

¿Por qué se escucha tanto hablar del EBITDA?

Bazán, Marcos

(*)

En los últimos meses el mercado argentino ha ido mejorando sus condiciones haciéndolo atractivo para ofrecer la venta de un negocio. Considerando este contexto y sumado al regreso de las firmas de private equity, el mercado está mostrando múltiplos elevados, efectivo obtenido en un entorno internacional de baja de tasa de interés en manos de compradores corporativos estratégicos, y un entorno propicio a la generación de negocios e inversiones. Bajo este marco dinámico entre compradores y vendedores en el mercado, un factor determinante es el tiempo involucrado para valorar el negocio objeto de la transacción. Así, los múltiplos de mercado sobre EBITDA son una de las formas más usuales para la valoración de activos, si bien es importante preguntar: ¿es la mejor?

I. Fusiones y adquisiciones

Fusiones y adquisiciones es un término que se refiere a la consolidación de empresas o activos. Las fusiones y adquisiciones pueden incluir una serie de transacciones diferentes, como fusiones, adquisiciones, consolidaciones, ofertas públicas, compra o venta de activos y adquisiciones de gestión. En todos los casos, dos o más compañías están involucradas.

Aunque las palabras fusión y adquisición suelen usarse en conjunto, tanto que es como si sus significados se fueron derritiendo en uno, son dos conceptos muy diferentes, y merece destacar sus diferencias más importantes:

1. Una fusión ocurre cuando dos entidades separadas (generalmente de tamaño comparable) combinan sus fuerzas para crear una nueva organización conjunta en la cual, teóricamente, ambos son socios iguales.

2. Una adquisición se refiere a la compra de una entidad por otra (por lo general, una empresa más pequeña por una más grande). Una nueva compañía no surge de una adquisición; más bien, la empresa adquirida, o la empresa objetivo, a menudo se consume y deja de existir, y sus activos pasan a formar parte de la empresa adquirente. Las adquisiciones, generalmente tienen una connotación más negativa que las fusiones, especialmente si la empresa objetivo muestra resistencia a la compra. Por esta razón, muchas empresas adquirentes se refieren a una adquisición como una fusión, incluso cuando técnicamente no lo es.

En términos legales, una fusión requiere que dos compañías se consoliden en una nueva entidad con una nueva estructura de propiedad y administración (con miembros de cada empresa). Una adquisición se lleva a cabo cuando una empresa toma todas las decisiones de gestión operativa de la otra. La distinción interpretativa más común se basa en si la transacción es amistosa (fusión) u hostil (adquisición).

En la práctica, las fusiones amistosas entre iguales no tienen lugar con mucha frecuencia. Es poco común que dos compañías se beneficien de la combinación de sus fuerzas y que dominen sus diferencias. Más allá de la combinación estructural, es aún más complicado cuando dos directores ejecutivos tienen que aceptar y ceder cierta autoridad para realizar esos beneficios a nivel empresarial. Cuando esto sucede, las acciones de ambas compañías se entregan y se emiten nuevas acciones bajo el nombre de la nueva entidad comercial.

Dado que las fusiones son tan poco comunes y las adquisiciones tienen una connotación peyorativa, los dos términos se fusionaron cada vez más y se utilizaron en conjunto. Las reestructuraciones corporativas generalmente se conocen como transacciones de fusión y adquisición en lugar de simplemente una fusión o adquisición. Las diferencias prácticas entre los dos términos están siendo erosionadas lentamente por la nueva definición de acuerdos de fusiones y adquisiciones. En otras palabras, la diferencia real radica en cómo la compra se comunica y recibe por la administración, los empleados y los accionistas de la compañía adquirida.

A seguir describimos otros tipos de transacciones de fusiones y adquisiciones:

1. Consolidación: una consolidación sucede cuando de la combinación de las dos empresas se crea una nueva compañía. Los accionistas de ambas compañías deben aprobar la consolidación, y luego de la

aprobación, reciben acciones ordinarias en la nueva empresa.

2. Oferta de licitación: es una oferta pública de adquisición; cuando una empresa ofrece comprar las acciones en circulación de la otra empresa a un precio específico. La empresa adquirente comunica la oferta directamente a los accionistas de la otra compañía, pasando por alto a la administración y al directorio. En algunas situaciones, ofertas de licitación pueden ser tomas de control hostiles contra la voluntad de las empresas adquiridas.

3. Adquisición de activos: en una compra de activos, una compañía adquiere los activos de otra compañía. La compañía cuyos activos se están adquiriendo debe obtener la aprobación de sus accionistas. La compra de activos es típica durante los procedimientos de quiebra, donde otras compañías ofertan por diversos activos de la empresa en quiebra, que se liquida en la transferencia final de activos a la(s) empresa(s) adquirente(s).

4. Adquisición de gestión: en una adquisición de gestión, también conocida como compra controlada por la dirección, los ejecutivos de una empresa compran una participación de control en una empresa, haciéndola privada. A menudo, estos ex ejecutivos se asocian con un financiero o ex funcionarios corporativos para ayudar a financiar la transacción. Dicha transacción generalmente se financia desproporcionadamente con deuda, y la mayoría de los accionistas debe aprobarla.

I.1. Variedades de fusiones

Desde la perspectiva de las estructuras de negocios, hay una gran cantidad de fusiones diferentes. Aquí hay algunos tipos, que se distinguen por la relación entre las dos compañías que se están fusionando:

1. Fusión horizontal: dos compañías que compiten directamente y comparten las mismas líneas de productos y mercados.

2. Fusión vertical: un cliente y una empresa o un proveedor y una empresa. Como por ejemplo cuando una productora de bebidas se fusiona con una embotelladora.

3. Fusiones complementarias: dos empresas que sirven a la misma base de consumidores de diferentes maneras, como una empresa de generación de electricidad y una empresa de distribución eléctrica.

4. Fusión de extensión de mercado: dos compañías que venden los mismos productos en diferentes mercados.

5. Fusión de extensión de producto: dos compañías que venden productos diferentes pero relacionados en el mismo mercado.

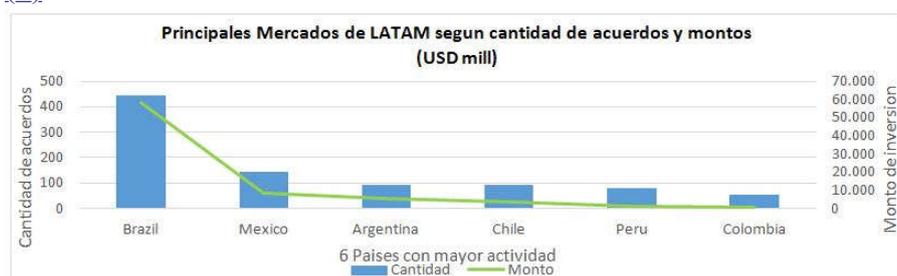
6. Conglomeración: dos compañías que no tienen áreas comerciales comunes.

II. Contexto regional de fusiones y adquisiciones

Durante 2017, se completaron 974 acuerdos de fusiones y adquisiciones en el mercado latinoamericano (1). La inversión total registrada por estos acuerdos fue de USD 80.523 millones. Respecto al 2016, la cantidad de acuerdos efectuados ha disminuido en un 15%, asimismo la inversión realizada ha disminuido un 18% (la inversión registrada en el 2016 fue de USD 97 mil millones).



(2).



(3).

Brasil es el principal actor y continúa liderando en el mercado latinoamericano de fusiones y adquisiciones. El 45% de las 974 transacciones generadas se refiere a fusiones y adquisiciones de empresas brasileras (443 acuerdos), correspondiendo a un total de USD 58.562 millones. Los seis países de Latinoamérica con mayor nivel en términos de transacciones durante el 2017 fueron: Brasil (45%), México (15%), Argentina (10%), Chile (9%), Perú (8%) y Colombia (6%). Estos seis países concentraron el 93%, del total de las operaciones.

En el análisis sectorial del mercado, dentro de Latinoamérica se observa que la mayor cantidad de acuerdos se produjo en el sector de Manufactura con 192 operaciones (20% del total). Sin embargo, la industria la que tuvo mayor valor agregado fue la de Energía y Recursos Naturales, con USD 42.206 millones registrados (52% del total invertido registrado).

II.1. Contexto argentino de fusiones y adquisiciones

En cuanto al mercado argentino, las expectativas del mercado de fusiones y adquisiciones son positivas. Considerando los esfuerzos para liberar el mercado, el contexto socio-político y sumado al regreso de las firmas de private equity, el mercado está mostrando múltiples elevados, efectivo obtenido en un entorno internacional de baja de tasa de interés en manos de compradores corporativos estratégicos, y un entorno propicio a la generación de negocios e inversiones.

Durante el 2017, fueron realizados 93 acuerdos en el mercado de fusiones adquisiciones argentino, lo que significa un aumento del 21% con respecto al total de acuerdos en el 2016. Esta actividad ha representado el 10% del mercado latinoamericano y en términos de inversión realizada, las operaciones significaron USD 5.442 millones.



(4). El sector económico en el cual se desarrolló gran parte de la actividad del mercado de fusiones y adquisiciones argentino fue en Energía y Recursos Naturales (33% del total de acuerdos). Otros sectores con niveles considerables de actividad fueron: Consumo Masivo (18%), Manufactura (17%) y Tecnología, Medios y Telecomunicaciones (12%). Energía y Recursos Naturales es, además, el sector con mayor participación en cuanto a la dimensión de la inversión con USD 2.719 millones invertidos (53% del total), seguido de Tecnología, Medios y Telecomunicaciones con un 24%.

Origen de las inversiones en territorio argentino



En el caso del mercado argentino, el 60% de los acuerdos proviene de fondos latinoamericanos (56 acuerdos), de los cuales el 87,5% fueron por capitales propios (49 acuerdos), 7% de origen brasileros (4 acuerdos) y el 5,5% restante corresponden a los países de México, Chile y Uruguay (1 acuerdo cada uno). Asimismo, el 40% restante del total de los acuerdos en territorio argentino proviene de fondos norteamericanos (23%), europeos (11%) y asiáticos (3%). El 3% faltante son inversiones de las cuales no se conoce el origen.

III. Métodos de valuación

Bajo este marco dinámico entre compradores y vendedores en el mercado, un factor determinante es el tiempo involucrado para valorar el negocio objeto de la transacción. Así, los múltiplos de mercado sobre EBITDA son una de las formas más usuales para la valoración de activos, si bien es importante preguntar: ¿es la mejor?

Naturalmente, ambos lados de un acuerdo de fusiones y adquisiciones tendrán diferentes ideas sobre el valor de una empresa: su vendedor tenderá a valorar la compañía a un precio lo más alto posible, mientras que el comprador tratará de obtener el precio más bajo posible.

Con la valuación por múltiplos, se observan compañías comparables en una industria, y los múltiplos realizados por aquellas empresas comparables. Sin embargo, hay muchas formas legítimas de valorar las empresas y la teoría financiera usa una variedad de métodos y herramientas al evaluar una empresa que se pueden resumir en tres:

1. Método de mercado: los siguientes son dos ejemplos de las muchas métricas comparativas en las que las empresas adquirentes pueden basar sus ofertas:

a. Ratio precio-ganancia (relación P / E): con el uso de esta relación, una empresa compradora realiza una oferta que es un múltiplo de las ganancias de la empresa en cuestión. Ver el P / E para todas las acciones dentro del mismo grupo de la industria dará a la empresa adquirente una buena orientación sobre cuál debe ser el múltiplo P / E del objetivo.

b. Ratio valor-empresa-ventas ($EV / Ventas$): con esta proporción, la empresa compradora realiza una oferta dependiendo del múltiplo de los ingresos, comparado con la relación precio-ventas de otras empresas de la industria.

c. Ratio valor de empresa- EBITDA ($EV / EBITDA$): el múltiplo utilizado para llegar al valor de la empresa en este caso, el EBITDA, por sus siglas en inglés, son los ingresos antes de descontar los intereses, los impuestos, las depreciaciones y las amortizaciones.

2. Método de costos: en algunos casos, las adquisiciones se basan en el costo de reemplazar a la empresa identificada. Si el valor de una empresa es simplemente la suma de todos sus equipos y costos de personal, la empresa adquirente puede, literalmente, comprarla a ese precio, o crear un competidor por el mismo costo. Naturalmente, toma mucho tiempo ensamblar una buena administración, adquirir propiedades y obtener el equipo adecuado. Este método de valuación no tiene mucho sentido en una industria de servicios donde los activos clave —personas e ideas— son difíciles de valorizar y desarrollar. Este método de valuación es común en situaciones en las cuales la empresa a valorar está en quiebra o cercana a la quiebra.

3. Método de ingresos: se basa en el cálculo de los flujos de fondos descontados (DCF por sus siglas

en inglés), una herramienta clave de valoración, consiste en el análisis de flujos de fondos descontados, que determina el valor actual de una empresa según sus flujos de fondos futuros estimados. Los flujos de fondo proyectados se descuentan utilizando el costo de capital promedio ponderado de la compañía (WACC por sus siglas en inglés), la cual incluye riesgos inherentes a la empresa y del mercado para arribar a sus valores presentes. Es cierto que DCF no es perfectamente certero, pero pocas herramientas pueden competir con este método de valuación.

¿Entonces qué usamos para valorar una empresa? Si queremos llegar a un valor razonable de mercado el método más completo es el Flujo de Fondos descontados, dado que se puede usar para calcular tanto el valor de la empresa como el valor del patrimonio neto. Sin embargo, cabe aclarar que este método es muy sensible al crecimiento del valor de perpetuidad y al costo del capital, e impactado dada por la duración del período de proyección.

Por lo tanto, la metodología de valoración utilizada dependerá de manera sustancial del negocio subyacente que, de cualquier otra cosa, como así también debería depender del tipo de comprador y de la industria en la que opera, entre otras cosas. Y así, empiezan a pisar fuerte los atributos de performance claves, que muestran por ejemplo la capacidad instalada, la futura, la generación de ingresos por clientes, e incluso relaciones sobre cantidad de empleados. Estas métricas pueden proporcionar una mejor visión del resultado que genera la operación en lugar del EBITDA, y por ende dar una mejor idea al accionista actual (e incluso, al futuro) mayor visibilidad sobre la cantidad real monetaria que un propietario puede obtener (y retirar) del negocio sin afectar el valor de las operaciones.

IV. Problemas con el múltiplo de EBITDA

Como las valuaciones basadas en EBITDA solo restan las deudas que generan intereses del valor de EBITDA capitalizado para derivar el valor del patrimonio del target, esto oculta la necesidad de recolectar y analizar información sobre, y permitir el impacto de, los conceptos debajo de la línea de EBITDA (intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). La falta de tal información y la consiguiente comparabilidad no específica y no respaldada los 'comparables' y pone de relieve la extrema precaución que debe ejercerse en la interpretación y el uso de múltiplos de EBITDA.

El múltiplo de valor para el EBITDA varía ampliamente entre las empresas en el mercado, dependiendo de:

1. qué tan intensivo de capital es la empresa (las firmas de alta intensidad de capital tenderán a tener una relación valor / EBITDA más baja), y cuánta reinversión se necesita para mantener el negocio en marcha y crear crecimiento.
2. qué tan alto o bajo es el costo del capital (mayores costos de capital conducirán a menor valor / múltiplos de EBITDA).
3. qué tan alto o bajo es el crecimiento esperado en el sector (los sectores de alto crecimiento tienden a tener mayores múltiplos de Valor / EBITDA).

IV.1. Empresas de capital intensivo

Los gastos de capital (CAPEX) son los fondos que una empresa utiliza para comprar bienes o servicios físicos importantes para expandir las capacidades de la compañía para generar ganancias. Estas compras pueden incluir hardware (como impresoras o computadoras), vehículos para transportar mercancías o la compra o construcción de un nuevo edificio. El tipo de industria en el que participa una empresa determina en gran medida la naturaleza de sus gastos de capital. El activo adquirido puede ser un nuevo activo o algo que mejore la vida productiva de un activo previamente adquirido.

Si la vida útil del activo se extiende a más de un año, entonces el CAPEX se registra como un activo en el balance general y se imputa utilizando la depreciación para distribuir el costo del activo durante su vida útil designada según lo determinan las reglamentaciones tributarias. Los gastos de capital a menudo se deprecian en un período de cinco a diez años, pero pueden depreciarse durante más de dos décadas en el caso de bienes inmuebles.

Los gastos de operación (OPEX) son gastos de operación resultantes de los costos continuos que una compañía paga por administrar su negocio básico. A diferencia de los gastos de capital, los gastos operativos son totalmente deducibles de impuestos en el año en que se realizan. Dado que los gastos operativos representan la mayor parte de los costos regulares de una empresa, la administración examina formas de reducir los gastos de operación sin causar una caída crítica en la producción de calidad o

producción. Los ejemplos de gastos operativos incluyen gastos de investigación y desarrollo, contribuciones a planes de pensiones, impuestos a la propiedad, viajes de negocios, alquiler y costos de seguros.

Los gastos de capital son compras importantes, y debido a que sus costos solo se pueden recuperar a lo largo del tiempo a través de la depreciación, las compañías ordinariamente presupuestan estas compras por separado de la preparación de un presupuesto operativo.

Capital intensivo se refiere a un proceso comercial o una industria que requiere grandes cantidades de dinero y otros recursos financieros para producir un bien o vender un recurso. Una vez que se realizan las inversiones iniciales, puede haber economías de escala en relación con los gastos constantes y el crecimiento de las ventas, pero el obstáculo inicial para entrar en el negocio tiende a mantener la lista de competidores pequeña, creando altas barreras de entrada. Las empresas en industrias intensivas en capital suelen estar marcadas por altos niveles de depreciación y activos fijos en los balances.

El gasto de depreciación es considerado como un gasto "sin efectivo" y un gasto ya asumido, y no para el crecimiento o futuro de la empresa, por lo cual lo excluyen del EBITDA o el supuesto valor de la empresa, igualmente, los gastos de depreciación tienen en cubrirse para poder mantener la empresa en marcha. Adicionalmente, muchas empresas toman el gasto de depreciación como una manera contable para distribuir las inversiones futuras.

En tipos de empresas que no requieren inversiones de capital intensivo, anclarse al EBITDA no crea problemas porque los conceptos debajo del EBITDA pueden no tener mucho peso, el caso con empresas de servicios, que no necesitan inversiones en activos fijos. Contrariamente, empresas de capital intensivo requieren inversiones a los activos fijos, los cuales mantienen altos niveles de apreciación y depreciación, la falta de estos conceptos en el EBITDA infla artificialmente el valor de la empresa porque no toma en cuenta la inversión de que requiere el funcionamiento normal y continuo del negocio.

En empresas de capital intensivo, donde la inversión en capital es una parte fundamental del rendimiento operativo estándar, excluir la depreciación y amortización no proporciona una imagen "más limpia" del desempeño operativo.

Adicionalmente, dos empresas consideradas comparables, pueden tener diferencias estructurales abismales, haciendo su comparabilidad por múltiplos insignificante. Por ejemplo, a veces, un artículo que normalmente se obtendría a través de gastos de capital puede conseguirse a través de los gastos operativos si una empresa opta por arrendar el artículo en lugar de comprarlo. Por ejemplo, una empresa que alquila un servicio de logística ante de comprar una flota de camiones, autos o motos para administrar su propio sistema de logística. La opción de gasto operativo en vez de gasto de capital puede ser una opción económicamente atractiva si la compañía tiene un flujo de efectivo limitado y desea poder deducir el costo total del artículo para el año. Esta diferencia resulta abismal porque el OPEX se incluye en el EBITDA, mientras que el CAPEX no, creando diferencias enormes entre dos empresas posiblemente comparables.

IV.2. Apalancamiento de estructuras de capital

Normalmente los activos fijos que componen el negocio de una empresa de capital intensivo son comprados con deuda financiera y los pagos de intereses no están incluidos en el EBITDA. Si la inversión de capital se financia mediante deuda, la exclusión de los gastos por intereses distorsiona el resultado de la operación.

La conveniencia del apalancamiento a la deuda o al capital invertido dependiendo del ambiente macroeconómico, de la industria y de dirección de cada empresa. La empresa va a decidir si crecer tomando deuda o si vendiendo participación tomando en cuenta numerables factores que podrían influenciar el andamiento de su negocio. En otros casos, la empresa no tiene opción enfrente a la toma de deuda o capital, por la naturaleza de su negocio o del mercado. Esta variedad y amplio rango de supuestos que forman parte de la toma de decisiones en frente a la opción de deuda o capital, demuestra que una diferencia pequeña entre dos empresas muy similares podría llevar cada una a tomar decisiones muy diferentes. Confirmando la insignificancia de comparar empresas por su EBITDA.

IV.3. NIIF & GAAP

Por último, pero no menos importante es analizar los efectos de los diferentes sistemas impositivos y contables en el cálculo del EBITDA, y sobre todo en entornos con inflación, dado que a menudo pueden

enturbiar las aguas. Pero esto será materia de otra nota.

V. Conclusión

El problema de comparabilidad no tiene que ver con el método de múltiplos de EBITDA, pero más que nada con la selección de empresas o transacciones comparables. En general se toman empresas del mismo tamaño en la misma industria y región. Desafortunadamente, estos filtros no son suficientes. Para realmente llegar a un análisis significativo por comparación de múltiplos, el analista tendría que comparar estructuras de capital, políticas de inversión en CAPEX y OPEX, antigüedad de los activos fijos y estructura impositiva de cada uno de los "comparables".

De las metodologías utilizadas en valuación, la metodología de flujo de fondos descontados es la que abarca los mejores resultados. Igualmente, un análisis comparativo de algunos múltiplos específicos a la empresa a valorar con múltiplos de un grupo de comparables atentamente seleccionados, merece un lugar en el kit de herramientas de valuación de cualquier analista. Cuando el análisis comparativo se ejecuta de manera meticulosa, precisa y con razonamiento, no solo sirve para comparar con los resultados de la valuación a través de flujos de fondos descontados, pero también provee revelaciones claves en cuanto a los factores que generan valor en cada industria. Igualmente, cada análisis tiene que asegurar que las razones por las cuales los múltiplos de compañía a compañía dentro de una industria difieren entre sí, y que las razones sean transparentes y explicativas, y no usar los múltiplos como un atajo a la valuación.

(*). El problema de comparabilidad no tiene que ver con el método de múltiplos de EBITDA, sino más que nada con la selección de empresas o transacciones comparables. Para realmente llegar a un análisis significativo por comparación de múltiplos, el analista tendría que comparar estructuras de capital, políticas de inversión en CAPEX y OPEX, antigüedad de los activos fijos y estructura impositiva de cada uno de los "comparables".

- (1) Estimación propia en base de los datos de Mergermarket y Thomson Reuters.
- (2) Estimación propia en base de los datos de Mergermarket y Thomson Reuters.
- (3) Estimación propia en base de los datos de Mergermarket y Thomson Reuters.
- (4) Estimación propia en base a los datos de Mergermarket y Thomson Reuters.

© Thomson Reuters