto por cientos de operaciones, que incluyen la compra de grandes compañías líderes como Abilis (Holanda, Bélgica, Alemania, etc.) en más de 14x su EBITDA (y más de 20x su EBIT), y también por empresas pequeñas que fueron adquiridas por 3x su EBIT.

La razón de la diferencia de valor entre los dos primeros resultados (DCF y múltiplo de EBITDA) y los siguientes (múltiplos de ventas y beneficio bruto) es debido a la mayor rentabilidad de la Empresa respecto de las grandes empresas compradoras. Las grandes empresas de limpieza de Europa tienen en su mayoría un margen de beneficios de operación (EBITDA) menor al 10% (ISS = 6,5%, Penauille = 6,8%) mientras que el margen de EBITDA de la Empresa estimado para 2002 es de 12,3%. Estos últimos dos métodos de valoración utilizados por los compradores (cantidad de veces ventas y cantidad de veces beneficio bruto) asumen un margen de beneficios de operación mucho menor al que la Empresa tiene, por tanto arroja valores menores. Esta menor rentabilidad de las grandes empresas se debe (entre otras razones) a mayor cantidad de niveles intermedios de gestión (gerentes, jefes, etc.), aplicación más estricta de normas de calidad, ambientales, laborales, etc., y mayor competencia de grandes empresas por contratos de gran volumen pero de bajo margen.

Esta diferencia de valoración hace que a veces sea difícil llegar a un valor intermedio que sea satisfactorio para las partes. Sin embargo esta diferencia de valor no le quita el incentivo de comprar a la mayoría de las

grandes empresas. Las grandes empresas en general están valoradas (de acuerdo a su cotización en Bolsa) entre 8x y 14x su EBITDA (aunque a Noviembre de 2002 estaban puntualmente por debajo de ese piso), de tal manera que comprando una empresa por ejemplo en 5x EBITDA estarían inmediatamente ganando un valor de al menos 3x EBITDA con la transacción. El hecho de ser grandes empresas les permite arbitrar el valor, comprando relativamente bajo a las empresas pequeñas y “vendiendo” relativamente caro a sus inversores de Bolsa. Esto aplica también a empresas grandes que aún no cotizan en Bolsa, pero que están adquiriendo empresas para lograr una masa crítica que les permita abrir su capital en Bolsa y cotizar a altos múltiplos, o ser adquirida en un mejor precio por una de las empresas ya cotizadas.

Esto no quiere decir que vender sea un mal negocio para los propietarios de las pequeñas empresas. Mediante una transacción de venta los accionistas de las pequeñas empresas logran realizar (es decir hacer líquido) un valor que han creado, pero que no está disponible para su uso sino mediante una transacción de este tipo. Por supuesto que el dinero líquido es más valioso que una empresa valorada en la misma cantidad, ya que es inmediatamente disponible para sus propietarios en su totalidad para el uso que le quieran dar (realizar inversiones más seguras, reinvertir en otro negocio, retirarse, etc.). Dentro de éste análisis, los accionistas de pequeñas empresas también tienen que considerar que en los últimos años se ha producido un fuerte interés por invertir en el sector de limpiezas. Estos fenómenos suelen ser pasajeros, por lo que es probable que el interés y por tanto los valores actuales no se sostengan en el tiempo (de hecho ya ha habido una disminución en los precios respecto del año anterior).

Finalmente, una de las formas en las que los pequeños empresarios pueden valorizar su empresa y luego vender a un precio/múltiplo superior es mediante la incorporación de un socio financiero, por ejemplo un fondo de Capital Riesgo. Estos inversores le permiten a una empresa crecer rápidamente (mediante adquisiciones y la aplicación de diferentes estrategias comerciales) para luego vender una empresa de mayor tamaño, lo que permitiría a los Accionistas y sus nuevos socios incrementar la valoración de la empresa en porcentajes de hasta un 50% (por ejemplo pasando de un múltiplo de 4xEBITDA a un múltiplo de 6xEBITDA). Esto se debe a que en industrias muy fragmentadas se premia el tamaño.