

Los múltiplos se consolidan en el doble dígito gracias al cierre de grandes megadeals



De izda. a dcha: Iñigo del Val, Socio de M&A de Allen & Overy, César Parra, Socio de RSM Spain y Javier Zoido, Managing Director de Valuation Advisory de Duff & Phelps

Los precios continúan al alza en las operaciones de M&A. Los múltiplos de valoración del momento se han consolidado en el doble dígito como consecuencia del cierre de grandes megadeals que han llegado a alcanzar los 15x ebitda. La calidad de los activos, la liquidez existente, el buen flujo de financiación disponible y los numerosos procesos competitivos impulsados por la competencia entre inversores nacionales y extranjeros han llevado a los compradores a desembolsar al menos un 1x ebitda más por compañía que hace unos años. Ante esta alegría inversora, el mercado empieza a evaluar los posibles riesgos de un sobreprecio en las operaciones corporativas.

La intensa actividad transaccional del mercado español, especialmente protagonizada por fondos de private equity nacionales e internacionales, sigue impulsado los precios de las operaciones corporativas. El crecimiento de la economía española continúa situando a nuestro país en el foco de los principales inversores internacionales lo que, unido al cada vez mayor número de fuentes de financiación disponibles y a la posición de liderazgo de muchas compañías nacionales en sus sectores, se ha traducido en un aumento del número de grandes megadeals y de los precios a los que se cierran. Lejos quedan ya los inversores oportunistas que compraban a precios por debajo de mercado, ahora el comprador de valor añadido y largo plazo es cada vez más competitivo y no tiene problemas en poner una oferta más elevada sobre la mesa

si el activo lo merece, a cambio de unas expectativas futuras más favorables. En cuanto a los compradores industriales, las estrategias centradas en la concentración para globalizar su negocio y lograr sinergias han sido los principales motivadores de ese aumento de la demanda y, por lo tanto, del aumento de los importes. En opinión de **Javier Zoido, Managing Director and Iberia Valuation Services Leader de Duff & Phelps**, "el ascenso de los precios se debe fundamentalmente a la facilidad de acceso al crédito y al aumento de la liquidez en el mercado debido a las políticas expansivas de los bancos centrales que llevan a un incremento del apalancamiento en operaciones y a una mayor competencia en la búsqueda de oportunidades de mayor calidad, haciendo que la mayoría de los deals se cierren bajo subasta y, consecuentemente, a

precios más altos. Esta competencia es particularmente fuerte en el upper market debido a la escasez de activos". Respecto a los activos disponibles, "las compañías españolas han atraído a inversores tanto financieros como estratégicos ayudadas por la recuperación de la confianza, tras cuatro ejercicios de crecimiento del PIB cercano al 3% y una mayor capacidad de crecimiento y diversificación", añade **Zoido**.

“ **Son las operaciones de venta de trophy assets con recorrido internacional, buena cartera de productos, mercados en crecimiento y perspectivas de crecimiento elevadas, las que reflejan los múltiplos más altos** ”

MÚLTIPLOS MÁS ELEVADOS

Sin duda, en el pasado reciente, las empresas españolas han hecho los deberes, han revisado sus estructuras de costes, optimizado y modernizado sus procesos productivos, reestructurado sus plantillas y buscado una apertura a nuevos mercados. En general, se han hecho más competitivas y, ahora mismo, son un target atractivo. Esta transformación ha encarecido sus precios, pero aún son interesantes si los comparamos con compañías similares de otros mercados europeos o norteamericanos, especialmente si atendemos a sus múltiplos de valoración. Para **César Parra, Socio de RSM Spain**, son las operaciones de venta de trophy assets con recorrido internacional, buena cartera de productos, mercados en crecimiento y perspectivas de crecimiento elevadas, las que reflejan los múltiplos más altos: "Varios trophy assets o empresas únicas que tienen una singularidad en su negocio, producto o mercado han participado en las últimas grandes adquisiciones y sus múltiplos reflejan esta característica. Muchos de estos activos tienen aún recorrido para su nuevo accionista y/o producen sinergias muy positivas que estarían detrás de estas valoraciones".

En cualquier caso y como suele ser habitual, los múltiplos están muy vinculados al sector, tamaño del deal y de la firma, de la internacionalización de su negocio y, sobre todo, de la capacidad de crecimiento futuro del proyecto. Si el activo es seguro y viable en un entorno macroeconómico estable, puede alcanzar múltiplos extraordinariamente altos y precios fuera de mercado, pero, por norma general, podemos ver operaciones cerradas a múltiplos de valoración de entre 10x y 12x ebitda, que incluso pueden llegar a los 15x ebitda, situándose en niveles comparables a los mejores años antes de la crisis. Entre los ejemplos más llamativos destaca la adquisición de **Laureate International Universities** en España y Portugal por parte de Permira. El fondo británico ganó

una de las pujas más competidas de 2018 al desembolsar €770M por la compañía, a un múltiplo de unas 14x ebitda. Además, **Iberdrola** traspasó Scottish Power Generation, su filial de generación tradicional en Reino Unido, a Drax Group, por £702M (unos €800M), a unas 15x ebitda, mientras que Carlyle tomó el control de **Codorníu** por €390M, en una propuesta que valoraba la catalana en 15x ebitda. Pero no son las únicas, otros ejemplos recientes de grandes deals de doble dígito son Redexis (18x ebitda), Vips o Cellnex. "Este viraje hacia múltiplos más elevados se está dando en sectores concretos como la tecnología, telecomunicaciones, consumo y retail, farmacéutico o ciertos mercados industriales. Además, se aprecian sobre todo en activos grandes y rentables (high quality assets). Por otro lado, sigue habiendo un descuento en los múltiplos pagados por el capital riesgo versus los mercados cotizados", apunta **Zoido**. Una opinión contrapuesta a la de **Parra**. Para el **Socio de RSM**, "los múltiplos entre industriales y private equities se han acercado en el momento actual de mercado por las necesidades de inversión de unos y la búsqueda del crecimiento de otros. Si bien, las sinergias se ven reflejadas en los planteamientos de los industriales, el private equity ha introducido su apuesta por la integración de otros negocios por medio de add-ons y la optimización y eficiencia en la estructura de estas empresas".

En general, en el mercado los múltiplos se han encarecido al menos 1x ebitda en los últimos deals y la tendencia se mantiene en el tiempo. Ante estas cifras, muchos son los players que plantean los riesgos de realizar adquisiciones a precios excesivamente altos que podrían empezar a estar fuera de mercado. "Estos precios altos, basados en la alta demanda por activos de calidad se ha mantenido, con carácter general, en el primer trimestre de 2019 con algunas operaciones ya anunciadas, pero es cierto que hay deals que no se han cerrado, lo que podría ser debido a que no se han alcanzado las expectativas de precio de los vendedores. Hay una sensación de que ya no todos los activos pueden aspirar a esos múltiplos de los que hablamos", señala **Iñigo del Val, Socio de M&A de Allen & Overy**.

¿SOBREPREGIO EN LOS DEALS?

Sin duda, esa percepción entre los potenciales compradores de que el riesgo va en aumento no pasa desapercibida y la diferencia de expectativas de precio con los vendedores puede suponer un freno a la actividad de M&A en determinados segmentos. En este punto, el mercado se plantea una gran duda: ¿estamos ante un mercado caro? Para el **Socio de Allen & Overy**, no es así: "los inversores están dispuestos a pagar precios altos o adecuados por buenos activos, pues no hay precio alto o bajo. El precio acordado es el precio de mercado. Lo que si observo es cierta cautela en la elección de compañías y su valoración, algo más quizás que el año pasado". La mejor muestra de ello es el importante número de operaciones que se están cerrando en las últimas semanas,

aunque algunas negociaciones siguen sin llegar a buen puerto por la excesiva petición de precio por parte de los vendedores. “Estamos empezando a ver procesos fallidos porque las expectativas de precio no han satisfecho a los vendedores. Como antes comentaba, hay una sensación de que no cualquier activo se vende a los precios que los vendedores tienen en la cabeza. Ahora bien, a mi modo de ver, siguen existiendo los ingredientes comentados antes (alta liquidez y deuda asequible) para que el apetito por activos de buena calidad sea alto, sobre todo por parte de los fondos de inversión en todas sus estrategias (capital privado, infraestructuras, etc.)”, apunta **Del Val**.

“ **A la hora de cerrar un deal, el principal reto es mantener el equilibrio entre, por un lado, no sobre pagar y, por otro, determinar el mayor precio que tienen los activos en un entorno prolongado de bajos tipos de interés y bajo crecimiento** ”

Nos encontramos ante un escenario en el que comprador y vendedor quieren tener certidumbre sobre la evolución a futuro de la transacción, de ahí que el precio sea uno de los factores más significativos a la hora de cerrar una operación con éxito. En los procesos bilaterales es más habitual que el inversor se resista a incrementar el precio por encima de sus expectativas iniciales. Como es lógico, los vendedores están aprovechando la ventana de oportunidad actual para generar tensión competitiva entre los potenciales candidatos y maximizar beneficios, y los compradores intentan ajustar el importe a la valoración real de los activos. Así, será el vendedor el que sea capaz de transmitir al inversor la solidez del plan de negocio y la viabilidad futura del proyecto. Algo distinto ocurre en los procesos competitivos. Cuando un activo de calidad sale al mercado, el apetito de los inversores es voraz, lo que redundará en precio y términos favorables para el lado vendedor. En estos casos, la probabilidad de encontrar comprador por parte de un vendedor es muy superior a la probabilidad de un inversor de encontrar un target adecuado. Como consecuencia, la estrecha oferta de compañías interesantes se ha traducido en un incremento de las subastas. Obviamente, no todas las compañías despiertan el interés necesario para desarrollar una subasta, ni todos los inversores están dispuestos a participar en ellas, precisamente por una cuestión de precio. El mercado considera que los múltiplos a los que se han cerrado los últimos procesos competitivos están justificados en base a la calidad de los targets, compañías líderes en su sector, de cierto tamaño, con flujos de caja potentes, predecibles y claras expectativas de crecimiento, pero muchos compradores miran con recelo este tipo de procesos. En palabras del **Socio de Allen & Overy**, “una

subasta puede dar al vendedor y sus accionistas o partícipes mayor certeza del precio real de mercado y añadir competencia para ponerlo en su banda alta. Es un hecho. Sin embargo, he sido testigo de operaciones bilaterales en las que el precio era tan atractivo y la capacidad de ejecución del comprador tan alta, que el vendedor no ha necesitado añadir competencia al proceso para asegurar o estar cómodo con el precio de la transacción. No existen reglas pero, según nuestros datos, en 2018 el 53% de las operaciones se hicieron vía subasta mientras que en el año 2014 esa cifra era del 35%”.

En general, a la hora de cerrar un deal, el principal reto es mantener el equilibrio entre, por un lado, no sobre pagar y, por otro, determinar el mayor precio que tienen los activos en un entorno prolongado de bajos tipos de interés y bajo crecimiento. “Si bien el hecho de que los múltiplos hayan ido aumentando no significa necesariamente que haya un sobreprecio, vemos que en determinados casos podría haber ciertos riesgos como el sobreendeudamiento por la parte compradora, el no cumplimiento del plan de sinergias y beneficios del plan estratégico de la compra o la destrucción de valor para el accionista, resultando en métricas ROIC por debajo del coste del capital de la compañía tras la adquisición”, enumera **Javier Zoido**. Por ello, para evitar riesgos innecesarios como el excesivo apalancamiento generado por la financiación de las propias transacciones en los ciclos de inversión, los expertos recuerdan la importancia de mantener una disciplina en el momento de compra. “Los riesgos podrían mitigarse con una estrategia clara para crear valor en el post-deal realizando una estimación del valor atribuible a las sinergias fruto de la transacción, que proporcione una mejor indicación de qué prima debería considerarse en el precio, fijando un límite máximo. En ocasiones, otra forma de mitigar riesgos sería incentivar al equipo directivo en base a indicadores de creación de valor en vez de otros como los ingresos, así como utilizar importes variables contingentes (earn-outs) en la estructura de precio”, expone **Zoido**. Además, el inversor debe ser consciente de que determinadas operaciones demandan múltiplos elevados y que hay que pagarlos para poder adquirir algunas compañías, pero corren el riesgo de que el activo no pueda generar la rentabilidad esperada en el momento de salida. Según **Parra**, “el sobreprecio o elevadas valoraciones podría empezar a ser un motivo de problemas de exit para determinados activos en el portfolio de private equities que no se han comportado bien en la época de bonanza económica”.

De cara a los próximos meses, el mercado prevé que los precios se mantengan, especialmente para los activos premium. “Los múltiplos en determinados sectores se encuentran ya bastante inflacionados. En la medida que la empresa española enfoque su business plan a ingresos procedentes de varias geografías, segmentos de alta demanda y áreas de negocio en los mercados internacionales -en el contexto actual de mercado-, las valoraciones podrían mantenerse”, expone **Parra**. Sin embargo, no podemos olvidar que la actividad de M&A es altamente dependiente de los ciclos económicos y se está produciendo una ralentización en la economía europea con revisiones del crecimiento del PIB a la baja. Por otro lado,

las perspectivas de que los tipos de interés de la Eurozona permanezcan en niveles bajos por un período más prolongado siguen favoreciendo la actividad de M&A. “Los niveles de competencia seguirán siendo elevados y probablemente sigamos viendo precios altos en los próximos meses. Aunque las previsiones económicas invitan a pensar que el inversor sea algo más prudente que en años anteriores. En el middle market hay menor competencia, por lo que no se espera que haya un crecimiento excesivo en los precios en los próximos años”, concluye **Zoido**.

“ **En la medida que la empresa española enfoque su business plan a ingresos procedentes de varias geografías, segmentos de alta demanda y áreas de negocio en los mercados internacionales -en el contexto actual de mercado-, las valoraciones podrían mantenerse** ”

LA CLAVE ESTÁ EN LA VALORACIÓN

En la mayor parte de los procesos, el importe es un aspecto que se suele acordar en fases anteriores a la realización de las diferentes due diligences y la firma final de contratos, pero siempre pueden sufrir ciertos ajustes durante la negociación de cierre. Para evitar riesgos innecesarios y la caída de operaciones por problemas en torno al precio, es vital la realización de una tasación exhaustiva de la compañía. Valorar un activo es extremadamente complicado, puesto que de este factor

dependerá la rentabilidad final de la inversión. “El proceso de valoración comienza con el análisis de las características del activo o compañía en cuestión y las circunstancias que rodean a la operación para determinar el método o los métodos a aplicar. El método de descuento de flujos de caja es el más adecuado en las valoraciones de empresas y se basa en la capacidad de generación de flujos de caja futuros”, comenta **Javier Zoido**. Debe realizarse un análisis profundo de la compañía, de su contabilidad, industria y geografía en la que opera, y de su entorno macroeconómico y financiero. Para determinar el valor de un activo o compañía utilizando el descuento de flujos de caja es fundamental la determinación de la tasa de descuento, la estimación de los flujos de caja asociados al plan de negocio proyectado para la compañía en el futuro, así como la determinación de un valor residual, que captura el valor de los flujos de caja más allá del período explícitamente proyectado. Por otro lado, existen metodologías complementarias. Es el caso del enfoque basado en los múltiplos de compañías comparables o de operaciones de M&A similares. Según el **Managing Director de Duff & Phelps**, “en esta metodología es fundamental la selección del espectro de comparables, aunque es importante destacar que normalmente ninguna compañía u operación es perfectamente comparable a la compañía objeto de valoración. Se debe prestar especial atención a las diferencias existentes en la contabilidad y el reporting financiero. El cálculo de métricas como el ebitda o la deuda neta puede diferir entre las compañías, por lo que es importante realizar ajustes de homogeneización”. Por último, existen otros métodos de valoración por balance como el valor contable, valor contable ajustado o el valor de liquidación, pero se trata de metodologías estáticas que no tienen en cuenta el valor de los rendimientos futuros ni las cargas generadas por los diferentes activos y pasivos, son métodos que pueden ser apropiados para valorar empresas con dificultades financieras y cuando existen dudas sobre la continuidad del negocio.

Iñigo del Val
Socio de M&A de Allen & Overy
inigo.del.val@allenoverly.com
Tel.: 91 782 98 32

César Parra
Socio de RSM Spain
cparra@rsm.es
Tel.: 91 457 02 39

Javier Zoido
Managing Director de Valuation
Advisory de Duff & Phelps
Tel.: 91 038 90 10