



# Webcast: Impacto del COVID-19 en el test de deterioro

30 de noviembre de 2020

# Agenda



# Javier Zoido

Managing Director, Líder de Valoraciones en Iberia



Duff & Phelps, S.L.U.

Madrid

+34 657 67 39 38

[javier.zoido@duffandphelps.com](mailto:javier.zoido@duffandphelps.com)

Javier Zoido es Managing Director y líder de la unidad de negocio de Valoraciones en Iberia y miembro del Comité Ejecutivo de Duff & Phelps en Europa, Oriente Medio y África (EMEA). También es miembro del comité europeo del International Valuation Standards Council (IVSC). Tiene 20 años de experiencia en valoraciones y corporate finance.

Javier ha ejecutado encargos para la valoración de empresas, activos financieros, participaciones de empresas y activos intangibles. El propósito de estas valoraciones ha sido asistir a los clientes en la planificación y elaboración de informes financieros y fiscales, asesoramiento en transacciones, planificación estratégica y asesoramiento judicial. Sus proyectos destacados incluyen PPA y valoración de activos para la elaboración de informes financieros bajo IFRS y US GAAP; test de deterioro del fondo de comercio y activos intangibles; valoración de activos con propósitos fiscales; valoración de carteras de private equity; y fairness opinions. Javier ha dirigido numerosas valoraciones para clientes en diversos sectores, como telecomunicaciones, energía, productos industriales, alimentos y bebidas, hospitalidad, juegos, gas y petróleo, entre otras.

Javier comenzó su carrera en una firma española de consultoría. Después de 6 años en el departamento de corporate finance de una de las Big Four, se incorporó a la oficina de Duff & Phelps en Londres en 2006. Ha ostentado los cargos de Vice Presidente y Director en Duff & Phelps antes de su promoción a Managing Director en 2013. Javier inauguró la primera oficina de Duff & Phelps en Iberia en 2014, que actualmente tiene más de 100 empleados.

Ha publicado artículos, entre los que se encuentran “El proceso de purchase price allocation, sus implicaciones para las empresas españolas: enfoque en los activos intangibles” *Análisis Financiero Internacional* – 1er trimestre de 2008 o “El test de deterioro en el contexto de la pandemia del COVID 19” *Técnica Contable*, Javier ha presentado en MSc Strategic Management HEC (París) “Strategic Valuation: from Business to Intangible Assets value”, varios años.

Javier obtuvo su máster en finanzas de la Escuela de Finanzas Aplicadas en Madrid, su grado en economía de la Universidad Complutense de Madrid y ha recibido cursos de posgrado en la Universidad de Harvard, así como la Especialización en Valoración de Negocios e Intangibles por RICS.

---

# Francisco Micheloto

Vice President, Valuation Advisory Services



Francisco es Vice President de la oficina de Madrid y miembro del equipo de Valoraciones. Tiene más de 10 años de experiencia trabajando en Brasil, Colombia y España. Ha trabajado en estrategia y finanzas corporativas en diferentes empresas, enfocándose principalmente en análisis de inversiones y valoración de proyectos y compañías. Ha desarrollado gran parte de su carrera en la industria de infraestructura y tiene experiencia relevante en project finance para proyectos de PPPs en Latinoamérica.

Su experiencia en valoraciones para diferentes propósitos incluye asesoramiento en transacciones, valoraciones fiscales, valoración de intangibles, Fairness Opinions, asignaciones del precio de compra (PPA), test de deterioro, elaboración y análisis de planes de negocio y modelización financiera.

Francisco es ingeniero mecánico por la Escola Politécnica da Universidade São Paulo y habla fluentemente portugués, español e inglés. Cuenta con un master en dirección financiera por el INSPER, São Paulo y un MBA por el IE Business School, Madrid.

Duff & Phelps, S.L.U.

+34 644 90 24 19

[francisco.micheloto@duffandphelps.com](mailto:francisco.micheloto@duffandphelps.com)

---

# 1. Acerca de D&P



# Duff & Phelps

Duff & Phelps es el principal proveedor global de soluciones de gobierno corporativo, riesgo y transparencia. Trabajamos con clientes de distintos sectores en las áreas de valoración, corporate finance, investigaciones, disputas, ciberseguridad, cumplimiento y regulación.

**~4,000**  
TOTAL PROFESIONALES A  
NIVEL GLOBAL

MÁS DE  
**19,000**  
PROYECTOS EN 2018

**13,500**  
CLIENTES, INCLUYENDO CERCA  
DEL  
**47%** DEL  
**S&P 500**

NORTEAMÉRICA  
**~2,000**  
PROFESIONALES

EUROPA Y ORIENTE MEDIO  
**1,100+**  
PROFESIONALES

ASIA  
PACÍFICO  
**700+**  
PROFESIONALES

# Duff & Phelps

EN 25 PAÍSES EN TODO EL MUNDO

## NORTEAMÉRICA

Addison	Grenada	Princeton
Atlanta	Houston	Reston
Austin	Los Angeles	St. Louis
Bogotá	Ciudad de México	San Francisco
Boston	Miami	São Paulo
Buenos Aires	Milwaukee	Seattle
Islas Caimán	Minneapolis	Secaucus
Chicago	Morristown	Silicon Valley
Dallas	Nashville	Stamford
Denver	Nueva York	Toronto
Detroit	Philadelphia	Washington, DC

## EUROPA Y ORIENTE MEDIO

Abu Dhabi	Dublín	Múnich
Agrate Brianza	Frankfurt	Padua
Amsterdam	Lisboa	París
Atenas	Londres	Pesaro
Barcelona	Longford	Oporto
Berlín	Luxemburgo	Roma
Bilbao	Madrid	Turín
Birmingham	Manchester	Varsovia
Islas del Canal	Milán	
Dubai	Moscú	

## ASIA PACÍFICO

Bangalore	Shanghai
Pekín	Shenzhen
Guangzhou	Singapur
Hanoi	Sydney
Ho Chi Minh	Taipei
Hong Kong	Tokio
Hyderabad	
Bombay	
Nueva Deli	

# Sobre Nosotros

## TRABAJAMOS PARA

**69%** de las compañías de Fortune 100

**91%** de las firmas de Am Law 100

**80%** de las 25 compañías más grandes del Euro STOXX

**72%** de las 25 firmas de private equity más grandes del PEI 300

**68%** de los 25 hedge funds más grandes de Alpha Hedge Fund 100

## NUESTROS RANKINGS

**#1** Proveedor de servicios de Fairness Opinion en EE.UU.<sup>1</sup>

**#1** Proveedor de servicios de Fairness Opinion Global.<sup>1</sup>

**#4** Asesor de M&A para el Middle Market durante los últimos 5 años.<sup>2</sup>

**#1** Proveedor de servicios de consultoría forense en Norteamérica.<sup>3</sup>

**#1** Proveedor de servicios de consultoría para IP Litigation en EE.UU.<sup>4</sup>

**La mayor firma independiente** de servicios de valoración del mundo.

## NUESTROS LOGROS

**Mejor** proveedor de servicios de Litigation Dispute Advisory.<sup>6</sup>

**Mejor** proveedor de servicios de investigación corporativa.<sup>6</sup>

**Mejor** equipo de consultoría de cumplimiento del año.<sup>7</sup>

**Mejor** consultora de riesgos globales e investigaciones.<sup>6</sup>

**Líder** en Digital Forensics, Arbitraje e Investigaciones.<sup>3</sup>

1. Fuente: Publicado en Thomson Reuters' "Mergers & Acquisitions Review - Full Year 2018."

2. Fuente: Thomson Financial Securities Data (U.S. deals \$50M < \$150M, including deals without a disclosed value). Desde 2014 hasta 2018.

3. Who's Who Legal 2018: Forensic and Litigation Consulting. 2018 IAM

4. HedgeWeek 2018

5. The National Law Journal 2018

6. <https://www.c5-online.com/women-compliance-awards-3/2017-winners/>

---

## 2. Introducción



# Evaluación de riesgos y su impacto en la valoración

## Efectos del COVID-19 en los mercados y consideraciones generales



### Consideraciones generales de los efectos del COVID-19 en los mercados y en la valoración de empresas



La pandemia del **COVID-19** ha causado una **agitación sin precedentes en la economía mundial y los mercados financieros**, cuyo alcance y duración siguen siendo desconocidos.



El virus ha contribuido a la **volatilidad de los mercados** causando disminuciones sustanciales en la capitalización de mercado de muchas compañías cotizadas a nivel global.



Las **proyecciones de los planes de negocio diseñados por las compañías pueden verse afectadas** por interrupciones en su cadena de suministro, un cambio en la demanda de sus productos o servicios, o la pérdida de clientes.



Si bien algunas industrias y empresas pueden ser más vulnerables que otras, tanto los efectos de una pandemia como las agresivas medidas de contención contra el COVID-19 implementadas por los gobiernos han afectado al comportamiento social y económico mundial, aumentando la **incertidumbre general y el riesgo de la supervivencia de los negocios**.

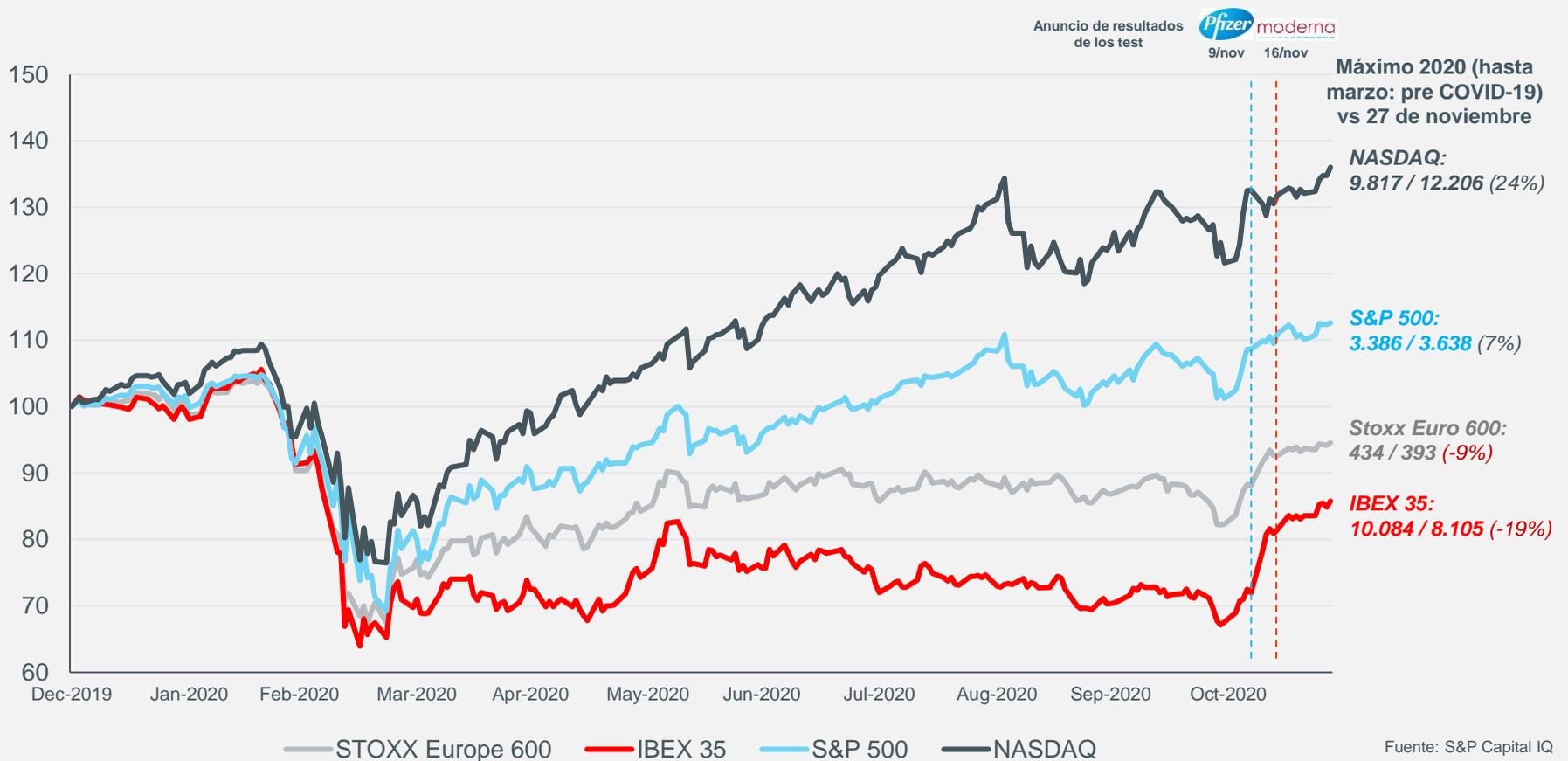


En conjunto, estos factores pueden dar lugar a un **impacto negativo en las perspectivas económicas y la valoración de las empresas y activos**.

# COVID-19: Valoración en tiempos de incertidumbre

## Situación Actual de los Mercados

- El impacto de la pandemia global del COVID-19 y la presión vendedora en las bolsas y mercados de valores han provocado caídas generalizadas en las bolsas de todo el mundo.
- Las recién anunciadas vacunas de Pfizer, Moderna y AstraZeneca/Oxford en Fase III han reanimado los mercados, pero muchos cuestionamientos persisten.
- El IBEX ha sido uno de los índices más penalizados de Europa, aunque haya ganado fuerza en las últimas semanas.



# COVID-19: Valoración en tiempos de incertidumbre

## Grave deterioro del marco económico

- A pesar de que aún no se conoce la magnitud final de los impactos que pueda tener finalmente la pandemia, parece evidente que la caída en el PIB mundial no tiene precedentes.
- El Banco de España prevé una bajada del PIB español entre 10,5% y 12,6% en el 2020 y que el PIB no volverá a niveles pre COVID-19 antes de 2023<sup>(1)</sup>.
- Los resultados y anuncios publicados del tercer trimestre por las compañías del IBEX 35 evidencian el duro efecto de la caída en la actividad económica.

IBEX 35 (EUR mil) <sup>(2)</sup>	3T2019	3T2020	var.	var. (%)
Ingreso total acumulado	368.579	287.520	(81.059)	(22%)
Beneficio total acumulado	25.826	(12.212)	(38.038)	(147%)
Deterioros reconocidos*	(2.314)	(14.326)	(12.011)	(519%)

\* Fondo de comercio y otros activos

- La segunda ola ha generado nuevas medidas de confinamiento en Europa. Aunque el avance reciente en el desarrollo de vacunas nos permite ser optimistas, todavía no se sabe cuándo un tratamiento estará disponible de forma masiva.

## ...mayor incertidumbre

1. El mercado refleja mayor volatilidad
2. De cara a establecer proyecciones financieras, surge la necesidad de incorporar la incertidumbre actual en el análisis

## ...menor liquidez

1. Muchas compañías fuertemente afectadas por el COVID-19 han visto una reducción de todos sus flujos
2. Mayores dificultades para la refinanciación de la deuda y emisiones de capital y disposición de líneas de crédito
3. Por otro lado, los Bancos Centrales y Gobiernos han tomado medidas extraordinarias para reducir la presión bajista e inyectar liquidez.

## ...revisión de los Planes de Negocio

1. Ingresos: menor demanda por parte de los clientes, mayor porcentaje de impagos, etc.
2. Cadena de suministro: Disponibilidad de materiales, salud financiera de proveedores.
3. Operaciones: Menor productividad y disponibilidad de los empleados, cese de actividad por la cuarentena.

(1) Banco de España: Proyecciones Macroeconómicas de España 2020-2022 (16 de septiembre de 2020)

(2) S&P Capital IQ



**En agregado, estos factores pueden resultar en un impacto negativo en la perspectiva y valoración de empresas y negocios, y la recuperabilidad del fondo de comercio y otros activos**

---

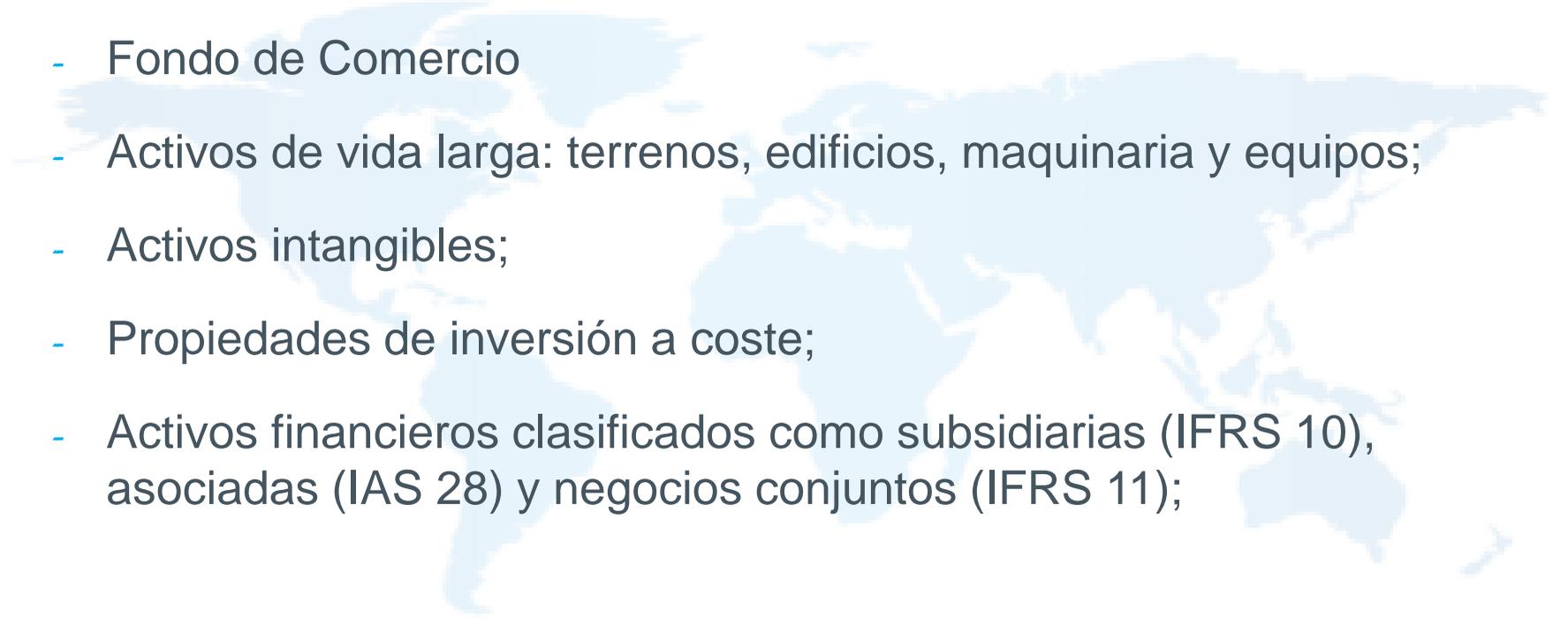
### 3. COVID-19 y el test de deterioro



---

# Visión general de la IAS 36

## Alcance de la norma

- Activos incluidos:
    - Fondo de Comercio
    - Activos de vida larga: terrenos, edificios, maquinaria y equipos;
    - Activos intangibles;
    - Propiedades de inversión a coste;
    - Activos financieros clasificados como subsidiarias (IFRS 10), asociadas (IAS 28) y negocios conjuntos (IFRS 11);
- 

# Visión general de la IAS 36

## Cuándo testar

Fondo de comercio  
Intangibles de vida  
indefinida y no listos para  
uso – Anualmente o  
cuando exista indicio de  
deterioro

Otros activos – cuando  
exista indicio de deterioro



# Visión general de la IAS 36

Indicios de deterioro: posible indicios que podrían estar relacionados al COVID-19

Ejemplo de indicios en el escenario actual	Relacionado con COVID-19
Condiciones macroeconómicas	Sí
Consideraciones de industria y mercado	Posiblemente
Factores de costes	Posiblemente
Empeoramiento del desempeño financiero	Posiblemente
Otros eventos relevantes específicos de la entidad o UGE	Posiblemente
Una caída en el precio de las acciones	Posiblemente

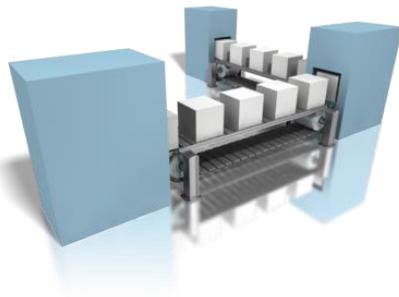
**Desde D&P poseemos las herramientas y capacidades necesarias para ayudar a nuestros clientes en la valoración de sus activos, UGE o Fondo de comercio y cumplir con las necesidades de reporting financiero derivadas de la aplicación de la normativa contable.**

# Visión general de la IAS 36

## Nivel del test



Activo individual, si flujos de caja específicos pueden ser identificados



Si no es el caso, en el nivel de la **U**nidad **G**eneradora de **E**fectivo: el grupo identificable de activos más pequeño que genera flujos de **entrada** de efectivo.

# Visión general de la IAS 36

## Importe recuperable

**Importe recuperable** es el mayor entre...

### Valor en uso

- Considera los activos en su condición actual
- Enfoque de ingresos: valor presente de los flujos de caja esperados del activo/UGE
- Incluye aspectos específicos de la entidad, pero no se consideran futuras expansiones y reestructuraciones
- Refleja la perspectiva interna de la compañía (siempre con el soporte adecuado)
- En teoría, flujos y tasa de descuento antes de impuestos



### Valor razonable menos costes de disposición

- Valor razonable (IFRS 13) menos costes de disposición
- Enfoque de ingresos y de mercado son aceptables
- Refleja la perspectiva externa del mercado
- Visión de un participante de mercado, no incluye aspectos específicos de la entidad
- Flujos y tasas de descuento después de impuestos

# Conocido y no conocido a fecha actual



## Conocido o que se podía conocer

- Bajada significativa de precios en los mercados de acciones en marzo/abril, pero en recuperación
- Precios de energía, principalmente del petróleo, aún afectados
- Ciertas industrias castigadas por las respuestas a la pandemia
- Muchas empresas afrontando problemas de liquidez, impactando su disponibilidad de caja
- Incertidumbre y riesgo más altos y, por tanto, tasas de retorno requeridas probablemente más altas
- Bancos centrales y gobiernos implementando estímulos monetarios y fiscales
- Recesión económica en la Eurozona
- Vacunas en fase final de test con resultados prometedores



## No conocido

- El horizonte sobre la disponibilidad de forma masiva de tratamientos efectivos y/o vacunas para el COVID-19
- Efectos y duración de las medidas contra la segunda ola
- Las perspectivas sobre las restricciones asociadas a viajes y desplazamientos
- Cuándo se podrá controlar de manera efectiva la difusión del virus
- Cuando y cuánto van a subir o bajar en valor los mercados
- El impacto total de las iniciativas monetarias y fiscales de los bancos centrales y gobiernos
- La duración, profundidad e impactos de una recesión económica prolongada
- Como y cuando se dará la recuperación económica

# Impacto del COVID-19 en las estimaciones de valor

## Riesgos de valoración y consideraciones a tener en cuenta



Enfoque de ingresos: las proyecciones deben actualizarse para reflejar la situación actual



Tasa de descuento: mayor percepción del riesgo



Enfoque de mercado: como considerar los precios de mercado en las condiciones actuales

---

## 4. Enfoque de ingresos



# Efectos en el Enfoque de Ingresos

## Enfoque basado en múltiples escenarios vs. un único escenario que representa el valor esperado



### Enfoque Tradicional (único escenario)

Indicación de valor: escenario único basado en un conjunto neutral e imparcial de información financiera prospectiva (IFP)

La IFP en sí no se pondera, más bien se obtiene una previsión de ingresos esperada y los gastos e inversiones están correlacionados con los ingresos.

### Enfoque de Flujo de Efectivo Esperado (más de un escenario)

Escenario **A**  
Indicación del valor

X

Probabilidad de  
escenario **A**

Escenario **B**  
Indicación del valor

X

Probabilidad de  
escenario **B**

Escenario **C**  
Indicación del valor

X

Probabilidad de  
escenario **C**

Valor  
esperado

Medir los impactos económicos en el entorno de mercado del COVID-19 es un reto y se realiza mejor mediante el desarrollo de escenarios discretos de resultados potenciales.

### Mejores prácticas:

*En el entorno actual, creemos que es más apropiado considerar un enfoque basado en escenarios (segunda alternativa) en vez de hacer un solo ajuste en la tasa de descuento, ya que dicho ajuste (alpha) tiende a ser extremadamente subjetivo (aunque, en caso de usarlo, se debería buscar soportes cuantitativos).*

# Evaluación de escenarios



1



## Definir la base de los escenarios

- Definir con base a qué factores se van a construir los distintos escenarios
- Pueden variar para cada industria y compañía
- Debería enfocarse en los más críticos

2



## Definir el número de escenarios

- Determinar el número de escenarios a considerar.
- Dependerá de cuántos escenarios se puedan estimar de forma razonable y cómo de diferentes sean entre ellos.

3



## Estimar los flujos de caja

- Estimar los flujos de caja en cada escenario, variando los factores seleccionados.

4



## Calcular el valor esperado

- Asignar las probabilidades a cada escenario
- Para factores macroeconómicos (PIB, tipos de cambio, tasas de interés, etc.), se puede basarse en fuentes externas de información.
- Para variables específicas del negocio, el análisis estará más basado en la experiencia y conocimiento de la compañía.
- Determinar el valor presente esperado ponderado por probabilidad.

Fuente: Aswath Damodaran, “*Probabilistic Approaches: Scenario Analysis, Decision Trees and Simulations*”



Al evaluar los posibles escenarios afectados por el COVID-19, la compañía debería estimar los impactos y probabilidades con base en factores tanto macroeconómicos como también específicos al activo sujeto a la valoración como, por ejemplo

- 1 Demanda, precios y diversificación
- 2 Diversificación y rupturas en la cadena de suministros
- 3 La industria y región de actuación de la compañía, así como la duración esperada de la pandemia
- 4 Actividad de los competidores
- 5 Medidas de los gobiernos y bancos centrales
- 6 Rupturas en la fuerza laboral
- 7 Empeoramiento de los ratings crediticios y no cumplimiento con covenants
- 8 Estimaciones de los gobiernos y otras autoridades sobre la duración de la crisis
- 9 Proyecciones de crecimiento del PIB
- 10 Tasas de interés y fluctuaciones de tipo de cambio
- 11 Otros impactos

Las estimaciones de flujo de caja debería considerar los impactos esperados a corto, medio y largo plazo.

# Efectos en la tasa de descuento

## Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) – tasa “spot” o normalizada?



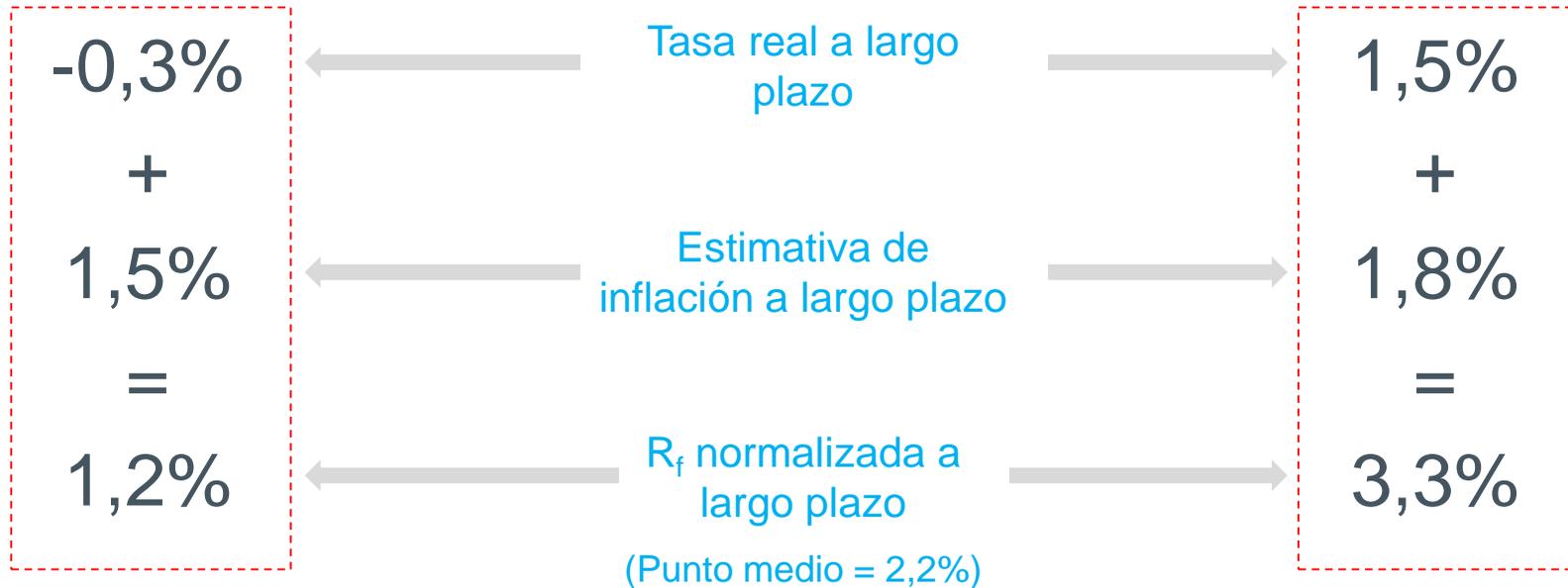
- Bonos de países considerados soberanos han alcanzado mínimos históricos durante 2020
- En periodos donde la tasa libre de riesgo parece estar artificialmente baja debido a intervenciones monetarias, preferimos utilizar una tasa de riesgo normalizada (media histórica o “buildup”)



Fuente: Bloomberg

# Efectos en la tasa de descuento

Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) – recomendación D&P (EUR)

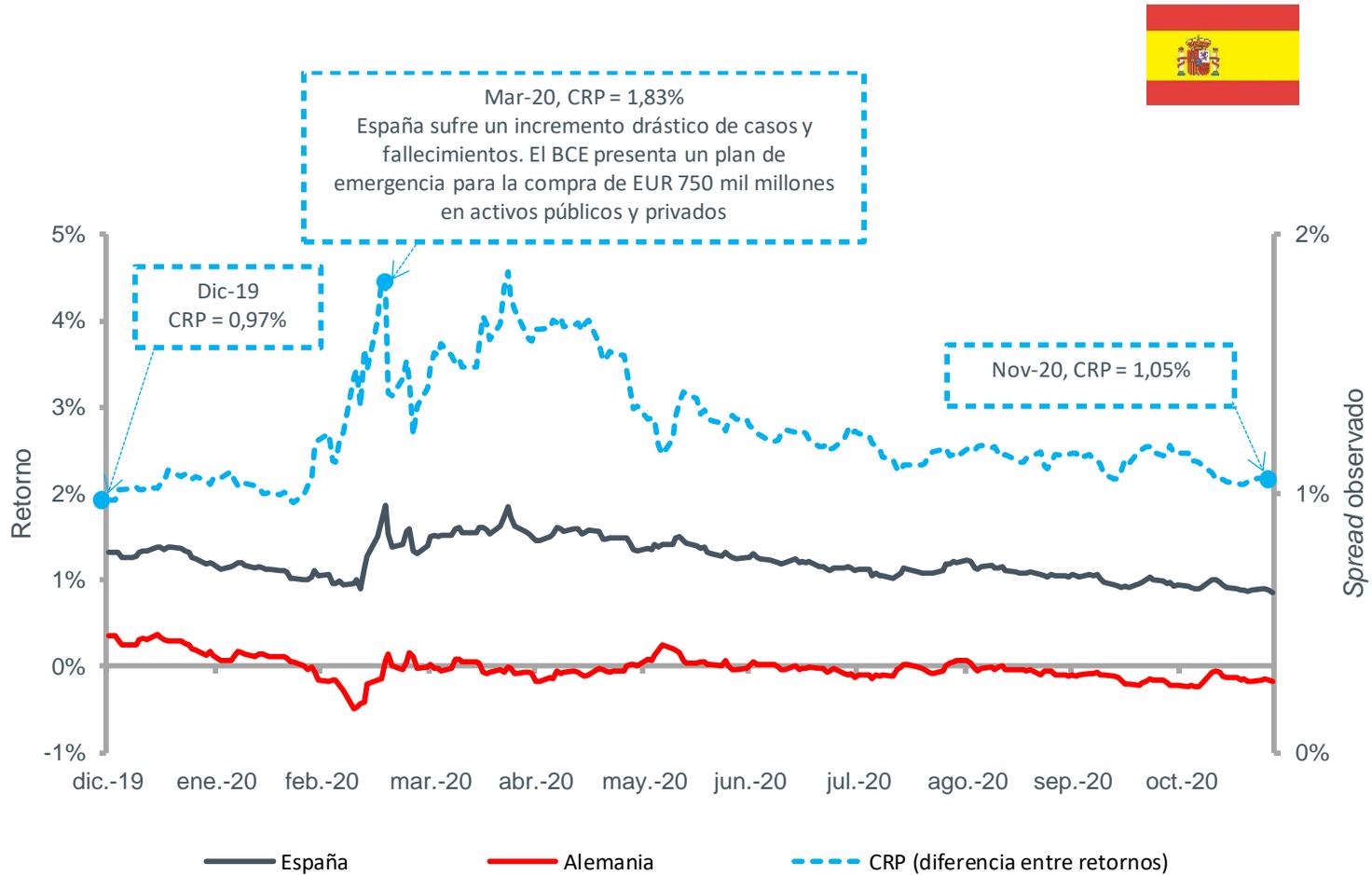


⇒ Media móvil (10 años) del título alemán a 15 años = 1,5%

$R_f$  normalizada (EUR): 2,0%

# Efectos en la tasa de descuento

## Riesgo país (CRP)



Fuente: Bloomberg

# Efectos en la tasa de descuento

## Prima de riesgo de mercado (ERP)



Factor <sup>(1)</sup>	Variación	Efecto en la prima de riesgo
Mercados bursátiles	↓	↑
Volatilidad implícita de los mercados	↑	↑
Spreads de deuda corporativa	↑	↑
Incertidumbre sobre políticas económicas ( <i>Economic Policy Uncertainty Index</i> )	↑	↑
Crecimiento y previsiones para el crecimiento del PIB	↓	↑
Entorno laboral (desempleo)	↓	↑
Confianza / sensibilidad del consumidor	↓	↑
Confianza empresarial	↓	↑
Calificación crediticia soberana	↔	↔
Modelo <i>Default Spread</i>	↑	↑
Modelo implícito de prima de riesgo de mercado de Damodaran	↑	↑

Recomendación actual ERP: 5,5% - 6,0%

# Efectos en la tasa de descuento

## Otros aspectos a tener en cuenta



Input	Consideraciones
Beta	<ul style="list-style-type: none"><li>• Efectos de la estructura de capital y el cálculo de betas (des)apalancadas</li><li>• Hamada puede no aplicar, se pueden considerar distintos métodos (e.g. Harris-Pringle, Miles-Ezzel)</li></ul>
Coste de la deuda	<ul style="list-style-type: none"><li>• Se esperaría que el coste de la deuda haya subido para ciertas empresas e industrias, como reflejo de la expectativa de aumento en las tasas de <i>default</i>.</li></ul>
Estructura de capital	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dependiendo del caso, se pueden considerar medias históricas de estructura de capital en lugar de una a una fecha determinada</li><li>• Es común utilizar valor en libros para el valor de la deuda. En el actual contexto, puede no ser una aproximación de valor razonable válida</li></ul>

---

## 5. Enfoque de mercado



# Efectos en el Enfoque de Mercado

## Los precios de mercado en el contexto actual



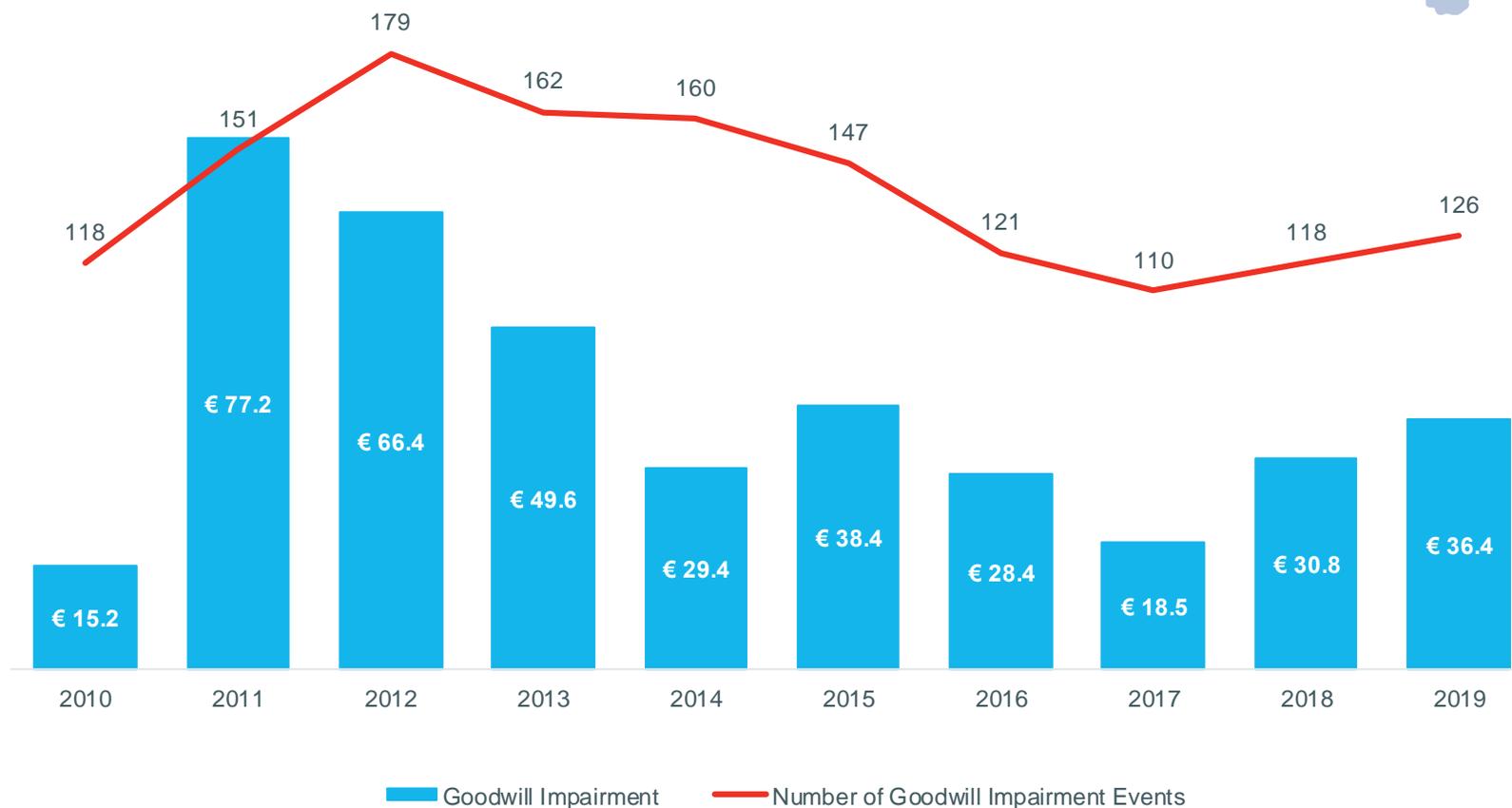
- Cuando el importe en libros de los activos netos está por encima de su capitalización bursátil, puede existir un indicio de deterioro.
- Precios de mercado pueden no ser representativos de valor razonable en un mercado inactivo o en una transacción forzada.
- **Las condiciones actuales son volátiles, pero las transacciones son ordenadas en un mercado activo.**
  - Precios de transacciones ordenadas no pueden ser ignoradas y se debería tener en cuenta los valores de mercado
- Las reacciones observadas en el mercado debido al COVID-19 pueden ser reflejo de la consideración desproporcional de escenarios bajistas.
- Reconciliar y entender las diferencias entre la capitalización de mercado y el importe recuperable calculado para la suma de las UGEs puede ser un ejercicio importante, principalmente bajo la premisa de valor razonable menos coste de disposición.
- También bajo la premisa de valor en uso, entender y explicar estas diferencias puede ser una herramienta útil.

---

## 6. Deterioros de fondo de comercio en Europa



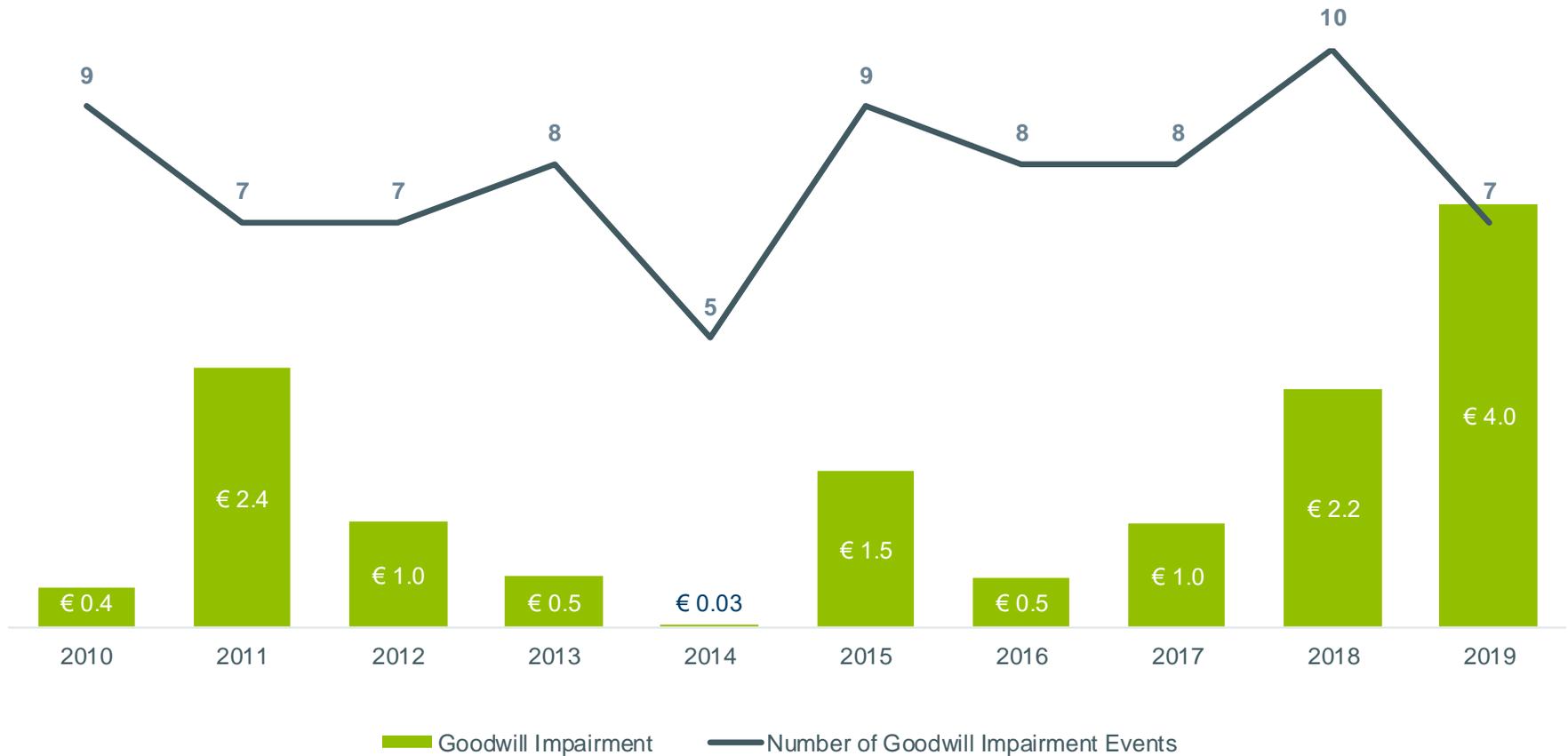
# Deterioro agregado de fondo de comercio y número de eventos STOXX Europe 600 (mil millones de Euros)



Estudios D&P sobre deterioro de fondo de comercio en EEUU, Europa y Canadá: [www.duffandphelps.com/GWISTudies](http://www.duffandphelps.com/GWISTudies)

# Deterioro agregado de fondo de comercio y número de eventos

Compañías españolas en el STOXX Europe 600 (mil millones de Euros)



Estudios D&P sobre deterioro de fondo de comercio en EEUU, Europa y Canadá: [www.duffandphelps.com/GWISTudies](http://www.duffandphelps.com/GWISTudies)

---

## 7. Resumen y Q&A



# Resumen

## Principales mensajes

- En el actual contexto, el test de deterioro no se ha vuelto más complejo, pero exige análisis adicionales y más robustez
- Es probable que existan indicios de deterioro para numerosas empresas, aunque el impacto del COVID-19 no es igual para todas las industrias
- Un análisis por escenarios posiblemente proporciona un análisis más completo que uno con un único escenario
- En tiempos de crisis y volatilidad, lo más probable es que la tasa de descuento haya subido en relación a períodos anteriores
- Debido a la alta volatilidad de los mercados en los últimos meses, la situación actual demanda ciertos cuidados en la aplicación del enfoque de mercado en la valoración de activos
- Igual que se observó tras la crisis de 2011/2012, es probable que observemos un incremento en los deterioros como resultado de la pandemia

---

# Preguntas y respuestas



Javier Zoido; +34 910 38 9010; [Javier.Zoido@duffandphelps.com](mailto:Javier.Zoido@duffandphelps.com)

Francisco Micheloto; +34 910 38 9010; [Francisco.Micheloto@duffandphelps.com](mailto:Francisco.Micheloto@duffandphelps.com)