

Los múltiplos crecen hasta el doble dígito, impulsados por la vuelta de las subastas y el exceso de liquidez

En los últimos meses, el cierre de grandes operaciones ha derivado en un importante aumento de precios en el mercado de M&A. La liquidez existente, el abundante flujo de financiación disponible y la vuelta de los procesos competitivos impulsados por el interés de los inversores internacionales por España han elevado hasta el doble dígito los múltiplos de valoración. Los precios de saldo habituales durante la recesión se han transformado en múltiplos de hasta 15x ebitda. En general, los compradores desembolsan entre un 1x y 1,5x ebitda más por compañía que hace cuatro años, pero con mucho menos riesgo. Las empresas españolas tienen ahora balances saneados y sólidos planes de negocio que compensan una mayor inversión.



Igor Gorostiaga
Socio Responsable de
Corporate Finance de
Norgestión



Iñigo del Val
Socio de M&A de Allen
& Overy



Ramón Galcerán
Socio Director de Finan-
cial Advisory de Grant
Thornton en España



Raúl J. Julián
Socio Director de Mon-
talbán Atlas Capital

La importante actividad inversora de los últimos meses ha tenido un fiel reflejo en los precios de adquisición de los activos. Las compañías españolas han salido de la crisis con balances saneados y los inversores oportunistas que compraban a precios de saldo han dejado paso a compradores de valor añadido. La consolidación del crecimiento económico ha puesto a España en el foco de los principales inversores internacionales lo que, unido al elevado volumen de liquidez bancaria y la mayor capacidad de apalancamiento, se ha traducido en un aumento del número de grandes operaciones y de los precios a los que se están cerrando. En opinión de **Iñigo del Val, Socio de M&A de Allen & Overy**, "la alta liquidez y el bajo coste de la deuda junto con la confianza de los mercados han sido denominadores comunes en la evolución al alza de los precios. En cuanto a los compradores industriales, las estrategias centradas en la consolidación para globalizar su negocio o ampliarlo y lograr sinergias han sido los principales motivadores de ese aumento de la demanda y, por lo tanto, del aumento de los importes". Por otro lado, "las buenas perspectivas económicas, tales como la reducción del desempleo, la mejora del consumo, los bajos tipos de interés, han favorecido que exista un clima propicio para que los inversores estén dispuestos a pagar un precio superior a cambio de unas expectativas futuras más favorables", señala **Ramón Galcerán, Socio Director de Financial Advisory de Grant Thornton en España**.

En los últimos años, las empresas españolas han hecho los deberes, han revisado sus estructuras de costes, optimizado

y modernizado sus procesos productivos, reestructurado sus plantillas y buscado el crecimiento mediante su 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 todavía son muy interesantes si los comparamos con compañías similares de otros mercados europeos o norteamericanos, especialmente si atendemos a sus múltiplos de valoración. "A nivel global, y teniendo en cuenta las grandes operaciones, hemos observado durante lo que va de año una media de 14,9x ebitda, pero este dato no es extrapolable al mercado nacional caracterizado por operaciones de menor tamaño", indica **Del Val**. Como siempre, los múltiplos son muy dependientes del sector, del 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 desorbitados, pero, por norma general, podemos ver operaciones cerradas a múltiplos de valoración de entre 8x y 12x ebitda, un nivel bastante alto, pero por debajo de los 15x ebitda vistos en 2007, cuando Carlyle y sus socios compraron Applus+ por €1.480M. Generalizando, el mercado cifra en entre 1x y 1,5x ebitda el aumento de los múltiplos con respecto a hace tres o cuatro años. Por sectores, el encarecimiento se aprecia más en todos aquellos que cuentan con barreras de entrada, potencial de crecimiento y márgenes sostenibles. Estos tres factores permiten a los inversores y financiadores tener más

visibilidad de los cash flows de los targets, lo que se traduce en múltiplos más altos. “En particular, mercados como IT e infraestructuras, con un inversor más de yield, consiguen múltiplos superiores”, comenta **Raúl J. Julián**, **Socio Director de Montalbán Atlas Capital**.

“ **Los inversores cuentan con una gran liquidez y pocos targets en los que invertir lo que impulsa los precios de los activos** ”

LA ESCASA OFERTA DE ACTIVOS DERIVA EN NUEVOS PROCESOS COMPETITIVOS

Las buenas valoraciones de los activos y el exceso de liquidez sin precedentes nos han conducido a un excelente momento de mercado para el cierre de operaciones corporativas. Siempre y cuando los activos sean de calidad, el apetito de los inversores es voraz, lo que redundará en precio y términos favorables para el lado vendedor. Para **Igor Gorostiaga**, **Socio Responsable de Corporate Finance de Norgestión**, “estamos en un sellers market, pero esto no quiere decir que los vendedores son ganadores, sino que la probabilidad de encontrar comprador por parte de un vendedor es muy superior a la probabilidad de un inversor de encontrar un target adecuado”. Lo cierto es que, en general, las ventas están dando retornos muy interesantes al private equity, tanto desde el punto de vista de rango de valoración, como de la TIR. Los fondos de middle market nacional que han sido capaces de entender cuáles eran los sectores y empresas que podrían aguantar la crisis, compraron a precios bajos y han aprovechado ahora la subida de las valoraciones para materializar su salida a industriales o inversores internacionales en el mejor momento, pero los activos de calidad en un mercado como el español son finitos. “Hay un exceso de demanda debido a que el número de potenciales compradores ha crecido más que el número de empresas potencialmente atractivas para la compra, generando así una sobredemanda que presiona al alza el precio de los activos a la venta”, afirma el **Socio de Montalbán**. Como consecuencia, la estrecha oferta de compañías interesantes se ha traducido en una vuelta de los procesos altamente competitivos y las reñidas subastas. Lo hemos visto en algunas operaciones recientes como Pronovias, adquirida por BC Partners por €550M, en una de las grandes subastas del año. En la puja por el fabricante de trajes de novia compitieron una docena de fondos, entre los que estaban Carlyle, PAI Partners, Advent, CVC, L Catterton, Bain Capital y Permira. También en Iberchem, una subasta cerrada a velocidad de

crucero, en la que la murciana ha sido adquirida por el private equity galo Eurazeo por €405M, a un múltiplo de unas 14x ebitda y en la que han competido más de 20 candidatos.

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 el incremento de pujas competidas después de las experiencias del pasado. “Cuando existe más de un interesado en la adquisición de un negocio, es normal que el precio tienda a subir. Forma parte del proceso natural de la oferta y la demanda. No obstante, los inversores pueden pagar un múltiplo superior si realmente confían en el plan de negocio de la compañía y el retorno esperado es suficiente para su perfil inversor, pero en ningún caso están dispuestos a sobrepasar esos límites que les supondrían aumentar su riesgo y perjudicar su rentabilidad. De hecho, muchos no quieren entrar en procesos competitivos precisamente por ese posible mayor sobreprecio que puede generarse”, opina **Ramón Galcerán**.

“ **En 2017, se han cerrado importantes subastas como las de Iberchem (Eurazeo), Pronovias (BC Partners) o Mémora (Ontario Teachers) a múltiplos de doble dígito** ”

Por el contrario, 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. Sólo en estos casos, el comprador está dispuesto a pagar un importe más alto, ya sea a través de esquemas más altos ligados a consecución de objetivos futuros o a la rentabilidad obtenida en la desinversión. Por norma general, los private equities ofrecerán precios inferiores a los que pueden poner en encima de la mesa los compradores industriales, pues los últimos tienen claramente más posibilidades de aflorar sinergias en la combinación con sus negocios existentes y gozan de un mayor horizonte temporal para la recuperación de la inversión. Sin embargo, hemos visto muchos procesos en los que los fondos de capital riesgo han superado en precio a los corporates. Para **Gorostiaga**, “los

private equities están haciendo mayores esfuerzos en compañías plataforma pero luego se aplican múltiplos industriales en las posteriores adquisiciones". La estructura de los deals y, sobre todo, la percepción de riesgo sobre el grado de cumplimiento de las proyecciones financieras, marcan muchas veces la diferencia en la fijación final del precio. En este entorno de múltiplos ascendentes, el principal reto de los fondos es identificar las mejores oportunidades de inversión que permitan obtener retornos del 20% en cinco o siete años.

EL PUNTO DE EQUILIBRIO

En este punto, el mercado se plantea una gran duda: ¿estamos en un mercado caro? Para el **Socio de Montalbán**, no es así: "En este momento, se están alcanzando valoraciones buenas para todas las partes". La mejor muestra de ello es el importante número de operaciones que se están cerrando en los últimos meses, aunque algunas negociaciones siguen sin llegar a buen puerto por la excesiva petición de precio por parte de los vendedores. "Está habiendo operaciones y eso significa que hay acuerdo en el precio, pero tengo la impresión de que las expectativas de determinados vendedores en algunos sectores son muy altas por lo que están viendo en el mercado en deals muy concretos que quizá no sean extrapolables a su negocio o activo", señala **Del Val**. Salvo estas excepciones, las reglas del partido han cambiado. Nos encontramos ante un escenario en el que comprador y vendedor quieren tener certidumbre sobre la evolución a futuro de la transacción, por lo que el importe final es uno de los principales puntos que se discuten, pero no el único. Según **Galcerán**, "en todos los casos, el precio es uno de los factores más significativos a la hora de cerrar una operación con éxito, pero existen otros puntos determinantes como la vinculación del equipo directivo, el pacto de socios en caso de operaciones con minoritarios, la especialización sectorial del inversor, el sentido estratégico de la adquisición, las alternativas que presenta para realizar un add ons o las posibilidades de desinversión futura". 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. La dificultad está en responder cuánto va a durar este nuevo paradigma y qué margen de seguridad deben establecer para afrontar el momento de cambio. Por ello, para evitar riesgos innecesarios en los ciclos de inversión, los expertos recuerdan la importancia de mantener una disciplina en el momento de compra. 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.

De cara a los próximos meses, el mercado prevé que los precios sigan subiendo, especialmente para los activos

premium. "Ante las buenas perspectivas de crecimiento futuro y la estabilidad política, los inversores están trabajando para identificar aquellas oportunidades de negocio que les ofrezcan mayores garantías de éxito: empresas saneadas, posibilidades de crecimiento, potencial de mejora de resultados, productos diferenciados, sinergias, equipos directivos solventes e involucrados, etc. Serán éstas las compañías que experimentarán mayores incrementos de precio", indica **Galcerán**. Para el resto de las firmas, la valoración será más estable y centrada en el negocio futuro de la firma a corto y medio plazo. En este sentido, los expertos recuerdan la importancia de la estabilidad económica y política para mantener estas perspectivas. En opinión de **Raúl J. Julián**, "dado que hay mayor demanda de operaciones y oferta de liquidez que operaciones en el mercado, es previsible que la tendencia continúe también sustentando por nuestra previsión de que los resultados empresariales sigan creciendo. Dicho esto, no deja de ser cierto que nos encontramos en un momento en el que tanto incertidumbres geopolíticas como cambios en las políticas monetarias de los bancos centrales podrían resultar en una menor financiación disponible".

“ En los procesos actuales, 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 ”

UNA BUENA TASACIÓN, CLAVE PARA AJUSTAR EL PRECIO

En los procesos actuales, 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 conflictos 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. "En un primer momento, cualquier proceso de valoración se basa en los fundamentales de la compañía, es decir, es importante conocer el modelo de negocio, entender la operativa de la empresa, conocer los principales inputs o palancas que generan valor a la firma, así como sus principales factores de riesgo, conocer a fondo la calidad de entidad, su fortaleza financiera y sus ventajas competitivas, antes de iniciar la valoración técnica", comenta **Raúl J. Julián**. Para ello, es clave un buen análisis económico

financiero del activo o la sociedad que se desea adquirir y un plan de negocio bien fundamentado, que cuente tanto con una base sólida de los parámetros clave de la empresa, como con un equipo directivo solvente. “En caso de inversiones con horizontes temporales de desinversión limitados, el análisis de los escenarios de salida también es importante”, recuerda el **Socio de Grant Thornton**.

La valoración técnica suele realizarse en base a los dos métodos más comúnmente empleados: los múltiplos de mercado y el descuento de flujos de caja (DFC). El primero permite encontrar compañías comparables con las mismas características o transacciones similares y contrastar las valoraciones que han obtenido en el mercado con la empresa que está en proceso de tasación, mediante el segundo, el DFC. A su vez, este adapta la valoración a las perspectivas concretas del target en cuestión, mediante la consideración de su propio plan de negocio y los escenarios de sensibilidad. Es decir, el parámetro muestra no sólo los resultados de hoy sino previsiones de ebitda de los próximos años, con el objetivo de estudiar la viabilidad del plan de negocio y ver la estabilidad a futuro de la inversión. En palabras de **Ramón Galcerán**, “el DFC indica el valor de un negocio basándose en el valor presente de los flujos de caja que se esperan obtener del negocio en el futuro. Dichos flujos de caja son descontados a una

tasa de descuento (WACC), que refleja el valor temporal del dinero y el riesgo inherente al propio negocio”. Por último, se debe aplicar el método enfocado a costes, con el que se analizan las inversiones que habría que hacer para poner en marcha la compañía adquirida. Esto es qué maquinaria, instalaciones, patentes, marcas, etc. tiene y cuál es su valor tanto juntas como por separado. También hay que analizar lo que se conoce como valor de reposición en inmobiliario, que afecta a los activos físicos de la compañía. Triangulando estas variables se obtiene una horquilla que contiene el precio adecuado del activo. Además, existen otros factores que son importantes a la hora de estimar el precio de una entidad, pero que no son tan tangibles. Es determinante analizar la cuota de mercado de la firma y la percepción que consumidores, clientes y competidores tienen de ella. Por otro lado, el know how de un management competente puede ser diferencial en la ejecución del plan de negocio de la compañía a medio o largo plazo. Por este motivo, es aconsejable la realización de unas due diligences exhaustivas que analicen en detalle la situación financiera, legal, laboral, comercial o inmobiliaria de una compañía, con el objetivo de conocer con la mayor exactitud posible el estado general de la empresa y las sinergias que puede ofrecer al inversor.

Igor Gorostiaga
Socio Responsable de Corporate Finance de Norgestión
Tel.: 94 435 23 11

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

Ramón Galcerán
Socio Director de Financial Advisory de Grant Thornton en España
ramon.galceran@es.gt.com
Tel.: 93 206 39 00

Raúl J. Julián
Socio Director de Montalbán Atlas Capital
rjjulian@montalbanatlas.com
Tel.: 91 524 11 24