



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN FINANZAS

**Tema: Determinación del Precio de las compañías en Argentina –
Valuación – en un proceso de M&A.**

Autor: Débora Gabriela Durán

Director: Rafael Di Giorno

Fecha: 26-07-2024

Resumen

El presente trabajo analiza el comportamiento de las compañías en Argentina en los distintos procesos de Fusiones y Adquisiciones llevados a cabo durante la pandemia por Covid-19, estudiando su evolución en términos de volúmenes operados y de cantidad de transacciones efectivizadas. Se busca demostrar que el modelo de valuación por flujos descontados resulta el más idóneo para abordar la aproximación de los precios de las firmas intervinientes, teniendo en cuenta las dimensiones del mercado financiero local, su nivel de apertura y los distintos condicionantes y determinantes para obtener una valuación fiable.

En primer lugar, se realiza una revisión teórica de los distintos métodos alternativos de valuación con especial énfasis en flujo de fondos descontados. A partir de la incorporación del caso práctico Morixe Hnos, se arma un modelo de valuación que tiene como resultado el valor de la empresa acorde a su capacidad de generación de dinero. El valor fundamental obtenido sirve para estimar el valor teórico de sus papeles accionarios y compararlo con su valor de mercado.

Consideraciones preliminares

En este trabajo de Tesis se busca responder a la pregunta de cuál es el modelo más idóneo para determinar los precios de las compañías argentinas en operaciones de Fusiones y Adquisiciones.

El presente trabajo fue realizado en junio de 2022, donde su título original era “Determinación del Precio de las compañías en Argentina – Valuación – en un proceso de M&A bajo la coyuntura post pandemia”, enfocada en transacciones de fusiones y adquisiciones durante el período de pandemia a los fines académicos de abordar una temática actual. Luego de ser observada por el director indicando la significancia de incorporar un caso práctico que refuerce la solidez de la hipótesis – el modelo de Flujo

de Fondos Descontados como el más idóneo al momento de valorar-, tomar para el análisis de determinación de precio una compañía protagonista de un reciente proceso de M&A hizo extensivo el tratamiento, haciendo posible su finalización en agosto de 2023. Por razones de índole personal, su presentación volvió a posponerse un año, pero a los fines analíticos se pretende dejar la valuación a agosto 2023; la compañía sujeto de análisis fue vendida en julio de ese año, con lo cual resulta idóneo valorar con posterioridad a la transacción, donde se cuenta con elementos de comparación como lo son la valuación de distintas consultoras así como su valor de mercado -más allá del precio en el que se concretó la operación de venta.

Por esta razón, se considera enriquecedor en primer lugar conservar y exponer el enfoque de pandemia, dada su significancia y relevancia en los procesos de Fusiones y Adquisiciones en Argentina; en segundo lugar, no traer la valuación a fecha corriente es estratégico para preservar la utilidad de los datos recabados de manera contemporánea a la venta de la empresa. Y por último, resulta interesante incorporar en la conclusión un brevísimo análisis de mercado, tras transcurrir un año desde su venta.

Índice

Capítulo 1 - Fusiones y Adquisiciones.....	6
1.1 Introducción.....	6
1.2 Conceptos y Definiciones.....	7
Capítulo 2 - Modelos de Valuación.....	13
2.1 Antecedentes.....	13
2.2 Lineamientos.....	14
Capítulo 3 - Métodos Alternativos de Valuación.....	16
3.1. Book Value.....	16
3.2. Liquidation Value.....	16
3.3. Replacement-cost Value.....	18
3.4. Real Options.....	18
Capítulo 4 - Valuación mediante múltiplos.....	21
4.1 Valoración mediante múltiplos.....	21
4.2. Errores comunes en la aplicación del método.....	25
4.2.1. Errores asociados al parámetro de base (Vobj).....	25
4.2.1.1. Idoneidad del parámetro.....	25
4.2.1.2. Normalización del parámetro.....	25
4.2.1.3. Horizonte temporal del parámetro.....	26
4.2.2. Errores asociados al múltiplo.....	27
4.2.2.1. Comparabilidad.....	27
4.2.2.2. Proximidad Temporal.....	28
4.2.3. Errores asociados a la deuda financiera neta (DFN).....	29
4.2.3.1. Deuda Financiera.....	31
4.2.3.2. Efectivo o “caja”.....	31
4.2.4. Errores asociados al descuento (prima de iliquidez).....	33
4.2.4.1. Aplicación de una prima de riesgo específica para la obtención del <i>Enterprise Value</i> (V).....	34
4.2.4.2. Aplicación de una prima de riesgo específica sobre el Valor de las Acciones (E).....	35
Capítulo 5 - Método de Flujos Descontados (DCF).....	37
5.1 <i>Discounted-Cash Flow Method</i> (Método de Flujos Descontados: DCF).....	37
5.2 Consideraciones acerca del Valor Terminal.....	38
5.3 Revisión de principios básicos de DCF.....	39

5.4 Discount Rate (Tasa de Descuento).....	40
5.5 El proceso de M&A.....	42
5.5.1. ¿Cuáles son las potenciales fuentes de valor provenientes de la combinación?	42
5.5.2. ¿Cuál es la tasa de descuento apropiada a utilizar?.....	43
5.5.3. ¿Tras determinar el valor de la firma, cómo computamos el valor del <i>equity</i> ?.....	44
5.5.4. Cómo incorporar el valor de las sinergias en un análisis de DCF?.....	45
Capítulo 6 - Evidencia empírica.....	48
6.1 Evidencia empírica.....	48
6.2 Inversiones.....	52
6.3. Análisis temático “desde afuera hacia adentro”: coyuntura Internacional/local..	53
Capítulo 7 - Caso práctico Morixe Hermanos S.A.C.I.....	57
7.1. Breve reseña de la empresa.....	57
7.2. Posición Competitiva.....	60
7.3. Perfil Financiero – Estrategias.....	60
7.3.1. Diversificación creciente de productos.....	60
7.3.2. Estrategias en materia de la administración de capital de trabajo y reducción de costos.....	61
7.3.3. Rentabilidad.....	62
7.3.4. Flujo de Fondos.....	63
7.3.5. Liquidez y Estructura de Capital.....	63
7.3.6. Inversiones de capital y política de activos fijos.....	64
7.3.7. Riesgos del Sector.....	65
7.4. Método de Valuación.....	67
7.5. Proyección de Ventas.....	68
7.6. Supuestos.....	69
7.7. Terminal Value.....	71
7.8. Rendimiento Exigido.....	71
7.9. Valor Teórico de las Acciones.....	73
7.10. Venta de Morixe Hnos S.A.C.I.....	73
7.11. Conclusiones Caso Práctico.....	75
Capítulo 8 - Conclusiones.....	78
Anexos.....	81
Bibliografía.....	87

Capítulo 1 - Fusiones y Adquisiciones

1.1 Introducción. 1.2 Conceptos y Definiciones

1.1 Introducción

Resulta indispensable comprender que existen dos tipos de crecimiento para las compañías, estas pueden optar por un crecimiento orgánico o inorgánico, entendiéndose por ello el abordaje desde la “construcción” hacia la “compra” (ver con mayor detalle en punto 1.2). Puede considerarse que las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (en adelante M&A) son variables de acuerdo a una diversidad de criterios. Podrían referirse, para comenzar, los relacionados con la tipología o con el formato de la operación, dado que en su acepción más amplia el concepto de M&A excede el de adquisición y toma de control de una Empresa para involucrar también a las inversiones o desinversiones parciales de activos o procesos productivos, *carve outs* en su original inglés, e incluso a los acuerdos en formato de alianzas organizacionales de todo tipo que suponen una relativa provisionalidad y una escasa o nula integración estructural.

Por otra parte, a veces se deciden formatos de operación de muy diversa tipología de entidades intervinientes, algunas veces necesarias como en el caso de las fusiones por unión y otras creadas de modo deliberado para la ocasión, cuyo diseño obedece a diferentes razones entre las que pueden mencionarse, a título de ejemplo, las relacionadas con ventajas regulatorias, tributarias, anonimato e incluso, para lograr sin cambios la transmisión de contratos con terceras partes, clientes o proveedores, que contienen cláusulas de anti asignación automática de contratos. Para ello se utiliza el formato de fusión triangular adversa, consistente en la fusión por absorción que hace la Empresa objetivo (en adelante *target*) de una empresa filial de la Adquirente creada discrecionalmente para la operación, de modo que la adquirida sobrevive, y por tanto

el vigor de sus contratos, y la adquirente detenta todo su capital a través de la filial vehículo creada de la que es propietaria.

Otro de los formatos típicos se da en las operaciones de adquisición de una Empresa por parte de su Equipo Directivo, *Management Buy Out* o MBO, en conjunto con compañías de Capital de Riesgo y utilizando también financiación de terceros, e implica la construcción de una sociedad instrumental (*Newco*, abreviatura del término en inglés *New Company*). El Equipo Directivo y la empresa de Capital de Riesgo participan en el capital de *Newco*, receptiva de la financiación de terceros y adquirente de la empresa *target*.

Entre los factores intervinientes, también se destacan los procesales (requerimientos legales, mayor o menor concurrencia de potenciales compradoras o targets, participación o ausencia de asesores especializados, existencia de referencias de valoración, disponibilidad y calidad de la información, necesidad de financiación, procesos de verificación, entre otros).

Cada operación es única, tanto por la efectividad específica de los elementos relacionados con tipología, formato y proceso, como por la singularidad de los participantes, Comprador y Vendedor, que también es única.

1.2 Conceptos y Definiciones

Crecimiento Orgánico: la empresa decide construir todos sus procesos => *Green field projects*; expansión en mercado actual; expansión en nuevos mercados; etc.

Crecimiento Inorgánico: en lugar de construir todo desde el comienzo, la compañía decide “comprar” => Compra de Acciones (*Share purchase*), en un proceso de *Merger* (horizontal; vertical; conglomerado) o *Consolidation*. También puede darse a través de Compra de Activos (*Asset acquisition*), Tangibles, Intangibles o Fondo de Comercio.

Hasta aquí, dentro del crecimiento inorgánico, el M&A Tradicional; fuera del tradicional pero también como inorgánico podemos mencionar las Alianzas o JV (*Joint Venturers* o Alianzas Estratégicas).

Fusión: combinación de dos o más compañías, donde los activos y pasivos de la firma vendedora son absorbidos por la compradora. Usualmente este proceso se lleva a cabo por intercambio de acciones. Normalmente las fusiones son producidas buscando economías de escala o ventajas específicas de mercado; son procesos que tienen lugar en períodos de crisis o expansión económica, dado que el objetivo general es incrementar los niveles de rentabilidad y reducción de los niveles de riesgo de la compañía.

- **Fusión pura:** dos o más compañías se unen para formar una nueva.
- **Fusión por absorción:** una compañía absorbe otra.
- **Fusión horizontal:** dos empresas operantes en el mismo mercado, con objetivos compatibles, se unen para incrementar share de mercado y hacer uso de sus economías de escala.
- **Fusión vertical:** dos empresas operan en un mismo sector, pero en diferentes etapas del proceso productivo. Puede realizarse hacia atrás, con un proveedor, o hacia adelante, un cliente.
- **Conglomerado:** compañías que tienen funciones generales en común, como su administración.

Adquisición: compra de un activo (Tangible, Intangible, Fondo de Comercio). Una empresa compradora adquiere los activos o acciones de la compañía vendedora; los métodos de pago varían desde efectivo, hasta acciones o activos. Estos procesos darán lugar a diferentes grados de control según el porcentaje adquirido del capital social o participación de la empresa, también influye el modo en que está distribuida el

resto de la participación de la compañía. Cuando una empresa adquiere a otra, generalmente planea tener un dominio total o parcial bajo la presunción de objetivos estratégicos de crecimiento. Aquí tienen relevante rol las estrategias de salida y derechos asociados (*Tag along, Drag along, First offer, First Refusal*), que básicamente guardan relación con la protección o liquidez de las tenencias minoritarias y al “*sharing*” de prima de control.

- **Adquisición por medio de apalancamiento financiero “*Leveraged Buy-Out*” (LBO):** técnica de adquisición que consiste en utilizar deuda para comprar las acciones y frecuentemente acarrea el retiro del Target del mercado (se transforma en *private company*). Esa deuda queda asegurada, no solamente por el patrimonio de la compañía que se está comprando, sino también por los flujos producidos por sus activos; la empresa irá saldando la deuda con los frutos de su desempeño. Si la operación es realizada por el Management del Target, se denomina *management buy-out* (MBO).

Son operaciones típicamente base cash, más comunes en industrias de capital intensivo, pueden incurrir en costos monetarios y no-monetarios de tratarse de compañías públicas, también contribuir a surfear la ola de mercados (*bullish & bearish*), e implicar una reducción en los costos de agencia.

- **Adquisición por Oferta Pública (OPA):** una o varias empresas o personas realizan una oferta de compra sobre otra, por un porcentaje o por el total de las acciones de la compañía que está a la venta. Los métodos de pago suelen ser en efectivo o mixtos (efectivo y acciones).

Valuación: el proceso de valoración de una empresa es la primera etapa de las negociaciones respecto del precio que se aplicará en una operación de adquisición de

empresas (se definirá Precio a continuación). Puede ser entendida como “la expresión en unidades monetarias de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad (técnica, comercial, financiera) o de cualquier otra característica destacable¹.

El autor Juan Mascareñas indica al respecto que “El valor de una empresa depende únicamente de los flujos de liquidez que promete generar en el futuro”². Bajo esta presunción, el valor es un concepto asignable a largo plazo, mientras que el precio asume un valor cuantificado. Este último respondería a un carácter objetivo, resultado de la negociación entre comprador y vendedor bajo la ley de oferta y demanda, mientras que el valor es el resultado de la aplicación de ciertos métodos de cálculo.

Precio: Entenderemos por precio a la contraprestación económica que recibe el vendedor por la cosa o derecho vendido. Además, ha de cumplir ciertos requisitos, como ser determinado o determinable³. La fijación del precio de una empresa materia de un proceso de M&A, es una de las principales controversias que se plantean entre los inversores, dado que uno de los objetivos del comprador es pagar el mínimo precio aceptable, mientras que el objetivo del vendedor siempre será ofertarla al máximo precio posible. El precio, finalmente, como diferenciado del valor, es la cantidad sobre la cual se acuerda una operación; mientras que el valor de una empresa está vinculado al conocimiento de factores futuros, cuyo resultado es incierto por parte del comprador respecto de las futuras ganancias y flujo de los fondos de la adquisición de la empresa.

¹ Montserrat Casanovas, Pol (2011). Guía práctica de valoración de las empresas, Barcelona: PROFIT Editorial, pp.11.

² Mascareñas Pérez - Iñigo, Juan (1993). Manual de Fusiones y adquisiciones de empresas, Madrid: McGraw – Hill, pp.260.

³ Galletti, E, (2001), Fusiones y adquisiciones de empresas, Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Estudios de Posgrado.

Apalancamiento financiero: en la evaluación de situación financiera de una compañía, es relevante la razón de deuda/equity (financiación con deuda vs financiación con capital propio) que conforma su estructura de capital. El dinamismo sobre los procesos que tienen por objeto la búsqueda de una mejora de los índices de rentabilidad, implica la revisión de la mencionada razón de estructura en pos del ajuste respecto las modificaciones en costos de los proyectos que la firma lleva adelante. De aquí el concepto de apalancamiento financiero, como uno de los componentes de la rentabilidad financiera (conjuntamente con el margen de beneficio, la rotación del activo y el efecto fiscal). Actuando adecuadamente sobre el nivel de apalancamiento, se puede conseguir un incremento de la rentabilidad financiera. El factor riesgo que acompaña siempre a un determinado coeficiente de endeudamiento, debe seguirse estrictamente para evitar posibles incumplimientos futuros de las deudas contraídas.

Tasa de Descuento: en su función de maximizar rentabilidades, las empresas buscan proyectos con valores presentes netos positivos, para lo cual primariamente es necesario encontrar el valor presente de los mismos. ¿Cómo arribar a ese resultado?, descontando los flujos de efectivo futuros utilizando una tasa apropiada r , la cual por lo general, se denomina tasa de descuento o costo de oportunidad del capital:

$$VP = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots$$

La tasa de descuento se define entonces como la tasa de rendimiento que prevalece en los mercados de capitales, guarda relación con el tiempo y el riesgo de los flujos de efectivos futuros y es la que permite abordar a un Valor Presente Neto de un Activo a los fines de su utilización en el análisis financiero.

Sinergias: beneficios marginales que lograría un inversionista en otras empresas, como consecuencia de querer controlar la entidad o a los que obtendría en esta

misma, en razón a las actividades complementarias que no alcanza en el desarrollo normal de su actividad⁴.

⁴ Parra B. Alberto. Valoración de empresas: Métodos de valoración. Contexto Vol. (2), 87-100.

Capítulo 2 - Modelos de Valuación

Modelos de Valuación

2.1 Antecedentes. 2.2 Lineamientos.

2.1 Antecedentes

Entendiendo a la valoración como el inicio del proceso de negociación durante una operación de M&A y buscando el valor más razonable de la compañía involucrada, los expertos utilizan diferentes métodos de valuación, enmarcados dentro de lo que son los métodos utilizados internacionalmente. Entre los principales métodos se encuentran los siguientes⁵:

Gráfico 1 Metodologías de Valuación

Metodologías de Valuación			
INCOME APPROACH	MARKET APPROACH	COST APPROACH	OTROS
DCF	Múltiplos: Trading & Transactions	Valor de libros Costo de reposición depreciado	Valor de liquidación Opciones reales
<ul style="list-style-type: none">• Valor del dinero que generará en el futuro.	<ul style="list-style-type: none">• Cotizaciones y transacciones realizadas.	<ul style="list-style-type: none">• Valor de registración contable.• Costo de rearmar el negocio.	<ul style="list-style-type: none">• Dinero que se obtendría al cerrar.• Valor de la flexibilidad.

Fuente: elaboración propia

⁵ Chaplinsky, S. (2009). *Methods of valuation for mergers and acquisitions*, Darden Business Publishing – University of Virginia.

2.2 Lineamientos

El mercado se define como el área en la cual convergen las fuerzas de la oferta y la demanda para establecer un precio único a pagar por el bien o servicio. Si el propósito de valorar una empresa es su venta total o parcial, fusionarla o hacer una alianza estratégica, es importante aclarar ¿Quiénes son los posibles compradores y sus características?, ¿qué motiva a los inversionistas potenciales?, ¿cuáles son los intereses que determinan el nivel de sinergia en una empresa específica? y ¿qué hace evidente la existencia de unos valores diferentes?

Todas estas inquietudes, sumadas a las características propias del emplazamiento geográfico de la firma target (y con ello lo inherente a condicionamientos culturales, legales, financieros) y las particularidades de la operación, hacen que la elección de un método determinado de valuación guarde estrecha relación con la pericia del analista evaluador a la hora de reconocer los determinantes excluyentes en el proceso de M&A. Desde los métodos basados en la valoración de los activos, que muestran una foto basada en la contabilidad de la empresa y como tal, la decisión es tomada en base a un escenario pasado; pasando por la valoración a través de múltiplos comparables, donde es frecuente preguntarse acerca de la efectiva “comparabilidad” de los targets en relación a posicionamiento en la fase de desarrollo, unidades de negocios e industria, como mercado objetivo; hasta aquellos métodos basados en el retorno sobre la inversión, que contemplan la capacidad que tiene el activo para generar fondos futuros, lo que los vuelve relativamente más “confiables” desde el punto de vista del análisis financiero.

Todos y cada uno de los métodos que abordaremos tienen sus puntos fuertes y adolecen de ciertas falencias, está en el criterio y el *expertise* del analista capturar aquellas combinaciones que proporcionen el valor más razonable de la compañía a tratar. En este trabajo esbozaremos una apreciación objetiva de las razones por las

cuales se encuentra comúnmente internacionalmente naturalizada la aplicación de uno de ellos por excelencia.

Capítulo 3 - Métodos Alternativos de Valuación

3.1. Book Value. 3.2. Liquidation Value. 3.3. Replacement-cost Value. 3.4. Real Options

3.1. Book Value

Para compañías que, por ejemplo operan activos *commodities* con valoración bursátil, de transaccionalidad estable y no intangibilidad, el método de Valor de Libros puede resultar apropiado:

- Este método depende de prácticas contables replicables en diversas compañías.
- Ignora activos intangibles, como marcas, patentes, know-how técnico y competencia gerencial.
- Ignora la apreciación en términos de valor numérico, por ejemplo, debido a la inflación.
- Invita a la controversia en el carácter de las obligaciones (deudas); por ejemplo, incurrir en diferimientos en impuestos patrimoniales o generación de nueva deuda.
- El método es *backward-looking*; ignora los posibles efectos positivos o negativos de las perspectivas operativas y a menudo es una débil aproximación al valor de mercado.

El método parte de los estados contables de la firma a cierre de ejercicio. En el mismo se visualiza el valor de los activos fijos a su precio de adquisición neteados de depreciación; el valor de la firma equivale al del patrimonio contable. Si bien hay una clara facilidad de cálculo, en economías con niveles de inflación distorsivos sobre las partidas de activos fijos e inventarios, el resultado de la valoración es sesgado; por otra parte, no refleja aspectos claves como el desarrollo organizacional, el share de

mercado, la incidencia de la generación de *cash flows* futuros y sus derivadas utilidades, y la subutilización de activos (capacidad ociosa). Dado estos vacíos anteriormente mencionados, el método no se considera adecuado para la valoración de empresas, a excepción de los casos donde exclusivamente se vayan a adquirir los activos del ente.

3.2. Liquidation Value

El valor de liquidación considera la venta de los activos en un punto en el tiempo. Probablemente sea un método más apropiado para firmas con estrés financiero, o más generalmente, para firmas que cuyas perspectivas operativas son altamente inciertas (imposibilidad de estimar ciertamente flujos de ingresos proyectados). Provee un “piso” conservador para la valuación del negocio y dependerá del valor de recuperación de los activos y de la posibilidad de sus usos alternativos:

- Es difícil lograr una valuación consensuada; tiende a sobre apreciar la tasación.
- Es efectiva en este punto: ¿cuál puede ser el área-elemento disruptor donde actuar? ¿Grupo? ¿División? ¿Línea de Productos? ¿Región? ¿Planta? ¿Capacidad instalada?
- Las condiciones físicas, no la antigüedad, afectarán el valor de los activos. No es posible sustituir por una evaluación in situ de una compañía de activos reales.
- Posiblemente ignore el valor de los activos intangibles.

Esta mención de proveer un “piso” o límite inferior para la valuación del negocio es un tema de suma relevancia. Las empresas deben ser valoradas considerando la continuación de su operación en el futuro; en estos casos la valoración puede resultar muy sesgada, al ser comparada con valoraciones que se estimen con otros métodos

que ven al ente como una compañía en marcha. El método estima el valor de activos y pasivos ante una eventual liquidación: activos que en el evento de liquidación pueden estar valiendo una fracción poco significativa del valor que tendrían con una empresa en normal operación; pasivos que contemplan aquellos esenciales en la liquidación (como por ejemplo, indemnizaciones). La rentabilidad de algunas empresas, coincidentes con una determinada estructura de activos que al poder ser utilizados en otras industrias rentables tienen un valor de liquidación significativo, puede llevar a que el valor de liquidación de la compañía sea superior al que podría tener la misma como generadora potencial de una rentabilidad futura.

3.3. Replacement-cost Value

- Comparar el costo de reposición y el valor de mercado de las acciones de la firma ignora las posibles razones de la disparidad: exceso de capacidad instalada, altas tasas de interés, shocks de oferta (petróleo, por ejemplo), inflación, y demás potenciales variables.
- La aproximación por costo de reposición o reemplazo no es altamente fiable, a menudo suele ser elaborada en función simples reglas subjetivas de estimación.

3.4. Real Options

Hasta hace algunos años, los modelos que se desarrollaban para la valuación de proyectos de inversión consideraban un entorno lo suficientemente estable para proyectar, con cierta certeza, lo que podría suceder durante el tiempo que durara el proyecto. Sin embargo, la realidad ahora es otra. Los avances tecnológicos, la innovación constante, la necesidad de una continua política de investigación y desarrollo, entre muchos otros, han hecho que el desarrollo de las industrias y el conocimiento en general avanzaran a pasos agigantados, especialmente durante las

últimas décadas del siglo XX. Estos cambios rápidos, constantes y muchas veces inesperados, han hecho que el entorno se vuelva inestable, de manera que los modelos tradicionales no se adaptan fácilmente a esta nueva realidad.

De acuerdo con Mascareñas⁶ (1999, p.191), “los métodos clásicos de valoración de proyectos son idóneos cuando se trata de evaluar decisiones de inversión que no admiten demora (es ahora o nunca)”, y al no tenerse en cuenta esta realidad, el proyecto puede ser infravalorado y puede rechazarse, aun cuando podría generar valor a mediano y largo plazo, pues la posibilidad de esperar para adquirir mayor información replantea lo que el VPN afirma, argumentando que “para que un proyecto de inversión sea efectuable, el valor actual de los flujos de caja esperados deberá exceder a su costo de adquisición e instalación, al menos, en una cantidad igual al valor de mantener viva la opción de inversión” (p. 191).

El término de opciones reales fue establecido por Stewart Myers en 1977, para hacer referencia a la aplicación de la teoría de opciones en la valoración de bienes no financieros, específicamente a la inversión en activos reales que presentaran un componente de flexibilidad, tal como la inversión en investigación y desarrollo y en la expansión de plantas de manufactura (Myers, 1977).

Las opciones reales son un método para valorar proyectos de inversión que parte de la premisa de que los proyectos de inversión reales pueden asemejarse a las opciones financieras (call y put) y no a una cartera de bonos sin riesgo como el VPN, el cual deja de ser útil cuando se presentan situaciones en las que no necesariamente el proyecto tiene que realizarse inmediatamente, es decir, cumplirse más adelante o por partes (crecimiento contingente) Dixit y Pindyck, 1994. En otras palabras, el enfoque de opciones reales es la extensión de la Teoría de las Opciones Financieras a

⁶ Mascareñas, J. (1999), pág. 191. Innovación Financiera: Aplicaciones para la Gestión Empresarial. Madrid, España: McGraw-Hill.

opciones en activos reales (no financieros) que permiten modificar un proyecto con la intención de incrementar su valor.

El análisis de las opciones reales es fundamental en las siguientes situaciones (Gómez, 2004):

- Cuando existen decisiones de inversión contingentes. Otra clase de enfoques no pueden valorar correctamente este tipo de oportunidades.
- Ante escenarios de alta incertidumbre y se torna sensible la espera de información.
- Cuando el valor parece estar capturado en posibilidades para futuras opciones de crecimiento, en lugar de actuales flujos de efectivo.
- Cuando el grado de incertidumbre vuelve imposible tomar la flexibilidad en consideración.
- Cuando haya actualización de proyectos y correcciones de estrategias a medio curso.

Dadas las limitaciones que presentan los métodos tradicionales de valoración de inversiones, y su dificultad para adaptarse a entornos cambiantes, se explora el método de opciones reales, el cual considera los intangibles y la flexibilidad operativa como elementos que pueden alterar la decisión de realizar un proyecto. Sin embargo, el éxito de la valoración por este método, depende en buena medida de los supuestos en información disponible para realizarla.

Capítulo 4 - Valuación mediante múltiplos

4.1. Valuación mediante múltiplos. 4.2. Errores comunes en la aplicación del método.

4.1 Valuación mediante múltiplos

La valoración por múltiplos es una técnica en que se trata de fijar el precio potencial de la empresa o parte de una empresa objetivo a partir del precio pagado (a veces el valor) por otra y/u otras empresa(s) que se considera(n) similar(es) o comparable(s) a la empresa objetivo y que en la jerga profesional suele recibir el nombre de “*target*”. La filosofía por detrás de este método es que para un tipo de negocio en particular, las relaciones entre el valor/precio y alguna otra característica determinada, deberían parecerse entre las distintas empresas. La valuación por múltiplos estima el valor de una compañía usando, por un lado, información propia de la empresa y, por otro, ratios de empresas que se consideran “comparables”. De aquí que el principal dilema a tratar es la adecuada selección de la(s) comparable(s).

Existen, básicamente, dos tipos de múltiplos:

- Cotizaciones (compañías con cotización pública)
- Transacciones (basado en operaciones de M&A informadas al mercado)

Dos puntos relevantes a tener presentes, sobre los que volveremos después, son los de **Prima de Control** y **Prima de Liquidez**. La prima de control implica tener en cuenta si se transfirió o no el control, al momento de analizar la transacción. La prima de liquidez indica que puede haber castigo en valor por falta de liquidez.

Penman (2007)⁷ señala que un múltiplo “es el ratio de un precio de mercado con una variable clave de la empresa. A continuación, este múltiplo, aplicado a la variable de la empresa objetivo para generar su precio potencial”.

⁷ (Penman, S.H. (2007). Financial Statement Analysis and Security Valuation

$$PM = M * Vobj$$

Donde:

- PM, es el valor de mercado o precio buscado para la empresa objetivo;
- M, es el múltiplo que muestra la posición de una variable de referencia en el valor o precio alcanzado por la misma en el mercado:
- Vobj, es la variable o parámetro de la empresa objetivo que se mide en la de referencia.

Esquemáticamente, podríamos verlo de la siguiente manera:

Ilustración 1. Valoración mediante múltiplos



Fuente: elaboración propia

Volviendo al controvertido tema de la “comparabilidad” de las selecciones con el target, si excluimos las grandes (o no tan grandes) empresas cotizadas o aquellas otras que por tamaño y volumen de actividad pudieran asemejarse, el gran reto que se

nos presenta a la hora de valorar por esta técnica es con qué se compara la empresa objetivo, sobre todo dada la gran opacidad del mercado de compra-venta. Los valoradores suelen seguir un proceso estructurado (Pratt, Reilly, & Schweih, 1998):

1. Identificar las características de la empresa en cuanto a volumen de activos, cifra de facturación, recursos propios, resultado económico y financiero, grado de innovación, nivel de riesgo, nivel de rentabilidad, línea de productos, etc. En definitiva, conocer suficientemente bien los aspectos básicos de la empresa que queremos valorar, el *target*.
2. Búsqueda en el mercado de operaciones recientes con empresas de características similares a las del *target*, en el mismo sector y con similares productos.
3. Una vez identificadas las posibles empresas de referencia, indagar y verificar la veracidad y seguridad del precio de transacción. Estas empresas pueden encuadrarse tanto en el mercado de capitales como en el mercado privado (*Seed/Angel Investors; Venture Capital; Private Equity*)⁸.
4. Definida(s) la(s) empresa(s) *target*, se procede a obtener el múltiplo o múltiplos que servirán como referente. Estos múltiplos suelen estar asociados a los datos contables incluidos en los estados contables,

⁸ *Seed/Angel Investors* (inversores ángel/semilla), *Venture Capital* (capital de riesgo) y *Private Equity* (Capital Privado) es el espectro de inversores en relación al riesgo/retorno y etapa del negocio. Mayor precisión sobre las características del fondeo puede obtenerse a partir de la tabla suministrada en Anexo 2.

Los inversores ángel o semilla suelen ser los primeros inversores en una empresa, participan en negocios que se encuentran en una etapa tan temprana que pueden estar previos a los ingresos; simplemente podrían tener un plan de negocios, un prototipo, una prueba beta, un producto mínimo variable (MVP) o estar en un nivel similar de desarrollo. Son seguidos por las empresas de capital de riesgo (VC), quienes normalmente invierten en negocios que han demostrado su nivel de ingresos o que tienen un potencial verificable de volumen de clientes e ingresos proyectados. Finalmente, las empresas de capital privado (PE) invierten cuando una empresa ha ido más allá de generar ingresos y ha desarrollado márgenes rentables, un flujo de caja estable y es capaz de pagar una cantidad significativa de deuda. Véase Anexo 2.

principalmente la cuenta de resultados y el balance. En este sentido es de gran importancia la “normalización” previa del parámetro en cuestión, lo que comporta un análisis de la empresa objetivo para depurarlo de impactos no recurrentes o de “no mercado”.

5. Una vez analizados los datos de todas y cada una de las empresas, se obtendrá un precio representativo que se tomará como referencia para nuestra empresa.

6. Estudio de las cuentas anuales de la empresa *target* realizando aquellos ajustes que se consideren necesarios para obtener el parámetro significativo que se compara con el de referencia.

7. Aplicación de los múltiplos a los parámetros significativos de la empresa tomando en consideración factores de ponderación, en su caso. Por ejemplo, en función del tamaño, del nivel de riesgo, del grado de comercialización (*marketability*), etc.

La agilidad de este método en cuanto a la necesidad de mucha menor información y en cuanto a la información disponible (sin necesidad de establecer supuestos para todo), constituye una fortaleza en relación a la utilización de DCF (*Disccounted Cash Flow* – Flujos de Fondos Descontados); como contrapartida, captura en mucha menor medida las características específicas de la empresa y las valuaciones suelen ser susceptibles de estar sesgadas por el “humor” del mercado. Los errores suelen ser muy comunes en la aplicación del método y, por lo general, se hallan asociados al parámetro de base o variable clave de la empresa (*Vobj*), al múltiplo utilizado como factor (*M*), a la deuda financiera neta que se utiliza para estimar el valor financiero o de propietario (valor accionario), y el posible factor de descuento por iliquidez.

4.2. Errores comunes en la aplicación del método

Se pueden identificar cuatro tipos de errores, asociados al parámetro de base, al múltiplo, a la deuda financiera neta, y errores asociados al descuento (comúnmente llamado prima de iliquidez).

4.2.1. Errores asociados al parámetro de base (Vobj)

Se distinguen idoneidad del parámetro, normalización del parámetro y horizonte temporal del mismo.

4.2.1.1. Idoneidad del parámetro

En presencia de empresas maduras y encuadradas en actividades económicas tradicionales, los parámetros utilizados como base para la elaboración del precio potencial de la empresa, suelen ser de carácter económico-financiero, extraídos del balance o de la cuenta de pérdidas y ganancias, tales como ventas, margen bruto, EBITDA, EBIT, BDI, fondos propios etc.⁹; mientras que frente a las empresas de la nueva economía o de base tecnológica nos vemos confrontados, ante la insuficiencia de aquéllos, a nuevas métricas como el *Customer Acquisition Cost* (CAC) en relación con el *Life Time Value* (LTV), la *Churn rate* o tasa de abandono, o la *Conversion rate* o tasa de conversión (Dureux, 2016).

La elección pues, de la magnitud (o combinación de magnitudes) idónea, reviste en consecuencia la máxima importancia para la correcta determinación del precio potencial de la empresa y, a tal efecto, habrá que tomar en consideración el sector en el que opera la empresa objeto de valoración, analizando paralelamente su encaje dentro del mismo.

4.2.1.2. Normalización del parámetro

Cuando la magnitud adoptada como medida relevante es de carácter económico, obtenida a partir de la cuenta de pérdidas y ganancias, interesa, antes de su utilización como multiplicando en el proceso de estimación del precio de mercado, asegurarse de que el dato contable refleja el verdadero resultado de la explotación, evitando con ello

⁹ Véase Anexo 2.

el error de utilizar datos alterados por circunstancias excepcionales o impropias de una explotación normal.

A tal efecto y con el fin de disponer de una base fiel para el proceso, corresponde analizar previamente, si la explotación se ha visto afectada por el impacto de hechos económicos extraordinarios y no recurrentes, que la desvirtúen, procediendo en su caso a su identificación y cuantificación, sopesando la pertinencia de determinados ajustes que permitan depurar el resultado contable de ese anormal impacto económico, mostrando así un dato normalizado y no distorsionado. Este proceso se conoce como “normalización de resultados” y cuando se aplica sobre una determinada serie histórica suele hablarse de “homogeneización de resultados”. En ocasiones la normalización y homogeneización puede consistir en una mera reclasificación, sin efectos en el resultado final, aunque sí en determinados márgenes de explotación que hubieran podido adoptarse como base en el proceso de valoración.

4.2.1.3. Horizonte temporal del parámetro

Ni la doctrina ni los analistas mantienen una posición consensuada en cuanto al número de ejercicios que deben de tomarse en consideración para la determinación de la magnitud relevante, ni si esta magnitud ha de obtenerse exclusivamente a partir de series históricas o de si ha de tomarse también en consideración algún dato previsional, contenido en proyecciones financieras resultantes de la previa elaboración de un plan de negocio, o al menos, el pre-cierre del año en curso en que se desarrolla el proceso de valoración.

Tampoco respecto de la medida estadística a utilizar (media, mediana, moda) para el caso de adoptar una serie anual, aunque la mediana de la distribución suele en la práctica concitar más adhesiones que la media, siendo extravagante la utilización de la moda. También es un punto relevante la exclusión de *outlayers* durante este proceso, si en cuanto a metodología nos referimos.

En este punto interesa tener en cuenta que los múltiplos que habrán de aplicarse al parámetro elegido serán múltiplos históricos, obtenidos de empresas comparables, bien cotizadas en los mercados de capitales o fruto de transacciones realizadas en el mercado privado. La coherencia del proceso demanda, en lo posible, la aplicación de múltiplos históricos a datos también históricos, y ello en un espacio temporal lo más homogéneo posible, de suerte que sería un error la aplicación de múltiplos muy alejados en el tiempo a parámetros recientes y próximos al momento de la valoración.

4.2.2. Errores asociados al múltiplo

La fiabilidad del cálculo del valor de mercado requiere que el multiplicador aplicado al parámetro elegido reúna la doble condición de proximidad y comparabilidad.

4.2.2.1. Comparabilidad

La transacción puede consistir en el mero hecho de estar cotizando en un mercado financiero organizado, o de haber protagonizado una operación de M&A en el mercado privado, más precisamente en el amplio mercado de las fusiones y adquisiciones empresariales y dentro de ellas, en el mundo del capital de riesgo (*private equity*), de singular y creciente importancia como actividad económica y fuente de financiación alternativa (Zozaya González & Rodríguez Guerra, 2007).

La búsqueda y selección de empresas comparables se ve extraordinariamente facilitada tratándose de empresas cotizadas, dada la mayor transparencia del mercado y el carácter público de la información, no así en el mercado privado, donde la opacidad es la regla general. Asumiendo que la empresa se encuadra, por definición, en el mismo sector económico de actividad que aquella cuyo precio potencial se está investigando, los errores en materia de comparabilidad suelen estar asociados a algunos de los siguientes factores diferenciales:

- Tamaño, tanto en términos de volumen de negocio como de plantilla;
- Mercados o áreas geográficas en las que opera;
- Modelo de negocio, incluyendo lugar que ocupa en la cadena de valor (fabricante, distribuidor, minorista), composición de la cartera de productos/servicios y mix de ventas, mercado/público objetivo y sistemas de comercialización;
- Margen EBITDA (en %)
- Productividad (ventas por empleado);
- Tipo de organización empresarial (familiar/monocentro, corporación/multigrupo, holding);
- En el caso de empresas cotizadas, la volatilidad (β) o grado de riesgo sistemático, y la frecuencia de contratación.

Cuando la búsqueda se desarrolla tanto en el ámbito de las empresas cotizadas como no cotizadas, el análisis y la ponderación de estos factores debe realizarse de forma separada, requiriendo una previa homogeneización que incorpore la mayor liquidez que, en general, acompaña a una empresa cotizada en un mercado financiero.

Por último, también es conveniente seleccionar un conjunto de varias empresas que permitan la elaboración de un rango de múltiplos, utilizando a continuación la mediana o media de los mismos.

4.2.2.2. Proximidad Temporal

En los múltiplos obtenidos a partir del análisis de transacciones sobre empresas efectivamente comparables, ha de concurrir la condición de que aquellas hayan tenido lugar en un espacio temporal lo más próximo posible a la fecha de valoración, resultando incongruente la utilización de múltiplos referidos a operaciones acaecidas

en fechas muy pretéritas o manifiestamente alejadas en el tiempo, y ello, habida cuenta de los ciclos económicos, del cambio tecnológico, de la evolución de los mercados financieros y del impacto de todas estas circunstancias en la economía empresarial, en los mercados de capitales y en un clima más o menos propicio a las operaciones corporativas.

Así, y a título enunciativo, baste mencionar como una de las principales manifestaciones y efectos de la crisis desatada en el 2007/2008 en el ámbito de las M&A, la sustancial reducción experimentada en el número de operaciones, lo que se explica, en parte, por la incertidumbre asociada a la propia crisis y a la profundidad de la misma que frenaba la adopción de decisiones de inversión, pero en parte también, por la resistencia de los empresarios y accionistas a reconocer la pérdida de valor de los activos empresariales, negándose a cerrar operaciones a precios muy alejados de los que hasta entonces constituían una referencia de mercado (Cuervo-Arango, 2010; Recondo Porrúa, 2016).

El rango de múltiplos, con independencia del número de factores que lo integren (cuantos más, mejor), no debería en consecuencia alejarse irrazonablemente de la serie histórica adoptada para la obtención de la magnitud económica normalizada y de referencia de la empresa objeto de estimación de su precio potencial.

4.2.3. Errores asociados a la deuda financiera neta (DFN)

Cuando lo que se estima es el valor económico de mercado de la empresa (valor de la inversión), el cálculo del valor financiero de la empresa o para los propietarios (valor del *equity*), requiere tomar en consideración la deuda financiera neta que habrá de ser restada de aquél (Ver ilustración 1). Esto es:

$$E = V - D$$

Donde:

- E, es el *equity*, valor financiero de mercado o precio potencial de las acciones;
- V, es el valor de mercado o precio potencial económico de la empresa;
- D: es la deuda financiera de la empresa (recursos financieros de terceros).

Aunque el consenso no es total a este respecto, un gran número de profesionales entienden que la deuda financiera debe ser estimada en términos netos, es decir, restando a la D el efectivo disponible considerado normalmente como tesorería o caja.

De manera que:

$$DFN = D - Caja$$

Si la DFN es negativa, la empresa tiene efectivo neto, mientras que cuando es positiva tiene deuda neta.

Ilustración 2. Deuda Financiera y Valor de la Empresa

VISIÓN CONTABLE vs VISIÓN FINANCIERA			
VISIÓN CONTABLE		VISIÓN FINANCIERA	
ACTIVOS	PASIVOS	NEGOCIO	CAPITAL DE 3ros
Caja Inversiones Créditos por Vta Otros Créditos Bs de Cambio Bs de Uso Intangibles	Ds Comerc. Ds Fiscales Ds Sociales Otras Deudas Ds Financieras	Créditos por Vta Bs de Cambio Bs de Uso Intangibles - Ds Comerciales Ds Fiscales Ds Sociales	Otras Ds. (*) Ds Financieras - Caja Inversiones en Otros Créd. (*)
	PN	Activos Fijos no vinculados	CAPITAL PROPIO
A = P + PN		K invertido = K propio + K 3ros	
(*) Pueden también formar parte de "Negocio", dependiendo del concepto que involucren.		Fixed Assets + WK	Acciones + Net Debt

ENTERPRISE VALUE	NET DEBT (Deuda Fin - Caja)
	EQUITY (Market Cap)

Fuente: elaboración propia

4.2.3.1. Deuda Financiera

¿Qué forma parte de la "D"? En particular, serán pasivos financieros los derivados de la emisión de títulos de deuda (bonos, pagarés) y los bancarios, típicamente asociados a operaciones con entidades de crédito (préstamos y créditos recibidos, descuento comercial, *factoring* sin recurso, anticipo de facturas con coste explícito); deudas contraídas con otras entidades no bancarias como proveedores de equipo de capital, administraciones públicas por aplazamientos, socios por operaciones de autocartera o ejercicio de un derecho de separación, y especialmente en los últimos tiempos, con entidades no bancarias que conforman la "banca en la sombra" o *shadow banking* (sistema financiero paralelo).

4.2.3.2. Efectivo o "caja"

En términos generales, el efectivo "Caja" incluiría efectivo y otros activos líquidos equivalentes, esto es, la tesorería depositada en la caja de la empresa, los depósitos bancarios a la vista y los instrumentos financieros que sean convertibles en efectivo y

que en el momento de su adquisición, su vencimiento no sea superior a tres meses, siempre que no exista riesgo significativo de cambios de valor y formen parte de la política de gestión normal de la tesorería de la empresa; así también, otros activos financieros dotados de un razonable grado de conversión en efectivo, como préstamos y créditos financieros concedidos, depósitos a mediano/largo plazo en entidades, dividendos a cobrar, valores representativos de deuda o de instrumentos de patrimonio de otras empresas, con exclusión de las empresas del Grupo y de los créditos por operaciones comerciales.

La polémica, y el posible error, derivan si en el marco de una valoración de empresa, y especialmente en el contexto de una operación corporativa, hemos de tener en cuenta la “caja total” o la “caja libre”, y en este último caso, qué debe entenderse por tal. En el *closing* de la operación de M&A se establecen determinadas cláusulas tendientes a garantizar el fondo de maniobra operativa para la nueva gestión. La racionalidad de este tipo de cláusulas reside en que no tendría sentido alguno que la parte compradora, tras haber satisfecho un precio para cuya determinación se ha tenido necesariamente en cuenta la DFN (y en su caso, y como parte del precio, la retirada previa de la “caja”¹⁰ vía dividendo extraordinario u otro mecanismo considerado como más eficiente), se viera abocado inmediatamente después a una ampliación de capital, o a gestionar un endeudamiento adicional para atender las necesidades de *working capital* (capital operativo).

El WK (*working capital*) es el fondo de maniobra no financiero, depurado de las posiciones de tesorería y de pasivos financieros a corto plazo. Suele buscarse un “fondo de maniobra normalizado”, que involucre la estimación en períodos temporales

¹⁰ En las operaciones de M&A es frecuente que el adquirente, sobre todo si se trata de un inversor financiero, no sea proclive a comprar “caja con caja” prefiriendo que la parte vendedora retire antes del cierre, y como parte del precio, la caja excedentaria. Consideraciones de eficiencia fiscal pueden hacer que el vendedor prefiera cobrar esa “caja excedentaria” como precio antes que como dividendo extraordinario.

cortos de series históricas largas; con el fin de evitar los “picos” u *outliers* que distorsionen los saldos de final de ejercicio y la realidad del WK necesario. Este “fondo normalizado” suele expresarse como rotación sobre las ventas, lo que permite una fácil comparación posterior con el fondo de maniobra no financiero determinado en el *closing*. Únicamente si el *working* capital es igual ó superior al normalizado, la caja será excedentaria y podrá ser retirada por la parte compradora o utilizada para aminorar la D. Ante la situación inversa, habría que inyectar caja, hasta igualar el WK normalizado: la DFN sería superior y el precio potencial inferior.

Cabe aclarar que todas las explicaciones precedentes, meramente contables y que en sí no hacen a nuestro interés específico, son relevantes a la hora de la determinación del precio y de allí su consideración. La exigencia de entregar en el momento del cierre un WK normalizado y de considerar sólo la caja libre, tiene como fundamental propósito evitar tentativas fraudulentas sobre inventarios en la etapa *pre-closing*, con el fin de maximizar tesorería y precio.

4.2.4. Errores asociados al descuento (prima de iliquidez)

Existe un amplio consenso, tanto en el ámbito doctrinal como en la práctica de mercado, en cuanto a que el hecho de que la empresa objeto de valoración cotice en un mercado organizado constituye un factor determinante de liquidez que no avala fácilmente la aplicación de una corrección o penalización por concepto de iliquidez, la cual, de existir, habría de ser mínima o nula. Por el contrario, en presencia de empresas no cotizadas, la corrección habrá de ser superior, pues su venta requerirá normalmente de más tiempo y comportará costes de transacción más elevados, hablándose en estos casos de un problema de iliquidez que acarrea la subsiguiente penalización y que se asimila así, en suma, a la ausencia de cotización en un mercado financiero organizado.

El descuento por iliquidez se desdobra y resulta aplicable tanto sobre el E como sobre el V teniendo en cuenta, de acuerdo a la sensibilidad del analista y en función de la técnica de valoración elegida, las primas de riesgo adicional y/o los descuentos específicos que reclamen, de una parte, la singularidad del negocio empresarial que explota la empresa objeto de valoración, y de otra las limitaciones inherentes a la comercialización y la libre circulación del instrumento financiero.

4.2.4.1. Aplicación de una prima de riesgo específica para la obtención del *Enterprise Value (V)*

Siguiendo el modelo CAPM, estimaríamos de la siguiente manera el costo del capital propio:

$$k_e = R_f + (R_m - R_f) + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Donde:

- k_e , es la rentabilidad mínima o costo del capital propio (inversores-accionistas);
- R_f , la rentabilidad libre de riesgo;
- R_m , la rentabilidad esperada del título;
- β , es la beta de mercado para el título en cuestión, o en su caso de la empresa comparable (técnicamente, la β mide el riesgo sistemático o “sensibilidad” del activo al índice de mercado. Un valor neutro – $\beta \approx 1$ – el activo se mueve en la misma proporción o dirección del índice).

Cuando V resulta de la aplicación de un múltiplo comparable de mercado al parámetro relevante de la empresa objeto de valoración, el descuento por liquidez suele aplicarse

directamente sobre aquel, multiplicando V por un factor de descuento (1 - % de descuento).

Así, por ejemplo, siendo el EBITDA el parámetro relevante y M el múltiplo comparable,

$$EBITDA \cdot M = V \cdot Factor = V \text{ Ajustado}$$

En ambos casos, el valor de las acciones (*Equity* => E) vendría dado a partir de aquí, por la deducción de la Deuda Financiera Neta (DFN):

$$E = V \text{ Ajustado} - DFN$$

4.2.4.2. Aplicación de una prima de riesgo específica sobre el Valor de las Acciones (E)

Una vez determinada la DFN, la iliquidez puede también medirse a través de la aplicación de un factor de descuento directamente sobre el E (1 - % de descuento), o por un rango de factores de cara a obtener un cierto análisis de sensibilidad.

$$V - DFN = E \cdot Factor = E \text{ Ajustado}$$

Aportando un poco de claridad sintética a la que respecta descuentos por primas de iliquidez, lo cierto es que, desde una perspectiva operativa profesional, la iliquidez relativa y su traducción económica, son en realidad fruto de una confluencia de factores que afectan tanto a las condiciones internas y circunstancias externas en las que se desenvuelve el proyecto empresarial, como a las causas y elementos que condicionan la libertad de circulación de su título de propiedad, y solo desde esta doble perspectiva, es posible tomar adecuadamente en cuenta la potencialidad y cuantía de la transacción económica, evitando la comisión de los errores más frecuentes anteriormente señalados.

De este modo, el descuento de iliquidez se desdobra y resulta aplicable tanto sobre el "V" como sobre el "E" teniendo en cuenta, de acuerdo a la sensibilidad del analista y en función de la técnica de valoración elegida, las primas de riesgo adicional y/o los descuentos específicos que reclamen de una parte, la singularidad del negocio

empresarial que explota la empresa objeto de valoración, y de otra las limitaciones inherentes a la comercialización y la libre circulación del instrumento financiero.

A modo de síntesis, aunque la valoración se rige por modelos concretos teóricos (de utilidad y costo), la práctica profesional ha generado técnicas de amplia aceptación entre los usuarios como la de aplicación de múltiplos de empresas comparables sobre la base de la existencia de un mercado de empresas o de acciones. Cuando dicho mercado no existe, esto es en el mercado privado de empresas, es cuando los múltiplos cobran mayor trascendencia y pueden dar lugar a mayores errores. De aquí esta breve interpretación de los cuatro errores, entendiéndolos fundamentales, en la aplicación del método.

Capítulo 5 - Método de Flujos Descontados (DCF)

5.1. *Discounted-Cash Flow Method* (Método de Flujos Descontados: DCF). 5.2. Consideraciones acerca del Valor Terminal. 5.3 Revisión de principios básicos de DCF. 5.4 Discount Rate (Tasa de Descuento). 5.5 El proceso de M&A

5.1 *Discounted-Cash Flow Method* (Método de Flujos Descontados: DCF)

La aproximación por DCF es un intento de configuración en el proceso de Fusiones y Adquisiciones (M&A) para determinar el valor de una firma, a través del cálculo de valor presente de los ingresos futuros generados por la misma a través de su vida. Es, en principio, el método más preciso para obtener el valor de un activo, pero el más demandante en términos de información.

$$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Donde:

- CF= *Cash Flow* = Flujo de Fondos
- r = Tasa de Descuento

Según S. Chaplinsky, M. Schill y P. Doherty (2008), en el período de proyección, se explicitan los flujos libres que incorporan los costos y beneficios económicos que implican el desarrollo de la transacción. Idealmente, este período de proyección debiera incorporar el intervalo durante el cual la firma se encuentra en estado de transición, como cuando está siendo positivamente afectada por temporales ventajas competitivas. Usualmente, el período de proyección de 5 o 10 años suele ser una buena aproximación y una práctica consensuada.

Pero para comprender cuán larga debe ser la estimación del flujo de fondos, debiéramos tener presente algunas circunstancias:

- Asociación a la naturaleza del activo (el activo tiene vida útil limitada, es indispensable conocer la fecha de culminación de la actividad, de tenerla);
- Posibilidad de incluir un **valor terminal** para acotar el número de períodos explícitos:
 - Grado de estabilidad / regularidad de los flujos de fondos;
 - Grado de detalle limitado por su incidencia en el valor presente.

5.2 Consideraciones acerca del Valor Terminal

Retomando a S. Chaplinsky, M. Schill y P. Doherty (2008), el valor terminal de una compañía, derivado de los flujos de fondos libres ocurridos luego del período de proyección, es estimado en el último año de dicho período y capitaliza el valor presente de todos los flujos futuros más allá del período crítico. El WACC (*weighted average cost of capital*: costo de capital promedio ponderado) es utilizado para descontar dichos flujos y arribar a la determinación del valor presente. La suma del Valor Presente del período de pronóstico y el Valor Terminal de los flujos futuros provee una estimación del valor de la compañía.

El objetivo del **Valor Terminal** es capturar de forma simplificada el valor de los años por venir; es así como la aproximación puede hacerse a través de:

- Múltiplos;
- Renta Permanente;
 - Cálculo de perpetuidad.
 - Simplificación para cuando no se tiene más información relevante que aportar al armado de flujo de fondos (flujos estables).

- Puede calcularse con o sin crecimiento. Crecimiento en moneda constante \neq moneda corriente.
- ¿Qué porción del valor presente total representa la renta permanente en cada caso?

$$RP = \frac{CF}{r} \quad \text{Renta Permanente Sin Crecimiento}$$

$$RP = \frac{CF * (1+g)}{r - g} \quad \text{Renta Permanente Con Crecimiento}$$

5.3 Revisión de principios básicos de DCF

Free Cash Flows: los flujos de caja libres en un análisis de M&A deberían involucrar el crecimiento de los flujos de fondos operativos atribuibles a la adquisición, previa consideración de los costos de financiación (S. Chaplinsky, M. Schill y P. Doherty (2008)).

$$FCF = NOPAT + Depreciación - CAPEX - \Delta NWC \quad (1)$$

Donde:

- $NOPAT = EBIT (1 - t)$ => t es la tasa marginal apropiada, que debiera incluir federales, estatales, locales y externas tasas jurisdiccionales.
- *Depreciación* es un rubro “*noncash*” que incluye depreciaciones, agotamientos y amortizaciones reconocidas con fines fiscales.
- *CAPEX* involucra inversión en activos fijos.
- ΔNWC (*increase in net working capital*) es el incremental en capital operativo, definido como Activos Corrientes – Pasivos Corrientes (deducidos intereses).

Una conveniente forma de pensar la creación de valor es a través del concepto de RONA (*Return on net assets*), que establece el retorno sobre los activos excediendo el WACC:

$$RONA = NOPAT / \text{Activos Netos} = \{NOPAT / \text{Ventas}\} * \{\text{Ventas} / \text{Activos Netos}\}$$

En este contexto, el valor es creado o bien a través del potencial de incremento en las ganancias (NOPAT / Ventas) o cuando mejora la eficiencia de los activos (Ventas / Activos Netos). Los analistas están asumiendo bajo este precepto que la creación de valor puede venir determinada por estas distintas fuentes: o bien a través del margen de ganancia a mejorar en los Estados de Resultados, o bien a través del nivel de activos en el balance.

El valor terminal puede adquirir una importancia particular cuando los flujos fuera del período de proyección son próximos a cero (o eventualmente negativos) como resultado de inversiones agresivas para crecer.

$$\textit{Terminal Value} = FCF^{\textit{Steady State}} / (WACC - g) \quad (2)$$

Donde:

- $FCF^{\textit{Steady State}}$ es el flujo libre de estado estacionario para el año posterior al último año previsto en el período de proyección.
- $WACC$ es el promedio ponderado del costo del capital.
- g es la tasa de crecimiento esperada de estado estacionario de $FCF^{\textit{Steady State}}$ a perpetuidad.

Una aproximación conveniente es asumir que RONA replica constante a perpetuidad. A perpetuidad, este supuesto adquiere realmente sentido bajo el hecho de que la firma se encuentra verdaderamente en estado estacionario, los estados financieros debieran crecer, por definición, a la misma tasa.

5.4 Discount Rate (Tasa de Descuento)

La tasa de descuento debiera reflejar el promedio ponderado del costo de oportunidad de los inversores (WACC) en inversiones comparables. En el orden de evitar penalizar oportunidades de inversión, el WACC también debiera incorporar un objetivo ponderado apropiado de financiamiento futuro.

$$WACC = Wd Kd (1 - t) + We Ke \quad (3)$$

Donde:

- Kd es la tasa de rendimiento requerida en la nueva deuda: es la “*yield to maturity*”.
- Ke es el costo del *equity* (capital propio)
- Wd We son los porcentajes “*targets*” u objetivos de deuda + *equity* (deuda con terceros + capital propio); utilizando apropiadas medidas de valuación de mercado de deuda y *equity*.
- t es la tasa de impuestos marginal.

El costo del *equity* puede ser logrado a partir del *Capital Asset Pricing Model* (modelo de valoración de activos de capital – CAPM)

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf) \quad (4)$$

Donde:

- Rf es la tasa libre de riesgo estimada en un horizonte de tiempo consistente con el horizonte de inversión.
- $Rm - Rf$ es la prima de mercado esperada (Rm es el rendimiento de un portfolio tipo, con lo cual esta diferencia puede entenderse como el diferencial entre los retornos de acciones comunes y los bonos del

tesoro de largo plazo libres de riesgo). En la práctica, la prima de mercado comúnmente oscila en el rango entre el 5% y el 8%.¹¹

- β es una medida del riesgo sistemático de las acciones ordinarias de una firma; incluye compensación por riesgo financiero y de negocio.

5.5 El proceso de M&A

Continuando con la perspectiva de S. Chaplinsky, M. Schill y P. Doherty (2008), considerada la más didáctica a los fines explicativos del desarrollo del método, debieran reconocerse dos partes en un proceso de M&A (al menos dos): un adquirente (de ahora en más “*buyer*” o “*bidder*”) y una firma target u objetivo (en adelante “*seller*” o “*acquired*”).

5.5.1. ¿Cuáles son las potenciales fuentes de valor provenientes de la combinación?

¿Tiene el *buyer* cualidades o capacidades particulares que puedan ser utilizadas en pos del mejoramiento del valor de la firma *target*? ¿Tiene la *target* tecnología crítica u otras fortalezas que pueden trasladar valor al comprador?

Las potenciales fuentes de ganancias o ahorro de costos provenientes de la integración son llamadas sinergias. Examinar el valor del target en estado *stand-alone* (flujos que no contemplan sinergias) puede ser interesante por varias razones. En primer lugar, brinda una visión de qué potencial propio puede tener la firma en sí misma. Esto probablemente ayude a establecer un piso respecto al valor, como base

¹¹ Tener presente que estos ratios obedecen a la observación experimental en mercados desarrollados, como lo es el mercado financiero americano que resulta de trabajo de campo para los autores referenciados Schill, M.J.; Doherty, P.; Chaplinsky, S. (2008). *Methods of Valuation for mergers and acquisitions*. Darden School of Business – University of Virginia – Última revisión 23 de marzo de 2018.

para las negociaciones. En segundo lugar, una valuación construida a partir de un *stand-alone* DCF puede ser pasible de comparación con el actual valor de mercado del *target* (es particularmente útil cuando el *target* está sub o sobrevaluado en el mercado). Testeando puntos clave relativos a determinados *benchmark*, los analistas tienen la posibilidad de ganar confianza en que el modelo arroja una guía razonable para la percepción de la situación por parte de los inversionistas.

5.5.2. ¿Cuál es la tasa de descuento apropiada a utilizar?

La tasa de descuento utilizada para valorar los flujos del *target* debiera compensar a la firma inversora por el riesgo asumido en estos flujos. Comúnmente, el costo del capital de la firma *target* provee una tasa de descuento razonable para los *stand-alone and merger cash flows* (flujos netos y con las sinergias de la combinación); esto debido a que generalmente el costo del capital del *target* captura mejor la prima de riesgo. En caso de que la firma *target* y la adquirente se encuentren en la misma industria, probablemente compartan similar riesgo de negocio. La utilización del costo de capital del *target* además asume que la firma es financiada con una estructura de capital (proporciones de deuda y *equity*) óptima y que sus proporciones permanecerán constantes tras la fusión.

Información adicional de una apropiada tasa de descuento puede obtenerse relevando los WACCs de firmas que coinciden en la industria del *target*. Esa información puede ser consolidada para aproximar un promedio o media del WACC. Utilizando los β y estructuras de financiamiento de las firmas alineadas en este nicho de negocios, una estimación fiable del riesgo de mercado y apalancamiento óptimo puede lograrse mediante el procedimiento detallado a continuación:

En repetidas ocasiones, el *buyer* (comprador) puede intentar incrementar o reducir el porcentaje de deuda respecto a *equity* del *target* significativamente luego de la fusión, probablemente porque considere la actual estructura no óptima. El WACC aún debe

reflejar el riesgo de mercado del *target*. Una manera de aproximarnos a ello es desapalancando la β del *equity* del *target* y apalancando luego intentando replicar la estructura de capital post-fusión.

Desapalancamos β

$$\beta_U = \beta_L \{1 + (1 - T) D/E\} \quad (5)$$

Donde:

- β_L es Beta Apalancada
- β_U es Beta Desapalancada
- T es *Taxes* (Impuestos)
- D/E = Deuda / *Equity*

Luego, apalancamos β con la nueva estructura de capital:

$$\beta_L = \beta_U \{1 + (1 - T) D/E^*\} \quad (6)$$

El resultado es una nueva β relevada que captura el riesgo financiero y de mercado de los flujos proyectados del *target*.

5.5.3. ¿Tras determinar el valor de la firma, cómo computamos el valor del *equity*?

El valor del *Equity* es simplemente el resultado de restar del valor de la empresa la deuda existente:

$$V = D + E \quad (7)$$

$$E = V - D \quad (8)$$

Donde:

- D es el valor de mercado de toda la deuda (más intereses) pendiente al momento de la adquisición. Para mejorar publicitariamente

la posición del target pre negociación, el valor del precio de la acción puede ser computando simplemente dividiendo el valor del *equity* por el número de acciones preferentes.

5.5.4. ¿Cómo incorporar el valor de las sinergias en un análisis de DCF?

Si el plan del adquirente es manejar la compañía adquirida como una *stand-alone* entidad (una unidad de negocio separada, como podría ser el caso de un *holding*), quizá existan escasas diferencias entre los flujos de ambas; de todas formas cabe mencionar que en algunas adquisiciones estratégicas, estas diferencias son pronunciadas.

Es relevante el hecho de cómo incorporar esas sinergias en la determinación del precio final de negociación. Si el comprador paga una prima igual al valor de las sinergias, las mismas serán capturadas íntegramente por los accionistas del *target*, y la fusión tendrá una inversión de valor presente neto nulo por los accionistas del adquirente.

¿DCF aproxima el valor de mercado de una compañía?

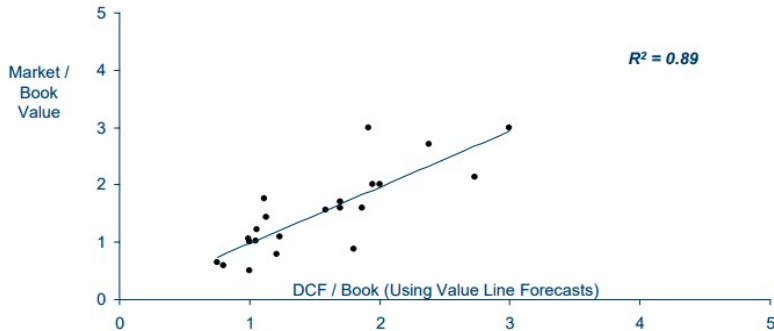
En los países emergentes, las valuaciones se realizan en un contexto que tiene ciertas características distintivas:

- La mayoría de las transacciones involucran paquetes accionarios privados.
- El tamaño del mercado de capitales es reducido.
- Falta de información confiable con frecuencia.
- Falta de una cultura de información estadística. (Dumrauf, 2003)

Ilustración 3. Aproximación del valor de mercado por DCF

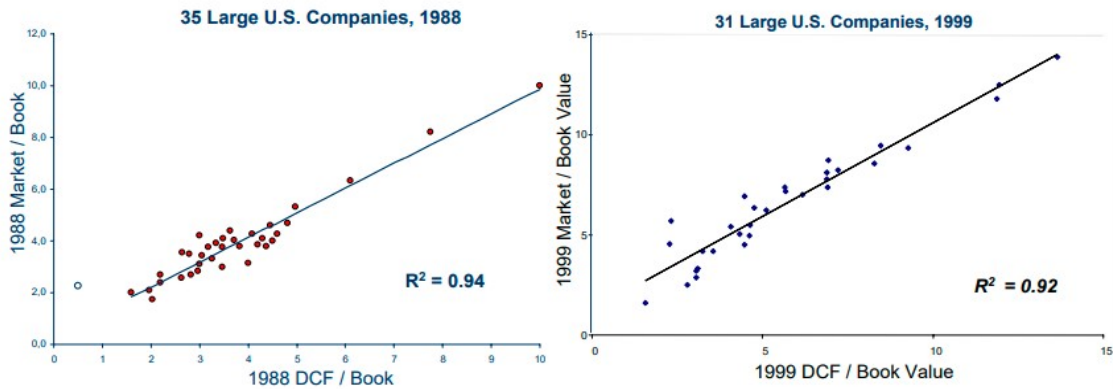
High Correlation Between Market Value and DCF Value for 28 Japanese Companies — 1993

The R^2 for 28 Japanese companies was 89 percent



- Comments:
1. Underutilized land
 2. Cross-holdings

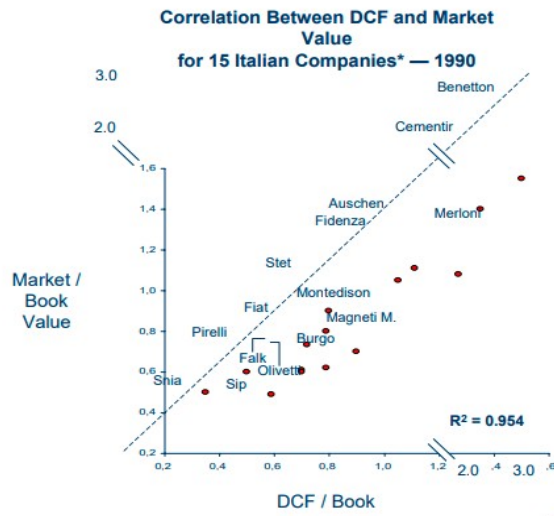
DCF Works Well For Large Publicly Held Companies



Source: Value Line forecasts; Copeland, Koller, Murrin, Valuation, 2nd edition, 1994

Source: Value Line Forecasts, Monitor Analysis

Correlation between DCF and Market Value — Italy
 ... for 15 Italian companies (the R² was 95.4 percent) ...

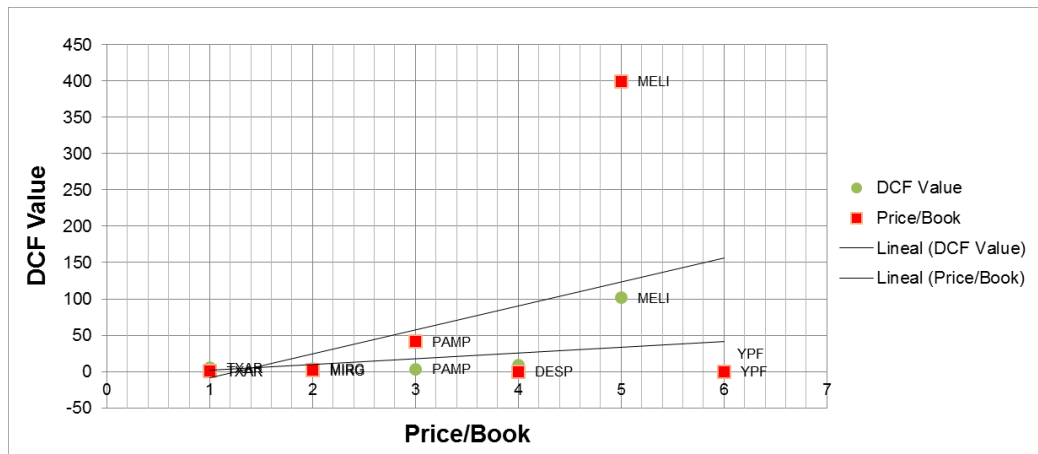


- Comments:
1. Mark to market inflation accounting
 2. Holder assets

* Using publicly available information
 ** Capitalization on September 28, 1990 (Borsa valori di Milano), book value of company
 Source: Copeland, Koller and Murrin, [Valuation](#)

Fuente: Dumrauf, G. L. (2003). *Tendencias en Valuación*.

Ilustración 4. DCF en Argentina – 2021 6 compañías cotizantes en bolsa



Fuente: elaboración propia

Capítulo 6 - Evidencia empírica

Evidencia empírica

6.1. Evidencia empírica. 6.2 Inversiones. 6.3. Análisis temático “desde afuera hacia adentro”: coyuntura Internacional/local.

6.1 Evidencia empírica

Los valores de Fusiones y Adquisiciones (M&A) se dispararon a nivel mundial en el último semestre de 2020. Existieron tendencias significativas que impulsaron los M&A, y definieron los primeros pasos para el escenario inversor 2021.

El COVID-19 abrió perspectivas empresariales en aquellos que vieron la oportunidad o la necesidad de reposicionarse en a la nueva coyuntura. La vía más rápida para ello fue los M&A, generando un panorama altamente competitivo.

De acuerdo con el análisis más reciente de PwC, “*Global M&A Industry Trends*”¹², a nivel global la concreción de transacciones se disparó en el segundo semestre del año, con un aumento del volumen total y de sus valores del 18% y 94%, respectivamente, en comparación con el primer semestre del año. También, tanto volúmenes como valores de las operaciones también se incrementaron en relación al último semestre 2019. Los valores más altos negociados durante el último semestre 2020 se debieron, en parte, al aumento de grandes acuerdos (más de US\$5.000 millones). En total, se anunciaron 56 acuerdos de gran valor, en relación a 27 durante la primera mitad del año. Los subsectores de tecnología y comunicaciones registraron el crecimiento más alto tanto en volúmenes como valores de transacciones en la segunda mitad del 2020, con un aumento de los volúmenes de tecnología del 34% y

¹² El informe *Global M&A Industry Trends* de PwC es un análisis semestral de la actividad global de acuerdos en cinco industrias: mercados de consumo (CM), tecnología, medios y telecomunicaciones (TMT), industrias de la salud (HI), energía, servicios públicos y recursos (EU&R), y fabricación industrial y automotriz (IM&A). <https://www.pwc.com.ar/es/prensa/en-la-ultima-mitad-de-2020-se-dispararon-cantidad-y-valores-de-fusiones-y-adquisiciones.html>

de sus valores del 118%. Los volúmenes de operaciones de telecomunicaciones aumentaron 15%, y sus valores casi 300%.

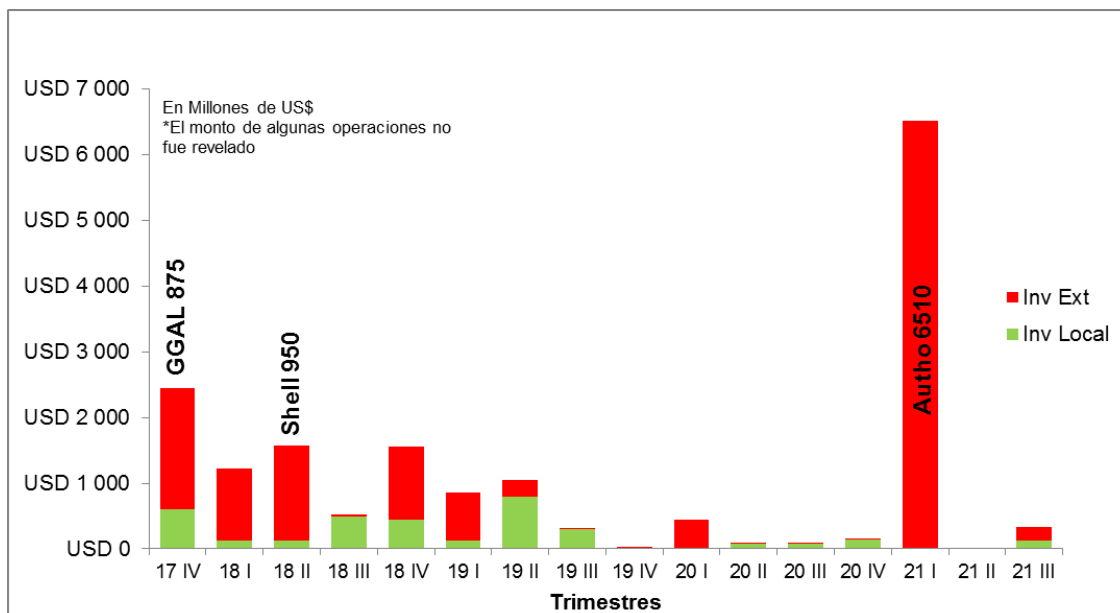
La irrupción de la pandemia en la Argentina tiene como correlato una fuerte caída del consumo y del crecimiento durante el 2020, registrándose compañías con alto estrés financiero. Muchas de ellas, fundamentalmente las internacionales, decidieron cerrar sus operaciones en el país por falta de previsibilidad y dificultades para proyectar un escenario favorable, mientras que otras han subsistido operando a valores mínimos de capital de trabajo, altamente palancadas y con un modelo de negocios que requería inexorablemente de adaptación ante la nueva realidad.

En base a este contexto, lo que se observó fue cierto movimiento en el área de M&A liderado por grupos económicos locales que buscaron aprovechar oportunidades de valuaciones atractivas para diversificarse en nuevos sectores o crecer en ciertas áreas que promuevan integraciones verticales u horizontales. Fue también un disparador el excedente de pesos de varias compañías locales, donde ante la imposibilidad de acceder a divisas en virtud de las restricciones vigentes, definieron colocar sus excedentes en activos que protejan contra inflación y eventual depreciación cambiaria. El capital disponible, básicamente, estaba concentrado en empresas (más de US\$7,6 billones en efectivo y valores negociables) y en compradores "*private equity*" (US\$1,7 billones). Aquellos activos de los sectores más afectados por la pandemia, como la fabricación industrial o los que estaban siendo moldeados por factores de transformación hacia las emisiones netas de carbono cero, se vieron obligados a abordar cambios estructurales inevitables; también aquí, se presentaban oportunidades de M&A o de reestructuración para preservación del valor, al verse afectada la viabilidad futura de sus negocios.

Si ya trabajamos sobre datos concretos del tercer trimestre de 2021, que nos arrojan un panorama mucho más cierto de cómo ha sorteado el país esta pandemia en materia de M&A, podremos observar que el monto de operaciones durante este

período alcanzó US\$333 M, cifra que representa un incremento significativo respecto a períodos anteriores fundamentalmente por la operación de *Satellogic* (empresa satelital de capitales argentinos) adquirida por *CF Acquisition Corp V* en US\$250 M.

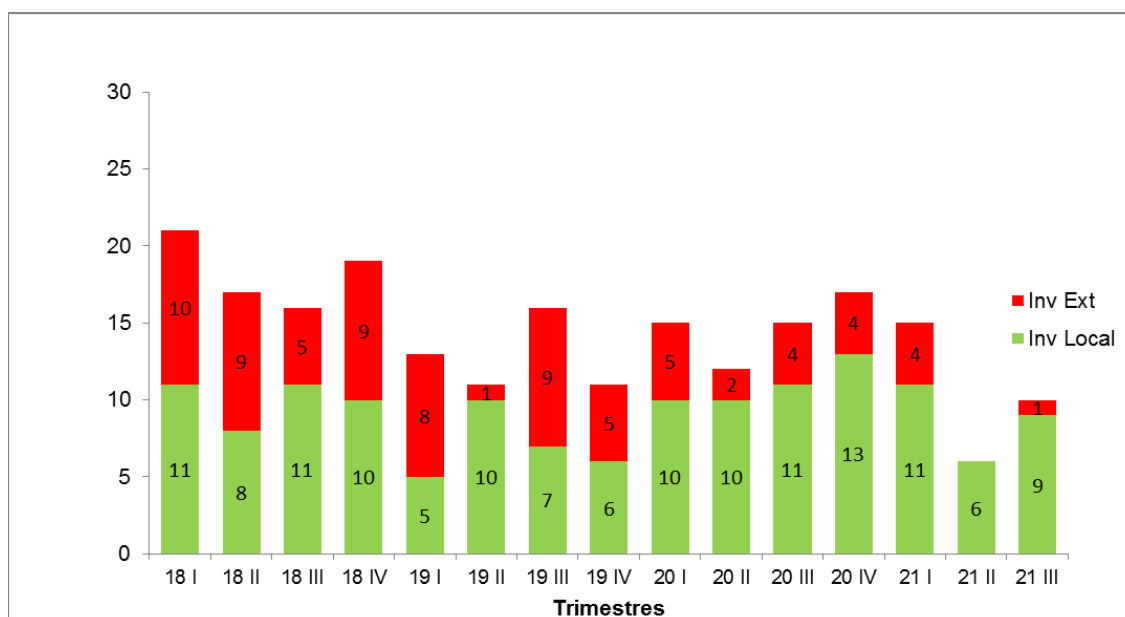
Ilustración 5. Anuncios de Fusiones y Adquisiciones en Argentina (M&A)



Fuente: OJF/IBS *Investment Banking Services* en base a relevamiento propio.

En caso de Fusión, se informa el valor combinado aproximado de la compañía fusionada. Respecto del número de operaciones, se dieron 10 en el período julio – sept 2021 (mayor cantidad que en el trimestre inmediato anterior e inferior a igual período de 2020). El promedio histórico (2005-2020) es de 21 operaciones de M&A concretadas por trimestre; de estas 10 últimas mencionadas, 9 fueron realizadas por inversores locales y 1 por inversores extranjeros.

Ilustración 6. Cantidad de anuncios de Fusiones y Adquisiciones en Argentina (M&A)



Fuente: OJF/IBS *Investment Banking Services* en base a relevamiento propio.

En el análisis sectorial, los sectores de Información y Comunicaciones e Industria Manufacturera son los que concretaron los mayores números de operaciones en el 1º Trimestre del año.

Tabla 1 Operaciones de M&A III Trimestre 2021 (en volumen)

2021 III TRIMESTRE - OPERACIONES POR SECTOR	# OPERACIONES
EXPLORACIÓN DE MINAS Y CANTERAS	1
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	2
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	3
ACTIVIDADES FINANCIERAS Y DE SEGUROS	2
TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	2
TOTAL	10

Fuente: KPMG Newsletter M&A – Argentina – Q4 2021-Enero 2022

Analizando los importes por sector, el de mayor monto informado fue el de Información y Comunicaciones:

Tabla 2 Operaciones de M&A III Trimestre 2021 (en US\$Mill)

2021 III TRIMESTRE - OPERACIONES POR SECTOR	Monto (US\$ Mill)	
EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS	77	
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	s/d	
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	256	
ACTIVIDADES FINANCIERAS Y DE SEGUROS	s/d	
TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	s/d	
TOTAL	333	Fuente

: KPMG Newsletter M&A – Argentina – Q4 2021-Enero 2022

Tabla 3 Descripción de Operaciones de M&A relevantes por comprador y vendedor

N°	Comprador	US\$ (Mill)	Vendedor	Descripción
1	Vista Oil Argentina	77	ConocoPhillips EE.UU	Vista Oil & Gas adquirió el 50% de los bloques Aguada Federal y Bandurria Norte, ambos ubicados en la ventana de shale oil de Vaca Muerta, informó la compañía al mercado.
2	TurismoCity Argentina	s/d	Quanto Custa Viajar Brasil	La empresa Turismocity -un metabuscador que compara el precio de todas las agencias de viajes y aerolíneas- anunció hoy que levantó su primera ronda de inversión de US\$6 millones y que gracias al aporte de capital adquirió otra empresa: la brasilera Quanto Custa Viajar.

N°	Comprador	US\$ (Mill)	Vendedor	Descripción
1	Cascade Investments EE.UU	2.000	Kingdom Holding Arabia Saudita	Bill Gates desembolsó US\$ 2000 millones y se quedó con el control de la cadena de hoteles Four Seasons. Una sociedad que gestiona las inversiones del fundador de Microsoft invirtió ese dinero y logró quedarse con el 71% de la participación de la cadena canadiense de hoteles de lujo.
2	Mastercard EE.UU	s/d	CipherTrace EE.UU	La administradora de tarjetas de crédito Mastercard cerró un acuerdo para adquirir CipherTrace, una empresa de inteligencia de criptomonedas con conocimientos sobre más de 900 activos digitales.

Fuente: KPMG Newsletter M&A – Argentina – Q4 2021-Enero 2022

6.2 Inversiones

Los anuncios de inversiones alcanzaron los U\$528 M durante el mes de agosto. El principal anuncio lo realizó la compañía Liex, minera canadiense, busca realizar una inversión de U\$320 M para un proyecto minero en Tres Quebradas, Catamarca.

Tabla 4 Anuncios de Inversiones por Sector y Empresas

N°	Empresa	Sector	U\$(Mill)	Descripción
1	Induplast	Piscinas	2,03	Movistar & Sion, empresa fabricante de piscinas, invertirá U\$S 2,03 M para ampliar su planta productiva de Malagueño
2	Grupo Panamericana	Construcción	10	Grupo Panamericana invertirá U\$S 10 M para la construcción de un parque industrial
3	Volkswagen	Automotriz	40	Invertirá U\$S 40 M en un centro de logística regional
4	Naturgy	Energía	0,27	Invertirá U\$S 0,27 M para instalar planta reguladora de gas
5	Procter & Gamble	Fabricación de artículos de uso doméstico	6,12	Invertirá U\$S 6,12 M para duplicar producción de Gillette
6	Mercedes Benz	Automotriz	54	La automotriz alemana destinará U\$S 17 M para el desarrollo del nuevo motor para la Sprinter, entre otros
7	Easy	Venta Minorista	10,22	Invirtió U\$S0,26 M en la planta de Río Grande (Tierra del Fuego)
8	Uber	Transporte	22,49	Invierte U\$S 22,49 M para llegar a 25 ciudades argentinas
9	Ball	Vitivinicola	60	Invertirá U\$S 6,06 M para el desarrollo del mercado del vino en lata
10	Liex	Minería	320	Empresa minera canadiense, destinará U\$S 320 M para el proyecto Tres Quebradas en Catamarca
11	RDA Mobility & Binit	Transporte	3	Destinará U\$S 3 M para desarrollar el primer carsharing sustentable de la Argentina

Fuente: KPMG Newsletter M&A – Argentina – Q4 2021-Enero 2022

6.3. Análisis temático “desde afuera hacia adentro”: coyuntura Internacional/local

En 2020 América Latina y el Caribe representó un 8,8% del total de entradas de IED (Inversiones Extranjeras Directas). Concretamente, estas fueron de u\$s87.574 M lo cual supone un descenso del 45,4% respecto a 2019. La caída de la IED en este espacio geográfico fue la más grande entre las regiones en desarrollo a consecuencia de la alta tasa de muerte por COVID, el colapso de las exportaciones, la desaparición del turismo y la caída en los precios de las materias primas. Las economías con mayor volumen fueron México (u\$s29.079 M), Brasil (u\$s24.778 M), Chile (u\$s8.386 M), Colombia (u\$s7.690 M) y Argentina (u\$s4.123 M).

En Sudamérica, los flujos de entrada de IED descendieron un 53,9% hasta los u\$s51.890 M. En Argentina continuó la senda descendiente de los últimos años y la IED bajó un 38,1% hasta los u\$s4.123 M. A la complicada situación financiera del país

le acompañaron desinversiones de importantes multinacionales como Walmart o Danone. Los flujos de salida aumentaron en 2020 hasta el punto de que se registró una desinversión de u\$s3.541 M. Las cinco mayores economías fueron Chile (u\$s11.583 M), México (u\$s6.528 M), Colombia (u\$s1.966 M), Argentina (u\$s1.234 M) y Perú (u\$s504 M). Llama la atención el caso de Brasil, que registró u\$s19.032 M en 2019 y -u\$s25.808 M en 2020, arrastrando así a las cifras regionales.

Argentina en el contexto latinoamericano

Durante el año que finalizó en 2020 en Argentina se completaron 63 transacciones de M&A por un valor de u\$s970M, lo que significa un aumento del 15% en la cantidad de operaciones, pero con una caída del 75% en el dinero abonado, con respecto a 2019, según datos de la consultora *First Capital Group*. En el año 2019 se habían cerrado 84 transacciones, una cantidad menor, pero por un valor de u\$s3.900 M. El valor de las operaciones registradas en el 2020 es el más bajo desde 2009.

Pese a sus números negativos, Argentina fue el tercer país más activo en M&A en Latinoamérica, después de Brasil y Chile, en relación al valor de las transacciones y cantidad de operaciones concretadas. Esto en un contexto global de caída, donde las operaciones disminuyeron un 25% aproximadamente durante el año.

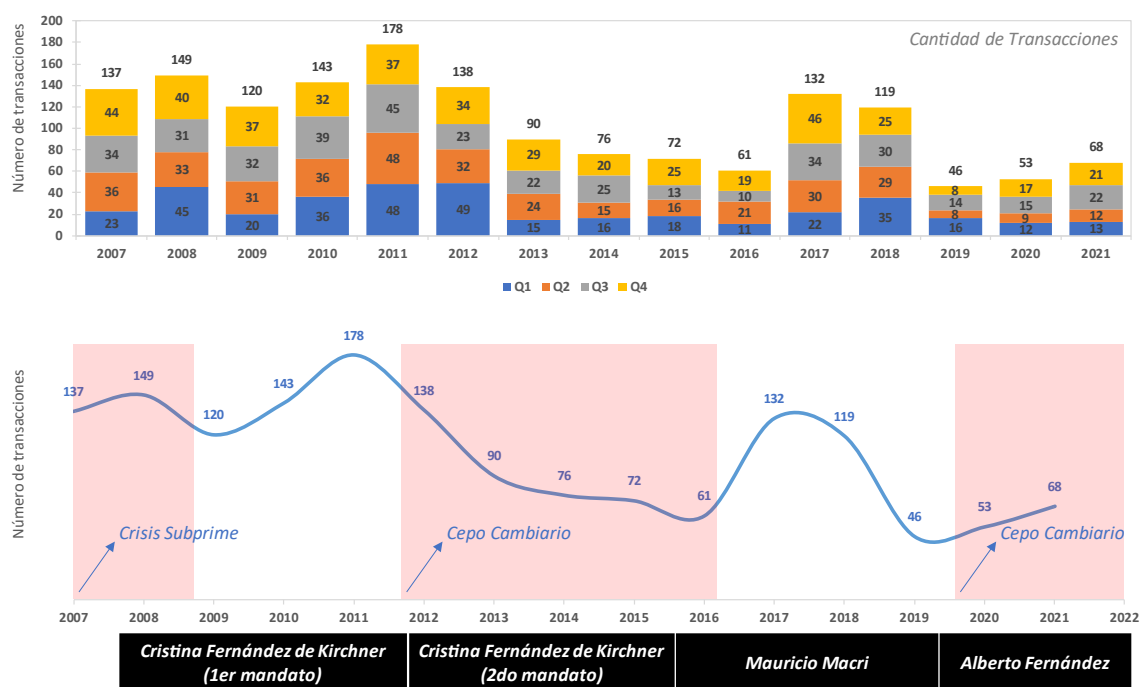
Los sectores más activos del país fueron Tecnología y Software donde se concretaron nueve transacciones por un valor de u\$s100 M, con fuerte participación de inversores extranjeros. El sector fue uno de los ganadores por el desarrollo acelerado que impuso la pandemia.

En relación al origen de las transacciones, casi el 50% de las operaciones fueron foráneas; se revierte así la tendencia histórica donde los adquirientes eran mayormente extranjeros – en 2019 representaban el 75% del total- y hoy se trata de un mercado que involucra principalmente actores locales por la menor apertura.

En el Anexo 4 se puede ver un detalle de las transacciones del año 2021.

Gráfico 2 Serie Histórica de Transacciones de M&A en Argentina

Serie Histórica de Transacciones de M&A en Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado / Mergermarket.

Principales Operaciones

Las principales operaciones de 2020 incluyeron a los sectores:

- **Aeronáutico:** LATAM, que anunció su salida de Argentina, Norwegian que vendió su operación doméstica a JetSmart, Qatar Airways que deja su operación en el país, Emirates, que deja su operación en Buenos Aires, Air New Zeland que en abril decidió cancelar su operación en el país.
- **Autopartista:** los proveedores de pintura (coatings) Axalta, Basf y PPG, que anunciaron el cierre de sus plantas en Argentina.
- **Retail:** Walmart vendió su operación al grupo Grupo De Narvéez: Falabella anunció la venta de su operación en Argentina que incluye las unidades de negocios de Falabella y Sodimac.

- Textil: Nike, con un intento frustrado de traspasar su operación local a la mexicana Axo y Asics, que traspasó su operación al grupo DASS.

Principales Transacciones

- La compra del 49% de la multinacional de servicios petroleros Schlumberger por parte de Equinor y su socio Shell en partes iguales por u\$s355 M, en enero.
- La adquisición de LCLA Daylight (L Catterton) de un porcentaje de Despegar.com por el valor de u\$s200 M, en septiembre.
- La compra del Grupo Assa por parte de la compañía Argentina Globant por u\$s74,5 M, en agosto.
- La adquisición de Walmart Argentina por parte del Grupo De Narváez por un total de u\$s44 M, en noviembre.
- La adquisición de la mayor distribuidora eléctrica del país, Edenor, por parte de José Luis Manzano, Daniel Vila y Mauricio Filiberti a través de Empresa de Energía del Cono Sur e Integra Capital. La transacción se cerró en u\$s100.

Cierre

El escenario post pandemia indicó un exceso de pesos en el mercado, con expectativas devaluatorias de la moneda. Se presumió que todo negocio que permita absorber ese excedente de pesos y ofrezca cobertura cambiaria (automóviles, construcción, *real estate*, agro, exportación, etc.) seguiría siendo atractivo. Las empresas en expansión debieran verse tentadas a captar estos flujos, potenciadas por la salida de multinacionales, que quedarían en manos de compradores locales –

protagonistas de *deals* oportunistas. Argentina mostró en el 2020 que tiene potencial para desarrollar tecnología y no deja de ser un sector con alto atractivo por su crecimiento exponencial esperado.

Capítulo 7 - Caso práctico Morixe Hermanos S.A.C.I.

7.1. Breve reseña de la empresa

Morixe Hermanos S.A.C.I. (en adelante “Morixe”) es una empresa de industrialización y comercialización de productos alimenticios, con unidades de negocios en productos farináceos (harinas para industria y consumo masivo en paquetes de 1kg, pan rallado y rebozador, harinas integrales y premezcla, y subproductos de la molienda de trigo) y no farináceos (papas prefritas congeladas, puré de papas, aceite de oliva y aceites vegetales y mezcla, aceitunas, harina de maíz blanco pre-cocido, avena, polenta, galletitas, pastas). El objetivo de la compañía es vender productos de calidad a precios accesibles al mercado y por debajo de los precios de las marcas líderes. Actualmente Morixe tiene un 25% del Market Share en venta de Harinas y 22% en Pan Rallado con la mayor parte de las ventas dentro del territorio nacional; sin embargo, las ventas en el exterior han ido aumentando pasando de un 3% en noviembre de 2018 a un 19% en noviembre de 2022. Asimismo, las ventas de los productos no farináceos han tenido también un aumento dentro de las ventas totales de la compañía, diversificando su cartera de productos. Durante los últimos años realizaron lanzamientos de nuevos productos, llegando alrededor de 60 productos a noviembre de 2022. Actualmente la compañía cuenta con 12 plantas en todo el país. Morixe cuenta con 160 empleados, bajo una política de salarios con ajustes semestrales en base a la inflación acumulada, y ajustes por productividad. Dentro del portfolio de productos de Morixe, un 13% se encuentra dentro del programa de Precios Justos (representa un 24% de su facturación); asimismo, está alcanzado por el subsidio que otorga el Fondo Estabilizador del Trigo Argentino (FETA), creado en marzo de 2022 con el objetivo de estabilizar el costo de la tonelada de trigo que compran los molinos argentinos.

Morixe cotiza sus acciones en forma ininterrumpida en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde enero de 1961. Una de las primeras medidas implementadas por la gestión iniciada en diciembre de 2017 fue la realización de aportes de capital por más de USD 10 millones que, junto con la totalidad de créditos del accionista mayoritario Ignacio Noel, fueron capitalizados durante el ejercicio finalizado el 31 de mayo de 2019, pasando en consecuencia el capital social suscrito e integrado de VN\$ 46.902.018 a un valor de VN\$ 221.902.018.

Durante el ejercicio 2021, se ha realizado una nueva suscripción de capital, mediante la emisión de 60 millones de nuevas acciones, alcanzando de esta forma un capital social suscrito e integrado de VN\$ 281.902.018 hacia el cierre de dicho ejercicio.

Durante el ejercicio finalizado el 31 de mayo de 2023, el volumen negociado valorizado a moneda homogénea de cierre de plaza de Morixe respecto del ejercicio anterior disminuyó un 4% en un mercado afectado por el contexto internacional sumado al contexto macroeconómico inestable local de la Argentina.

Con fecha 7 de Julio de 2023, Sociedad Comercial de Plata S.A. (SCP) adquirió el paquete accionario de control que el Sr. Ignacio Noel poseía en la Sociedad (77,80% del paquete accionario de Morixe). En cumplimiento de las normas de mercado de capitales, SCP efectuó con fecha 7 de agosto de 2023 una Oferta Pública de Adquisición (OPA) por el resto de las acciones circulantes. Con esta inversión SCP demuestra la continuidad en su objetivo de seguir diversificando sus inversiones y creciendo en el sector agroindustrial, fortaleciendo el portfolio de negocios con un adecuado balance entre diversos sectores productivos.

Con esta transacción Morixe pasa a formar parte de un grupo con más de 90 años de trayectoria, y con fuerte presencia en sectores estratégicos como construcción, energía y agroindustria. Esto le permitirá contar con el apoyo de un importante holding

nacional, de cara a los significativos proyectos de inversión contemplados en su plan estratégico de mediano y largo plazo, tendientes a lograr un crecimiento sostenible.

7.2. Posición Competitiva

La compañía cuenta con marcas fuertes dentro del segmento. El resultado de las inversiones realizadas en los últimos años se ve claramente reflejado en el importante crecimiento que a partir del año 2022 tuvieron las ventas de Morixe en el segmento Retail, lo cual le permitió posicionar la Harina 000, 0000 y Leudante como la primera marca tanto el canal Supermercados como en el canal Mayoristas, alcanzando un share de mercado del 34%.

Morixe tiene más de 15.000 puntos de venta en toda la Argentina y 12 plantas ubicadas en el centro y noroeste del país. Además de estas cadenas, está presente en cadenas regionales del interior, autoservicios, almacenes y plataformas online de e-commerce, conformando una red total de más de 20.000 puntos de venta a nivel nacional y más de 30.000 puntos de venta en todo el Mercosur. Adicionalmente tiene diversificados los puntos de venta. El 31% de las ventas de Morixe se concentra en ventas a granel, un 16% se canalizan en Supermercados nacionales, un 13% en Mayoristas nacionales y un 13% en exportaciones, además de tener ventas por e-commerce, Supermercados regionales y Mayoristas regionales y del GBA.

7.3. Perfil Financiero – Estrategias

7.3.1. Diversificación creciente de productos

Morixe ha comenzado a desarrollar un diversificado portfolio de productos de alta calidad y con creciente participación de nuevos negocios de mayor valor agregado, que se tradujo en un significativo incremento del precio promedio de venta que pasó de usd150 por tonelada en mayo 2017 a usd456 por tonelada en mayo 2022. Referente a las exportaciones, actualmente el 19% de las ventas corresponden a este

rubro. Uno de los objetivos de la compañía es incrementar ese porcentaje al 30%. Se estima un ratio cercano al 20% para el cierre del próximo balance¹³, lo cual le brindaría a la compañía mayor diversificación geográfica y mejor cobertura contra deudas o costos vinculados a la evolución del dólar oficial.

En noviembre de 2020, Morixe adquirió el 100% de las acciones de BRASPAL SA¹⁴, entidad radicada en Uruguay, y comenzó las operaciones en Brasil en abril 2021 como estrategia para continuar con la expansión dentro de los países de la región. Continúa activamente con la inserción en los mercados de la región a través de representantes exclusivos para Brasil, Paraguay, Uruguay y Bolivia.

7.3.2. Estrategias en materia de la administración de capital de trabajo y reducción de costos

La compañía ha mostrado una mejora en sus ratios crediticios, en un contexto macroeconómico complejo. Para poder afrontar dicho contexto, Morixe adoptó estrategias en materia de la administración de capital de trabajo y reducción de costos, entre otras, que le permitieron parcialmente contrarrestar los efectos distorsivos del escenario macroeconómico. Se produjo una mejora de su margen EBITDA y se redujo el apalancamiento, con buena flexibilidad operativa, aunque continúa siendo un desafío realizar un adecuado traspaso a precios de mayores costos en un contexto de aceleración inflacionaria.

¹³ Fuente: FixScr – Marzo de 2023

¹⁴ BRASPAL SA es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay (R.O.U.), inscrita en el Registro de personas Jurídicas el 15 de Julio de 2020, con el objeto de realizar la actividad de comercialización de productos alimenticios en el exterior de la República Oriental del Uruguay y en el territorio nacional, así como también la prestación de servicios remunerados.

La Sociedad ha sido constituida con la finalidad de continuar con la expansión del mercado de exportación, y hacer foco en la estrategia de desarrollo de la marca Morixe a lo largo de los países de la región.

En el período especial de 12 meses finalizado el 31 de mayo de 2023, BRASPAL ha alcanzado un resultado neto de ganancia de \$521,9 millones, con ingresos por actividades ordinarias de aproximadamente \$1.345 millones.

A los efectos de la valuación al momento de concretarse la operación de venta de Morixe a Sociedad Comercial del Plata el pasado julio del presente año, cuando aún no existía información consolidada de cierre de ejercicio 2023, este trabajo contempla información comparativa de análisis a noviembre 2022 (año móvil). Ello permite inferencias a partir de datos actualizados y cercanos a la transacción de M&A, dando precisión puntual en los casos en que amerite utilizar indicadores -normalmente de cotizaciones y oferta pública- correspondientes a 2023.

7.3.3. Rentabilidad

A noviembre de 2022 (año móvil) se produjo una mejora del margen EBITDA relativa a mayo del mismo año (cierre de ejercicio) (10% vs. 5.2%). Por su parte, el volumen de ventas cayó un 11% durante el mismo período (6 meses vs 12 meses de ejercicio cerrado 2022), pero dicha variación se explica en parte por la modificación de las condiciones contractuales que Morixe posee con la empresa Lamb Weston Alimentos Modernos S.A. (LWAMSA), siendo esta última quien realiza la fabricación y comercialización de las papas prefritas congeladas marca Morixe (de incluirse el volumen comercializado dentro de la facturación de la Sociedad, la variación de los ingresos por actividades ordinarias hubiese sido del -1,8% si comparamos las ventas a noviembre 2022 (año móvil) vs. El balance anual de mayo 2022.

El aumento de costos de mercaderías vendidas a mayo 2022 ha sido del 6% sobre ventas respecto al cierre 2021. Analizando los dos primeros trimestres posteriores al cierre de mayo 2022, se puede observar una disminución al 74%. Por otro lado, desde 2018 los SG&A/Ventas han disminuido desde un 21% a promedios de un 13% aproximadamente.

Los commodities utilizados en la producción se encuentran dolarizados y representan aproximadamente un 75% del costo total del producto. El pago es al contado entre

48/72 hs. de concretada la operación, reduciendo el riesgo al tipo de cambio. El resto de los insumos, aunque están dolarizados, tienen acuerdos con los proveedores estableciendo los precios en pesos.

7.3.4. Flujo de Fondos

El Flujo de Caja Operativo (FCO) ha sido históricamente negativo explicado por mayores necesidades de capital de trabajo; a noviembre 2022 (año móvil) el FCO fue positivo (al igual que al cierre de mayo 2022) en \$2.341 con una reducción en los plazos de pago y leve disminución de los días de inversión. A noviembre 2022 la empresa presentó Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo de \$1.872.

Tabla 5 Flujo de Fondos Libres Históricos

Flujo de Fondos	2018		2019		2020		2021		2022		Año móvil	
ARS '000												
Ventas	\$	2.767.016	\$	9.009.618	\$	15.530.624	\$	19.524.621	\$	17.907.292	\$	15.923.195
Flujo Generado por las Operaciones	\$	460.783	\$	61.875	\$	168.942	\$	823.503	\$	617.242	\$	1.805.783
Variación del Capital de Trabajo	-\$	1.700.098	-\$	548.801	-\$	1.744.984	-\$	1.567.183	\$	547.773	\$	535.364
Flujo de Caja Operativo	-\$	1.239.316	-\$	486.926	-\$	1.576.043	-\$	743.679	\$	1.165.015	\$	2.341.147
Inversiones de Capital	-\$	244.538	-\$	247.277	-\$	518.337	-\$	356.447	-\$	1.465.311	-\$	468.329
Dividendos					-\$	7.380	-\$	27.054				
Flujo de Fondos Libre	-\$	1.483.854	-\$	734.203	-\$	2.101.760	-\$	1.127.180	-\$	300.296	\$	1.872.818

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

7.3.5. Liquidez y Estructura de Capital

La compañía presenta una adecuada estructura de capital, luego de la suscripción de acciones en octubre 2020, donde logró incrementar su relación de Patrimonio/Activos al 47%. La mayor parte de la deuda estaba denominada en pesos argentinos y en menor medida en dólares; la compañía tuvo como objeto pesificar esa deuda en dólares lo más rápido posible, cancelando con flujo del negocio y financiamiento en pesos. Morixe presentaba al cierre de balance noviembre 2022 (de corte, año móvil) una deuda total de \$3.574 millones con una concentración del 73% en el corto plazo. El 43% de la deuda era con entidades financieras, 42% préstamos bancarios y un 15%

Obligación Negociable Clase I. En mayo 2021 la compañía accedió a un préstamo sindicado por \$700 millones a una tasa fija del 30% anual (cuyo destino fue inversión en mejoras en las líneas de harina, pan rallado y premezclas para bizcochuelos; a febrero 2022 estas inversiones representaban un 10% de las ventas).

El 98% de este saldo de deuda a noviembre estaba constituido en pesos y, por otra parte, el 61% de los vencimientos se encuentran en los primeros dos trimestres del año 2023.

A noviembre 2022 (año móvil) la caja y equivalentes + Flujo Generado por Operaciones (FGO) cubría el 79% de la deuda de corto plazo vs. 36% al cierre de mayo 2022 (12 meses); esta mayor generación mejora notoriamente la liquidez de Morixe, la cual además está respaldada por la flexibilidad financiera que demostró la compañía en su ampliación de capital en octubre 2020 y la diversificación de líneas con distintos bancos del segmento local, en su mayoría con fianza del principal accionista Ignacio Noel y en menor medida con aval de SGR. La política de la compañía en este sentido es continuar propiciando el acceso a nuevo financiamiento en el mercado de capitales, extendiendo plazos y sumando a la nómina actual de bancos al BICE y al Itaú.

Tabla 6 Indicadores Crediticios y de Liquidez

ARS '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año Móvil
EBITDA Operativo	-\$ 117.139	\$ 739.010	\$ 1.577.742	\$ 2.054.240	\$ 932.029	\$ 1.595.428
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 58.276	\$ 208.402	\$ 180.923	\$ 670.991	\$ 584.171	\$ 243.137
Deuda Corto Plazo	\$ 156.294	\$ 950.000	\$ 2.475.349	\$ 1.896.606	\$ 3.334.473	\$ 2.606.166
Deuda Largo Plazo	\$ 1.392.935	\$ 1.044.368	\$ 1.902.876	\$ 2.274.428	\$ 1.757.196	\$ 968.804
Liquidez - Morixe SA						
ARS '000						
Indicadores Crediticios						
Ebitda/Deuda CP	-0,7	0,8	0,6	1,1	0,3	0,6
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	-0,4	1,0	0,7	1,4	0,5	0,7
Deuda Total/EBITDA	-13,2	2,7	2,8	2,0	5,5	2,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

7.3.6. Inversiones de capital y política de activos fijos

- A mediados de 2017 entró en vigencia un nuevo directorio y junto con ello un plan de mejoras en los activos fijos. Se lleva adelante un plan para optimizar al 100% la capacidad productiva del Molino de Benito Juárez (con capacidad de 400 toneladas diarias de molienda). Llevan ya invertidos usd 464.000 y 170.000 euros.
- Inversión de \$ 72 millones en el segmento de consumo masivo, en tres máquinas envasadoras de origen alemán que le permiten a Morixe abastecer a 40% del mercado.
- Inversiones en el segmento gastronómico/industrial: sistema automático de envasado y línea de secado de harina.
- Inversión de \$ 700 millones en nueva nave industrial para llevar a cabo una producción de 1.000 toneladas de pan rallado, una línea de harina con levadura, premezclas de bizcochuelo y una mezcladora para insumos industriales.

7.3.7. Riesgos del Sector

- Riesgo cambiario
 - La compañía opera con insumos atados al dólar, que representan aproximadamente un 75% de los costos, por lo cual el valor de la moneda argentina y su tendencia a perder valor durante los últimos años afectan a los costos de la empresa.
- La inflación argentina erosiona el poder adquisitivo del mercado interno, principal demanda de los productos de la empresa.

- Las medidas gubernamentales tienen un impacto dentro de la cartera de productos de la compañía (actualmente cerca del 24% de la facturación está alcanzada por programas gubernamentales).
- Producción y cotización internacional del trigo.

En el análisis de información preliminar post corte móvil noviembre 2022 hasta preliminar cierre mayo 2023 puede observarse una reducción significativa en la exposición a las variaciones del tipo de cambio, pasando de tener un 60% aproximadamente del total de su deuda bancaria en dólares a menos de un 13% en esa moneda. Dicha deuda financiera atada al dólar se encuentra cubierta por activos financieros de igual naturaleza, o bien por inventarios de materias primas cuya cotización sigue directamente a la del tipo de cambio. Podría considerarse este esquema como una especie de cobertura natural a las fluctuaciones cambiarias.

Con respecto a la situación de los mercados de materias primas agrícolas, la compañía tiene una política de seguimiento exhaustivo con el objetivo de incorporar productos con mayor valor agregado.

La producción de trigo 2022/23 se desarrolló en un escenario con precipitaciones por debajo del promedio histórico en las principales regiones productoras y heladas tardías en estadios críticos para la definición de rindes dando como resultado una producción de 12,5 millones de toneladas (43% inferior a la campaña pasada, que fue récord nacional). La campaña 2023/24 proyecta una intención de siembra similar a la pasada, con una producción esperada de 17 millones de toneladas.

El promedio del precio del trigo en el mercado interno fue de 322 u\$/tonelada, 20% inferior al ejercicio pasado, producto del corredor seguro creado por el conflicto bélico Rusia-Ucrania.

Con respecto a otras materias primas que se industrializan para la cartera de productos Morixe, de menor significancia en el volumen de insumos, la cosecha de maíz estima una reducción del 42% en su producción como consecuencia de la sequía. Para la cosecha 2023/24 la intención de siembra es similar o un 10% inferior respecto a la campaña anterior. Por su parte, la cosecha de aceitunas 2023 resultó un 3% superior, permitiendo recomponer márgenes. El girasol tuvo un incremento de su producción del 4% respecto de la cosecha pasada; para la cosecha 2023/24 la intención de siembra es un 11% inferior a la campaña pasada. El precio del girasol en el mercado interno resultó en 454 u\$/tonelada, resultando un 7% inferior al anterior ejercicio con un marcado descenso a partir de septiembre de 2022 como consecuencia de la apertura del corredor seguro que permitió al mercado acceder a la oferta de aceite crudo ucraniano.

7.4. Método de Valuación

En el orden de argumentar mediante este ejemplo práctico la viabilidad y el criterio más acertado de valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF) que el presente trabajo propone, éste será el método seguido para la estimación del valor de la compañía al momento de realizarse la adquisición por parte de SCP del paquete accionario de la compañía Morixe.

Como se dejó expreso en este trabajo, los métodos conceptualmente “correctos” para valuar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos¹⁵. Al ser Morixe una empresa en donde tanto sus ventas como

¹⁵ El DCF es un método de valoración sofisticado, que toma en consideración variables clave del negocio tales como los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo. Con hipótesis precisas, un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa, ya que estima el valor “intrínseco” del negocio en términos absolutos. Ello permite que la actitud de cada momento del mercado no afecte la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo. También proporciona herramientas para mitigar el efecto de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento a largo plazo, permitiendo el uso de parámetros de crecimiento de valor añadido

resultados pueden relativamente seguir el comportamiento del sector alimenticio de consumo masivo, descontar su proyección de generación de fondos se considera lo más apropiado. Es decir, se valúa la empresa por su capacidad de generar valor económico a lo largo del tiempo. También así resultó de la consideración de las dos firmas valuadoras independientes que fueron utilizadas por el grupo al momento de realizarse la transacción de M&A (Columbus MB S.A. y Quantum Finanzas S.A.), las cuales utilizaron la metodología de DCF en comparación con la de múltiplos comparables de cotización.

7.5. Proyección de Ventas

En general, para las empresas que operan en el sector de consumo masivo, es relativamente previsible el nivel de ventas, debido a que hay cierta inercia asociada al hábito de los consumidores. (lo corrobora el dato de tendencia del INDEC). A pesar de esto, estimar las ventas correlacionando su valor al valor de variables macroeconómicas podría resultar en un trabajo con alta complejidad de detalle que distaría de ser eficiente a la hora de predecir con exactitud las ventas esperadas. Para una empresa que tiene su foco en la creación de nuevas categorías y la expansión geográfica como pilares de su desarrollo, resulta más enriquecedor entender el impacto del crecimiento en el valor de la compañía. Consecuentemente, se utiliza para la proyección de los próximos cinco años un promedio de los diferenciales correspondientes al período histórico 2019-2022 (año móvil).

Tabla 7 Ventas Históricas

a largo plazo iguales a 0.

Flujo de Fondos							
ARS '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año móvil	
Ventas	\$ 2.767.016	\$ 9.009.618	\$ 15.530.624	\$ 19.524.621	\$ 17.907.292	\$	15.923.195
Flujo Generado por las Operaciones	\$ 460.783	\$ 61.875	\$ 168.942	\$ 823.503	\$ 617.242	\$	1.805.783
Variación del Capital de Trabajo	-\$ 1.700.098	-\$ 548.801	-\$ 1.744.984	-\$ 1.567.183	\$ 547.773	\$	535.364
Flujo de Caja Operativo	-\$ 1.239.316	-\$ 486.926	-\$ 1.576.043	-\$ 743.679	\$ 1.165.015	\$	2.341.147
Inversiones de Capital	-\$ 244.538	-\$ 247.277	-\$ 518.337	-\$ 356.447	-\$ 1.465.311	-\$	468.329
Dividendos				7.380	27.054		
Flujo de Fondos Libre	-\$ 1.483.854	-\$ 734.203	-\$ 2.101.760	-\$ 1.127.180	-\$ 300.296	\$	1.872.818

Fuente: elaboración propia en base a información de la empresa.

7.6. Supuestos

Tabla 8 Resumen Financiero

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda
	Constante (*)	Constante (*)	Constante (*)	Constante (*)	Constante (*)	Constante (*)
Normas Contables	NIF	NIF	NIF	NIF	NIF	NIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	167,26	167,26	120,16	94,68	68,53	44,87
Tipo de Cambio Promedio	124,99	124,99	103,13	92,60	65,54	36,57
Año	Año Móvil	nov - 22	2022	2021	2020	2019
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Fuente: elaboración propia en base a información de la empresa.

(*) Moneda constante a noviembre 2022

- Las cifras con las cuales se confeccionan los distintos cuadros de información histórica y proyectada corresponden a la documentación de exposición pública de la firma en sus Estados Financieros consolidados, reexpresados en moneda homogénea de cierre y reconociendo de esta manera los efectos de la inflación en forma retroactiva conforme a las disposiciones de la NIC 29. Los números se reexpresan, para su ajuste en USD, al tipo de cambio promedio entre los meses de junio y mayo de cada ejercicio.
- En la estimación del promedio histórico de incremento de ventas se considera el período 2019-2022, incluyendo como período adicional año móvil 2022 (período de 12 meses dic2021-nov2022). El año móvil presenta un decremento en ventas mayor que el año calendario de

cierre, por lo cual su incorporación “racionaliza”, quizá castiga, la proyección, pero aporta valor al evitar sesgos de sobreestimación. Parte de este comportamiento es explicado por el volumen comercializado por LWAMSA.

- El año 2023 es proyectado, a la fecha de confección del presente informe, los estados consolidados no estaban aún cerrados y certificados.
- Se desestima el año 2019 para el cálculo de promedio de incrementos de ventas históricas por considerarse “outlier”. La suscripción de capital en el marco de una transacción de M&A en dicho año, donde la integración dio como resultado un incremento del capital suscrito del orden de 472%, implica dejar fuera del comparativo en cuanto a volumen de negocios al período en cuestión, eliminando de esta forma el sesgo sobreestimador que ello implicaría.
- Para la determinación del diferencial de margen del Flujo de Fondos Libre (FCF) se toman los períodos históricos 2020, 2021, 2022 (cierre a mayo) y últimos 12 meses de año móvil 2022; de esta manera omitimos el incremento de margen correspondiente a 6 meses post cierre 2022 (año móvil), que por su valor absoluto podría sobreestimar la proyección (se corrige al considerar 12 meses completos).

Tabla 9 Indicadores de Rentabilidad

Rentabilidad	2019	2020	2021	2022	nov-22 (6m)	Año Móvil (últimos 12m)
EBITDA Operativo	\$ 739.010	\$ 1.577.742	\$ 2.054.240	\$ 932.029	\$ 953.450	\$ 1.595.428
Margen de EBITDA	8,2	10,2	10,5	5,2	12,4	10,0
Margen del FCF	-8,1	-13,5	-5,8	-1,7	16,9	11,8
Δ Margen FCF		-5,4	7,7	4,1	18,6	13,5
Promedio Δ Margen FCF	5,0					
Δ Ventas (%)	225,6	72,4	25,7	-8,3		-18,4
Promedio Δ Ventas	17,8					

Fuente: elaboración propia, en base a información de la empresa.

En la tabla se detalla el Flujo de Fondos Libres (FCF), así como las Ventas, históricos y proyectados para el escenario esperado (según los parámetros definidos). Además, luego del quinto año, se tiene el valor terminal del negocio.

Tabla 10 Flujos de Fondos Libres Históricos, Proyectados y Valor terminal del negocio

Flujo de Fondos												
ARS '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año móvil	2023	2024	2025	2026	2027 Terminal Value	
Ventas	\$ 2.767.016	\$ 9.009.618	\$ 15.530.624	\$ 19.524.621	\$ 17.907.292	\$ 15.923.195	\$ 17.907.292	\$ 17.907.292	\$ 17.907.292	\$ 17.907.292	\$ 17.907.292	
FCF	-\$ 1.483.854	-\$ 734.203	-\$ 2.101.760	-\$ 1.127.180	-\$ 300.296	\$ 1.872.818	\$ 1.055.111	\$ 1.243.359	\$ 1.465.193	\$ 1.726.606	\$ 2.034.659	\$ 22.707.300

Fuente: elaboración propia, en base a información de la empresa.

Ilustración 7. Ventas Netas, EBITDA Operativo y Margen EBITDA (%)



Fuente: elaboración propia, en base a información de la empresa.

7.7. Terminal Value

Para el cálculo del valor terminal (**Terminal Value**) luego de los primeros 5 años de proyección, se utiliza el Modelo de Gordon¹⁶, en el cual se proyecta un crecimiento vegetativo constante (g) del orden del 1%.

¹⁶ Modelo de Gordon-Shapiro: se utiliza cuando se espera que los dividendos crezcan a una tasa constante "g".

$$\text{Terminal Value} = FCF_{28} + \frac{FCF_{29}}{ke - g} = 22.71 \text{ Millones de USD}$$

en donde:

- $FCF_{28} = FCF_{27} \cdot (1+g)$
- $FCF_{29} = FCF_{28} \cdot (1+g)$
- $ke = 11,05\% \text{ anual}$
- $g = 1\% \text{ anual}$

7.8. Rendimiento Exigido

Para calcular el Valor de la Firma con el método Flujo de Fondos Descontados (DCF), se descuenta el FCF con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada (K_u). Para su cálculo primero es necesario obtener la β_u (beta desapalancada). Si aceptamos que se cumplen las proposiciones de MM con impuestos¹⁷, dentro del contexto del CAPM, las betas del activo y de las acciones deben calcularse una a partir de la otra con las siguientes fórmulas (la beta del activo es una ponderación de las betas de la deuda y del equity):

$$\beta_u = \frac{\beta_e \cdot E + \beta_d \cdot D \cdot (1-t)}{D \cdot (1-t) + E}$$

Como la deuda es libre de riesgo ($\beta_d=1$),

$$\beta_u = \beta_e \cdot \frac{D \cdot (1-t) + E}{E} = \beta_e \cdot \left[1 + \frac{D \cdot (1-t)}{E} \right]$$

Y como la beta del equity (β_e) está disponible, se puede calcular el beta del activo (β_u),

¹⁷ Proposición del teorema Modigliani-Miller en el caso de que haya impuestos: $V_l = V_u + T \times D$,

- V_l es el valor de una empresa apalancada.
- V_u es el valor de una empresa sin apalancamiento.
- $T \times D$ es la tasa impositiva sobre ganancias (T) x el valor de la deuda (D).

→ Hay ventajas para la empresa por estar endeudada ya que puede descontarse los intereses al pagar sus impuestos (ahorro fiscal). A mayor apalancamiento, mayores deducciones fiscales para la compañía.

$$\beta_{act} = \frac{\beta_e}{\left[1 + D \cdot \frac{1-t}{E}\right]} = 1,078$$

en donde

- β_e : Beta del equity ($\beta_e=1,35$)
- t: Tasa de impuesto a las ganancias (t= 35%)
- D: Deuda → Deuda de Largo Plazo (D = 5,22B)¹⁸
- E: Equity → Capitalización de Mercado (E = 13,436B)¹⁹

Entonces, si la beta del activo $\beta_{act} = 1,08$, el rendimiento libre de riesgo $r_f = 4,25\%$ y el risk premium es $6,3\%$ ²⁰, entonces podemos calcular el rendimiento exigido al activo (k_e) como:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_{act} = 4,25\% + 6,3\% \cdot 1,08 = 11,05\%$$

en donde:

- k_e : Rendimiento Exigido para el Activo
- r_f : Tasa Libre de Riesgo²¹
- β_{act} : Beta desapalancada (beta del activo)
- $r_m - r_f$: Equity Risk Premium (retorno que el mercado le exige a las acciones)²²

7.9. Valor Teórico de las Acciones

Para calcular el valor teórico que deben tener las acciones de Morixe, hay que restarle al *Firm Value* la Deuda de Largo Plazo, y luego dividirlo por el número de acciones.

¹⁸ Fuente: Registration Document 2022. www.morixe.com.ar

¹⁹ Fuente: www.finance.yahoo.com al 31/12/2022

²⁰ Fuente: www.finbox.com al 31/12/2022

²¹ Correspondiente al rendimiento de títulos del tesoro americano a 10 años (4,25%)

²² Fuente: www.finbox.com al 31/12/2022 (6,3%)

$$P_0 = \frac{E}{Acc} = \frac{V - D}{Acc} = \frac{22.707.300 - 968804}{279035229} = 0,07791 \text{ USD por acción}$$

7.10. Venta de Morixe Hnos S.A.C.I.

Con fecha 7 de Julio de 2023, Sociedad Comercial de Plata S.A. (SCP) adquirió el paquete accionario de control que el Sr. Ignacio Noel poseía en la Sociedad (77,80% del paquete accionario de Morixe). El informe del Comité de Auditoría de Sociedad Comercial del Plata S.A. (SCP) como adquirente de las tenencias accionarias del Ing. Ignacio Noel (“Vendedor”), toma opinión de dos firmas evaluadoras independientes.

El Comité toma como referencia básica los términos y condiciones incluidos en la Oferta. Particularmente, el precio pactado que asciende a USD 18.350.000 por el 77,80% del paquete accionario.

Las evaluadoras consultadas son Columbus MB S.A. y Quantum Finanzas S.A. Ambas opiniones detallan con precisión la metodología de trabajo utilizada (en ambos casos calculan el valor de Morixe según la metodología de Flujos de Fondos Descontados (DCF por sus siglas en inglés) y la metodología de Múltiplos Comparables de Cotización (MMC). Su opinión se puede sintetizar en los siguientes cuadros:

Tabla 11 Valuación de Morixe Hnos por Columbus MB SA

Opinión de Columbus MB S.A.						
CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE USD						
Metodología	Rango de valor - 100%		Rango de valor - 77,80%			
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo		
Flujo de Fondos Descontado	22,18	27,18	17,25	21,14		
Múltiplo valor compañía	41,01	42,48	31,91	33,05		

Fuente: elaboración propia en base a Informe del Comité de Auditoría de Sociedad Comercial del Plata SA

Incluyen un cálculo de valor de cotización de las acciones de Morixe en el Mercado según su capitalización bursátil. Toman como precio de cotización de referencia el precio promedio de la acción del último mes inmediato anterior a la fecha del informe presentado. Arriban a un precio de USD 21,75 millones para el 100% del paquete accionario de Morixe.

Tabla 12 Valuación de Morixe Hnos por Quantum Finanzas SA

Opinión de Quantum Finanzas S.A.						
CIFRAS EXPRESADAS EN MILLONES DE USD						
Metodología	Rango de valor - 100%		Rango de valor - 77,80%			
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo		
Flujo de Fondos Descontado	22,8	27,5	17,74	21,4		
Múltiplo valor compañía	29,9	39,6	23,26	30,81		

Fuente: elaboración propia en base a Informe del Comité de Auditoría de Sociedad Comercial del Plata SA

También provee un cálculo de valor medio de mercado del capital según las últimas 10 ruedas de cotización, arribando a una valuación promedio de USD 21,3 millones.

Adicionalmente, Quantum Finanzas S.A. presenta un valor ponderado – 70% en función de la valuación por DCF, 20% en función de la valuación por MMC y 10% en función de un cálculo de valor de cotización de las acciones de Morixe en el mercado según su capitalización bursátil – donde el valor mínimo ponderado para el 100% del paquete accionario de Morixe se estima en USD 24 millones y el valor máximo se estima en USD 29,3 millones.

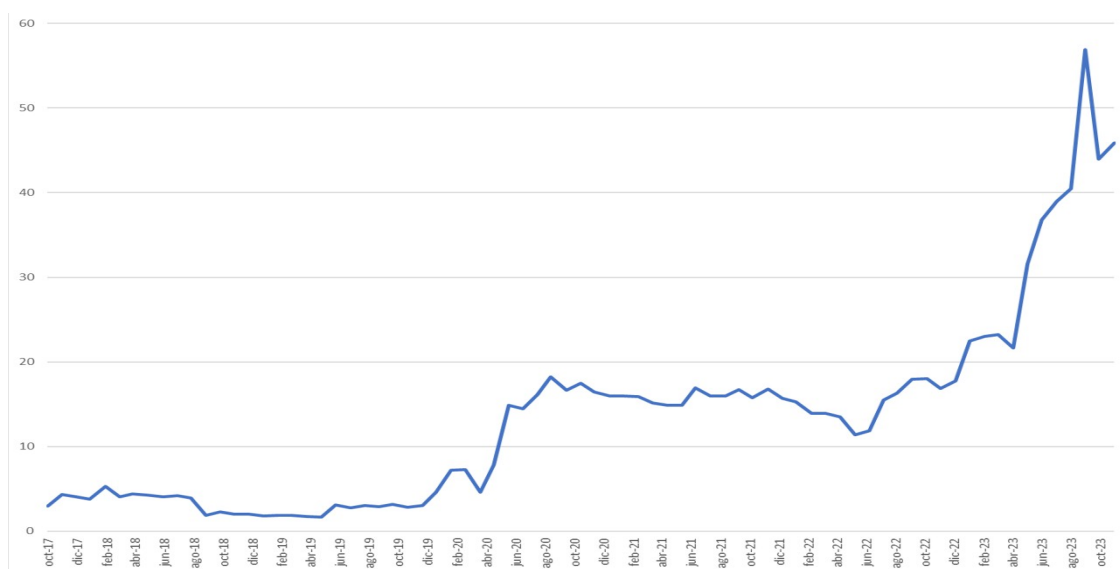
7.11. Conclusiones Caso Práctico

El valor teórico de la acción es de 0,07791 USD, equivalente a ARS 21,27 por acción en la fecha de la transacción de compra/venta del paquete accionario. Para el inicio del año 2023 el valor de mercado de la acción era de ARS 21,55, lo que supone una subvaloración del papel de un 1,3% por parte del modelo teórico utilizado. Teniendo en cuenta los supuestos establecidos, es una diferencia que podemos considerar dentro de los rangos de valor esperado como probable. Por otra parte, si se compara el cálculo de valor de Mercado según capitalización bursátil de Columbus MB S.A. según cotización a junio de 2023, prácticamente coincide en términos de dólar – 0,07795USD por acción; ARS 20,89 por acción al tipo de cambio vigente.

Desde la perspectiva comparativa de valuación de ambas consultoras utilizadas por el Comité de Auditoría, por el método de Flujo de Fondos Descontados, también se arriba a resultados similares según el presente trabajo: 22,71 vs 22,18 y 22,80 para Columbus y Quantum respectivamente, en el mínimo de rango de valor para el 100% de la tenencia accionaria. De considerarse el 77,80% de las acciones (operación concretada de venta), estarían en el orden de los USD 18 millones, produciéndose la transacción definitiva en USD18.350.000.

En la fecha de elevación del presente trabajo para su revisión, la acción de Morixe cotiza a \$330, lo que significa un crecimiento del orden del 725% respecto agosto 2023. Si bien a priori ello podría hablar de una excelente estrategia de M&A para posicionarse, sin quitarle legitimidad a esta premisa estimo apropiado pensar en una sobrevaloración del papel. La misma puede ser el resultado de un contexto macroeconómico muy particular signado por alta volatilidad y sesgo en las expectativas a futuro, como así también por tratarse de un papel “ilíquido” (con bajo volumen de transacciones).

Ilustración 8. Evolución del precio de mercado de la Acción en los últimos 6 años



Fuente: elaboración propia, en base a información de cotización en bolsa.

Capítulo 8 - Conclusiones

El 2021 ha sido un año signado por la incertidumbre y la volatilidad. Elecciones legislativas, nuevas cepas de COVID, persistente crisis macroeconómica y mayores restricciones cambiarias, han afectado intensamente los niveles de inversión. Si bien 2022 comenzaban con esperanzadoras perspectivas de mejoras en relación al comportamiento de algunos factores claves como el alza del precio de los *commodities* y el elevado nivel de liquidez del sistema financiero global, la realidad local de altísima falta de previsibilidad cambiaria y macroeconómica en el contexto de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional por la reestructuración del *Stand By*, atentaron contra el clima de negocios.

A nivel internacional, 2021 se encamina a ser uno de los años más activos en operaciones de M&A. Elementos que han propulsado esta relevante suba de actividad guardan relación a un incremento extraordinario del acceso al capital, acentuado por los planes de estímulo de las economías desarrolladas, como así también tasa reales de interés eventualmente negativas o a niveles muy bajos - situación que actualmente está entrando en controversia debido a importantes giros en la utilización de instrumentos de política monetaria liderados por la FED (Reserva Federal). Al mismo tiempo, las organizaciones se vieron obligadas a readaptarse a esta nueva realidad, que conjuntamente a condiciones de mercado favorables, han promovido el interés por la actividad de M&A. Pero esta inercia puede encontrar detractores este 2022 si las condiciones coyunturales no sostienen un escenario favorable. El desafío estará dado por predecir hasta cuándo puede mantenerse el “*bull market*” en los mercados financieros internacionales. La post pandemia estuvo caracterizada por la recurrencia a la política de tasas “hawkish” – restrictiva- de la FED, en el marco de un tan deseado “soft landing” de la economía norteamericana, que parece encontrar horizonte hacia fines 2023.

En Argentina, en cuanto a “*deal flow*” (flujo de operaciones), estamos en un 50% por debajo de los niveles transaccionales de 2019 medido en cantidad de operaciones, y en uno de los niveles más bajos de la última década medido en valor operado. El 2021 cerró con una cantidad de transacciones que dio cuenta de una suba de sólo el 8% respecto a 2020, año de paralización casi total, contrastando con lo sucedido en el mercado global. A nivel mundial y en Latinoamérica en particular, el volumen de operaciones creció entre 43% y 47% en 2021 contra 2020. Es clave el hecho de que en los ciclos de restricciones cambiarias en la Argentina no sólo se produce una reducción en el número de transacciones, sino que, además, hay un cambio en el perfil de compradores y vendedores; las negociaciones se complejizan porque se amplía la brecha de expectativas entre los mismos, destacándose en este período Tecnología, Medios y Telecomunicaciones y Energía y Recursos Naturales como los sectores más activos.

No es menor mencionar que la mayoría de las operaciones fueron motorizadas por empresas de origen nacional. Mientras que en Energía y Recursos Naturales la participación de los grupos nacionales fue sólo del 24%, y en Tecnología, Medios y Telecomunicaciones del 35%, en el resto de los sectores los grupos argentinos ocuparon un rol protagónico, de 75% en mercados de consumo, y entre el 90% y 100% para el resto de los sectores. Este rasgo distintivo de protagonismo de inversores nacionales caracterizó la actividad de compra-venta durante 2021. Los grupos económicos locales, habituados a la volatilidad argentina y con mayor tolerancia al riesgo local, realizaron adquisiciones en diversos sectores, aprovechando la salida de compañías internacionales. Por otra parte, filiales de multinacionales que tienen limitado el acceso al mercado de divisas para el giro de dividendos a sus matrices y acumulan disponibilidades en moneda local, evalúan oportunidades para realizar adquisiciones estratégicas.

La actividad de M&A no escapa a la inercia de las operaciones afectadas por esta constante realidad en cambio que, particularmente asociada a los eventos producidos a nivel mundial durante los últimos años, ha obligado repensar el mundo de los negocios hacia estructuras más flexibles que amortigüen los impactos de una coyuntura en permanente cambio.

En el orden de demostrar que el modelo de valuación por DCF resulta el más idóneo para abordar la aproximación de los precios de las firmas en operaciones de M&A bajo esta coyuntura, el caso de estudio Morixe Hermanos S.A.C.I. es categórico al respecto. Tanto las valuaciones privadas como la aproximación realizada en el presente trabajo, sitúan la valoración por DCF al nivel de precio de la operación concretada en julio de 2023 de adquisición por parte de Sociedad Comercial del Plata SA del paquete accionario de Morixe Hermanos S.A.C.I.

Los inversores, los gestores de cartera, los recaudadores y los investigadores se enfrentan a una pregunta común, ¿cuál es el valor de un activo en particular? Las respuestas a esta pregunta por lo general determinan el éxito o el fracaso en el logro de los objetivos de inversión. Para los analistas de renta variable, la pregunta y sus posibles respuestas constituyen un punto crítico, ya que la determinación del valor de una participación en la propiedad está en el centro de sus actividades profesionales y de sus decisiones; resulta de extrema significancia contar con valuaciones acordes a su capacidad futura de generación de dinero. De aquí la relevancia en la elección del método, encontrando evidencia empírica concluyente cuando de activos con cierta continuidad en sus operaciones y flujos hablamos.

Anexos

Anexo 1 Palabras Claves

Fusiones y Adquisiciones, Valuación, Modelos de valuación, Flujos de Fondos Descontados, Estructura de Capital, Apalancamiento, Tasa de Descuento.

Fusiones y Adquisiciones: una fusión consiste en el acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, donde consensuan unir sus patrimonios para formar una nueva sociedad. A partir de allí sólo existe una única compañía con una nueva personalidad jurídica; o con la de una de las empresas integrantes si ésta actúa como absorbente de los patrimonios de las demás (*absorción*). Pero no hace falta hacerse del control de una empresa a base de fusiones y absorciones, también se la puede controlar sin la necesidad de mezclar los patrimonios de ambas compañías – compradora y vendedora-, bastaría con hacerse con la mayoría de las acciones de la misma; a esto se lo *denomina adquisición*. La operación contraria a la fusión-adquisición se denomina *escisión* o *segregación* por la que una compañía desaparece para transformarse en varias o, simplemente, se deshace de una parte de sus activos²³.

Valuación: su definición técnica sería la estimación numérica realizada con el fin de asignar un valor monetario a un activo determinado o inversión determinada. Si bien no es subjetiva y debe ser efectuada en base a criterios objetivos y medibles, la forma que guarde en la utilización de los distintos métodos guarda relación con la actitud del profesional que la ejerza. La valuación de una empresa es requerida cuando comienza a cotizar en el mercado de valores, pero también lo es en el marco de cualquier proceso de fusión o adquisición con otra compañía.

²³ Pérez-Iñigo, Juan Mascareñas (2019) – “Adquisiciones y Valoración de Empresas” – 6º Edición (pág.19).

Modelos de Valuación: los modelos o métodos de valuación de empresas son marcos analíticos a partir de los cuales puede inferirse estimativamente el valor real o precio teórico de una empresa. Una compañía está compuesta por muchas variables, las cuales son diversas, relativas en función del rubro o actividad y toman diferente valor a través del transcurso del tiempo; esto hace que la estimación del valor de una empresa no sea una tarea sencilla. Partiendo de la premisa básica de que “precio” no es “valor”, determinar este último requiere un minucioso análisis de todos los aspectos que lo afectan (solventía, tasa de crecimiento esperada de sus beneficios, estado del sector del que forma parte, proyectos en curso, etc.). Es justamente a partir de la utilización técnica y profesional de los distintos métodos como podemos abordar todas estas variables.

Flujos de Fondos Descontados: técnica utilizada en el modelo que justamente adopta el mismo nombre (Flujo de Fondos Descontados, en adelante DCF por sus siglas en inglés *Discounted Cash Flow*), donde la intención es “traer” a valor presente determinada secuencia de flujos futuros previstos, a través de la utilización de una tasa de descuento efectivamente determinada. Este resultado es una buena aproximación del retorno de una inversión.

Tasa de Descuento: la tasa de descuento es ni más ni menos que el costo de capital que se aplica para estimar el valor presente de un pago futuro. El costo de capital y su correcta estimación es relevante al momento de evaluar cualquier proyecto, dado que puede estar afectado por circunstancias ajenas a la actividad en sí –como podría serlo el riesgo país de emergentes, por ejemplo), que redundan directamente en el análisis de factibilidad del proyecto.

Estructura de Capital: relación proporcional entre el capital propio –comúnmente denominado *equity* por su significado en inglés- y el capital de terceros que una empresa utiliza para financiar sus operaciones. La significancia de estudiarla radica en

encontrar aquella combinación que optimice el uso eficiente de los recursos (estructura de capital óptima).

Apalancamiento: el apalancamiento financiero consiste en utilizar mecanismos para inyectar liquidez a una inversión (normalmente, generar deuda).

Anexo 2

Tabla 13 Espectro de Participantes en el proceso de M&A

	Semilla / Ángel	Capital de riesgo	Capital privado
Etapa de negocio	Fundación, puesta en marcha, antes de los ingresos	Etapa temprana, pre-rentabilidad	Flujo de caja, rentable, de etapa media a avanzada
Tamaño de la inversión (\$)	\$ 10,000 a unos pocos millones	Unos pocos millones a decenas de millones	Amplia gama: unos pocos millones a miles de millones
Tipo de Inversión	Equidad, SEGURO	Renta variable, deuda convertible	Equidad con apalancamiento
Equipo de inversiones	Emprendedores / fundadores anteriores	Mezcla de emprendedores y banqueros / finanzas	Principalmente banqueros / profesionales de las finanzas
Nivel de riesgo	Riesgo extremo, alta probabilidad de perder todo el dinero.	Riesgo alto, probabilidad moderada de perder todo el dinero	Riesgo moderado, baja probabilidad de perder todo el dinero.
Perfil de retorno	> 100x objetivos de retorno	> 10x objetivos de retorno	> 15% TIR
Enfoque de la industria	Varía de firme a firme	Varía de firme a firme	Varía de firme a firme
Evaluación de inversiones	Fundadores, TAM, potencial de participación de mercado, viralidad, # usuarios, etc.	Fundadores, potencial de participación de mercado, ingresos, márgenes, tasa de crecimiento	EBITDA, flujo de caja, TIR, ingeniería financiera
Ejemplos de	Paul Buchheit / Y Combinator, Angellist, Techstars, Jeff Clavier	Andreessen Horowitz, Sequoia Capital, VantagePoint, Highland	KKR, Carlyle Group, Blackstone, Apollo

Fuente: elaboración propia, en base a “M&A Legal Context: Hostil Takeovers” – Carliss Baldwin y otros – HBS (paper)

Anexo 3

Tabla 14 Ejemplos de Múltiplos

Invested Capital	Equity
Múltiplos Comunes	
* EV / Sales	* Price / Earnings
* EV / EBITDA	* Price / BV
* EV / EBIT	* Price / Dividends

Fuente: elaboración propia

Tabla 15 Otros ejemplos de Múltiplos

Otros Casos	Múltiplo
* Utilities * TV por cable * Revistas * Terminales	* EV / Usuarios
* Mining * O&G (upstream)	* EV / Reservas
* Retailers * Fast Food	* EV / Punto de Vta

Fuente: elaboración propia

Anexo 4

Tabla 16 Listado de transacciones 2021

Mes	Sector	Target	%	Vendedor	Comprador	País Comprador	Deal value (USD MM)
Diciembre	TECH	Navent	>30%	Accionistas	Quinto Andar	Brasil	N/A
Diciembre	P&U	Rincon (Proyecto de litio)	>30%	Rincon Mining	Rio Tinto	Australia	825
Diciembre	TECH	GoSchool	>30%	Accionistas	Colegium	Chile	N/A
Diciembre	P&U	Buena Ventura (Proyecto eólico)	100%	ABO Wind	Tecpetrol	Argentina	N/A
Diciembre	CM	Alicorp Argentina	100%	Alicorp	CPG Investments, Compañía de Consumo Masivo, Shampoos y Fragancias	Argentina	N/A
Noviembre	TECH	SeSocio	>30%	Accionistas	Blockchain.com	Reino Unido	N/A
Noviembre	MM	Tolillar (Proyecto de litio)	15%	Alpha Lithium Corporation	The Uranium One Holding	Países Bajos	N/A
Noviembre	BUS SERV	Casino Iguazú y Casino Wanda	>30%	Accionistas	Casino Club	Argentina	N/A
Noviembre	LS	Laboratorio de Medicina	>30%	Accionistas	DASA (Diagnósticos Da America)	Brasil	N/A
Noviembre	O&G	Aguada del Chivato - Aguada Bocarey (Yacimientos petroleros)	>30%	Medanito	Patagonia Energy	Chile	N/A
Noviembre	CM	ViaPool	>30%	Accionistas	Swvl	Emiratos Árabes Unidos	10
Noviembre	CM	Integrados	100%	Accionistas	Mattievich	Argentina	N/A
Noviembre	O&G	Aguada Baguales, El Porvenir, Puesto Touquet (Yacimientos Petroleros)	>30%	GeoPark	Oilstone	Argentina	N/A
Noviembre	MM	Eramet, Tsingshan Holding (Joint Venture)	100%	N/A	Eramet, Tsingshan Holding (Joint Venture)	Francia, China	N/A
Noviembre	TECH	SimTlix	100%	Accionistas	Intive	Alemania	N/A
Noviembre	LS	Mead Jhonson Nutrition	100%	Reckitt Benckiser, Sancor	Laboratorios Roemmers	Argentina	30
Noviembre	CM	Alimesa	>30%	Pepsico	Georgalos Hnos	Argentina	N/A
Octubre	CM	Glamit	100%	Accionistas	Accenture	Estados Unidos	N/A
Octubre	MM	Libanesa Silver Gold Project	75%	Mirasol Resources Ltd	Golden Arrow	Canadá	5
Octubre	MM	Tres Quebradas Project (Proyecto de litio)	100%	Neolithium	Zijin Mining	China	770
Octubre	TECH	Atix Labs	>30%	Accionistas	Globant	Argentina	N/A
Septiembre	O&G	Madalena Energy Argentina	100%	Centaurus Energy	Humble Energy	Estados Unidos	N/A
Septiembre	MM	Salta Exploraciones	100%	Huayou International Mining	Shenzhen Chengxin Lithium	Hong Kong	38
Septiembre	BKG&INS	Pency	100%	Accionistas	Tap	Argentina	N/A
Septiembre	MM	Kachi (Proyecto de litio)	25%	Lake Resources	Lilac Solutions	Estados Unidos	N/A
Septiembre	TELCO/MED	Radio del Plata	100%	Accionistas	Ricardo Bruzese	Argentina	N/A
Septiembre	O&G	Aguada Federal y Bandurria Norte	50%	ConocoPhillips	Vista Oil & Gas	México	N/A
Septiembre	TECH	UNE Consulting	>30%	Accionistas	Kainos/Workday	Reino Unido, Estados Unidos	N/A
Agosto	BKG&INS	Metlife Seguros	100%	Metlife	GST	Argentina	8
Agosto	AGR	Pampa Grande	100%	Ecolumber	N/A	Argentina	1
Agosto	BKG&INS	Megainver, Quinquela Fondos	100%	Megainver, Quinquela Fondos	Megainver, Quinquela Fondos	Argentina	N/A
Agosto	AUTO	Sogeft Filtration Argentina	100%	Sogeft S.p.A.	SA Eagle Holdings	Estados Unidos	7
Julio	TECH	Fichap, Applier	100%	Fichap, Applier	Fichap, Applier	Argentina	N/A
Julio	HS	Sanatorio Alive	100%	Accionistas	Hospital Privado	Argentina	N/A
Julio	TELCO/MED	Bariloche TV	100%	Artear, GC Minor	Televisión Litoral, Margarita Scaglione	Argentina	1
Julio	BKG&INS	Los Grobo SGR	100%	Los Grobo	Cono Sur Investments, Potenciar SGR, Alfa Pyme SGR	Argentina	N/A
Julio	P&U	Millenium Lithium (Proyectos de litio)	100%	Accionistas	Ganfeng Lithium	China	280
Julio	TECH	Mavha	>30%	Accionistas	WillDom	Estados Unidos	N/A
Julio	TECH	Summa Solutions	>30%	Accionistas	Infracommerce	Brasil	9
Julio	TECH	Acamica	>30%	Accionistas	Digital House	Argentina	N/A
Julio	RE EST	SES	50%	TGLT	CIMA Investments	Argentina	2
Julio	TELCO/MED	Satellojic	>30%	Accionistas	CF Acquisition Corp. V	Estados Unidos	N/A
Julio	BUS SERV	G4S (Operaciones de rastreo satelital en Argentina)	100%	G4S	Secutec, Maxtracker	Argentina	N/A
Junio	O&G	Sinopec Argentina	100%	Sinopec	Compañía General de Combustibles	Argentina	N/A
Junio	BKG&INS	CMR Falabella Argentina	100%	Falabella	Banco Columbia	Argentina	N/A
Mayo	P&U	Salar del Hombre Muerto (Proyecto de litio)	100%	Argentina Prime Holdings	Alpha Lithium Corp.	Canadá	N/A
Mayo	P&U	Sal de la Puna (Proyecto de litio)	100%	Centaur Resources Ltd.	Arena Minerals Inc.	Canadá	14,5
Mayo	O&G	Coiron Amargo Sur Este (Oil Block)	100%	Sentaurus Energy, Madalena Energy Argentina	Pan American Energy	Argentina	50
Abril	Food & Beverages	Nobles del Sur	>30%	Accionistas	Diego Badaloni Giner (Inversor Privado)	Argentina	N/A
Abril	Industrial	Anadelia	>30%	Accionistas	Clara Capital LLC	Argentina	N/A
Abril	Agro	Insumos Agroquímicos	50,1%	Accionistas	Rasa Holding	Argentina	3
Abril	Fintech	Wilobank	>30%	Eduardo Eurnekian	Uala	Argentina	N/A
Abril	AgroTech	BoosterAgro	100%	Accionistas	Agrosmart	Brasil	N/A
Abril	Chemicals	Surplast	100%	Lyondell Basell	Alta Plástica	Argentina	N/A
Abril	Insurance	Asset Broker	>30%	Accionistas	Grupo Gaman	Argentina	N/A
Marzo	Machinery	Prats	100%	Accionistas	Metalfor	Argentina	N/A
Marzo	Retail	Miga Miga	100%	Accionistas	Ricardo Ostapchuk (Inversor Privado)	Argentina	N/A
Marzo	Laboratory	Planta Industrial	100%	Abbott	Cassará, Grupo Olmos	Argentina	N/A
Marzo	Winery	Patritti	100%	Accionistas	Grupo Peñaflo	Argentina	N/A
Marzo	IT Services	Auth0	100%	Accionistas	Oktá	Estados Unidos	6500
Febrero	CM	Carnes Pampeanas S.A.	100%	Cresud	Frigorífico Alberdi	Argentina	10
Febrero	CM	Ingredion (Operaciones en Argentina, Chile y Uruguay)	51%	Ingredion Incorporated	Arcor	Argentina	N/A
Enero	CM	Parque de la Costa S.A.	100%	Sociedad Comercial del Plata S.A.	Fenix Entertainment (Marcelo Figoli)	Argentina	12,5
Enero	HS	Instituto Cardiovascular de Buenos Aires	50%	Accionistas	Swiss Medical Group	Argentina	N/A
Enero	CM	Bodegas y Viñedos Luis Baldini	100%	Accionistas	Viña Concha y Toro	Chile	11
Enero	GEN IND	Cristalerías Rosario S.A.	100%	Owens - Illinois Inc. (OI)	Producers S.A.	Argentina	N/A
Enero	TECH	Wolox	100%	Accionistas	Accenture	Estados Unidos	N/A
Enero	TELCO/MED	Radio Continental	100%	Grupo Prisa	Grupo Santamartah (Carlos Rosales - Garbarino)	Argentina	N/A

Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado / Mergermarket.

Tabla 16 Listado de Transacciones²⁴ 2021

Mes	Sector	Target	%	Vendedor	Comprador	País Comprador	Deal value (USD MM)
Diciembre	TECH	El Dificil (Yacimiento petrolero)	>30%	Accionistas	MercadoLibre	Argentina	N/A
Diciembre	P&U	Redelcom	100%	JinkoSolar Holding Co.	Jinko Power Technology	China	15
Noviembre	TECH	Cordillera Sola I (Parque fotovoltaico)	>30%	Accionistas	Globant	Argentina	N/A
Noviembre	BKG&INS	Navint	>30%	Accionistas	Uala	Argentina	N/A
Octubre	CM	ABC Capital	40%	Accionistas	CVC Brazil Operadora e Agencia de Viagens	Brasil	N/A
Octubre	GEN IND	Ola Transatlántica	100%	Tenaris	Maruichi Steel Tube	Japón	15
Octubre	TECH	Geneva Structural Tubes	>30%	Accionistas	Digital House	Argentina	27
Septiembre	CM	RocketSeat	>30%	Accionistas	Turismocity	Argentina	N/A
Septiembre	AGR	Quanto Custa Viajar	>30%	Accionistas	Agrality	Argentina	N/A
Septiembre	GEN IND	Mendon Seed Growers	26%	Accionistas	Federico Zorraquin	Argentina	3
Agosto	TS	Garovaglio y Zorraquin	>30%	Accionistas	MercadoLibre	Argentina	N/A
Agosto	AUTO	Kangu	>30%	Accionistas	Public Investment Fund (PIF)	Arabia Saudita	N/A
Agosto	CM	Horacio Pagani S.p.A.	10-29%		Arabia Saudita	Italia	25
Agosto	P&U	Aleph Holding	100%		Argentina	Estados Unidos	N/A
Agosto	MM	Grupo Tinsa	100%		Argentina	Argentina	N/A
Agosto	CM	Salar de Antofalla (Proyecto de litio)	>50%		Canada	Argentina	N/A
Julio	TELCO/MED	WX Brands	100%		Argentina	Estados Unidos	N/A
Julio	BKG&INS	Vrio Corp	100%		Argentina	Argentina	3
Julio	MM	Tarjeta Shopping (Porfolio de clientes)	100%		Argentina	Argentina	N/A
Julio	TECH	San Francisco Project (activos minerales)	80%		Canada	Argentina	N/A
Julio	O&G	Walmeric	>30%		Argentina	España	N/A
Julio	O&G	Summum Energy	100%		Argentina	Colombia	N/A
Julio	HS	Axion Uruguay	50%		Paraguay, Uruguay, Argentina	Uruguay	N/A
Junio	TELCO/MED	MAS Veterinary Services	80%		Argentina	Arabia Saudita	6
Junio	TELCO/MED	El Cronista	80%	Francisco de Narváez (Inversor privado)	Daniel Vila, José Luis Manzano, Claudio Belocopit (Inversores privados)	Argentina	6
Junio	TELCO/MED	Telxius Torres (Operaciones en Latam)	100%	Telxius Torres	American Tower Corporation	Estados Unidos	1080
Mayo	GEN IND	Industrias Metalúrgicas Pescarmona S.A.	>30%	Accionistas	Estado argentino	Argentina	19
Mayo	RE EST	WeWork (Operaciones en Latam)	>30%	WeWork Companies LLC	SoftBank Group	Estados Unidos	N/A
Mayo	TECH	Habitant	100%	Accionistas	Globant	Argentina	N/A
Mayo	HS	Centro Estético Láser Alemán	>30%	Accionistas	MPM Corporeos	Brasil	N/A
Abril	CM	Avantrip.com SRL & Servicios de Viajes y Turismo Biblos S.A.	>30%	Biblos America LLC	CVC Brazil Operadora e Agencia de Viagens	Brasil	N/A
Marzo	AGR	Moolec Science	6%	Accionistas	Bioceres	Argentina	N/A
Marzo	TECH	Kona	100%	Accionistas	Techisys	Argentina	N/A
Marzo	O&G	Equipamiento de Fracking, Coiler tubing and wireline	100%	Baker Hughes Argentina	Tenaris	Argentina	N/A
Marzo	TECH	CloudShift Group	100%	Accionistas	Globant	Argentina	N/A
Febrero	CM	Humanos	80%	Accionistas	Bayton	Argentina	N/A
Febrero	GEN IND	Ferro Argentina	100%	Ferro Corporation	Esmalglass-Itaca	España	N/A
Febrero	O&G	La Yesera (Oil block)	19%	San Jorge Energy	Capex	Argentina	N/A
Febrero	CM	Alimentos Australes LLC	100%	Accionistas	N/A	Argentina	N/A
Enero	CM	Bicontinental Footwear (Planta productiva)	N/A	Perchet Argentina (Paqueta Calcados Ltda)	Bicontinental Footwear Technologies	Argentina	N/A
Enero	TECH	S1 Gateway	100%	Accionistas	Patagonia Capital Partners / Invenriat / Quadrant Management	Argentina	N/A
Enero	BKG&INS	Seguro Com Voce	100%	Accionistas	123 Seguro	Argentina	N/A
Enero	TECH	BitcoinTrade	N/A	Fundador	Ripio	Argentina	N/A

Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado / Mergermarket.

²⁴ Otras transacciones relevan operaciones que no cumplen con los criterios de selección definidos: (i) Compañía Target en Argentina o predominantemente en Argentina, (ii) nuevas adquisiciones, por lo que se excluyen incrementos de participaciones del accionista o de entidades del mismo grupo, (iii) se excluyen las transferencias de marcas, patentes o derechos en la medida que los mismos no impliquen la transferencia de activos complementarios (planta, empleados, etc.)

Bibliografía

Alberto., P. B. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Escuela de Administración de Negocios UAM Bogotá*, 87–100.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2015). *Principios de Finanzas Corporativas – Undécima Edición*. McGraw Hill Education.

Calle Fernández A. M. & Tamayo Bustamante V. M. (2009). Decisiones de inversión a través de opciones reales. *Science Direct Volume 25, Issue 111*, 107–126.

Chancafe Chafloc, R., De la Torre López, P., Salazar Urbina, D., & Salinas Pérez, M. (2017). *Breve análisis de la due diligencie para la fijación de precios en operaciones de M&A y la cláusula de earn outs*. Centro de Estudios de Fusiones & Adquisiciones de empresas (CEFAE) de la Facultad de Derecho de la Universidad de San Martín de Porres.

Chaplinsky, S., Schill, M. J., & Doherty, P. (2000). *Methods of Valuation for mergers and acquisitions*. Darden Business Publishing.

Copeland, K. & M. (1994). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley; 2nd edition.

Cuervo–Arango, C. (2010). *El futuro del capital privado y de las operaciones apalancadas en España*. *Revista Española de Capital de Riesgo*, (1): 3-16.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Willey & Sons.

Del Val de los Mozos, M. (2022). Universidad de Valladolid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Grade en ADE. “Flujos de Inversión Extranjera Directa”.

Dixit, A.K. y Pindyck, R.S. (1994). *Investment under uncertainty*. New Jersey, NJ: Princeton University Press.

Dureux, B. 2016. *Cómo valora el Capital Semilla o los Business Angels, una inversión en una Startup*. *Revista española de Capital Riesgo*, (2): 5-15.

Gómez, C.A. (2004). *Un caso de Estudio para Evaluar Alternativas de Inversión usando Opciones Reales*. Trabajo de Grado de la Maestría en Ingeniería no publicado, Universidad de Puerto Rico, Puerto

Introduction to Valuations. (2018). PricewaterhouseCoopers.

López Dumrauf, G. (2003). *Tendencias de Valuación*. UCEMA.

Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (1999). *Innovación Financiera: Aplicaciones para la Gestión Empresarial*. McGraw-Hill, Interamericana de España, Madrid.

Masgrau, E. G. (Ed.). (2005). Revista de Contabilidad y Dirección pp 71-91 - El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa (Vol. 2). Universitat Pompeu Fabra y Gironella Velasco Auditores.

Myers, S.C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *Journal of Financial Economic*, 5(2), 147– 175.

Penman, S. H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (3th Edition). New York: McGraw Hill.

Por la Crisis y la pandemia, las fusiones y adquisiciones de empresas registraron su valor más bajo en una década. (2021). Diario El Cronista. <https://www.cronista.com/apertura/empresas/Por-la-crisis-y-la-pandemia-las-fusiones-y-adquisiciones-registraron-su-valor-mas-bajo-en-una-decada-20210102-0002.html>

Pratt, S. P.; Reilly, R. F.; & Schweihs, R. T. (1998). *Valuing Small Businesses And Professional Practices*. New York: McGraw Hill.

Ramírez, R. R. &. (2017). *Valoración de Múltiplos: errores más comunes*. Semantic Scholar.

Recondo Porrúa, R. (2016). *Esquemas de iniciación al capital de riesgo*. Valencia: Tirant lo Blanch.

Rojo-Ramírez, A. A. (2009). *Importancia de la valoración de la empresa familiar: los problemas de liquidez*. Revista de Estudios Empresariales, 2º Época (2): 38-61.

Rojo-Ramírez, A. A. (2014). Privately held company valuation and cost of capital. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 9(1):1-22.

Rojo-Ramírez, A. A. 2014. *Valoración de empresas y la teoría del valor*. Revista AECA. (105): 5-9.

Rojo-Ramírez, A. A.; & Alonso Cañadas, J. (2010). *La valoración de la empresa familiar: aspectos clave a considerar*. Estrategia Financiera, (276): 32-39.

Rojo-Ramírez, A. A.; & García Pérez de Lema, D. (2005). *Valoración de Pymes*. AECA.

Rojo-Ramírez, A. A.; & García Pérez de Lema, D. (2006). *Valoración de empresas en España: un estudio empírico*. Spanish Journal of Finance and Accounting, 35 (32): 913- 934.

Rojo-Ramírez, A. A.; & Martínez-Romero, M. J. (2014). El valor del mercado (Fair market value): una teoría. *Revista Internacional Legis del Contador & Auditoría*, (59): 123-147.

Rojo-Ramírez, A. A.; Gálvez Rodríguez, M. del M.; & Alonso Cañadas, J. (2010). *La valoración por las sociedades de Capital Riesgo en la práctica*. Revista española de Capital Riesgo, Julio-Sept (3): 3-13.

Zozaya González, N.: & Rodríguez Guerra, J. (2007). *Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo*. Dirección General de Política de la PYME España