

La valoración de una empresa de transporte

En estos últimos meses estamos observando un gran movimiento de compra-venta de empresas en nuestro sector, y no solo de pequeñas o medianas empresas, también de empresas grandes y consolidadas que han sido compradas por multinacionales. Es el caso de la compra de Transportes Pesa que anunciamos en esta edición, comprada por el grupo AVANZA. Y también el caso de Autocares Padrós, adquirida por el Grupo Julia, por mencionar las últimas de las que tenemos constancia.

Este es el motivo que nos ha llevado al punto de reflexionar sobre el valor de una empresa de transporte de viajeros en estos momentos. Con pequeñas y ágiles preguntas nos responde Javier Fuentes, cuya una de sus actividades actuales se centra en operaciones de compra-venta.

CB. Hola Javier ¿Qué tal va ARTE?

J.F. Muy contento. Llevamos dos años sin parar de crecer en todas las Divisiones, lo cual por una parte me hace muy feliz, pero por otra, siento que he vuelto a las andadas...

CB. ¿A las andadas?

J.F. Sí, porque cuando decidí salir de ARRIVA, me planteé llevar una vida profesional más tranquila. Poder leer y escribir más. Tener más tiempo libre, disfrutar más de la familia... pero creo que hay personas que tenemos imán para el trabajo... Llevo dos años de vértigo, pero bueno, no voy a quejarme. Doy gracias a Dios todos los días por ello.

CB. A mi me interesa que estés haciendo en Transporte, aunque reconozco que tienes Divisiones muy chulas

J.F. Es verdad que tenemos Divisiones más divertidas (como Enigmariium), pero el Transporte sigue siendo mi vida. Como siempre digo, llevo en este sector desde que nací. Estuve a punto de nacer dentro de un autobús. Es un sector al que quiero mucho y todavía significa el 50% de mi negocio. Aunque es cierto que algunas ve-



- Doctor Sobresaliente Cum Laude por unanimidad en Ciencias Empresariales por la UAM
- Licenciado en Ciencias Empresariales (Especialidad: Contabilidad) por LA UAM
- Más de 10 años de experiencia como Empresario (Empresa Familiar)
- Más de 10 años de experiencia como Directivo en multinacional líder del transporte de viajeros
- Socio Fundador / CEO / Director General de Grupo ARTE Soluciones Creativas
- Socio-Director de OKYAKU Europe Consulting / Know How & Best Practices
- Profesor en varios Masters de Gestión Empresarial (ESIC, ESADE, IE., ESESA...)
- Autor de 2 libros: << De padres a hijos: El proceso de sucesión en la empresa familiar >> (Anaya / Pirámide) y << 50 Filosofadas sobre transporte, economía y sociedad >> (Vive Libro)
- Mas de 150 artículos de opinión publicados y más de 50 conferencias impartidas

ces, viendo lo que veo, me entren ganas de salir corriendo.

CB. ¿Por qué dices eso?

J.F. Porque ahora, al trabajar en más sectores, tengo más referencias para comparar. Y si algo he aprendido en estos dos años es que el riesgo y el esfuerzo del empresario, son dos variables, que deberían tener un reflejo proporcional en la cuenta de pérdidas y ganancias.

CB. ¿Estás hablando de valorar empresas?

J.F. Pues sí, en cierta medida sí. Son variables intangibles que los modelos financieros no contemplan, pero que están ahí. A mucha gente, se le olvida que las empresas no son nada, si no hay una fuerza motriz que impulsa la máquina cada día. A las pruebas me remito. Bueno, con la única excepción de los monopolios u oligopolios, los cuales van desapareciendo poco a poco. El valor del intangible, como el talento humano, cada día será más determinante en el éxito empresarial.

CB. Pues de valorar empresas quería hablar contigo

J.F. Pues encantando, porque la valoración de empresas es una de mis especialidades académicas y en la actualidad, uno de los servicios que más trabajamos en Grupo ARTE, tanto en el sector del transporte, como en otros sectores.

CB. ¿Y a nivel profesional?

J.F. Viví en primera persona la venta de mi empresa a ARRIVA. Después, a lo largo de mi vida profesional habré valorado más de 20 empresas de transporte. En la actualidad, valoramos también empresas de otros sectores (hotelero, bodeguero, conservero, industrial...)

CB. ¿Qué operaciones de compra-venta en el sector has llevado con GRUPO ARTE?

J.F. Hemos realizado muchas valoraciones en estos dos años, puesto que las motivaciones para saber el



valor de una empresa son muchas y variadas. Si te refieres a operaciones de negociación, podría señalarte a título de ejemplo la venta de la empresa madrileña SANFIZ a HIFE o la empresa discrecional de GRUPO SEPULVEDANA al grupo CAMBUS. Ahora mismo, tenemos dos operaciones, una en Madrid y otra en Andalucía.

CB. Dicen que no es fácil valorar una empresa.

J.F. Tienes toda la razón. Valorar una empresa no es una tarea sencilla, pero sí posible. El problema es que no existe un patrón de medida universal e incuestionable. Aunque existe casi unanimidad académica en los elementos base de una valoración, hay numerosos métodos para hacerla. Y todos son opinables.

CB. ¿Entonces qué hacemos? Es más una disquisición intelectual.

He visto a muchos evaluadores de empresas actuar como robots rellenos de archivos sin pensar realmente en lo que se está haciendo. Lo primero que digo a un cliente es que no debe confundir valor con precio. El valor es objetivo y puede estimarse. El precio es subjetivo y responde a expectativas que no pueden medirse por ser personales e intransferibles.

CB. No entiendo lo de personal e intransferible...

J.F. Siempre pongo los mismos ejemplos ¿Cuánto vale la foto de tu hijo recién nacido? ¿Y el reloj que te regaló tu padre unos días antes de morir? ¿Y el anillo de bodas con la mujer de tu vida? ¿Crees que el valor de estos bienes se corresponde realmente con

el precio que podrían tener en el mercado? Evidentemente, no.

CB. ¿Entonces cómo calcular el valor?

J.F. Como te decía, hay muchos métodos, pero sobre todo hay dos visiones. Realizar una valoración estática o una valoración dinámica de la empresa

CB. ¿Una valoración estática? ¿Qué es eso?

J.F. Hacer una valoración estática es visionar la empresa como un bien inmueble que tiene un valor concreto en el mercado en un momento determinado del tiempo. Es como si hicieras una fotografía de la riqueza de alguien en un momento dado.

CB. ¿Y una valoración dinámica?

J.F. Visionar la empresa de forma dinámica es hacerlo como un proyecto de inversión que es capaz de generar una renta anual durante todos los años que seas capaz de gestionarlo con éxito. No se trata de una foto en un momento concreto, sino de una renta a perpetuidad.

CB. ¿Por cual te decantas?

J.F. No es una cuestión de preferencias. Se trata de conseguir la visión más correcta de la empresa. En Grupo ARTE, hemos desarrollado un método propio que contempla ambas visiones.

CB. ¿Qué método?

J.F. Lo hemos denominado ARTE 360° y consiste en utilizar cuatro métodos de valoración con ambas visiones conceptuales.

CB. ¿Cuáles son los principales métodos de valoración?



J.F. AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) reconoce más de 40 métodos de valoración de empresas diferentes.

CB. ¿Más de 40 métodos?

J.F. Sí, aunque hay algunos más utilizados que otros por la doctrina económica. El valor nominal, el valor contable histórico, el activo neto real, el valor sustancial, el valor del rendimiento... El buen evaluador tiene que conocer los pros y los contras de cada método de valoración.

CB. ¿Cuál sería el más utilizado?

J.F. El método teórico correcto para la ciencia económica es el valor actual o descontado de todos los flujos netos de caja que la empresa es capaz de generar a lo largo de su vida. Existe cierto consenso académico y profesional sobre su mayor idoneidad.

CB. ¿Cuáles son las claves de este método?

J.F. Es el método por excelencia, pero no está exento de algunas dificultades que el evaluador tiene que subsanar en cada valoración que realiza.

CB. ¿Cuáles son estas dificultades?

J.F. Hay varias, pero podríamos resumirlas en tres fundamentales. Las tres pasan por realizar hipótesis y estimaciones certeras de las magnitudes claves para hacer el descuento.

CB. ¿Cuál es la primera?

J.F. Estimar la renta futura que el proyecto será capaz de generar. No resulta fácil determinar los FLT (Flujos Libres de Tesorería) aunque existe bastante consenso en determinarlos a través del EBITDA (Beneficio de explotación antes de intereses, impuestos y amortizaciones).

CB. ¿La segunda?

J.F. Estimar la Tasa de Descuento (Tasa k) a la que descontar los flujos de caja. Resulta un cálculo clave en la valoración y dependerá mucho del evaluador en cuestión. No confío mucho en tasas de descuento que no contemplan al menos tres niveles de riesgo. En este aspecto soy un evaluador conservador. Una empresa por definición siempre implica riesgo.

CB. ¿Y la tercera?

J.F. Estimar el período de tiempo que se considerará como horizonte de la inversión. A mi me gusta proyectar modelos a perpetuidad pues considero que los FLT pueden mantenerse si la propiedad los gestiona con éxito. Además, llega un momento en el tiempo, que el valor de los FLT actualizado se iguala a cero. Otro pequeño problema es como hacer crecer los FLT a lo largo del tiempo (Tasa g), pero vamos también existen ciertas hipótesis más o menos consensuadas para hacerlo.

CB. ¿Si existe consenso sobre este método por qué entonces utilizar otros?

J.F. Porque es bueno tener una visión más amplia de la empresa y ver si todos los métodos convergen en torno al mismo valor. La utilización de métodos complementarios ofrecen sin duda mayor información y credibilidad.

CB. ¿Cuáles son estos métodos?

J.F. Como te decía hay muchos, pero a mi me gusta utilizar el descuento de flujos de caja y otros tres adicionales que me aporten información de contraste.

CB. ¿Y cuales son?

J.F. Utilizo el método compuesto de dos autores (Barnay y Calba) que calculan el Activo Neto Real y el Goodwill (Fondo de Comercio) a través de magnitudes de la empresa. También empleo dos métodos por referencias; el archiconocido múltiplos de EBITDA y uno más sectorial, propio del transporte de viajeros, para analizar la estabilidad de las ventas.

CB. ¿En qué consiste entonces el Método ARTE 360°?

J.F. Es más bien una metodología de trabajo. Utilizamos el método del descuento de flujos de caja y lo contrastamos con los tres anteriores, para ver coincidencias o analizar posibles desviaciones.

CB. ¿Y cual sería entonces el valor de la empresa?

J.F. Según el contraste de métodos, cada evaluador sugerirá que valores tomar para cada uno de ellos, con el fin de llegar al valor medio, que será el que luego proyectaremos en el modelo financiero según las necesidades de CAPEX, tasa impositiva, tasa g...

CB. ¿Proyección? ¿Modelo financiero? Esto se complica ...

J.F. Llega el momento de poner sobre la mesa los intereses del potencial inversor. El cálculo del valor medio o valor de la inversión debe introducirse en un modelo financiero con el resto de variables en juego para ver la TIR del inversor.

CB. No te sigo...

J.F. La TIR es la Tasa Interna de Retorno que la inversión producirá al comprador de la empresa. No solo hay que tener en cuenta el valor del Enterprise Value (Equity Value + Deuda) que hayamos podido estimar como vendedores, sino también la rentabilidad que le ofrecerá a un potencial inversor en el futuro. Hay que estimar también el CAPEX...

CB. Espera, no sigas ¿Qué es el CAPEX?

J.F. Si, disculpa, pero es que el campo de la valoración de empresas está plagado de anglicismos. Son las siglas inglesas de CAPital EXpenditure o lo que es lo mismo de Gasto en Capital. En nuestro sector, sería fundamentalmente la inversión en flota de autobuses que el inversor tendrá que realizar para poder seguir generando el EBITDA vendido.

CB. ¿Y la Tasa G?

J.F. La hipótesis de crecimiento de ingresos y gastos a lo largo del tiempo. Existen varias posibilidades, pero un evaluador realista lo hará por lo general por el IPC o el PIB previsto para ambas magnitudes. Solo en el caso de que valor y precio no consigan converger, intentará experimentos ...

CB. Me vuelvo a perder ¿Qué experimentos?

J.F. Bueno, quizás no sea la palabra más adecuada. Pero si el valor sugerido no arroja una TIR decente para el accionista, empezarán los "juegos o negociaciones". Existen muchas formas de hacerlo, pero ahí reside la habilidad de un buen profesional. No solo debe saber valorar empresas y rellenar datos en el modelo". Un censor es aquel que consigue aproximar expectativas ...

CB. Eso suena más a precio ¿no?

J.F. Exactamente, esa es mi tesis como evaluador de empresas. Una cosa es el valor y otra el precio. Pero el precio tiene que satisfacer



a ambas partes, porque de lo contrario no habrá nunca operación.

CB. ¿Y eso que significa?

J.F. He visto a lo largo de mi vida profesional fracasar operaciones por falta de empatía, por arrogancia de parte, por falta de tacto, por falta de ideas... en definitiva por falta de habilidad negociadora.

CB. ¿En qué consiste la habilidad negociadora?

J.F. En converger valor y precio. En poner de acuerdo expectativas lógicas entre vendedor y comprador. Por eso, no se pueden rellenar las casillas del Excel como un robot. Hay que hacerlo con compromiso para el entendimiento. Hay formas de hacerlo.

CB. ¿Puedes decirnos alguna?

J.F. Corrigiendo el valor del EBITDA con ajustes reales en el negocio, haciendo propuestas de contribución real, asumiendo compromisos en el futuro...

CB. ¿Suena a dar gusto al vendedor?

J.F. No, no ... suena a converger intereses. El potencial inversor lo que tendrá es que asegurar el riesgo de la operación en general, incluyendo por supuesto los posibles ajustes de convergencia.

CB. ¿Y eso como se hace?

J.F. Pues existen también muchas fórmulas en este terreno. Se puede hacer un Earn-Out o pago variable por éxito, un Scrow para cubrir riesgos, pagos aplazados,

pactos adicionales por compromiso...

CB. Veo que siempre lo haces posible

J.F. Como decía Walt Disney "si puedes soñarlo, puedes hacerlo". Ya conoces mi forma de pensar en la vida y mi optimismo vital para todo. Como dicen los ingleses: "Anything is possible".

CB. ¿Y cómo acaba un proceso de valoración?

J.F. Realmente un proceso de valoración termina con la determinación del valor real del negocio contrastado con una TIR adecuada para un potencial inversor. Otra cosa es el proceso de intermediación o negociación. Son cosas diferentes.

CB. ¿Cuál es la diferencia?

J.F. Valorar es determinar objetivamente el valor de las cosas desde un punto de vista totalmente neutral. Negociar es conseguir poner de acuerdo a un vendedor y un comprador para que se den la mano.

CB. ¿Cómo termina una negociación?

J.F. En Grupo ARTE siempre intentamos que sea con final feliz (risas). Hasta ahora siempre lo hemos conseguido. Es nuestra razón de ser: "converger intereses aportando soluciones creativas". Y con total honestidad, creo que esa es una de nuestras fortalezas.

Muchas gracias como siempre. A ti Mayte y todos los lectores de la revista. ■