

ABAV : Instrumentos y técnicas de valoración de empresas

Sesión 1 – Filosofías de inversión y herramientas de
valoración de empresas

11 octubre 2021

Igor Marzo

igor.marzo@argosspartners.com

Cel. +52 55 3850 5237

Más de 25 años de carrera en el mundo financiero desempeñando multiples posiciones: senior banker, partner y CFO

Igor Marzo, **Founding Partner**

igor.marzo@argosspartners.com



- ❖ **Director de Finanzas de Altán Redes** (Red Compartida), responsable del levantamiento de un financiamiento de más de USD1,500 millones en múltiples jurisdicciones, así como de USD750 millones de capital de riesgo adicional
- ❖ **Socio de reestructura de la firma PwC**: múltiples transacciones en España, Portugal y Brasil dirigiendo un equipo de más de 50 consultores y 8 directores
- ❖ **Co-Director del equipo de Barclays Special Situations**, habiendo ejecutado reestructuraciones del portafolio de créditos corporativos por un importe superior a los €5,000 millones
- ❖ **Director de la división de recuperación de activos** de bienes raíces de **Barclays España**
- ❖ **Director del equipo de medianas empresas para Barclays España y Portugal**, liderando un equipo de 100 banqueros con un portafolio de créditos superior a los €6,000 millones.
- ❖ **Director de financiamiento de proyectos en Barclays Bank España y en ING Bank España** ejecutando múltiples financiaciones de infraestructura (autopistas, hospitales, etc)
- ❖ Igor cuenta con **licenciatura en Administración de Empresas** por la **Universidad Complutense** y **MBA** por **IE Business School**
- ❖ **Diplomado ejecutivo en Valuación de Inversiones** por la **Universidad de Columbia** (Nueva York)

+ 20 años en reestructura financiera y en la optimización de equipos de reestructura bancaria

+ USD 25,000 millones de posiciones de deuda reestructurada y ventas de carteras dudosas

Creación y gestion exitosa de un equipo de reestructuración de primer nivel en **Barclays** gestionando **créditos corporativos** y de empresas en **España y Portugal**

- ❖ **Experiencia bancaria: Banca Corporativa y de Inversión, Financiación de Proyectos y Reestructura de Créditos** en instituciones financieras globales líderes como **Barclays** e **ING bank**
- ❖ **Experiencia en asesoramiento: Socio de la práctica de reestructuración en PwC** realizando proyectos en España, Portugal y Brasil
- ❖ **Experiencia directiva en corporaciones: Dirección de Finanzas en Altán Redes** (mayor proyecto de telecomunicaciones en Latinoamérica) y **múltiples posiciones directivas en Barclays**

Instrumentos y técnicas para la valoración de empresas. Como crear valor a través de la reestructuración de empresas

SESIÓN 1 11 oct 2021

- Filosofías de Inversión
- Herramientas de valoración de empresas (métodos de valoración)

SESIÓN 2 13 oct 2021

- Herramientas de valoración de empresas (análisis posición competitiva)
- Introducción IFRS

SESIÓN 3 18 oct 2021

- IFRS – implicaciones en la valoración de una empresa
- Causas del declive de una empresa

SESIÓN 4 20 oct 2021

- Creando valor a través de una reestructura corporativa
- Oportunidades de inversión

Instrumentos y técnicas para la valoración de empresas. Como crear valor a través de la reestructuración de empresas

SESIÓN 1 11 oct 2021

- Filosofías de Inversión
- Herramientas de valoración de empresas (métodos de valoración)

SESIÓN 2 13 oct 2021

- Herramientas de valoración de empresas (análisis posición competitiva)
- Introducción IFRS

SESIÓN 3 18 oct 2021

- IFRS – implicaciones en la valoración de una empresa
- Causas del declive de una empresa

SESIÓN 4 20 oct 2021

- Creando valor a través de una reestructura corporativa
- Oportunidades de inversión

Agenda ABAV

Sesión 1 – 11 de octubre de 2021

1

Filosofías de Inversión

2

Herramientas de
valoración de empresas

Agenda ABAV

Sesión 1 – 11 de octubre de 2021

1

Filosofías de Inversión

2

Herramientas de
valoración de empresas

La inversión más que una ciencia es un arte y hay distintas filosofías sobre como analizar y ejecutar una inversión

Dollar-cost averaging investing

- Invertir de manera periódica y sistemática pequeñas cantidades de dinero en el mercado, evitando el tener que “acertar” con el momento adecuado del mercado. Planes de pensiones e inversiones a largo plazo

Value investing (inversión en Valor)

- Invertir en acciones que consideramos que están infravaloradas en el mercado (cotizandose por debajo de su valor intrínseco). Inversiones a medio y largo plazo

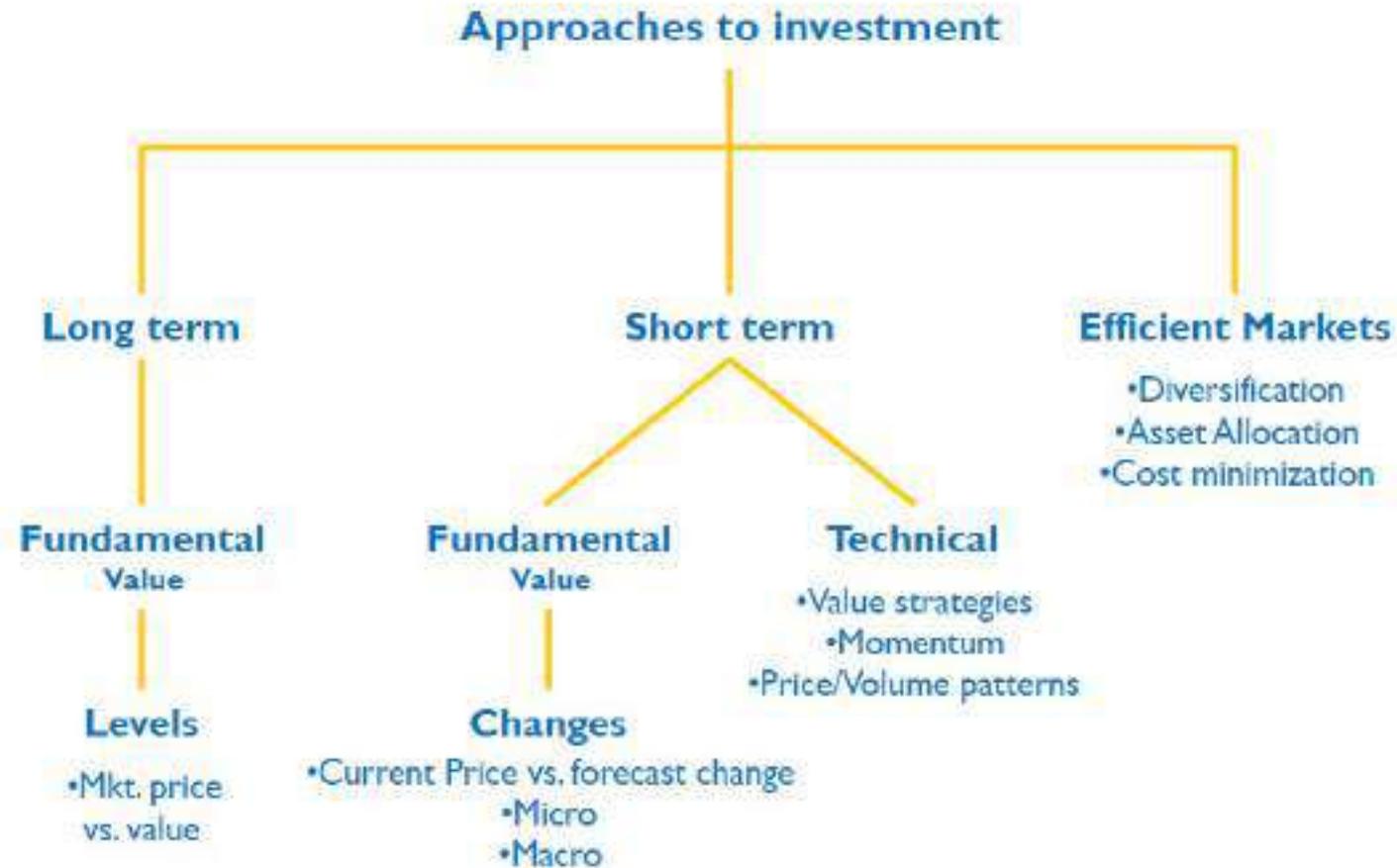
Growth investing (inversión en crecimiento)

- Invertir en empresa que están es su fase de lanzamiento o de crecimiento y que se espera tengas tasas de crecimiento por encima del promedio de su sector o del mercado

Momentum investing (inversión técnica)

- Invertir en empresas en función de tendencia del mercado y basados en una serie de reglas estrictas (algoritmos) que fijan los niveles de entrada y salida de cada valor. High frequency trading.

Estrategias de Inversión



DOLLAR COST AVERAGING CARACTERÍSTICAS

- Es una estrategia de inversión pasiva que se emplea para inversiones a largo plazo y con un objetivo de invertir en fondos de pensiones o de retiro
- Es una estrategia enfocada en reducir el riesgo de compra de los activos financieros (acciones o fondos de pensiones)
- Al fraccionar los valores de entrada se reduce el riesgo de market-timing y se obtiene el precio promedio del mercado durante un período de tiempo
- Favorece a los ahorradores que no tienen grandes cantidades para invertir en el mercado de una “sola vez”

METODOLOGÍA DOLLAR COST-AVERAGING

1. Se realizan compras regulares y periódicas y por pequeños importes
2. Se suele invertir a través de fondos de pensiones o fondos de inversión con pequeñas comisiones de gestión
3. Requiere disciplina para evitar “elegir” el momento de entrada
4. El activo en el que se invierte suelen ser habitualmente acciones, el invertir a través de un fondo de pensiones otorga diversificación

ESTRATEGIA RECOMENDADA PARA AHORRADORES PARTICULARES QUE GENERAN PEQUEÑAS CANTIDADES DE AHORRO PERIÓDICO

Dollar-cost averaging

Ventajas

- Reduce los riesgos de entrada al mercado (pagar un precio excesivo)
- Se suelen obtener resultados en línea con el mercado
- Reduce el componente emocional de invertir en el mercado
- Los costes de inversión son reducidos al evitar el trading o market timing

Desventajas

- Es difícil obtener resultados por encima del promedio del mercado
- No es per-se un método de selección de activos o de fondos de inversión

ORIGEN E HISTORIA

- El origen de Value Investing o Inversión en Valor está en en EUA en la Universidad de Columbia
- Dos profesores: Benjamin Graham and David L. Dodd a través de la publicación del libro Security Analysis en 1934 marcan el inicio de esta teoría de inversión
- La publicación de The Intelligent Investor en 1949 por parte de Graham hacen más accesible esta teoría de inversión al público
- El inversor más reconocido actualmente adalid de esta estrategia de inversión es Warren Buffet que estudió en los años 50 en Columbia
- La teoría ha sido actualizada y refinada por nuevos estudiosos a lo largo de los años

¿EN QUÉ CONSISTE EL VALUE INVESTING?

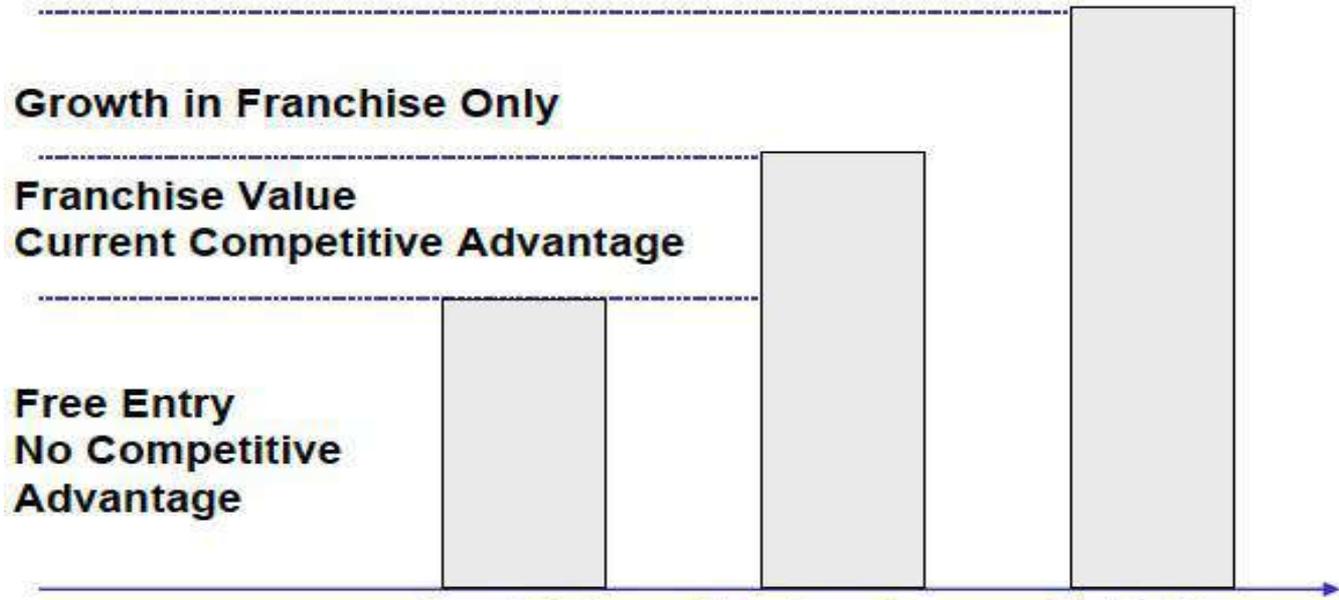
Se identifican 3 características de los mercados financieros:

1. Los **precios del mercado están sujetos a cambios significativos y caprichosos del mercado**, en palabras de Graham, **Mr. MARKET**. Es un personaje caprichoso con cambios de humor impredecibles
2. A pesar de los cambios en los mercados financieros del valor de los activos, **muchos de ellos tienen un valor subyacente o fundamental, que es relativamente estable y que puede ser medido de manera razonable** por parte de un inversor diligente y disciplinado
3. **Una estrategia de comprar acciones únicamente cuando su valor de Mercado sea significativamente inferior a su valor intrínseco producirá retornos superiores** para los inversores en el largo plazo

BASADO EN ESTAS 3 PREMISAS EL PROCESO DE INVERSIÓN CON LA FILOSOFÍA DE VALUE INVESTING ES TREMENDAMENTE SIMPLE, UN INVERSOR HA DE COMPARAR EL VALOR DE MERCADO (MR. MARKET) CON EL VALOR INTRÍNSECO, SI EL VALOR DE MERCADO ES INFERIOR AL DE MERCADO (CON UN MARGEN DE SEGURIDAD ADECUADO) COMPRARÁ LAS ACCIONES

Metodología de la estrategia de Value Investing

Strategic Dimension



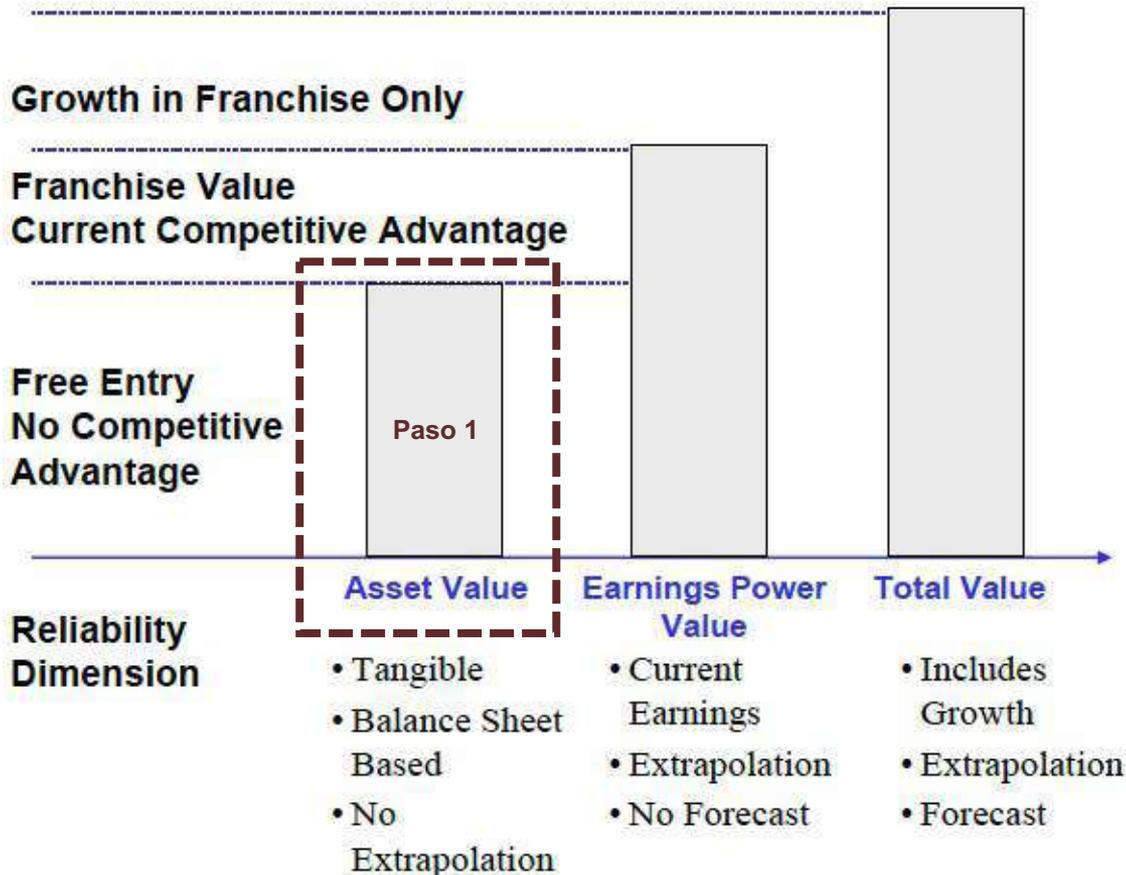
Reliability Dimension

Asset Value	Earnings Power Value	Total Value
<ul style="list-style-type: none"> • Tangible • Balance Sheet Based • No Extrapolation 	<ul style="list-style-type: none"> • Current Earnings • Extrapolation • No Forecast 	<ul style="list-style-type: none"> • Includes Growth • Extrapolation • Forecast

Fuente: Columbia Business School

Metodología de la estrategia de Value Investing

Strategic Dimension



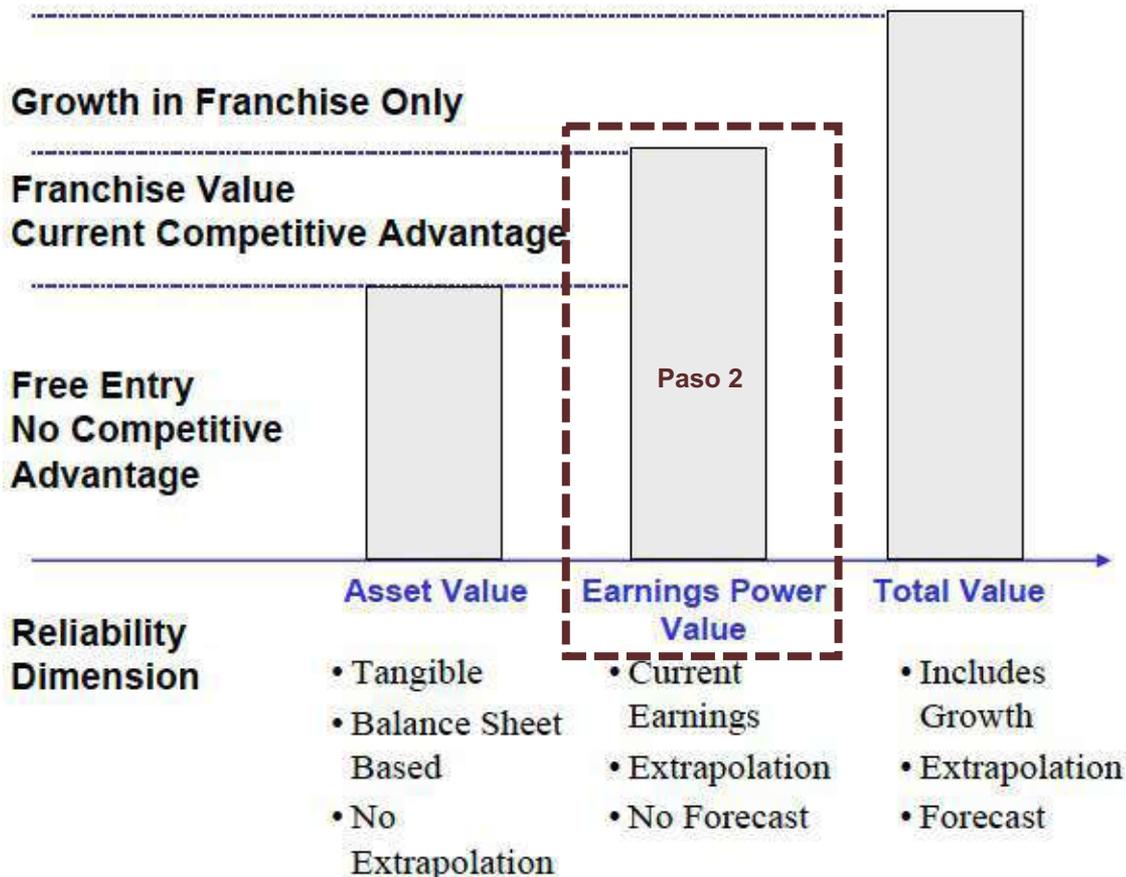
Fuente: Columbia Business School

PASO 1 - ASSET VALUE

- Analizar en **valor actual de los ACTIVOS** de la empresa
- Se analiza el **Balance de la compañía** y se revisan sus valores
- Es clave tener un buen entendimiento de las **normas contables** y su implicación sobre como se reconoce el **valor de los activos y pasivos** de la compañía
- En este primer paso **no hay que realizar predicciones o proyecciones sobre el valor futuro de los activos**
- En función de las perspectivas de la industria estimaremos: un valor de liquidación de los activos o un valor de sustitución

Metodología de la estrategia de Value Investing

Strategic Dimension



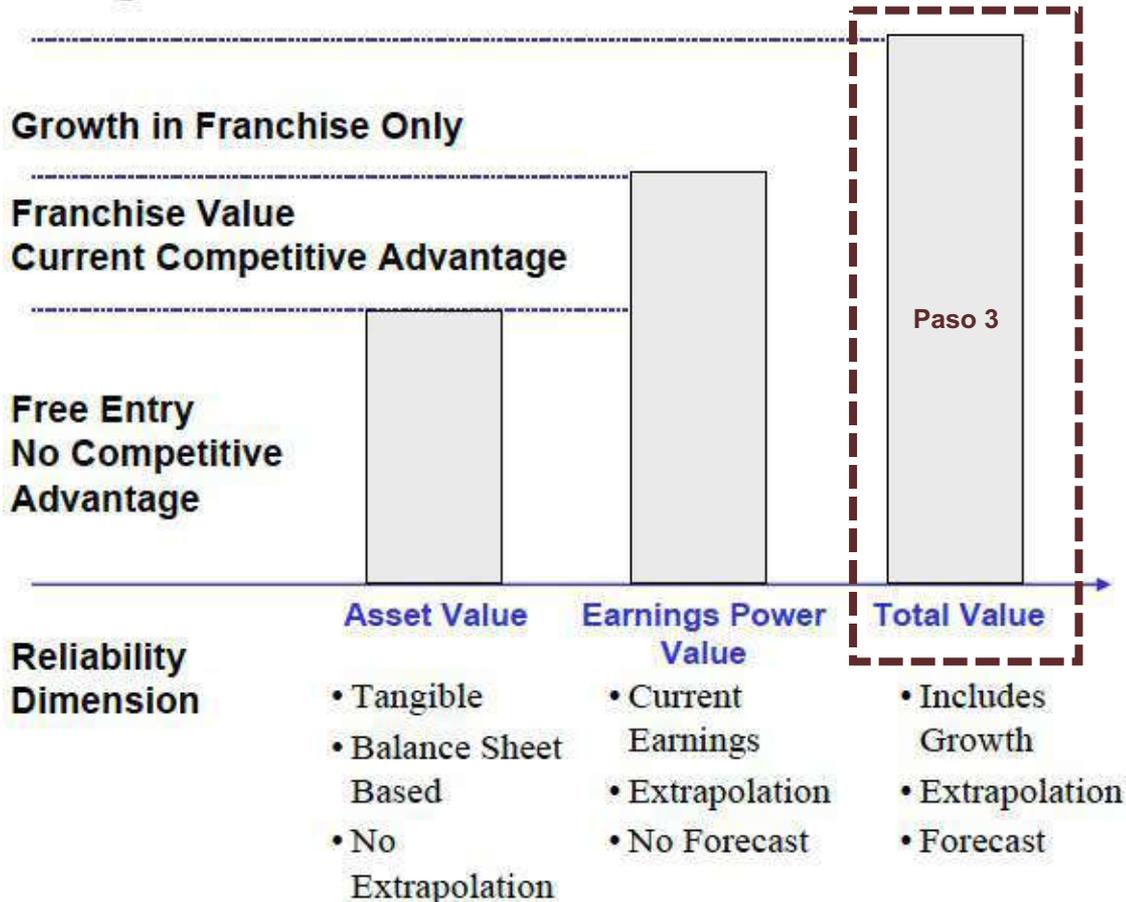
Fuente: Columbia Business School

PASO 2 – EARNINGS POWER VALUE

- Earnings Power Value (EPV) refleja el potencial de generación de valor futuro de la compañía
- No tiene en cuenta crecimientos futuros que provengan del crecimiento que los mediremos en el paso 3
- $EPV = Adjusted\ Earnings \times 1 \div R$
- **Adjusted Earnings:** se asume que i) corresponden a los beneficios que se podrán distribuir en el futuro y ii) que serán constantes en un futuro indefinido
- **R:** Es el coste de capital del inversor

Metodología de la estrategia de Value Investing

Strategic Dimension



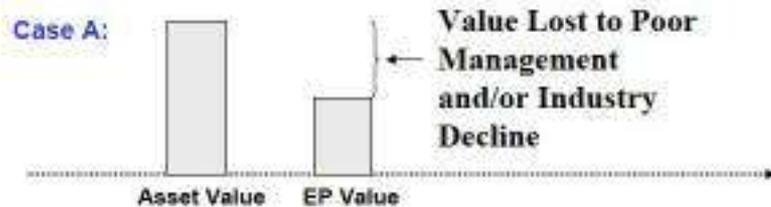
PASO 3 – GROWTH VALUE

- Growth value o el valor del crecimiento es el más difícil de estimar y predecir
- Esta dificultad en la predicción es la que puede generar errores y equivocaciones en su estimación
- El crecimiento futuro tiene que estar sustentado por inversiones adicionales en activos productivos
- Las barreras de entrada de los negocios son claves a la hora de mantener y proteger la ventaja competitiva que permita que el crecimiento genere valor para los negocios

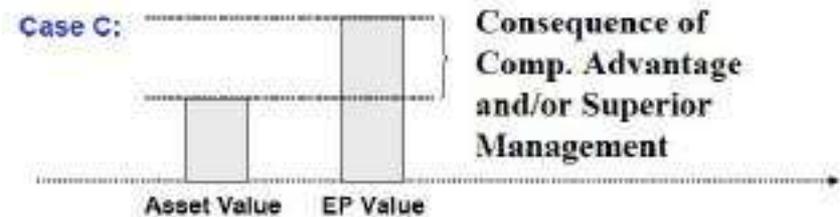
Fuente: Columbia Business School

Potenciales escenarios de valoración

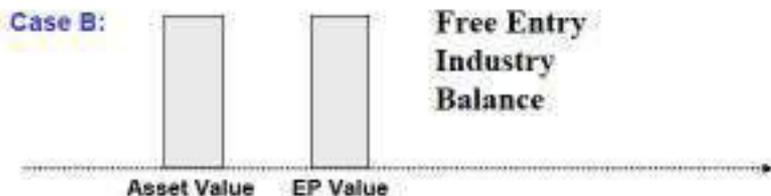
Escenario A



Escenario C



Escenario B



Escenario A: compañías mal gestionadas o que se encuentran en una industria que está en decadencia. La mejor estrategia es el cambio del equipo directivo y la liquidación de los activos

Escenario B: compañías que no están protegidas por una barrera competitiva. La inversión en crecimiento no va a generar valor adicional para el negocio.

Escenario C: la compañía posee una ventaja competitiva (Franchise Value) que le permite crear valor a través del crecimiento.

Value Investing

Ventajas

- Es un método integral que analiza para cada valor 3 aspectos integrales: i) valor activos, ii) generación de flujos y iii) capacidad de crecimiento futuro
- El inversor tiene un “margen de seguridad” que le permite absorber oscilaciones en los precios del mercado
- Dado que es una inversión a largo plazo permite tomar ventaja de los retornos acumulados (“compounding returns”)
- Tiene menos riesgo y volatilidad para los inversores que utilizan esta técnica dado que evita las compras y ventas en el corto plazo, disminuyendo el riesgo market timing

Desventajas

- Requiere una alta disciplina y un detallado análisis por parte del inversor
- Se requiere un análisis concienzudo y detallado
- Los valores intrínsecos pueden llegar a ser difícil de calcular y estimar

GROWTH INVESTING - CARACTERÍSTICAS

- Invertir en empresas de crecimiento (growth stocks) que normalmente son compañías pequeñas o recién fundadas que se espera que obtengan tasas de crecimiento por encima del mercado
- Los sectores en los que se invierte son sectores nuevos (industria o incluso un mercado) y en los que hay una nueva tecnología o servicio que se ofrece al mercado
- La ganancia de valor suele estar basada en la revalorización del capital (vs dividendos de empresas más consolidadas)
- Muchas veces son empresas que no están cotizadas o que recientemente han empezado a cotizar
- Los valores de cotización que podemos esperar son muy altos (P/E – price earnings ratio)

FACTORES PARA EVALUAR EL POTENCIAL DE CRECIMIENTO DE UNA EMPRESA

1. Tasas elevadas de crecimiento durante los últimos años
2. Previsiones de crecimiento futuras elevadas
3. Atractivos márgenes de beneficio (pre-tax)
4. Elevados retornos sobre el capital invertido (ROE – Return on Equity)
5. Evolución del valor de la empresa analizada los últimos años

LOS INVERSORES EN GROWTH (CRECIMIENTO) BUSCAN CRECIMIENTO FUTURO Y, A DIFERENCIA DE LOS VALUE INVESTORS, NO PRESTAN TANTA ATENCIÓN A EMPRESAS QUE COTIZAN POR ENCIMA DE SU VALOR INTRÍNSECO

Growth Investing

Ventajas

- Crecimientos rápidos por encima de la media de la industria o del mercado
- Crecimientos sostenidos basados en una nueva tecnología o servicio que le otorgan una ventaja competitiva duradera
- Potencial para convertirse en líderes de su industria

Desventajas

- Valoraciones muy elevadas, generan altas expectativas sobre la evolución futura de la empresa
- Alta volatilidad, significa que puede haber grandes fluctuaciones en su precio, dependiendo de cambios en la percepción del mercado
- Ciclicidad del mercado tiene un gran efecto
- Riesgo de elegir la compañía adecuada (no todas son capaces de cumplir los crecimientos prometidos)

MOMENTUM INVESTING - CARACTERÍSTICAS

- Es una estrategia que busca capitalizar la continua existencia de tendencias y cambios en el mercado financiero
- La entrada (compra) y salida (venta) suelen estar fijadas por una serie de reglas fijas (algoritmos) que establecen los niveles de entrada y salida para ciertos valores
- Es una estrategia que los gestores tradicionales no usan tanto, pero es muy popular para los fondos de high frequency trading
- Son estrategias que requieren el uso de instrumentos financieros como: opciones, warrants, futuros, market exchange trade funds (ETFs) o cualquier instrument que nos permita comprar/vender volatilidad del mercado
- Se basa en la “mentalidad de la manada” (herd mentality)

METODOLOGÍA DE MOMENTUM INVESTMENT

1. Se analizan las medias móviles del mercado y de una acción o índice para períodos cortos (50 días) o medios (200 días)
2. Análisis sectorial, invirtiendo en sectores que tienen momentum positivo y quedándose corto en los sectores con un rendimiento débil
3. Análisis de diferentes activos financiero (bonos del tesoro, commodities, acciones, etc) y cambios en la cartera en función de las tendencias identificadas
4. Ejemplos de metodología (CANSLIM) que establece criterios para entrar y salir de acciones basado en análisis técnico

NO ES UNA ESTRATEGIA RECOMENDADA PARA INVERSORES PARTICULARES DADA SU DIFICULTAD TÉCNICA Y ELEVADA VOLATILIDAD. SI SE INVIERTE CON ESTA ESTRATEGIA EL CONSEJO ES DELEGAR EN UN GESTOR Y FONDO PROFESIONAL

Momentum investing

Ventajas

- Se beneficia de tendencias positivas en el mercado, identificándolas cuando se inician, y sacando el provecho para sus inversores
- Se base en “comprar barato y vender caro”, pero no siempre se acierta con el momento adecuado

Desventajas

- El reverso es que cuando una compañía recibe malas noticias, más allá de su valor intrínseco, el inversor vende su participación
- Estamos en manos de Mr. MARKET y equivocarse en el market timing puede tener graves consecuencias

Agenda ABAV

Sesión 1 – 11 de octubre de 2021

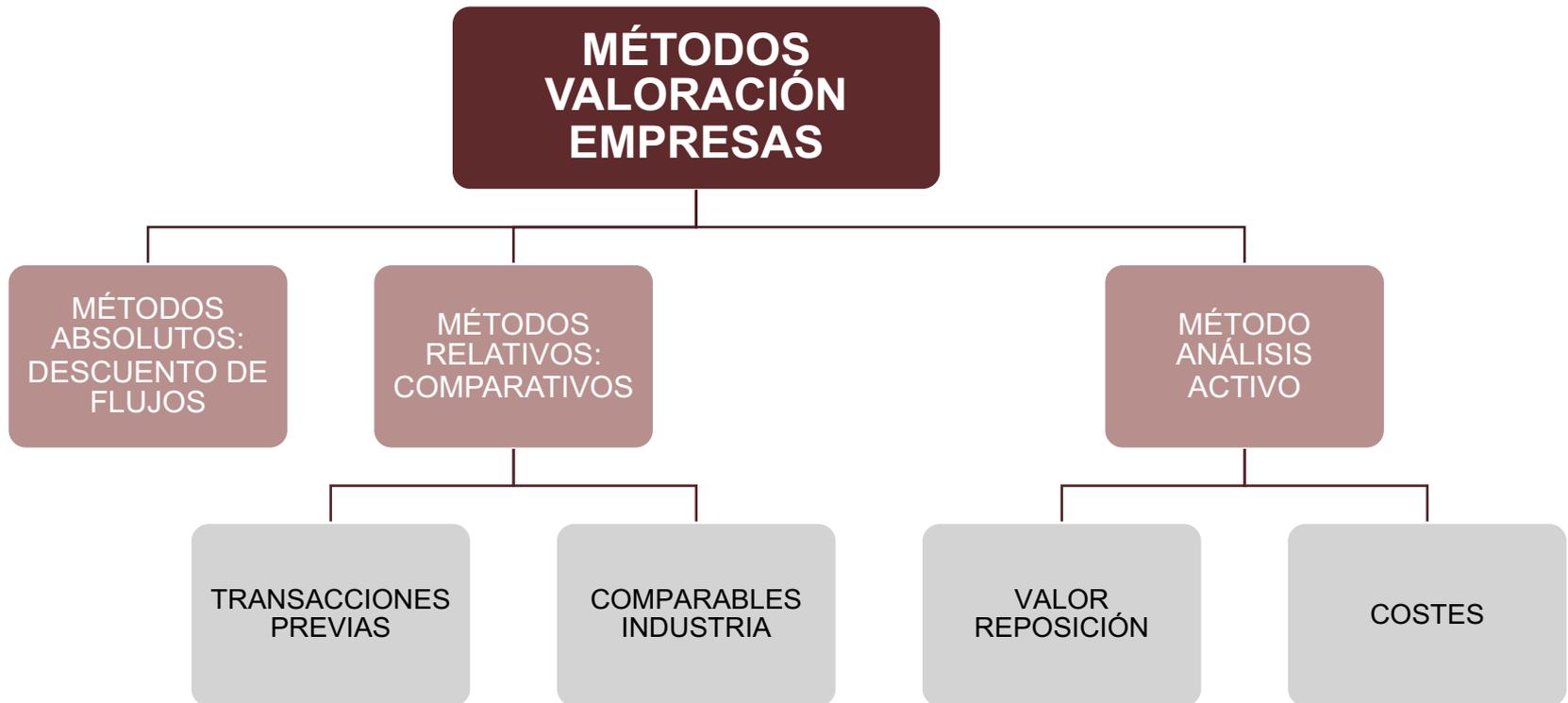
1

Filosofías de Inversión

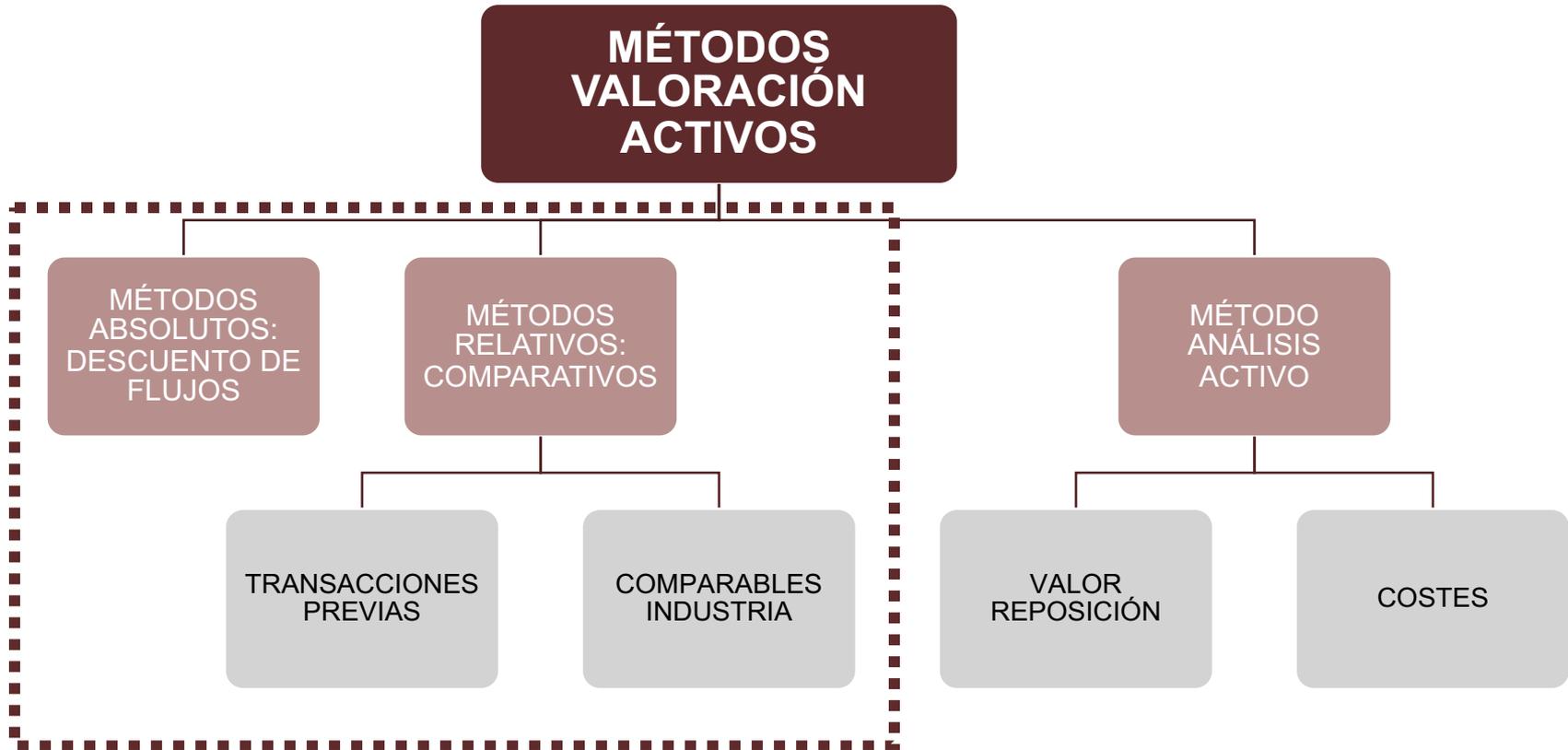
2

Herramientas de
valoración de empresas

Metodologías para la valoración de empresas



Metodologías para la valoración de activos



Vamos a centrar esta sesión en los métodos absolutos y los métodos comparativos

Métodos absolutos Vs. Métodos relativos

Métodos absolutos

- Se estima el valor intrínseco de las compañías
- Es más complejo que los métodos relativos (o de comparables)
- El objetivo es estimar el valor de las compañías (fair value)
- Hay dos modelos fundamentales:
 - DDM: Dividend discount model
 - DCM: Discounted cash flow model

Métodos relativos

- El objetivo no es calcular el valor intrínseco de la compañía
- Se usan ratios para comparar información sobre distintas acciones y tener referencias con la que estimar un precio
- Se conoce como el Método de Comparables (Comparables Method)
- Aunque a priori es un método más sencillo que los Métodos Absolutos, la mayor dificultad es encontrar empresas comparables

El valor del tiempo

- Los conceptos simples son los más poderosos: un Boliviano o un Dólar hoy, valen más que la misma divisa en el futuro
- El concepto de Valor Presente Neto (Present Value) nos permite desde un punto de vista matemático calcular cuanto vale a día de hoy un dólar futuro
- Hay tres motivos principales por los que flujos futuros valen menos que una cantidad similar en el presente:
 1. La gente prefiere consumir HOY a consumir en el FUTURO
 2. La inflación hace que la capacidad de compra (Purchasing Power) se ve reducida con el transcurrir del tiempo
 3. Los flujos de caja futuros (cash flows) tienen el riesgo de no ser obtenidos. Existe el riesgo por esperar.

TIPOS DESCUENTO DE FLUJOS

Hay 5 tipos fundamentales de cash flows:

1. **Descuento de flujo simple:** flujo que se produce en el futuro una sola vez y que descuenta a valor presente
2. **Anualidades:** es un cash flow constante que se produce en distintos períodos de manera regular
3. **Anualidades crecientes:** es un cash flow que crece de manera constante durante un período de tiempo especificado
4. **Perpetuidad:** un cash flow que se espera que se produzca de manera constante en el futuro con períodos regulares
5. **Perpetuidad creciente:** es un cash flow que se espera crezca a una tasa constante de manera perpetua

DESCUENTO DE FLUJOS – FÓRMULAS

- **Descuento de flujo simple:**

$$\frac{\text{Flujos futuros en el período}}{(1 + \text{Tasa Descuento})^{\text{Períodos}}}$$

- **Anualidades:**

$$\text{Cash Flow anual} \left[\frac{1 - \frac{1}{(1 + \text{Tasa de descuento})^{\text{Número de períodos}}}}{\text{Tasa de descuento}} \right]$$

- **Perpetuidad creciente:**

$$\frac{\text{Flujos de caja esperados el próximo año}}{(\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa esperada de crecimiento})}$$

¿Qué vamos a necesitar para valorar una compañía?

1. La estimación de flujos futuros (flujos del negocio o flujo del equity)
2. La tasa de descuento (r) a la que vamos a descontar esos flujos (WACC / K_e)
3. La tasa de crecimiento (g) a los que vamos a proyectar los flujos

La estimación de flujos futuros (flujos del negocio o flujos del equity)

Medida	Explicación
Activos existentes	
+ Activos de Crecimiento	
= VALOR DEL NEGOCIO	Para valorar el Negocio hay que descontar los flujos de caja antes del servicio de la deuda (cash flow to the firm) por el coste total de la financiación y equity (WACC)
- Deuda	
= VALOR DEL EQUITY	Para valorar el Equity , descontar el cash flow disponible para el equity después del servicio de la deuda (cash flows to equity) al coste de capital (Ke)

AMBOS MÉTODOS HAN DE ARROJAR RESULTADO SIMILARES EN LA VALORACIÓN DEL EQUITY

La estimación de flujos futuros (flujos del negocio y flujos del equity)

Medida	Explicación
Beneficio Neto	Ganancias de los Accionistas, después de impuestos y gastos financieros
+ Depreciación	Gastos (depreciación y amortización de activos), que no suponen una salida de caja
+ Gastos financieros	Se añaden los gastos financieros netos pagados ajustados por el efecto fiscal. Intereses x (1 – Tasa Corporativa)
- Inversión en capital (CapEx)	No es un gasto, pero supone una salida de caja
+/- Cambios en Working Capital	(+) en el inventario y (+) cuentas a cobrar reducen (↓) el cash flow disponible (+) en las cuentas a pagar suponen crecimientos (↑) en el cash flow disponible
= Caja generada por el negocio (FCFF) <i>Free Cash Flow for Firm</i>	Este el Cash Flow disponible generado por el negocio Mide la capacidad de generación de caja del negocio, independientemente de como se esté financiando Hay que ser muy cautos con negocios con FCFF negativo

La estimación de flujos futuros (flujos del negocio y flujos del equity)

Medida	Explicación
= Caja generada por el negocio (FCFF) <i>Free Cash Flow for Firm</i>	Este el Cash Flow disponible generado por el negocio Mide la capacidad de generación de caja del negocio, independientemente de como se esté financiando Hay que ser muy cautos con negocios con FCFF negativo
- (Repagos de principal de deuda) + (nuevas emisiones de deuda)	Repagos de principal suponen salidas de caja, pero nuevas emisiones de deuda generan caja adicional
- Intereses pagados	Se sustraen los gastos financieros netos pagados ajustados por el efecto fiscal. Intereses x (1 – Tasa Corporativa)
= Potencial Dividendo (FCFE) <i>Free Cash Flow for Equity</i>	Este es el Cash Flow disponible después de cubrir todas las necesidades Si es positivo, representa un potencial dividendo Si es negativo, representa un faltante que ha de ser cubierto con nuevas aportaciones de equity

Si los flujos que vamos a descontar son flujos para el equity (FCFE) hay que utilizar el coste del Capital (Ke)

Elementos	Explicación
Tasa Libre de Riesgo (RfR)	Bonos de gobierno a largo plazo (dependiendo de la divisa ajustaremos la tasa de referencia)
Equity Risk Premium (ERP)	Tasa de riesgo que los inversores aplican sobre la tasa libre de riesgo
Riesgo relativo o Beta	<p>La Beta estimada es la volatilidad que tiene una acción respecto al promedio del mercado</p> <p>Beta > 1 mayor volatilidad que el mercado Beta = 1 volatilidad igual al del mercado Beta < 1 menor volatilidad que el mercado</p>

$$\text{Coste del Equity (Ke)} = \text{RfR} + (\text{Beta} * \text{ERP})$$

Si los flujos que estamos descontando son para la compañía (FCFF) tenemos que aplicar el WACC

Elementos	Explicación
Coste del equity	Coste del Equity (K_e) = $R_f R + (\text{Beta} * \text{ERP})$
Coste de la deuda después de impuestos	$(R_f R + \text{Diferencial de crédito}) \times (1 - \text{Tasa Corporativa Impuestos})$ $K_d \times (1 - T)$
Proporción de Deuda / (Deuda + Equity)	Peso que representan la deuda y el equity sobre el total de fuentes de financiación

$$\text{Coste Promedio Ponderado del Capital (WACC)} = K_e E / (E+D) + K_d (1-T) D / (E+D)$$

Tasas de crecimiento futuras

Elementos	Explicación
Tasas de crecimiento de los flujos anuales	Fase de expansion: tasas de crecimiento habitualmente por encima del 10%. El negocio está en crecimiento de sus ventas y del cash flow que genera
	Fase de desaceleración: a medida que se incrementa la competencia en la industria, el negocio sigue creciendo, pero a las tasas tan elevadas que lo ha hecho anteriormente
	Fase de madurez: la compañía está centrada en mantener su cuota de mercado y el difícil que logre crecimientos superiores el promedio del mercado
Tasa de crecimiento perpetua del valor terminal	<p>Esta tasa es a la que se estima que crezcan los flujos de la compañía de forma perpetua y que nos permitirá calcular el valor terminal de la compañía.</p> <p>Tasas superiores al PIB y la inflación histórica han de estar justificadas por una ventaja competitiva clara y defendible por parte de la compañía</p>

Hay que ser cautos a la hora de calcular las tasas de crecimiento dado que tienen un elevado peso sobre el total del valor estimado. Valores por encima del PIB histórico han de estar sustentados por una clara ventaja competitiva

Ejemplo ilustrativo de cálculo de Ke y WACC

INPUT		%	Fuente
Tasa Libre de Riesgo		4.80%	Emisiones Bonos a 20 años
Equity Risk Premium		7.0%	Tasa que aplican los inversores por industria y país
Beta		1.11	Beta de la compañía sobre el mercado
Deuda		50%	Balance de la compañía
Capital		50%	Balance de la compañía
Diferencial de crédito		5.0%	Spread promedio que esté pagando la Cia
Tasa impuestos Corporativa (T)		25.0%	Tasa aplicable
Tasa crecimiento anual (g)		2.0%	Promedios de crecimiento de los últimos años

OUTPUT							
	RfR	+	(Beta	x	ERP)	= Ke	
Coste del Capital =	4.8%		1.11		7%	12.57%	
	(RfR	+	Diferencial crédito)	x	(1-Tasa Corp. Impuestos)	= Kd after tax	
Coste de la deuda después de Impuestos =	4.8%		5.0%		75.0%	7.35%	
	(Ke	x	E/ (E+D))	+	(Kd (1-T)	x D / (E+D)) = WACC	
Coste Promedio Ponderado del Capital (WACC) =	12.57%		50.0%		7.35%	50.00%	9.96%

Ejemplo ilustrativo de cálculo de Discounted Cash Flow model

EJEMPLO ILUSTRATIVO FFCF							
Beneficio Neto		3,586					
Tasa crecimiento Beneficio 5 años		3.00%					
Tasa de Reinversión en el negocio		30.00%					
WACC		9.96%					
Tasa crecimiento perpetua		1.50%					
Deuda (millones)		15,000					
Acciones (millones)		750					
FCFF	Actual	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Valor Terminal
Beneficio neto	3,586	3,694	3,919	4,282	4,819	5,587	
- Reinversión negocio	-	1,108	1,176	1,285	1,446	1,676	
= FFCF		2,586	2,743	2,997	3,373	3,911	46,227
Valor Presente @ WACC		2,351.32	2,742.96	2,997.31	3,373.50	2,432.73	26,543
% cash flows sobre total valor		5.8%	6.8%	7.4%	8.3%	6.0%	65.6%
Valor presente Firma	40,441						
- Deuda	- 15,000						
Valor Equity	25,441						
Nº Acciones	750						
Valor Acción	33.92						

El valor residual suele tener un peso elevado sobre el total del valor estimado

- Se estiman los flujos disponibles para la firma
- Se descuentan los flujos al WACC (promedio del coste ponderado del equity y la deuda)
- Se calcula el valor residual de los Flujos Futuros
- Hay que sustraer el saldo actual de la deuda
- Se obtiene el valor del capital y se divide por el número de acciones cotizadas

Ejemplo ilustrativo de cálculo de Dividend Discount Model

EJEMPLO ILUSTRATIVO FFCE

Beneficio Neto	3,586
Tasa crecimiento Beneficio 5 años	3.00%
Tasa de Reinversión en el negocio	30.00%
Ke	12.57%
Tasa crecimiento perpetua	1.50%
Acciones (millones)	750

FCFE	Actual	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Valor Terminal
Beneficio neto	3,586	3,694	3,919	4,282	4,819	5,587	
- Reinversión negocio	-	1,108	1,176	1,285	1,446	1,676	
= FFCF		2,586	2,743	2,997	3,373	3,911	
- Debt repayment / + Debt issues	-	500	500	500	500	500	
= FCFE		2,086	2,243	2,497	2,873	3,411	
Valor Presente @ Ke		1,853	1,770	1,751	1,789	1,887	31,273
% cash flows sobre total valor		7.6%	7.2%	7.2%	7.3%	7.7%	62.9%

Valor Equity	24,418
Nº Acciones	750
Valor Acción	32.56

El valor residual suele tener un peso elevado sobre el total del valor estimado

- Se estiman los flujos disponibles para los accionistas
- Se descuentan los flujos al Ke (coste de capital)
- Se calcula el valor residual de los Flujos Futuros para el Capital
- Se obtiene el valor del capital y se divide por el número de acciones cotizadas

Claves de los métodos relativos

- Consiste en comparar con métricas de otras empresas de tamaño similar a las que estamos analizando en la misma industria, o similares
- La comparación de ratios nos permitirá determinar si la compañía que estamos analizando está sobre-valorada o infra-valorada respecto a los comparables elegidos
- Los ratios más comúnmente empleados son:
 - EV/ Sales Enterprise Value to Sales
 - Price to Earnings (P/E)
 - Price to Book (P/B)

METODOLOGÍA DEL ANÁLISIS DE COMPARABLES

- 1. Elegir un grupo de empresa comparables:** idealmente empresas de tamaño similar en la misma industria y region
- 2. Seleccionar los ratios comparables:** hay que elegir los ratios que mayor reflejen la dinámica de la industria y tomar una serie histórica que nos permita ajustar efectos temporales o cíclicos
- 3. Buscar operaciones recientes en el mercado:** múltiplos que se hayan pagado por operaciones de adquisición recientemente en el mercado

Ratios más utilizados en la metodología de comparables: Enterprise Value to Sales (EV/Sales)

Ratio	Explicación
<p style="text-align: center;">EV / Sales</p>	<p>A) Enterprise Value = Market Cap + Deuda – Caja / B) Sales – Ventas anuales de la empresa</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • A diferencia de otros ratios como Price to Sales, este ratio tiene en cuenta la deuda de la compañía. • Típicamente el ratio está entre 1x y 3x • Un EV/S alto puede indicar una empresa sobrevalorada • Un EV/S bajo generalmente indica una empresa infravalorada y oportunidad de compra • Un EV/S negativo señala una clara oportunidad de arbitraje dado que la empresa puede ser comprada con su propia caja
	<ul style="list-style-type: none"> • No hay que tomar decisiones de pulgar (thumb rule) usando únicamente este ratio • Hay que entender si un ratio elevado de EV/S está justificado por las altas de crecimiento del negocio • Un ratio bajo, no significa necesariamente una oportunidad de inversión, dado que las ventas no tiene en cuenta los gastos de la empresa o los impuestos (y potenciales contingencias fiscales)

Ratios más utilizados en la metodología de comparables: Price to Earnings (P/E)

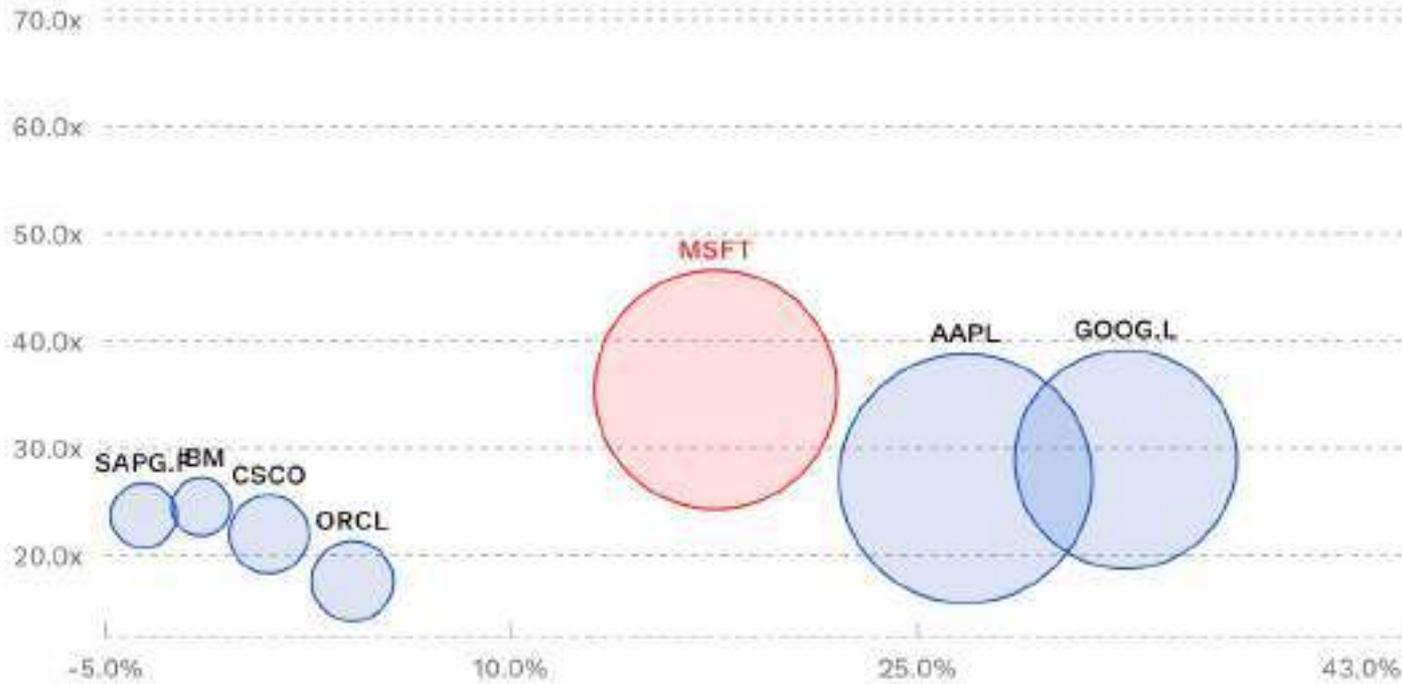
Ratio	Explicación
<p style="text-align: center;">Price to Earnings (P/E)</p>	<p>A) Current share market price / B) Earnings per Share (EPS)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • Permite comparar a una empresa con compañías similares en la industria o contra su propia serie histórica • Un P/E alto puede indicar una empresa sobrevalorada o que los inversores esperen grandes crecimientos en el futuro • Un P/E bajo generalmente indica una empresa infravalorada y oportunidad de compra • Se puede calcular el ratio de dos maneras: <ul style="list-style-type: none"> • Trailing P/E: ganancias del año anterior • Forward P/E: ganancias proyectadas • De manera muy simplificada se puede entender como el precio que un inversor está dispuesto a pagar hoy por 1\$ de ganancias actuales
	<ul style="list-style-type: none"> • En el caso de compañías que no tengan beneficios o generen pérdidas no se puede calcular • Los niveles de referencia cambian en función de la industria y el ciclo económico, hay que ser muy cautos fijando “reglas de oro” sobre los niveles

Ratios más utilizados en la metodología de comparables: Price to Book (P/B)

Ratio	Explicación
<p style="text-align: center;">Price to Book (P/B)</p>	<p>A) Current share market price / B) Book value per share (BVPS)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • Book value se calcula cómo el valor total de los activos netos menos los activos intangibles (e.g. patentes, fondo de comercio) • Generalmente siempre obtendremos valores > 1 • Valores por debajo de < 1 pueden generar una oportunidad de arbitraje, o serias dudas por parte de los inversores sobre que se puede obtener un rendimiento suficiente sobre los activos (ROA) • De manera simplificada el Book Value es el valor que quedaría para los inversores si la compañía vendiera todos sus activos y pagara todas sus deudas
	<ul style="list-style-type: none"> • Los distintos estándares contables pueden afectar a la fiabilidad de los resultados obtenidos • No es tan relevante para empresas con un alto peso de activos intangibles en su balance • Si ha habido cambios recientes en el balance de una compañía puede perder relevancia

Ejemplo ilustrativo comparables - Microsoft

Performance vs Valuation Benchmarks



X Axis

Y Axis

○ Size

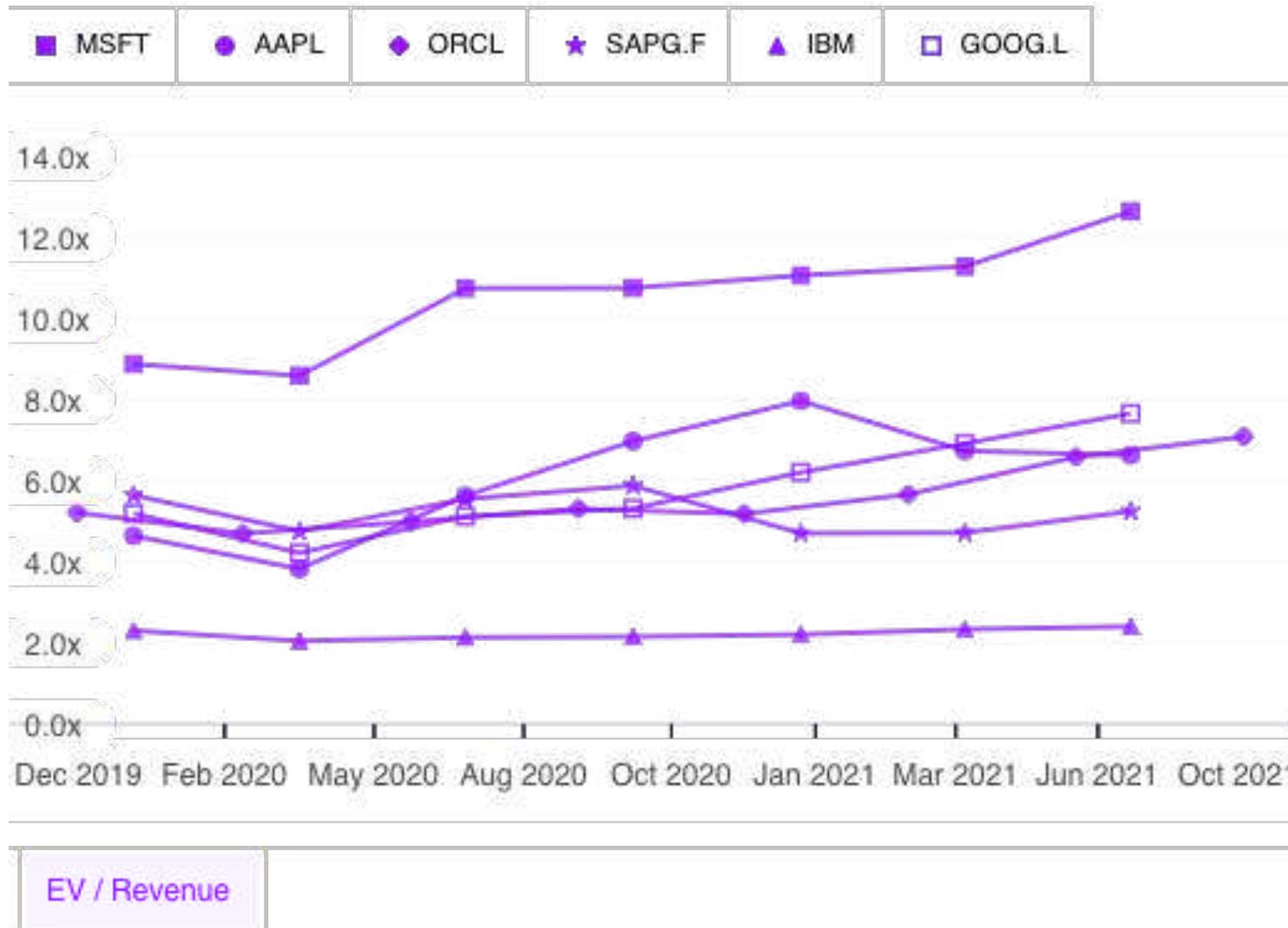
Revenue Growth

P/E Ratio

Market Cap

Fuente: Análisis Finbox

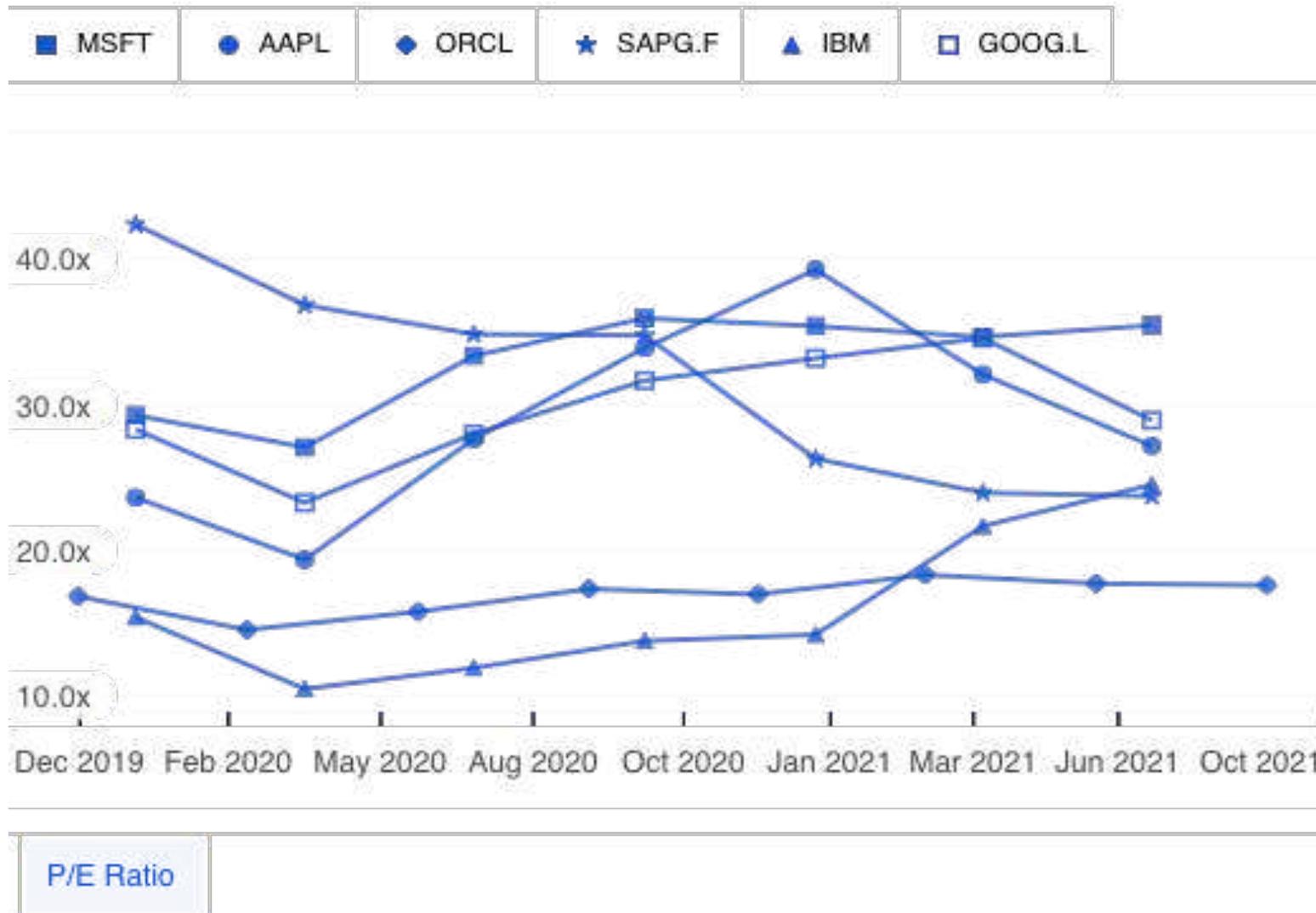
Ejemplo ilustrativo comparables – Microsoft- EV/Sales



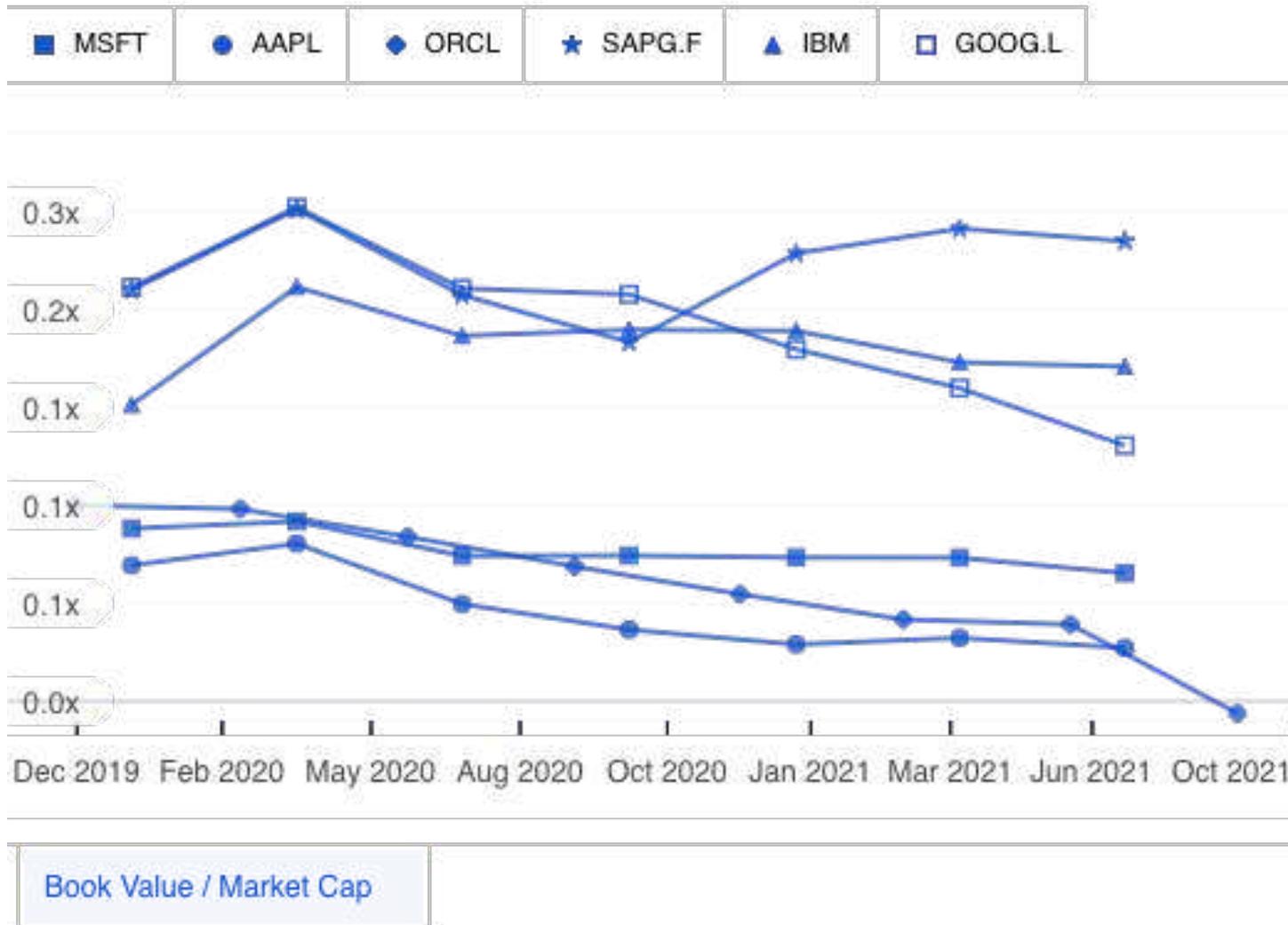
EV / Revenue

Fuente: Análisis Finbox

Ejemplo ilustrativo comparables – Microsoft- P/E



Ejemplo ilustrativo comparables – Microsoft- P/B



Book Value / Market Cap

Fuente: Análisis Finbox

Bibliografía recomendada

- **The Little Book of Valuation – How to Value a Company, Pick a Stock and Profit** – Autor: Aswath Damodaran
- **Value Investing – From Graham to Buffet and Beyond** – Autores: Bruce C.N. Greenwald / Judd Kahn // Paul D. Sonkin // Michael van Biema
- **The Intelligent Investor** – Autor: Benjamin Graham
- **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance** – Autor: Aswath Damodaran
- **One up on Wall Street: How to use what you already know to make money in the Market** – Autor: Peter Lynch



ABAV : Instrumentos y técnicas de valoración de empresas

Sesión 2 – Herramientas de valoración de empresas e introducción al IFRS
13 octubre 2021

Igor Marzo

igor.marzo@argosspartners.com

Cel. +52 55 3850 5237

Instrumentos y técnicas para la valoración de empresas. Como crear valor a través de la reestructuración de empresas

SESIÓN 1

11 oct 2021

- Filosofías de Inversión
- Herramientas de valoración de empresas (métodos de valoración)

SESIÓN 2

13 oct 2021

- Herramientas de valoración de empresas (análisis posición competitiva)
- Introducción IFRS

SESIÓN 3

18 oct 2021

- IFRS – implicaciones en la valoración de una empresa
- Causas del declive de una empresa

SESIÓN 4

20 oct 2021

- Creando valor a través de una reestructura corporativa
- Oportunidades de inversión
- Caso Práctico

Agenda

Herramientas de valoración de empresas e IFRS

1

Análisis de la
posición competitiva

2

Introducción a IFRS

Agenda

Herramientas de valoración de empresas e IFRS

1

**Análisis de la
posición competitiva**

2

Introducción a IFRS

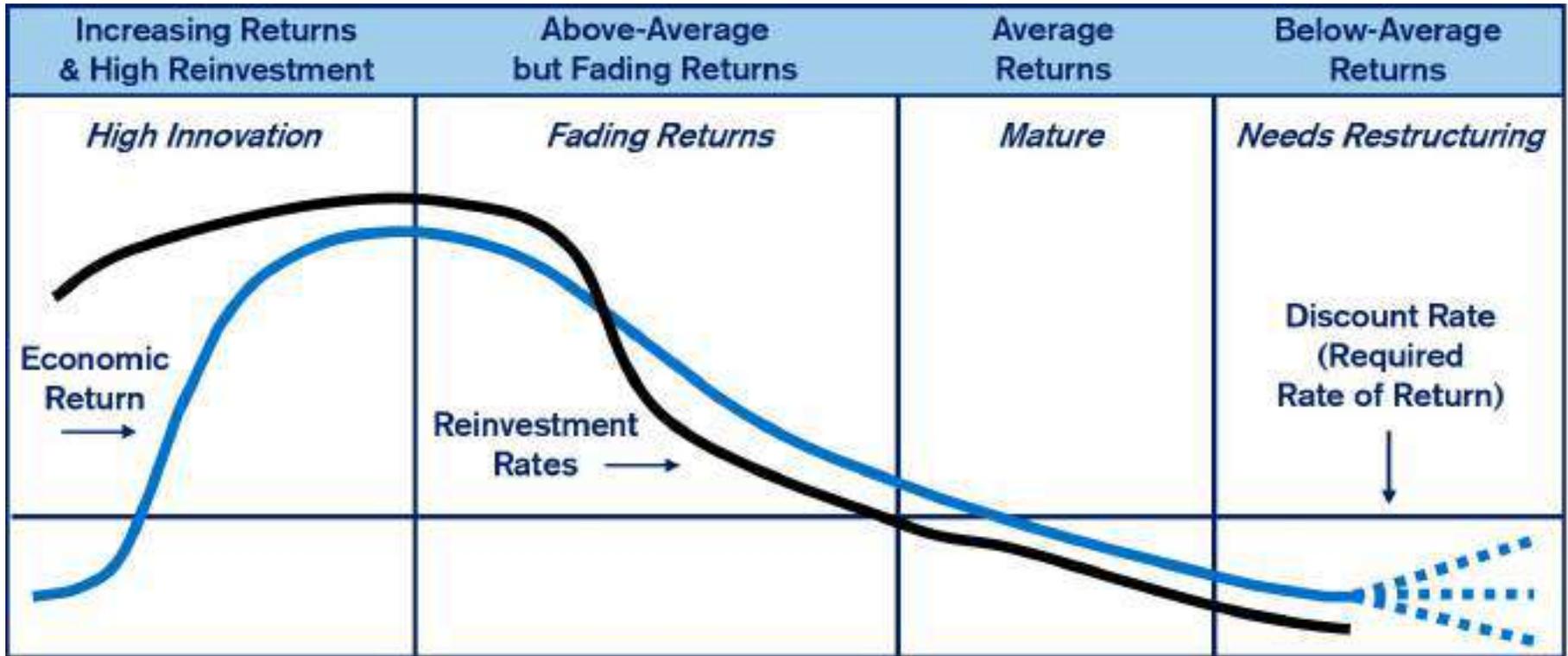
Midiendo la profundidad del “foso del Castillo”



“Lo más importante para mí es estimar cómo de profundo es el “foso” que protege al negocio. ¿Qué me gustaría?. Por supuesto un enorme castillo y un profundo foso con cocodrilos y pirañas” - Warren E. Buffet

Ciclo competitivo de una empresa

Hay 4 fases bien diferenciadas a lo largo de la vida de una empresa



Fuente: Credit Suisse HOLT

Ciclo competitivo de una empresa

A través del ciclo competitivo de una empresa podemos estimar cómo de sostenible es la capacidad de creación de valor de la empresa

Fase

Descripción

Claves

Innovación



Compañías jóvenes con altas tasas de crecimiento y de inversión.
Momento en el que salen a bolsa

Las compañías exitosas pueden obtener resultados de manera temporal por encima del coste de capital requerido.

Crecimiento ralentizado



Los **altos retornos atraen a la competencia**, haciendo que los retornos se ajusten a tasas de mercado

En el medio y largo plazo las compañías acaban retornando al promedio de retorno del mercado para su industria

Madurez



El mercado **ha alcanzado un punto de equilibrio**. Se obtienen retornos en línea con el mercado

Declive

La **competencia puede hacer que se reduzca el retorno por debajo del coste de capital**. La compañía puede mejorar retornos a través de un proceso de reestructura

Los inversores pagan por la capacidad de crear valor en el largo plazo

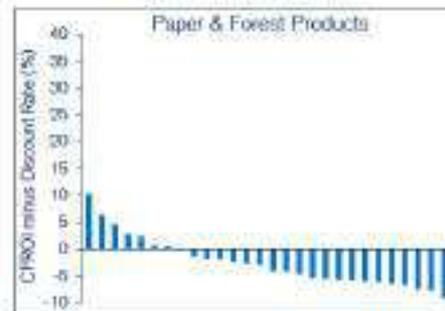
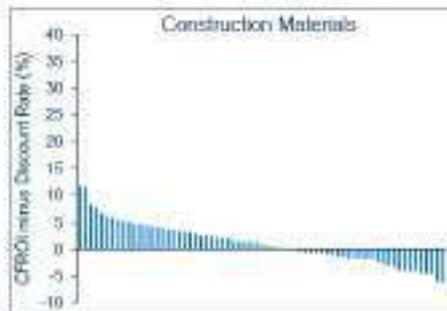
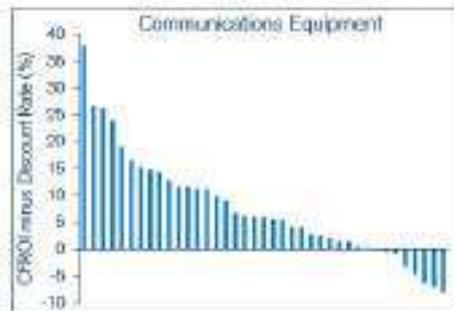
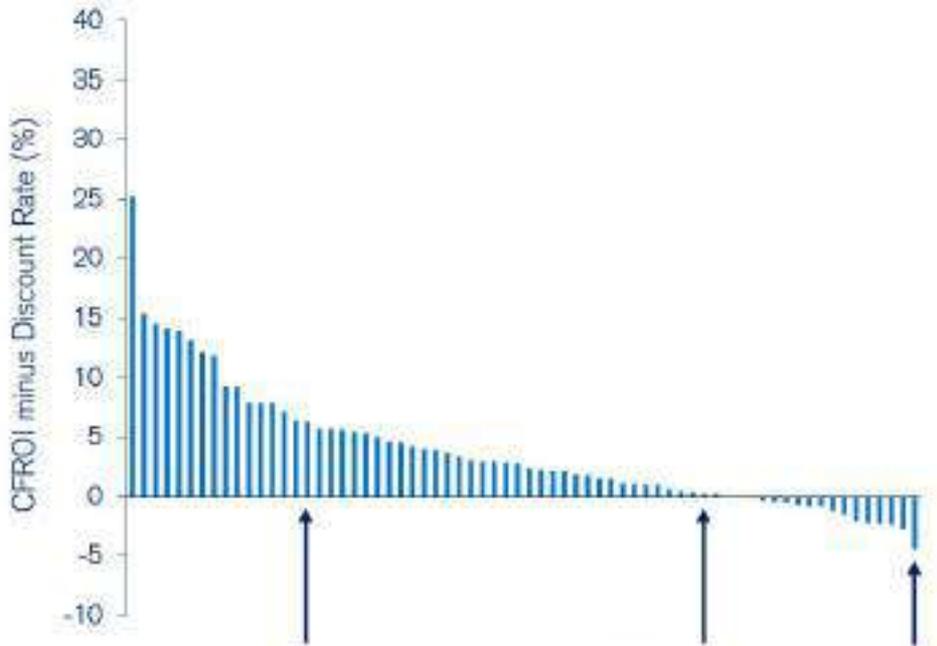
Relación entre las expectativas de mercado y la estrategia competitiva de la empresa

Los inversores tratan de identificar como las empresas generan valor de manera sostenible y anticipar potenciales cambios y/o oportunidades



Visto de manera global hay industrias que muestran elevados retornos de capital y otras que no llegan a los requerimientos mínimos...

... pero dentro de cada industria, hay **ganadores y perdedores**



Fuente: Credit Suisse HOLT

Conclusión

- Estudio sobre 5,500 compañías cotizadas en 68 sectores distintos durante 5 años
- CFROI mide el cash flow sobre la inversión al que deducimos el coste de capita
- La principal conclusión es que incluso dentro de las industrias ganadoras y perdedoras encontramos todo tipo de empresas lo que **nos lleva a tener que analizar cada EMPRESA**

Análisis de la Industria

Vamos a articular el análisis sobre 3 pilares fundamentales

Importancia de la industria

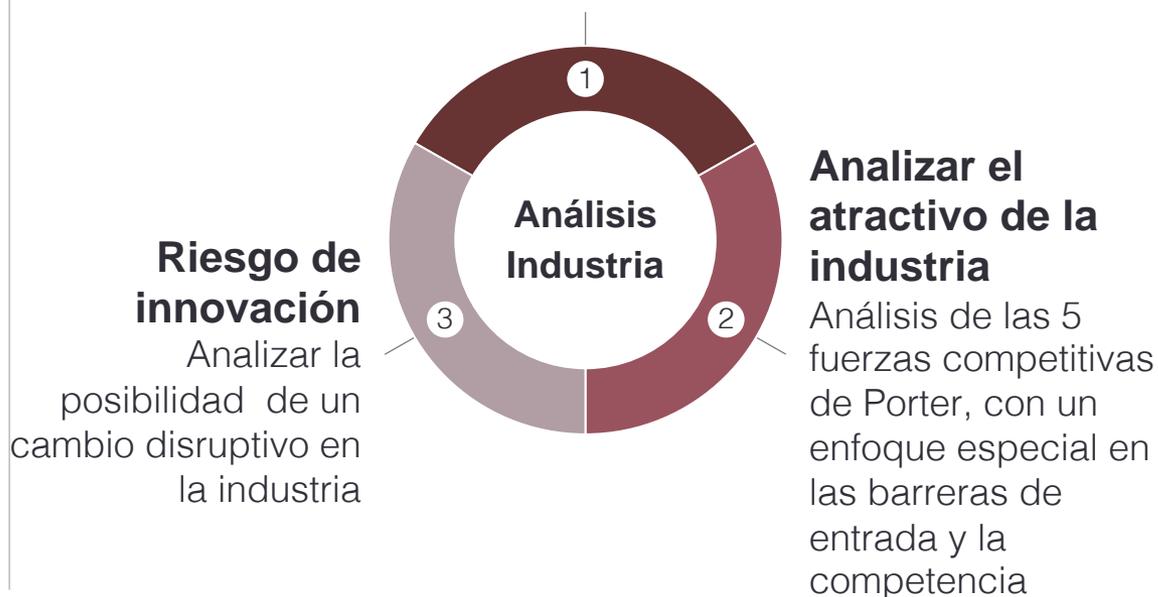
La evidencia empírica (estudio de McGahan y Porter) **muestra que el efecto de la industria es el más importante a la hora de explicar un retorno por encima de la media del mercado para una empresa.**

Sin embargo, **en el caso de las empresas con bajos retornos son más importantes los factores propios de esa empresa**

Fuente: “The emergence and sustainability of abnormal profits” Strategic organization Vol. 1, No.1, Feb 2003 por Anita M. McGahan y Michael E. Porter

Crear el mapa de la industria

Principales actores, identificar las fuentes de potenciales beneficios e identificar los riesgos oportunidades de la industria



Riesgo de innovación

Analizar la posibilidad de un cambio disruptivo en la industria

Analizar el atractivo de la industria

Análisis de las 5 fuerzas competitivas de Porter, con un enfoque especial en las barreras de entrada y la competencia

Mapa de la industria

Crear un “mapa” de la industria es la mayor manera de iniciar el análisis de la competencia.

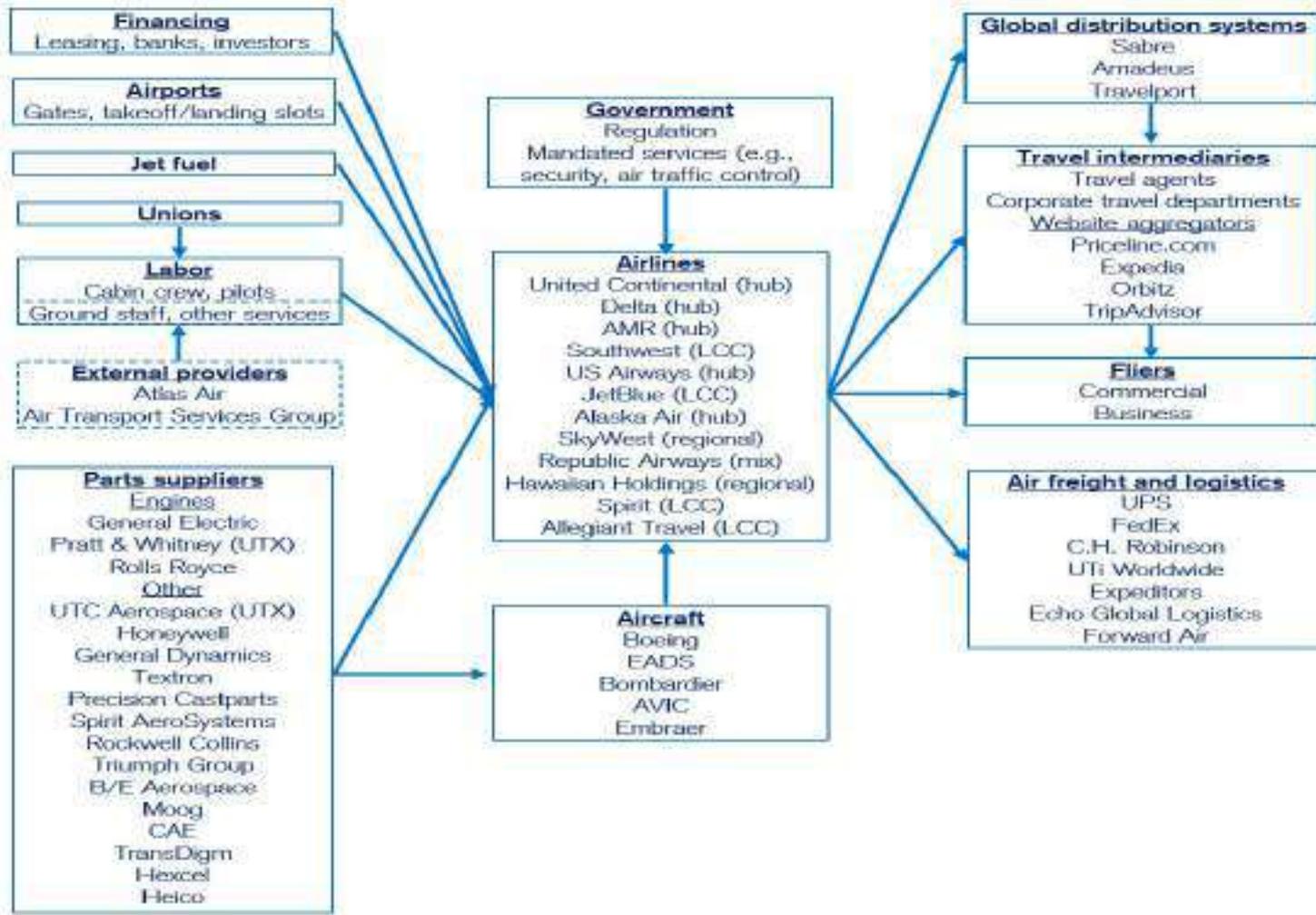
Componentes del mapa

El objetivo principal es entender las relaciones existentes y futuras que dan forma a la creación de valor de la industria y a cada uno de los actores individuales

- Clasificar a las compañías en función de su dominancia del mercado (tamaño y cuota de mercado)
- Identificar a los competidores actuales, así como a los futuros potenciales competidores
- Entender la naturaleza económica de la interacción entre los distintos actores
- Evaluar los factores que pueden impactar a la rentabilidad de la industria (eg. regulación, laboral)



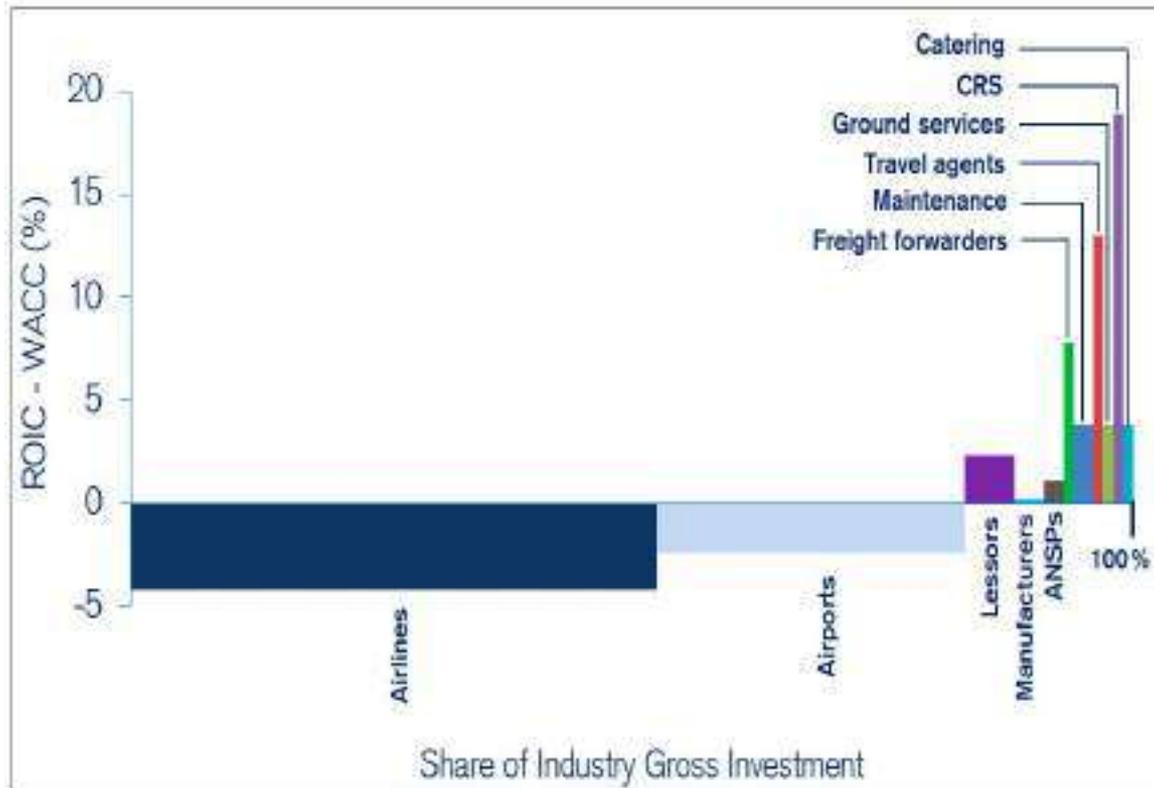
Ejemplo ilustrativo de un mapa de la industria: líneas aéreas



Fuente: Credit Suisse

Identificar el “pool” de generación de valor de la industria

Dentro de cada industria la distribución del valor no es necesariamente simétrica ni equitativa



Claves

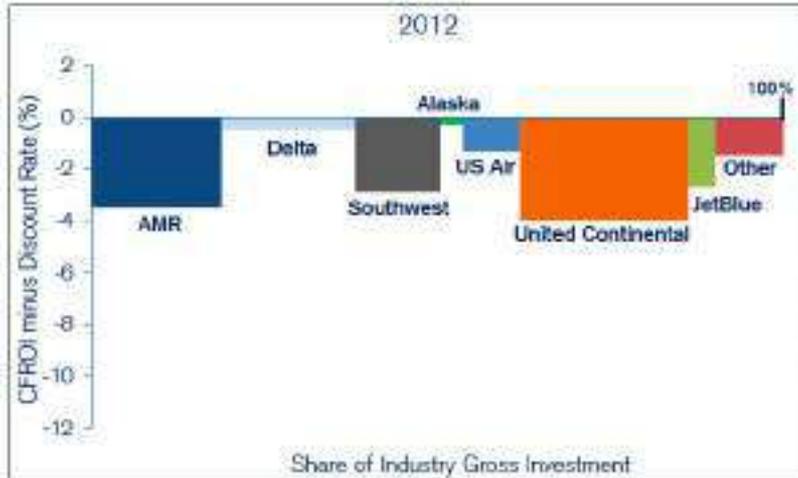
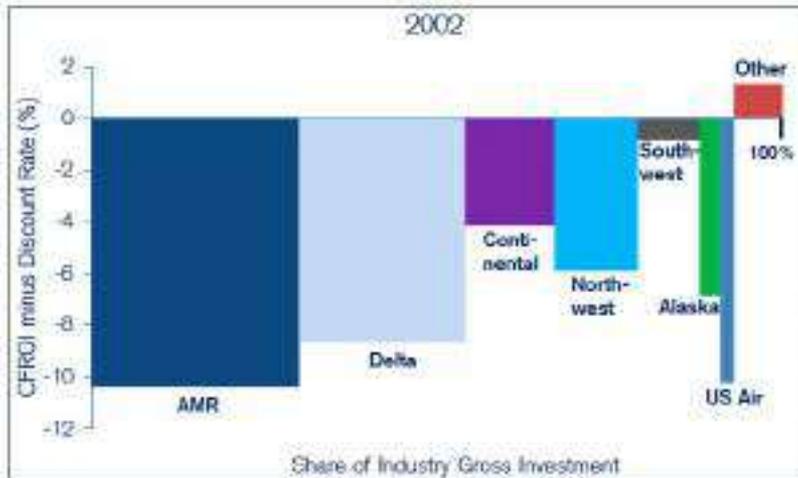
Vemos que en la industria aérea el valor no se genera en la grandes línea aéreas, si no en la compañías que les aportan servicios accesorios

Dentro de cada industria hay que analizar de manera cuidadosa dónde queremos invertir

Fuente: International Air Transport Association “ Vision 2050” report and Credit Suisse’s analysis

Un segundo análisis del “pool” es identificar que compañías ganan y cuáles pierden

Dentro de cada industria la distribución del valor no es necesariamente simétrica ni equitativa



Vemos que casi todas las compañías han destruido valor a lo largo de los años

Puede que no sorprenda en el caso de las aerolíneas históricas con costes del pasado (“legacy costs”), pero sorprende en el caso de compañías de low cost

Esto nos lleva a la conclusión que es una industria muy competitiva, con bajas barreras de entrada, altos costes fijos, exceso de capacidad y crecimientos no tan elevados

Fuente: Credit Suisse HOLT

Entorno de la industria

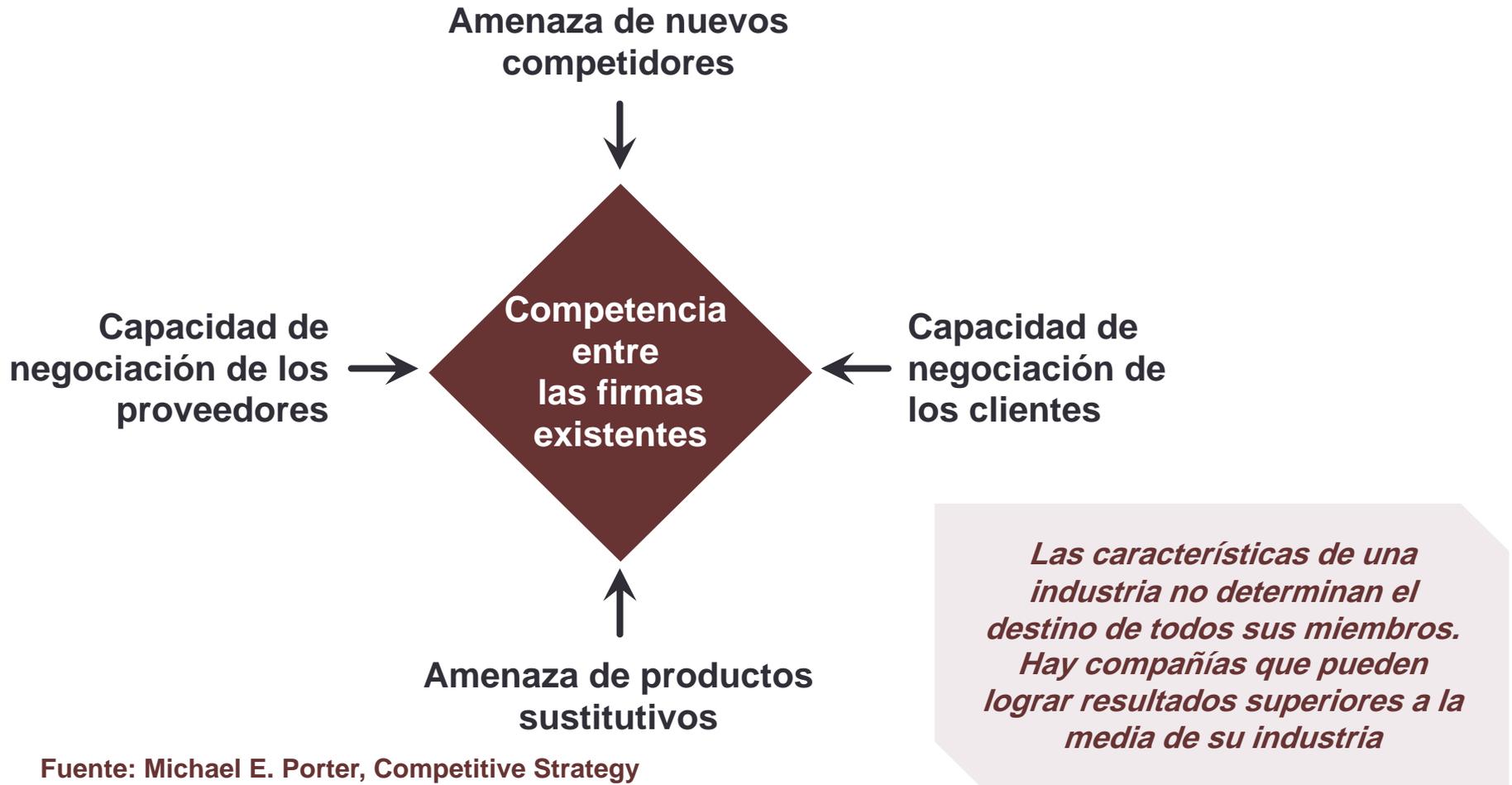
Es clave identificar en qué entorno se encuentra la industria que estamos analizando

Clasificación de la industria



5 fuerzas de Porter que definen la estructura de una empresa

Porter identifica las 5 fuerzas clave que establecen el potencial de creación de valor de una industria



5 fuerzas de Porter

Impacto sobre la posición competitiva de una empresa y su capacidad de generar valor

Descripción

Capacidad de negociación del proveedor

Mide el poder de negociación que tiene un proveedor sobre sus clientes para fijar el precio, calidad y nivel de servicio.

- Los proveedores están en una posición ventajosa si no hay productos sustitutos o los costes de cambio son muy elevados para sus clientes.
- Vendedores de commodities que venden a un número concentrado de clientes están en una posición de desventaja sobre proveedores con un producto diferenciado y una base diversificada de clientes

Capacidad de negociación del comprador

Mide el poder de negociación que tiene un comprador sobre sus proveedores para adquirir un producto o servicio.

- Compradores con un alto nivel de información sobre el mercado, productos sustitutos y proveedores existentes, tiene una mejor capacidad de negociación que sobre compradores desinformados

5 fuerzas de Porter

Impacto sobre la posición competitiva de una empresa y su capacidad de generar valor

Descripción

Productos sustitutivos

Mide la existencia de productos/servicios sustitutivos, así como la capacidad de un comprador de cambiar a un product sustitutivo.

- Un negocio está amenazado por productos sustitutivos si sus precios no son comparables o si hay productos sustitutivos disponibles de sus competidores
- La existencia de productos sustitutivos limita el precio que una compañía puede fijar por sus productos, marcando un límite al retorno que puede obtener

Amenaza de nuevos competidores

Mide la tasa de entradas y salidas de nuevas compañías en la industria que estamos analizando.

- Las tasas varían dependiendo de la industria, el ciclo de la industria y las barreras de entrada existentes
- En industrias emergentes es frecuente la entrada de nuevo actores, a medida que la industria madura, la demanda se estabiliza y las primeras firmas en la industria logran economías de escala, causando la salida de muchos compañías y logrando una posición de ventaja (hacia un “oligopolio”)

Tasas de entrada y salida por industria

Medias anuales por sector de entradas y salidas 1977-2010 Estados Unidos de América



Hallazgos

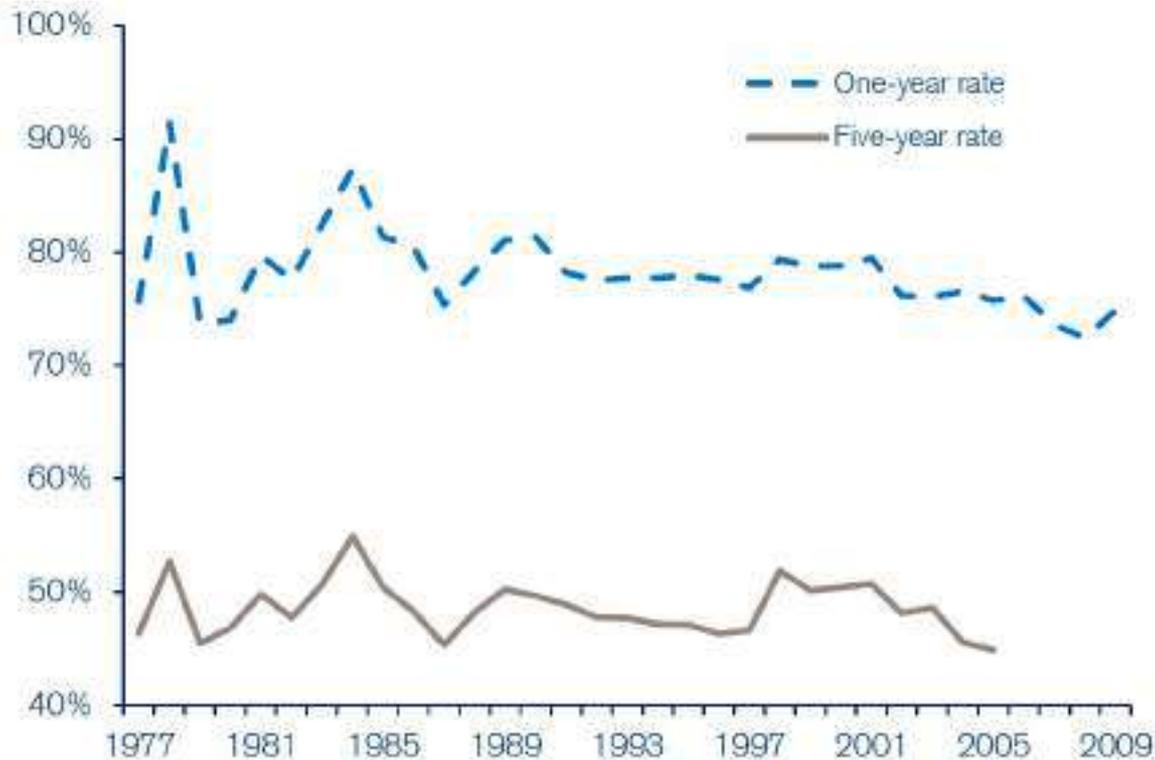
- Hay una **alta correlación** entre la **tasa de entrada y salida** de cada **industria**
- El **entrante típico** tiene **1/3 del tamaño** de la empresa **líder**
- La **tasa de supervivencia** de los nuevos actores es del **20%**, pero las **compañías supervivientes duplicaran** su tamaño

Fuente: U.S. Census Bureau, Center for Economic Studies, Credit Suisse

Tasa de supervivencia de las empresas

La tasa de mortalidad de las empresas se incrementa significativamente a partir de los 5 años

Tasa de supervivencia de las empresas por año de nacimiento, 1977-2009 EUA



Fuente: U.S. Census Bureau, Center for Economic Studies, Credit Suisse

Resultados

- Transcurrido **1 año entre el 90% y 75% de las compañías sobreviven**
- Después de **5 años la tasa de supervivencia cae al 55%-45%**
- La **serie histórica** muestra que los **datos son muy estables a largo del tiempo**

5 fuerzas de Porter

Impacto sobre la posición competitiva de una empresa y su capacidad de generar valor

Descripción

Rivalidad entre las compañías existentes define como de “intensa” es la competencia entre las compañías, en términos de precio, servicio, nuevos productos, promociones, publicidad, marketing, etc

Nivel de rivalidad / competencia entre las compañías existentes

- **Elevados niveles de coordinación** en la industria **sugieren bajos niveles de competencia y alto atractivo** de obtener elevados retornos para los inversores
- **Bajos niveles de coordinación**, significa que **un alto nivel de competencia y limitadas posibilidades obtener retornos elevados** para los accionistas
- La **tasa de concentración** es una medida muy utilizada (Herfindahl-Hirschman Index – HHI) para estimar la concentración en una industria. Este índice mide no solo el número de compañías, si no el tamaño de las compañías

Nivel de concentración de un grupo seleccionado de industrias

La tasa de mortalidad de las empresas se incrementa significativamente a partir de los 5 años

Herfindahl-Hirschman Índice

Industry Group (Manufacturing)	Index
Breakfast cereal	2,425.5
Tire	1,539.6
Automobile	1,448.8
Fiber optic cable	1,239.2
Sugar	1,097.5
Soft drink	1,094.5
Snack food	1,984.1
Paper mills	673.4
Coffee and tea	763.1
Footwear	602.8
Small arms	508.2
Musical instrument	404.6
Frozen food	304.8
Sporting and athletic goods	253.4
Dairy product	290.7
Textile mills	160.2
Computer and electronic product	136.6
Chemical	114.0
Apparel	44.0
Fabricated metal product	9.0

Fuente: U.S. Census Bureau, Concentration ratios – 2007

Bajo nivel de
competencia

HHI: 1,800

Alto nivel de
competencia

Conclusiones

- Muchos economistas consideran que **por encima 1,800 hay un bajo nivel de competencia**
- Los estudios demuestran **que un alto nivel de concentración está asociado a altos de rentabilidad**
- El **crecimiento de la industria también condiciona el nivel de competencia** de la industria (Crecimiento vs Suma Cero)

Factores de generación de valor de una empresa

El eje sobre el que la compañías pueden generar valor se basa en: Proveedores, Competidores, Clientes y actores Complementarios



Estrategias

1. Incrementar el deseo de los clientes de pagar por el producto
2. Reducir el apetito de los clientes por los productos de la competencia
3. Reducir el coste de oportunidad de sus proveedores
4. Incrementar el coste de oportunidad de los proveedores al trabajar con la competencia

La cadena de Valor de Porter

La creación de la cadena de Valor implica múltiples pasos



1. Crear el mapa de la cadena de valor de la industria

- Identificar la secuencia de actividades de la empresa en esa industria que generan valor

2. Comparar tu compañía con la industria

- Examinar la configuración de actividades de la empresa e identificar ventajas desventajas. Cuando la cadena de valor es similar a la de los competidores, la compañía está en la “Competencia por ser el Mejor”

3. Identificar los factores que determinan el precio o las fuentes de diferenciación

- Modos de realizar sus actividades de manera distinta: diseño de producto, servicio post-venta

4. Identificar los factores de costes

- Identificar en detalle los costos asociados a cada actividad y las diferencias con los competidores

Fuentes de Valor Añadido

Hay 3 fuentes fundamentales de valor añadido

Fuentes de valor añadido para una compañía

Este análisis está focalizado en los factores que generan valor para una empresa.

Existe un solape con el análisis por industria que hemos realizado anteriormente, pero queremos fijarnos en factores específicos de la compañía

Ventajas de producción

Las firmas generan valor produciendo o prestando servicios a un coste unitario menor que sus competidores



Factores externos

Se consideran como tales los que provienen del Gobierno (subsidios, cuotas, regulación competitiva o medioambiental)

Ventajas para los clientes

Las firmas venden productos que tienen un mayor valor añadido que el que ofrecen sus competidores

Ventajas de producción

Economías de Escala

Un **elevado volumen de producción otorga a ciertas compañías economías de escala** mejorando su **coste marginal de producción**

Llega un punto (break-even) donde las mejoras cesan y se incrementan otros costes (burocracia, complejidad, falta de recursos) que hacen que el rendimiento sea decreciente

En el caso de compañías con economías de escala a nivel local/nacional, **hay que identificar y analizar a los competidores globales**



Ventajas para los clientes

Generación de valor

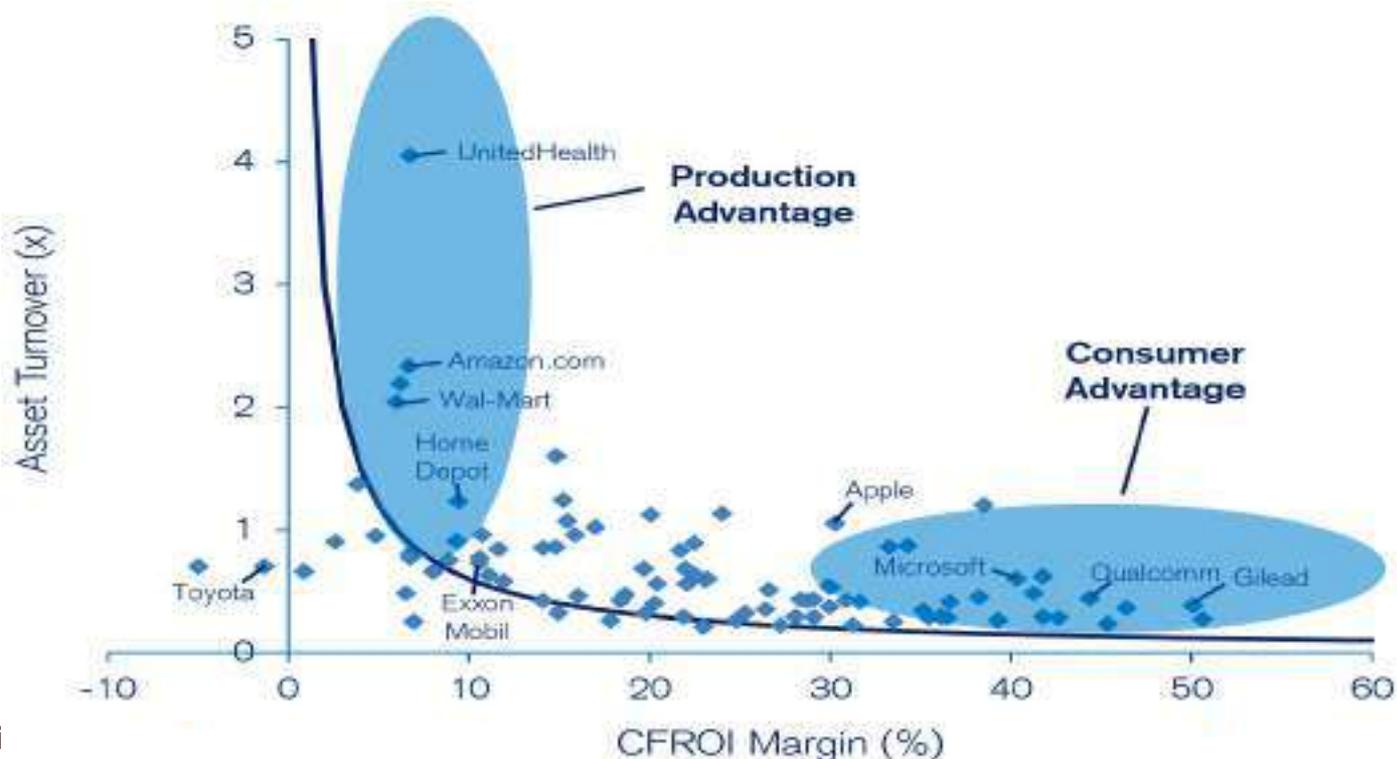
La **evidencia muestra** que un modelo que genera **Ventajas para los clientes aporta un mayor margen de contribución** para las compañías que **un modelo basado en las Ventajas de Producción**

Las ventajas de producción “viajan” peor que las ventajas para los clientes e.g. Walmart en México



Fuentes de valor económico para las mayores 100 compañías en el mundo

La evidencia empírica muestra que la Ventaja del Consumidor aporta una mayor contribución de valor a las compañías que las Ventajas de Producción



Fuente: Cred
Suisse HOLT

<u>Production Advantage</u>			<u>Consumer Advantage</u>		
Company	CFROI Margin (%)	CFROI (%)	Company	CFROI Margin (%)	CFROI (%)
Unitedhealth Group	7	27	Apple	30	32
Amazon.com	7	16	eBay	30	16
CVS Caremark	6	14	Johnson & Johnson	29	13

Agenda

Herramientas de valoración de empresas e IFRS

1

Análisis de la
posición competitiva

2

Introducción a IFRS

***IFRS: the International Financing Reporting Standards* o Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**

IFRS son los estándares internacionales de contabilidad promulgadas por el *IASB*

Las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS por sus siglas en inglés) son el conjunto de estándares internacionales de contabilidad promulgadas por el International Accounting Standards Board (IASB)

Establece los requisitos de reconocimiento, medición, presentación e información a revelar sobre los hechos económicos que afectan a una empresa y que se reflejan en los estados financieros

NIIF/IFRS buscan un punto en común, una homologación y consistencia en los temas

NIIF/IFRS ofrece una oportunidad para una mayor consistencia en las políticas contables, obteniendo beneficios potenciales de mayor transparencia, incremento en la comparabilidad y mejora en la eficiencia

IFRS: ¿ qué aspectos cubre?

IFRS cubre un amplio espectro de temas contables y de organización de la compañías

PRESENTACIÓN INFORMACIÓN

Presentación de los Estados Financieros

Presentación del cash flow

Consolidación y separación de reporte financiero

Políticas contables

Reporte por segmentos de negocio

Economías hiperinflación

ACTIVOS, PASIVOS Y EQUITY

Alianzas JVs

Inversiones en asociadas filiales y

Participaciones en otras entidad

Inventarios

Activo fijo: terrenos, plantas y equipamiento

INGRESOS Y GASTOS

Ingresos

Plan de pensiones y beneficios empleados

Impuesto Corporativo

Planes de acciones

OTRAS OPERACIONES

Fusiones de empresas

Instrumentos Financieros

Efectos de tipo de cambio

Coste de financiación

Contratos de seguro

ENFOQUE SECTORIAL

Agricultura

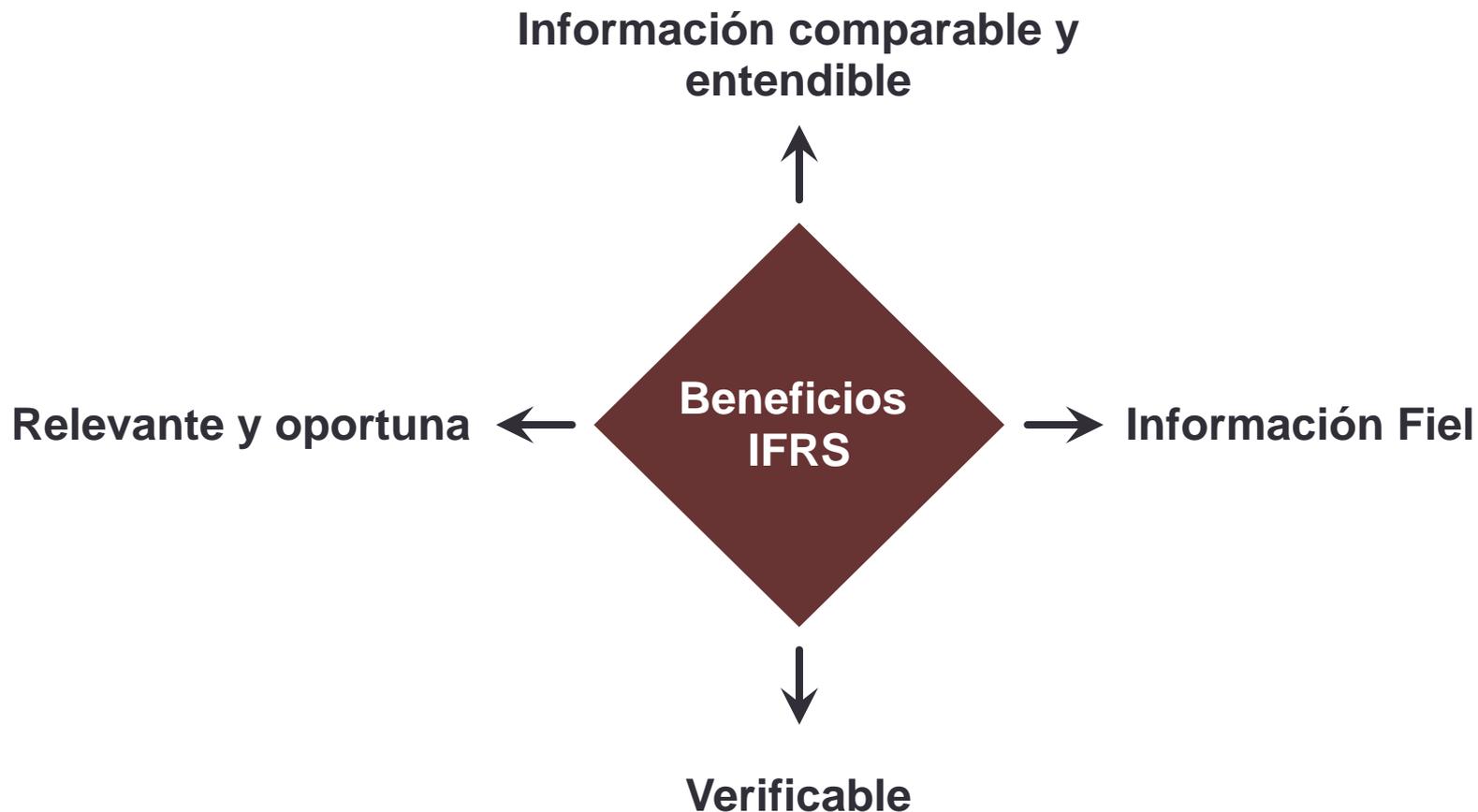
Contratos construcción

Concesiones administrativas (PPPs)

Explotaciones Mineras

Principales beneficios de *IFRS*

IFRS aporta transparencia y comparabilidad a la información financiera reportada por las compañías, facilitando el proceso de entrada de inversores y la otorgación de financiación



Aunque *IFRS* no impone unos formatos fijos para para la presentación de los estados financieros hay un mínimo de información exigida

Al estandarizar la información se facilita el análisis y comparabilidad por parte de los inversores

(in CU '000)	Note	2021	2020
Revenue	4,5	61,879	83,432
Cost of sales		(41,282)	(55,736)
Gross profit		20,597	27,696
Other operating income		530	461
Rent concessions	3(c)	200	150
Government grants	3(d)	1,250	800
Inventory writedown	3(b)	(650)	(200)
Impairment losses	3(a)	(250)	-
Loss from disposal group	7	(214)	-
Administrative expenses		(7,992)	(9,422)
Distribution expenses		(6,993)	(8,244)
Other expenses		(4,995)	(5,889)
Profit from operations		1,483	5,352
Finance expense		(1,020)	(303)
Finance income		142	393
Share of post-tax profits of equity accounted investments		306	457
Profit before tax		911	5,899
Tax expense	8	(228)	(1,475)
Profit from continuing operations		683	4,424
Profit on discontinued operation, net of tax		-	374
Profit for the period		683	4,798

NORMAS DE PRESENTACIÓN

- **IFRS** establece que la **frecuencia mínima** de presentación de la información financiera es, al menos, **anual**
- **IAS 34 no establece** que compañías han de presentar **estados financieros intermedios**
- La norma aceptada es que las empresas deben **presentar resultados intermedios** no más tarde de **60 días** desde el cierre del período reportado
- Las compañías pueden a su elección presentar **estados financieros completos** o **condensados**
- Los **estados financieros intermedios se reportan de manera acumulada anual** (*year to date*) y comparando el mismo período del año anterior

Los estados financieros están sujetos a reclasificaciones y ajustes con el objetivo de lograr transparencia y claridad en la información

Es importante leer toda la información proporcionada, que es amplia y abundante, para entender los detalles del negocio analizado (*"Devil is in the details"*)

EVENTOS QUE HAN DE SER REPORTADOS

- La norma **IFRS 34.15B** proporciona una serie de **eventos que han de ser reportados de manera específica** por ser relevantes para los resultados reportados:
 - Pérdidas inventario
 - Reconocimiento de perdidas de activos (impairment)
 - Ventas o compras de activos
 - Cierre de litigios
 - Ajustes o correcciones de años anteriores
 - Transacciones con partes relacionadas
 - Cambios en pasivos / activos contingentes

(In CU '000)	Note	2021	2020
<i>Items to be reclassified to profit or loss in subsequent periods</i>			
Cash flow hedges		218	345
Exchange gains arising on translation of foreign operations		-	973
Income tax - items reclassified to profit or loss		(35)	(28)
<i>Net other comprehensive income to be reclassified to profit or loss in subsequent periods</i>		183	1,290
<i>Items not reclassified to profit or loss in subsequent periods</i>			
Loss on property revaluation		(850)	(2,890)
Gains/losses on equity investments		(47)	(201)
Actuarial gains on defined benefit pension schemes		242	158
Income tax - items not reclassified to profit or loss		152	840
<i>Net other comprehensive income not being reclassified to profit or loss in subsequent periods</i>		(503)	(2,093)
Total other comprehensive income (loss) for the period		(320)	(803)
Total comprehensive income (loss) for the period		363	3,995

Presentación del *Cash Flow* o flujo de caja

El Flujo de Caja muestra información muy interesante cuando queremos valorar una empresa, dado que nos muestra cuál es su capacidad de generar caja y mediante que actividades las está generando

Métodos de cálculo del Cash Flow

I. Método Directo: se muestran entradas y salida de caja en base a pagos y cobros directos que se han realizado.

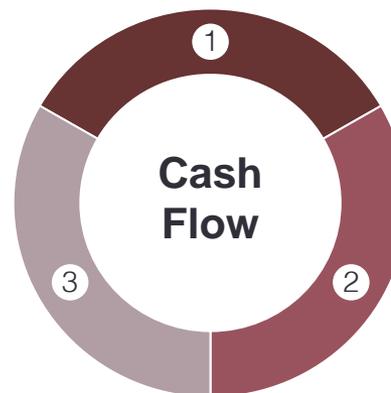
II. Método Indirecto: se parte de la cuenta de resultados y de conceptos contables y posteriormente se realizan todos los ajustes necesarios de los gastos e ingresos que no han supuesto una salida o entrada de caja, respectivamente.

El **método usado de manera más frecuente es el Indirecto.**

El **resultado con ambos métodos ha de ser el mismo.**

Actividades Operativas

Muestra el negocio principal de la empresa y como genera caja por su actividad ordinaria



Actividades Financiación

Cambios en las aportaciones de Equity y deuda externa de una compañía

Actividades Inversión

Muestra las adquisiciones y ventas de activos fijos, adquisición/ventas préstamos, compra de equity

Ejemplo de Cash Flow con el método Indirecto

(in CU '000)	Note	2021	2020
Cash flows from operating activities			
Profit for the period		683	4,798
<i>Adjustments for:</i>			
Depreciation of property, plant and equipment and right of use assets		4,470	4,183
Amortisation of intangible assets		610	505
Impairment losses	3(a)	250	-
Rent concessions	3(c)	(200)	(150)
Inventory writedown	3(b)	650	200
Change in value of investment property		320	1,527
Finance income		(142)	(393)
Finance expense		1,020	303
Share of profit from associates		(306)	(457)
Profit on sale of discontinued operations, net of tax		-	(63)
Loss on sale on assets and liabilities in disposal groups		214	-
Loss / (gain) on sale of property, plant and equipment		180	(22)
Share-based payment expense		465	439
Income tax expense		228	1,475
		8,442	12,345
Increase in trade and other receivables		(1,617)	(853)
Increase in inventories		(1,090)	(596)
Increase / Decrease in trade and other payables		213	(418)
Increase in provisions and employee benefits		628	1,068
Cash generated from operations		6,576	11,546
Income taxes paid		(2,349)	(827)
Net cash flows from operating activities		4,227	10,719

(in CU '000)	Note	2021	2020
Investing activities			
Acquisition of subsidiary, net of cash acquired		-	(3,185)
Purchases of property, plant and equipment		(860)	(5,169)
Sale of property, plant and equipment		450	87
Disposal of discontinued operation, net of cash disposed of		-	6,300
Amount received from disposal group prior to disposal		25	-
Disposal of assets and liabilities in disposable groups		4,750	-
Purchase of intangibles		(38)	(650)
Disposal / Purchases of equity investments accounted for at fair value through OCI		402	(52)
Disposal of derivative financial assets		400	-
Interest received		142	136
Dividends from associates		145	284
Net cash from / (used) in investing activities		5,416	(2,249)
Financing activities			
Proceeds from bank borrowings		3,100	2,300
Repayment of bank borrowing		(6,020)	(753)
Principal paid on lease liabilities		(325)	(353)
Interest paid on lease liabilities		106	(52)
Interest paid on convertible loan notes		(225)	(225)
Interest paid on bank borrowings		(286)	-
Dividends paid on shares classified as liabilities		(9)	(9)
Dividends paid to the holders of the parent	9	(3,874)	(5,200)
Net cash (used in)/from financing activities		(7,533)	(4,292)
Net increase in cash and cash equivalents		2,110	4,178
Cash and cash equivalents at beginning of the period		21,765	17,775
Exchange losses on cash and cash equivalents		(125)	(188)
Cash and cash equivalents at end of the period		23,750	21,765

IFRS establece como se han comparar los estados financieros intermedios reportados

Adicionalmente, si se trata de negocios estacionales hay que incluir información adicional que faciliten la comparación entre los distintos períodos reportados

Ejemplo: Estados financieros en el tercer trimestre del año 2021

	Período reportado (año en curso)	Comparable (año anterior)
Cuenta detallada de ingresos	<ul style="list-style-type: none"> Resultado acumulado: 1 enero a 30 de septiembre de 2021 Resultado del período: 1 de julio a 30 de septiembre 2021 	<ul style="list-style-type: none"> Resultado acumulado: 1 enero a 30 de septiembre de 2020 Resultado del período: 1 de julio a 30 de septiembre 2020
Balance	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a final del período 30 de septiembre de 2021 	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a final del período 30 de septiembre de 2020
Cash Flow	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a finales del período acumulado 1 de enero a 30 de septiembre 2021 	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a finales del período acumulado 1 de enero a 30 de septiembre 2020
Cambios en el Equity	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a final del período acumulado 1 de enero a 30 de septiembre 2021 	<ul style="list-style-type: none"> Reportado a final del período acumulado 1 de enero a 30 de septiembre 2020

Las normas *IFRS* son dinámicas y están sujetas a cambios y mejoras en su redacción y definición

Solo en los últimos 2 años más de 10 normas han sufrido cambios o modificaciones...

Standard	Title of Standard or Interpretation	Effective for accounting periods beginning on or after	Early Application?	31 Mar 2020 year end	30 Jun 2020 year end	30 Sep 2020 year end	31 Dec 2020 year end	31 Mar 2021 year end
IFRS 16	Leases	1 January 2019	✓					
IFRS 9	Prepayment Features with Negative Compensation (Amendments to IFRS 9)	1 January 2019	✓					
IAS 28	Long-term Interests in Associates and Joint Ventures (Amendments to IAS 28)	1 January 2019	✓					
IFRIC 23	Uncertainty over Income Tax Treatments	1 January 2019	✓					
IAS 12, IAS 23, IFRS 3 and IFRS 11	Annual Improvements to IFRS 2015-2017 Cycle	1 January 2019	✓					
IAS 19	Plan Amendment, Curtailment or Settlement (Amendments to IAS 19)	1 January 2019	✓					
Various	Amendments to References to the Conceptual Framework in IFRS Standards	1 January 2020	✓					
IFRS 3	Definition of a Business (Amendments to IFRS 3)	1 January 2020	✓					
IAS 1 and IAS 8	Definition of Material (Amendments to IAS 1 and IAS 8)	1 January 2020	✓					
IFRS 9, IAS 39 and IFRS 7	Interest Rate Benchmark Reform (Amendments to IFRS 9, IAS 39 and IFRS 7)	1 January 2020	✓					
IFRS 16	COVID-19-Related Rent Concessions (Amendment to IFRS 16)	1 June 2020	✓					
Various	Interest Rate Benchmark Reform Phase 2 (Amendments to IFRS 9, IAS 39, IFRS 7, IFRS 4 and IFRS 16)	1 January 2021	✓					
IFRS 3	References to the Conceptual Framework (Amendments to IFRS 3)	1 January 2022	✓					
IAS 16	Proceeds before intended use (Amendments to IAS 16)	1 January 2022	✓					
IAS 37	Onerous Contracts - Cost of Fulfilling a Contract (Amendments to IAS 37)	1 January 2022	✓					
IFRS 1, IFRS 9, IFRS 16 and IAS 41	Annual Improvements to IFRS Standards 2018-2020 Cycle (Amendments to IFRS 1, IFRS 9, IFRS 16, IAS 41)	1 January 2022	✓					
IFRS 17	Insurance Contracts ¹	1 January 2023	✓					
IFRS 4	Extension of the Temporary Exemption from Applying IFRS 9 (Amendments to IFRS 4)	1 January 2023	✓					
IAS 1	Classification of Liabilities as Current or Non-current (Amendments to IAS 1)	1 January 2023	✓					

CAMBIOS RECIENTES

- **IFRS 16 Leases**
- Cambios a **IFRS 9**
- **Participaciones de largo plazo en asociadas y filiales**
- **IFRIC 23** incertidumbre sobre el tratamiento de impuestos
- **Modificaciones a la norma IAS 19**
- **Definición de una empresa – IFRS 3**
- **Tasa de referencia (cambios a IFRS9, IAS 39 e IFRS 7)**

Bibliografía recomendada

- **Competitive Strategy – The Techniques for Analyzing Industries and Competitors**– Autor: Michael Porter
- **IFRS Guidebook** – Autor: Steven M. Bragg



ABAV : Instrumentos y técnicas de valoración de empresas

Sesión 3 – IFRS y Reestructuras de empresas

18 octubre 2021

Igor Marzo

igor.marzo@argosspartners.com

Cel. +52 55 3850 5237

Instrumentos y técnicas para la valoración de empresas. Como crear valor a través de la reestructuración de empresas

SESIÓN 1 11 oct 2021

- Filosofías de Inversión
- Herramientas de valoración de empresas (métodos de valoración)

SESIÓN 2 13 oct 2021

- Herramientas de valoración de empresas (análisis posición competitiva)
- Introducción IFRS

SESIÓN 3 18 oct 2021

- IFRS – implicaciones en la valoración de una empresa
- Causas del declive de una empresa

SESIÓN 4 20 oct 2021

- Creando valor a través de una reestructura corporativa
- Oportunidades de inversión
- Caso Práctico

IFRS y Causas del declive de una empresa

1

IFRS: implicaciones
en la valoración de
una empresa

2

Causas del declive
de una empresa

IFRS y Causas del declive de una empresa

1

**IFRS: implicaciones
en la valoración de
una empresa**

2

Causas del declive
de una empresa

Activos Intangibles – IAS 38

Son activos sin una sustancia física y de los que la compañía espera poder obtener un resultado económico

Contabilidad de activos intangibles

Solo se pueden **contabilizar de manera separada cuando son identificables.**

Muchos activos se adquieren de terceros y en ese momento hay que asignarles un valor.

Los **activos intangibles se pueden desarrollar de manera interna** y los **gastos de desarrollo son activados**

Una vez que un activo ha sido valorado, hay que **medir su valor de manera periódica:**

- Modelo de **costes**
- Modelo de **revaluación**

Hay que utilizar el mismo modelo para la misma clase de activos.

Los activos intangibles **deben darse de baja cuando se venden o no se espera obtener beneficios** económicos de ese activo



Terrenos, Plantas y Equipamiento

Los Activos fijos representan habitualmente una parte muy sustancial de los activos de una empresas

Normas IFRS

Un **activo fijo** es un **activo tangible** que es **empleado durante varios ejercicios** por parte de la compañía para producción, administración o renta.

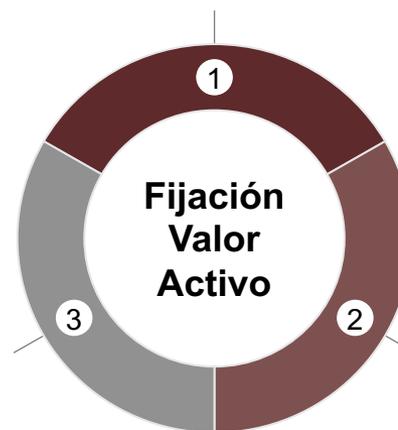
IFRS establece límites estrictos a la capitalización de gastos relacionados con la construcción y financiación de los activos fijos

Varias normas son de aplicación:

- IAS 16 Property, Plant and Equipment
- IFRIC 1
- IFRIC 5
- IFRS 28. Capitalización costes financieros

Valor inicial activo

Valor asignado inicialmente en aplicación de las normas



II. Modelo de revaluación

+ Valor Actualizado
 - Amort. Acumuladas
 - Impairment

I. Modelo de Coste

+ Valor inicial activo
 - Amort. Acumuladas
 - Impairment

Depreciación activos

El concepto de depreciación es reflejar como gasto la parte proporcional de un activo que se ha empleado para generar ingresos

Normas IFRS

La **baja de un activo** se puede realizar cuando **se considera que el activo no tiene ningún valor económico** para la empresa (ni de producción, ni de valor terminal)

El **método de depreciación seleccionado** tendrá un **impacto sobre los resultados económicos reportados por la compañía**, pero **no sobre el cash flow generado**

La selección de un **método** ha de ser el que **mejor refleja el valor económico del activo** y ha de **mantenerse en el tiempo**



Leases – IFRS16

Muchas veces la fórmula de financiación de activos elegida no nos permitía comparar compañías similares

¿ Qué es un Lease?

Un **Lease** es un acuerdo en el que el **Arrendatario (Lessee)** toma control del uso de un activo por un período de tiempo determinado a cambio de unos pagos acordados.

Ventajas del Lease

El Arrendatario tiene una serie de ventajas:

- **Reduce su riesgo Vs. poseer el activo**
- **Obtiene financiación del Arrendador (Lessor)**
- **Tiene acceso al activo**

Componentes clave del contrato de Leasing



En función de la naturaleza del Lease las partes del contrato tienen distintos impactos en sus balances

Tipos de Leases

Lease operativo

El **Arrendador (Lessor)** retiene la **mayor parte de los riesgos y valor** de la explotación del **activo**:

- El **Lessor debe reconocer los ingresos de manera lineal**
- Cualquier **coste relacionado con el activo es reconocido como gasto**
- **No puede reconocer un beneficio por la venta del activo** en el momento de la firma



Lease financiero

El **Arrendador (Lessor)** transfiere la **mayor parte de los riesgos y valor de la explotación** del activo al **Arrendatario (Lessee)**:

- La **propiedad del activo se transfiere al Lessee al final de la vida del contrato**
- El **importe del contrato cubre la mayoría del valor económico** del activo
- Es un **activo especializado** que sólo el **Arrendatario** pueda utilizarlo
- El **valor de compra de la opción de compra hace atractiva la compra** por parte del **Arrendatario**
- El **Arrendador reconoce el beneficio por la venta del activo** en el momento de la **firma del contrato**

IFRS16 tiene un impacto en las métricas de una compañía como Deuda y EBITDA

Al cambiar estas métricas hay que realizar ajustes en las valoraciones de las compañías con una alta dependencia de contratos de leasing

EJEMPLO ILUSTRATIVO AÑO PROMEDIO	1. SIN IMPACTOS IFRS 16	2. SEGUN IFRS 16
1. EBITDAR	1.000	1.000
2. Alquiler operativo	-100	0
3. EBITDA	900	1.000
4. Amortización	0	-80
5. EBIT	900	920
6. Intereses	0	-20
7. Impuestos 20%	-225	-225
8. Beneficio Neto	675	675
9. Inversión	0	-82
10. Variación Fondo de Maniobra = [5] * 1%	-9,00	-9,20
VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA		
11. Flujo de Caja Libre = [5]*(1-25%) - [4] + [9] + [10]	666,00	676,28
12. WACC	11,00%	10,70%
13. Enterprise Value = [11] / ([12] - 1%)	6.660	6.994
14. (Deuda)	0	-334
15. Valor Acciones = [13] + [14]	6.660	6.660
VALORACIÓN POR MÚLTIPLO EV / EBITDA		
16. Múltiplo EV/EBITDA	7,40x	7,02x
13. Enterprise Value = [3] * [16]	6.660	6.994
14. (Deuda)	0	-334
15. Valor Acciones = [13] + [14]	6.660	6.660

IMPACTO IFRS

- IFRS tiene efectos en la deuda reportada y el EBITDA de la compañía
- Estos cambios tienen también efectos sobre el Coste Medio Ponderado de Capital (WACC), la cobertura de intereses y el retorno de capital
- A su vez esto **afecta a los ratios que se aplican para calcular múltiplos como el EV/EBITDA**
- Las empresas **con mayor impacto son las empresas hoteleras, retail, aviación y telecomunicaciones**
- Potenciales **impactos en los contratos de deuda**

Medidas del *Fair Value* – IFRS13

Los métodos de valoración del valor razonable de activos y pasivos de una compañía

Objetivo



Determinar el **valor razonable al que un activo o una deuda** se vendería en el mercado (especializado, ordenado y adecuado)

Medición



Se tiene en **cuenta el estado del activo**, localización, restricción a la venta, restricción al uso

Reconocimiento inicial



Generalmente es el precio de compra, pero se puede utilizar en ciertas ocasiones el *Fair Value*

Medida activos no financieros



La **valoración está basada en el más alto y mayor uso del activo** (maximizando el valor del activo)

Medida activos financieros

Se tienen en cuenta factores adicionales como: i) **riesgo de crédito** y ii) **garantías existentes**

Métodos Valoración

Los dos métodos de valoración más populares son:

- **Método de Coste:** coste de adquisición de un activo sustitutivo, menos la obsolescencia del activo existente
- **Método de Ingresos:** análisis del cash flow descontado que el activo podría producir en el future. Si hay opciones involucradas habría que utilizar métodos de valoración como Black-Scholes_Merton

Contabilidad de Instrumentos Financieros

La contabilidad y presentación de los instrumentos financieros es la materia a la que más tiempo y atención dedica IFRS

Como reflejar los activos y pasivos financieros

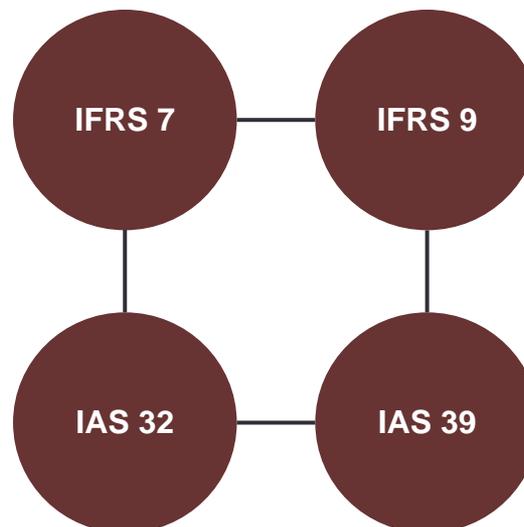
- Los activos y pasivos financieros **han de reflejarse a su valor razonable** (fair value) menos los costos asociados con la compra o emisión de la deuda
- Hay dos maneras de reflejar el beneficio o pérdida de los activos financieros:
 - **Directamente en la cuenta de resultados (PnL), o**
 - **A través del Other Comprehensive Income (OCI)**
 - Una vez que los activos se venden el OCI pasa a la cuenta de resultados

Instrumentos financieros

Determina que información tienen que revelar las compañías

Presentación deuda

Fija los criterios para presentar la deuda en su balance desde el punto de vista del emisor



Instrumentos financieros

Clasificación y medición de los activos, deterioro de los activos

Reconocimiento y medición coberturas

Establece los detalles de presentación de las coberturas de deuda

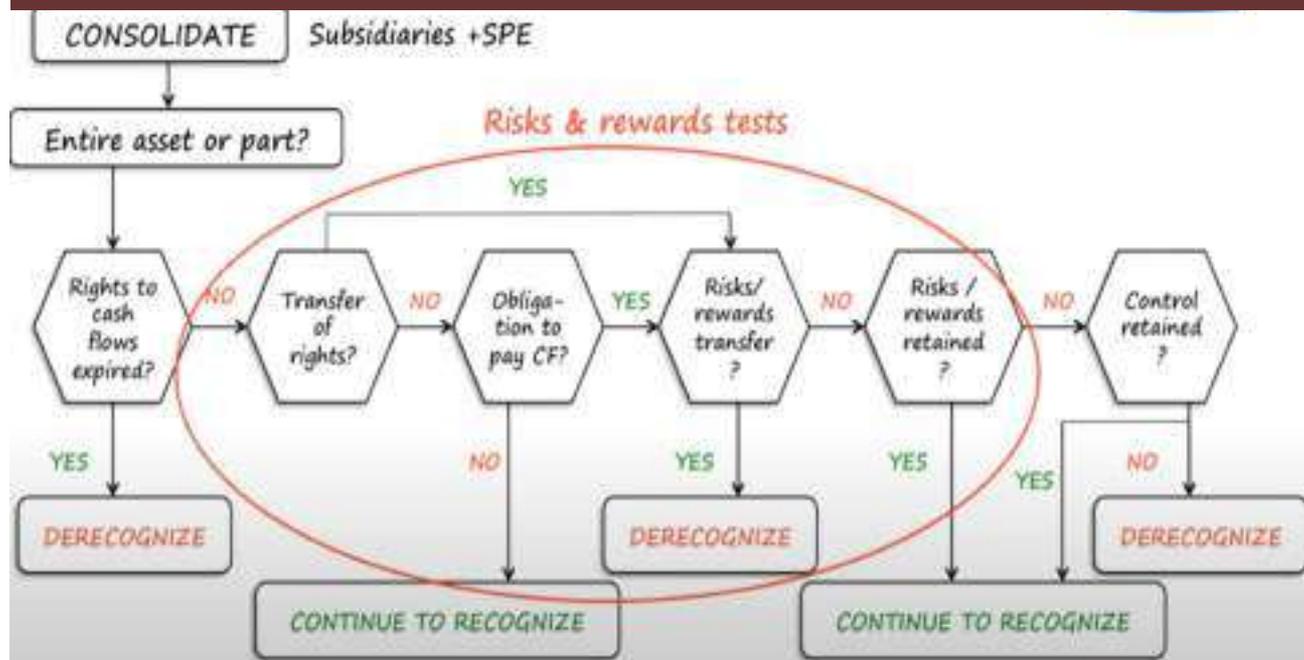
IFRS 9 – Instrumentos Financieros

Norma muy compleja cuyo principal objetivo es que los tenedores de activos reflejen el valor real de sus activos en su balance y los deudores sus deudas

Como reflejar los activos financieros

- Reconocimiento inicial de los instrumentos financieros (contratos)
 - Trade date accounting
 - Settlement accounting
- Baja del activo:
 - Repago del activo
 - Venta del activo
- **Muchas limitaciones para dar de baja los activos, para evitar el “ocultamiento de pérdidas”**

Árbol de decisión para la baja de un activo financiero

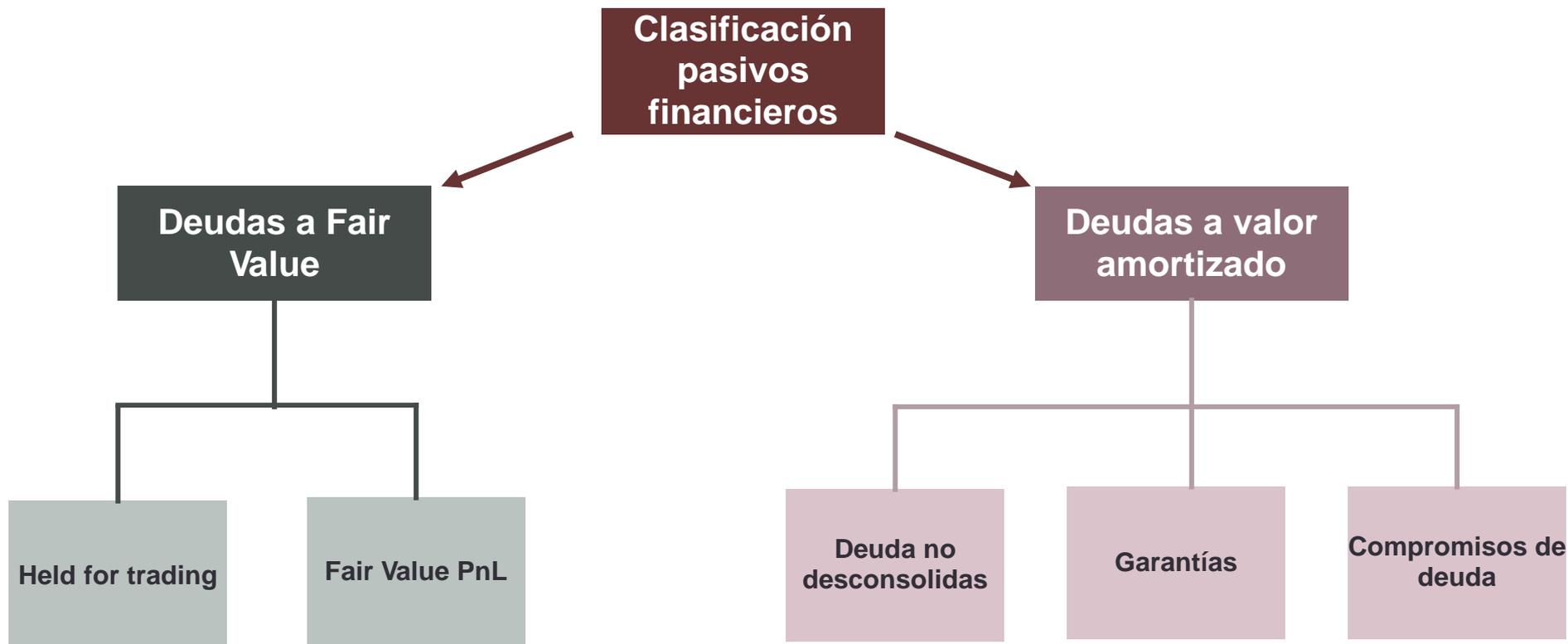


Fuente: IFRS box

IFRS 9 – Clasificación de Activos financieros



IFRS 9 – Clasificación de Pasivos financieros



Earnings per share – IAS 33

Es la cantidad de beneficio o pérdida atribuible a las acciones emitidas durante un período de tiempo

FÓRMULA CÁLCULO

EPS
Básico

$$\frac{\text{Beneficio o pérdida para las Acc.Ord.Holding}}{\text{Num.promedio acciones en circulación}}$$

EPS
Diluido

$$\frac{(\text{Beneficio o pérdida para las Acc.Ord.Holding} - \text{Int.desp.Imp.Deuda Convertible} - \text{Dividendos preferentes})}{(\text{Num.promedio acciones en circulación} + \text{Acciones dilutivas})}$$

Cuando usamos múltiplos Price to Earnings es importante entender que Earnings estamos utilizando para realizar nuestra valoración y análisis, así como tener en cuenta que acciones contingentes diluyen los earnings atribuibles a los accionistas

Ejemplo de cálculo – Basic Earnings per share

Es la cantidad de beneficio o pérdida atribuible a las acciones emitidas durante un período de tiempo

LOCOMOTORAS VELOCES

- Obtienen un beneficio neto en el año 2021 de USD1,000,000
- Adicionalmente Loc. Veloces les debe a las acciones preferentes un dividendo de USD200,000

Numerador EPS = Beneficio Neto – Dividendos

Numerador = USD1,000,000 – USD200,000 = **USD800,000**

Fecha	Acciones	Promedio (meses)	Peso promedio
Enero 2021	4,000,000	12/12	4,000,000
Abril 2021	200,000	9/12	150,000
Julio 2021	500,000	6/12	250,000
Octubre 2021	400,000	3/12	100,000
Diciembre 2021	-60,000	1/12	<u>-5,000</u>
Denominador			<u>4,495,000</u>

Loc. Veloces EPS básico USD 0.18 por acción = $\frac{USD\ 800,000\ Beneficios\ ajustados}{4,495,000\ acciones\ promedio}$

IFRS y Causas del declive de una empresa

1

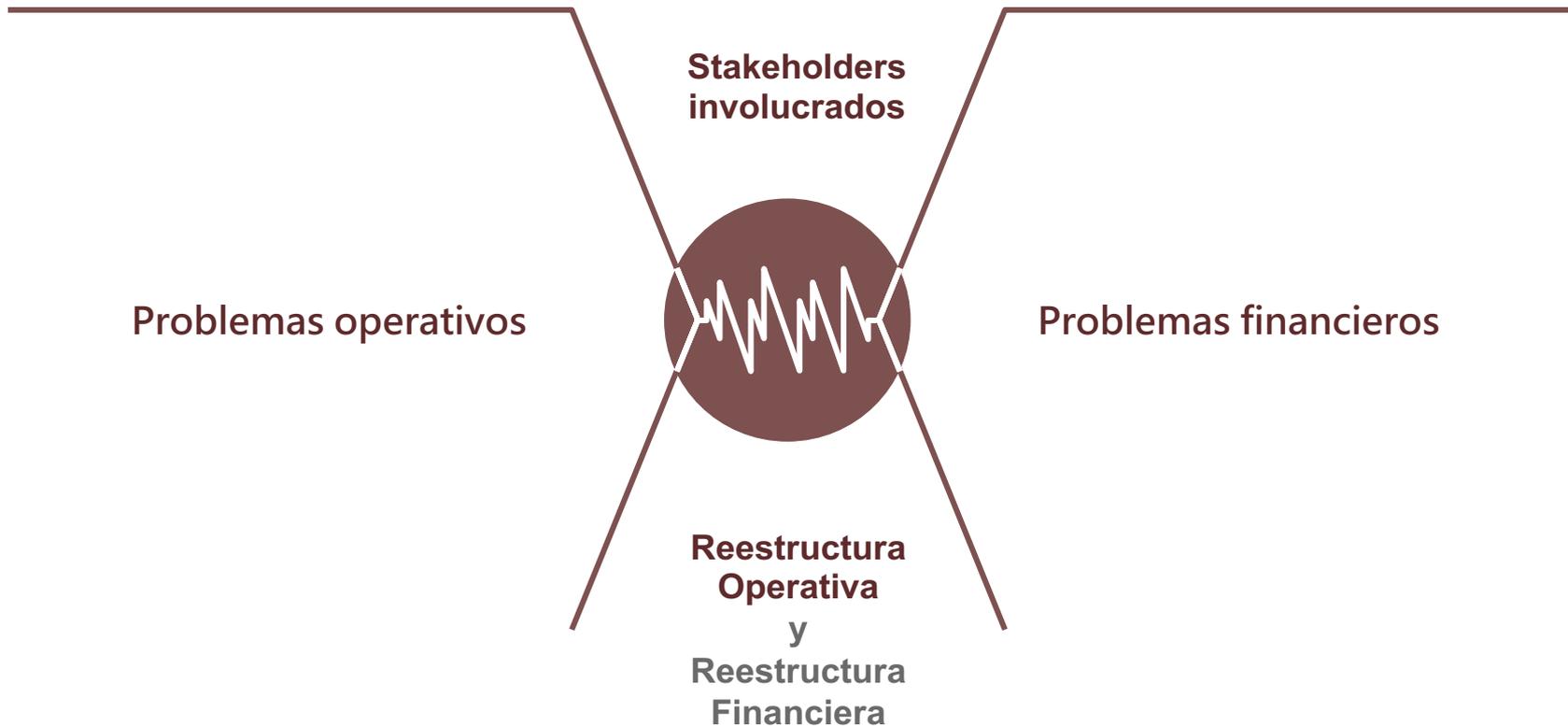
IFRS: implicaciones
en la valoración de
una empresa

2

Causas del declive
de una empresa

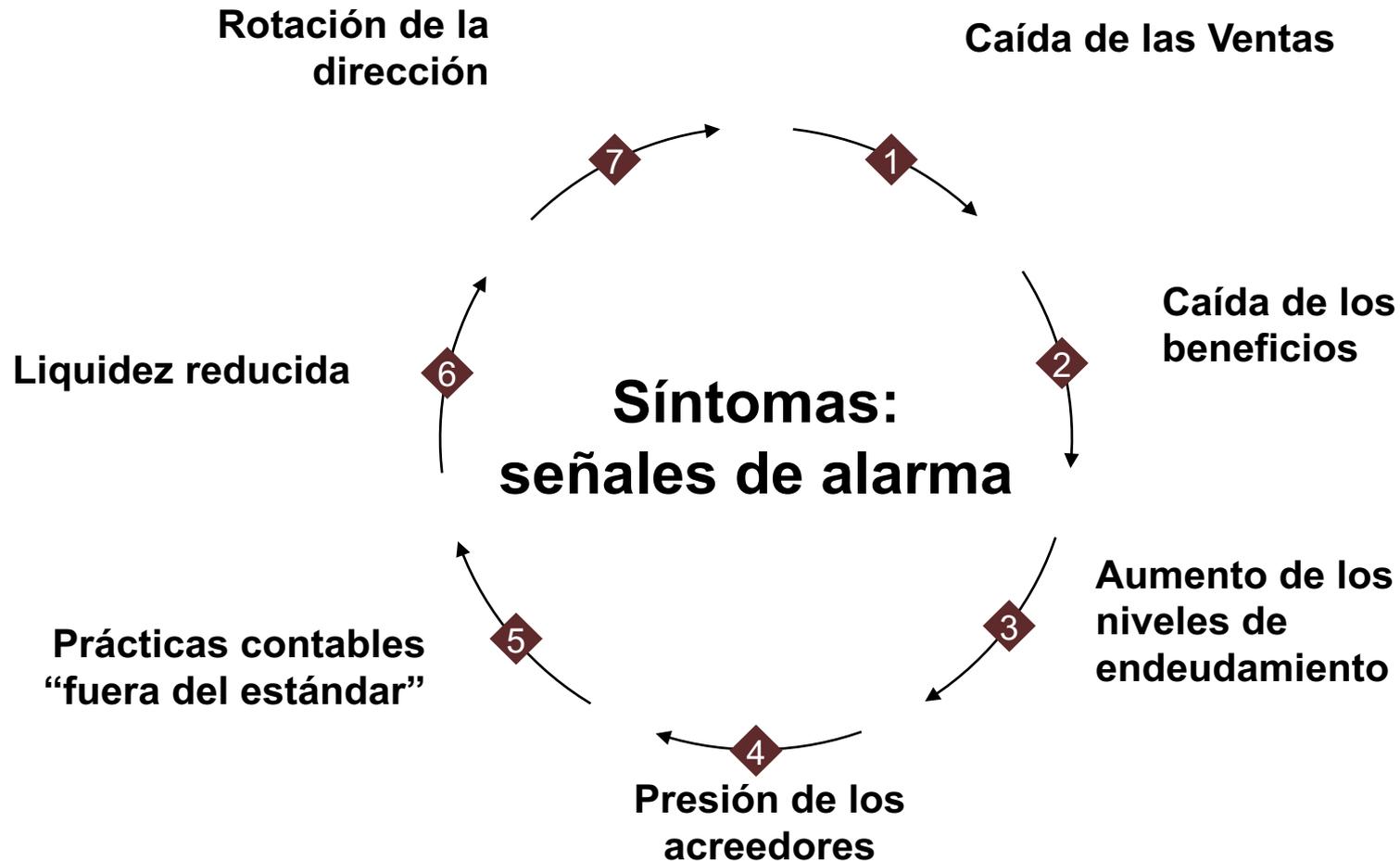
Los problemas operativos son la clave de todos los procesos de reestructura e implican a todos los stakeholders

Los problemas de las compañías surgen - casi siempre - por problemas operativos y por la falta de liquidez, que acaban contagiando a su financiación



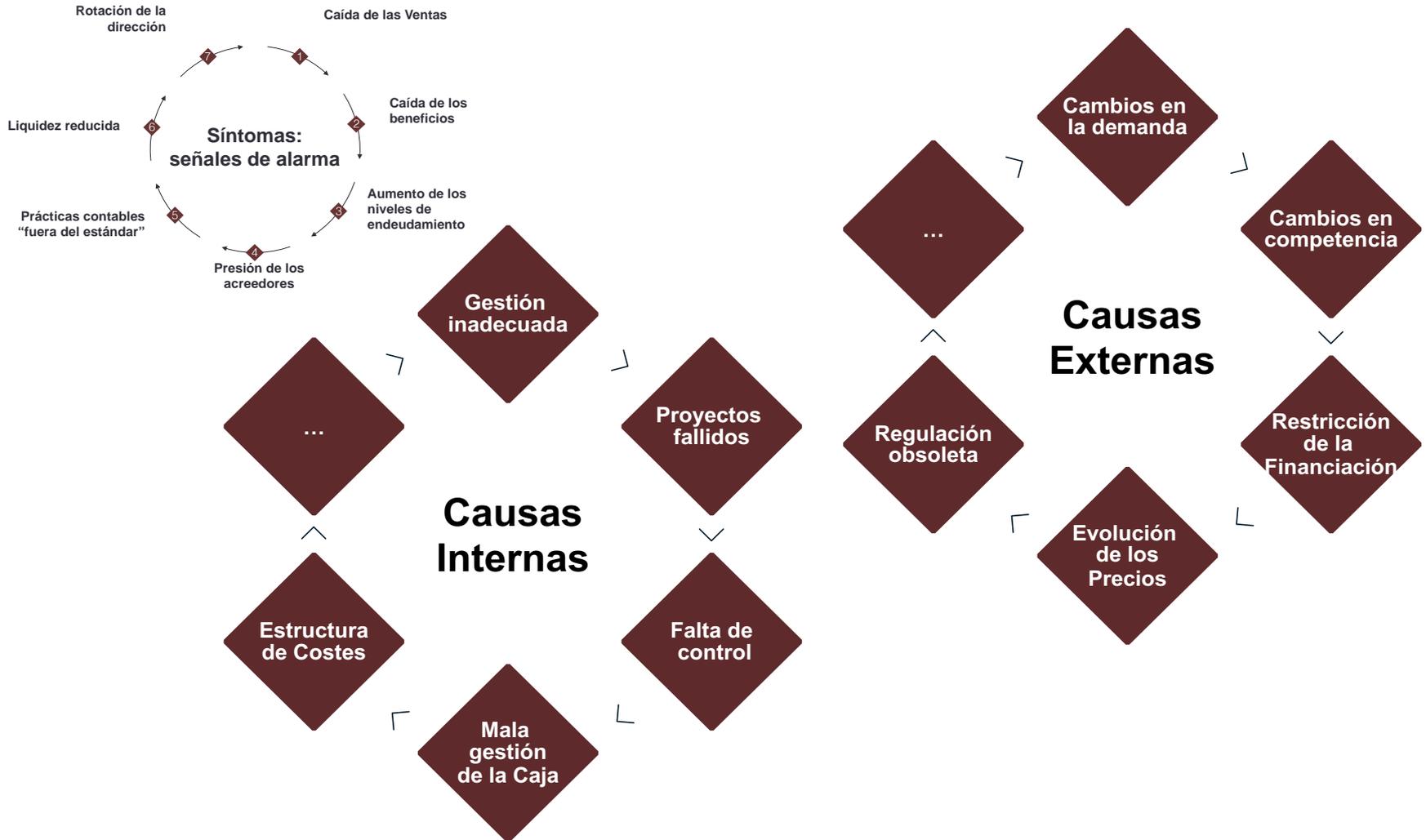
Hay que distinguir entre síntomas y causas

Los **síntomas** son señales de alarma. No suelen aparecer aislados y se retroalimentan



Las causas son la raíz del problema y es lo que la empresa debe solucionar...

... cuando aborda un proceso de reestructura operativa



Los problemas de liquidez y las soluciones posibles para estabilizar la situación

Es clave estar atento a las señales de alarma, pero sólo un correcto diagnóstico nos permitirá implementar la solución adecuada

La curva de insolvencia corporativa

- Por debajo de las expectativas (beneficios) - **Consensual**
- Distressed (balance) - **Cambio**
- Crisis (tesorería). - **Coercitivo**

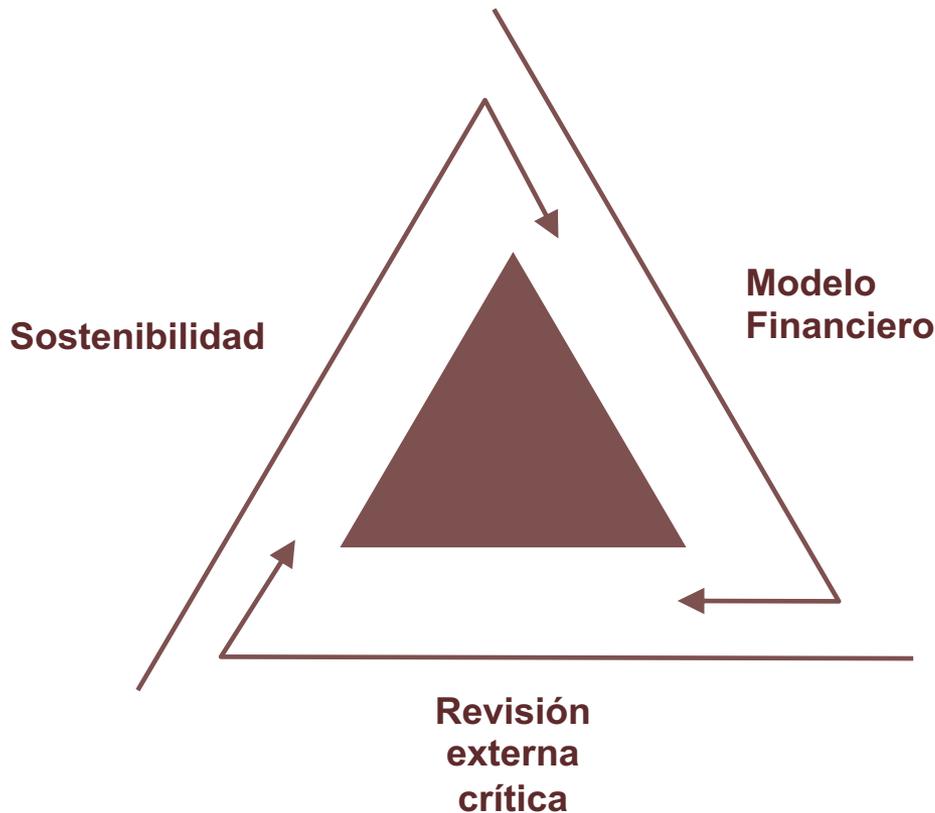
El tiempo disponible para reaccionar depende de

- Situación financiera de la empresa
- Magnitud y duración esperada de la crisis que ha de enfrentarse
- Inmediatez y cantidad de dinero que se requiere para la reestructura



Es necesario revisar el negocio e identificar palancas y áreas de mejora

Liquidez para preservar el negocio hoy, pero la visión puesta en la **Generación de Caja** a futuro



Modelo Financiero de la Compañía

- Exhaustivo
- Detallado
- Contempla el impacto de las palancas de ahorros

Revisión externa crítica

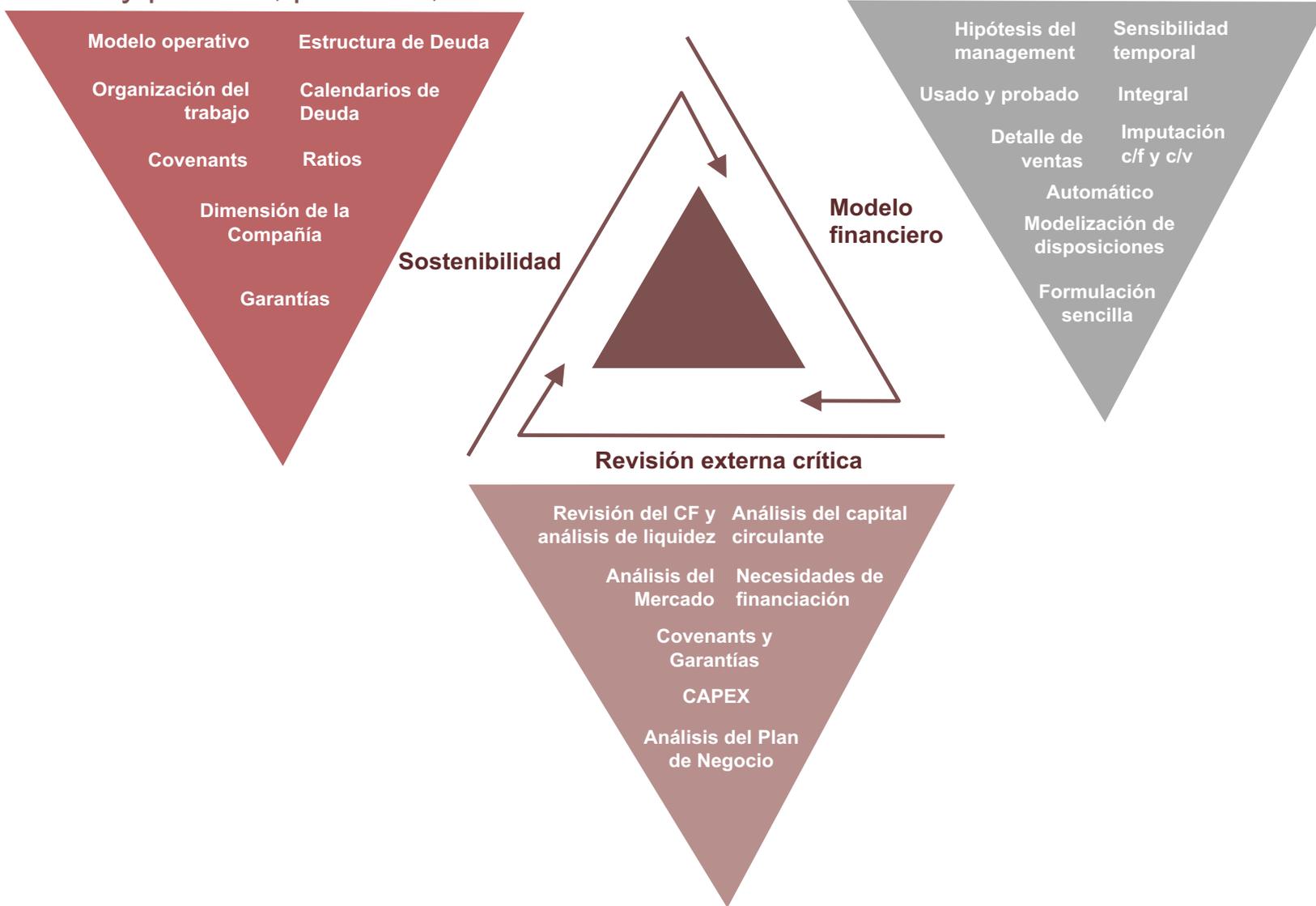
- Challenge – independiente - al modelo, hipótesis y medidas planteadas por la compañía

Plan de viabilidad Sostenible

- El modelo ha de ser mostrar que el **plan de viabilidad** genera **suficiente caja** y es capaz de **repagar/sostener la deuda existente** (deuda sostenible)

El proceso de análisis ha de ser profundo y exhaustivo

La profundidad del análisis ha de estar sólidamente sustentado para ser analizable, para ser creíble y para ser, por tanto, financiable



La correcta definición del alcance y objetivos de la reestructura es clave para su éxito

Se ha de realizar al inicio del proceso y debe cubrir todos los aspectos clave

Alcance



¿Hay que definir si es una reestructura leve o implica cambios profundos en la estructura y operativa de la compañía?

Horizonte temporal



¿Se espera un rebote o hay que preparar a la compañía para una nueva situación que se prevé duradera?

Partes involucradas



¿Está el equipo directivo alineado con el proceso? ¿ Los accionistas actuales van a poner “*skin on the game*”?

Plan de negocio



¿El plan de reestructura tiene que es realista? ¿El plan ejecutable por el equipo actual o es necesario uno nuevo?. Planes y equipos no creíbles ponen barreras al apoyo de los bancos

Compromisos

Hay que realizar un seguimiento posterior al cierre de la refinanciación de los compromisos alcanzados y su grado de éxito

Experiencia

La experiencia demuestra que las reestructuras han de seguir una metodología exhaustiva.

La búsqueda de atajos o soluciones parciales generan - normalmente - serios problemas posteriores e incluso el fracaso total del proceso

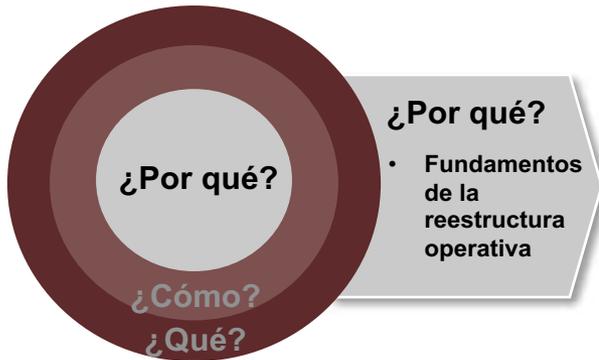
Enfoque a la hora de abordar un proceso de reestructuración operativa

Cada organización necesita “un traje a medida”, pero tienen tres elementos en común



Empezar con el “por qué”

Los Fundamentos de la Reestructuración son “las reglas del juego”



- 1** **Visión y motivo de la reestructuración**

Conseguiremos una nueva compañía más fuerte, con mayores recursos, aprovechando mejores prácticas y mayor poder de negociación
- 2** **Principios de Gobierno**

Los principios clave en los que se basará la pre-integración para consolidar una nueva compañía serán el liderazgo y la transformación
- 3** **Grado de reestructura y alcance**

En las áreas fundamentales todas las stakeholders estarán involucradas. Habrá otras áreas donde sólo algunos de ellas participen
- 4** **Fuentes de valor**

Las fuentes de valor durante la fase de reestructuración serán la gestión del cambio, la unificación de los procesos, la sincronización entre las organizaciones a integraras y la gestión de las personas
- 5** **Prioridades y recursos**

Daremos prioridad a temas como el control de caja, la facturación por nuevo RFC, el reporting, los sistemas y las personas
- 6** **Control y seguimiento**

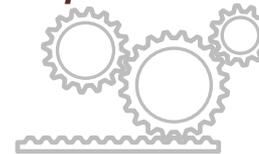
Definiremos una serie de mecanismos para asegurar que los equipos de trabajo locales cumplen las tareas que salen de las decisiones tomadas
- 7** **Estructura, roles, responsabilidades**

Tendremos una estructura organizativa que estará formada por las personas mejor preparadas para el rol, independientemente del área de la que provengan. Los miembros de este consejo serán responsables y responderán por sus acciones
- 8** **Calendario e hitos**

Queremos implantar el proceso de la reestructuración durante unos 6 meses con absoluta dedicación para lograr los primeros hitos (firmar acuerdo, crear nuevo consejo, cierre transacción) y definir los próximos conjuntamente:

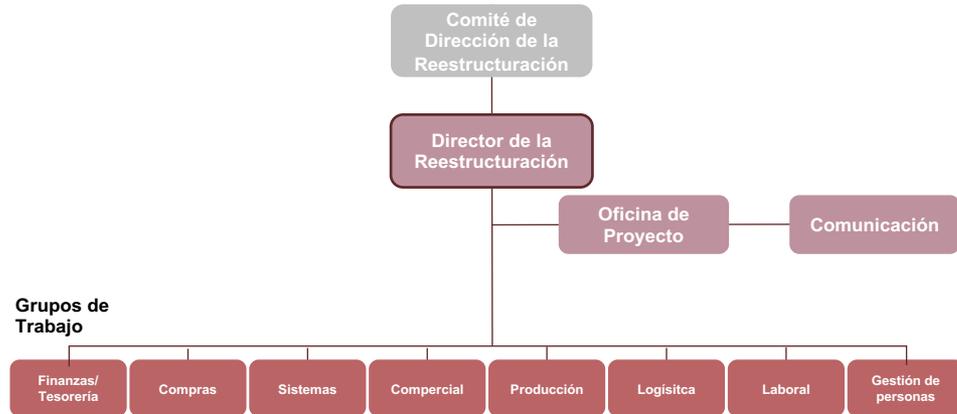
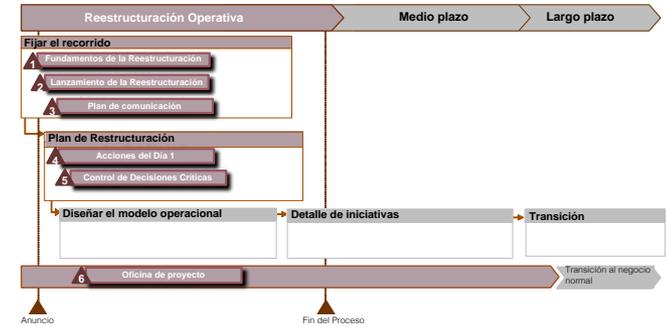
 - 1) Quickpoints
 - 2) Integración
 - 3) Optimización

Fundamentos de la Reestructura Operativa



“Cómo” vamos a realizar el cambio. La metodología es clave...

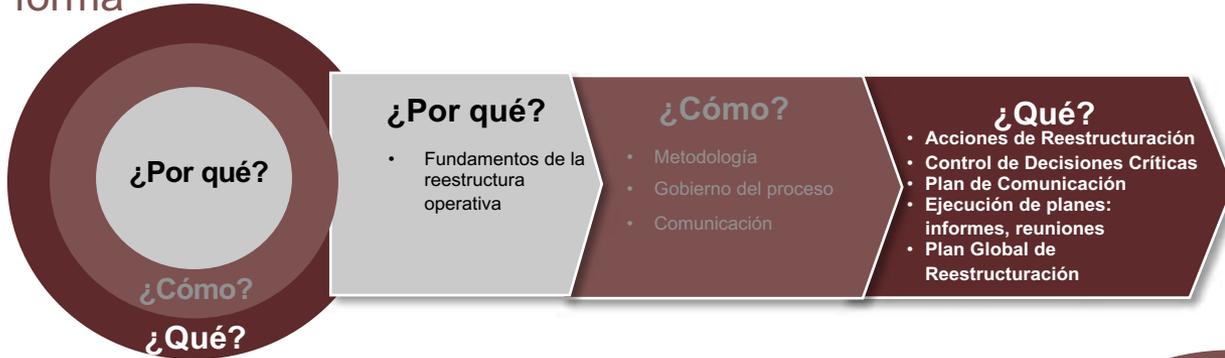
... y ha de ser exhaustiva y cubrir a toda la organización



Principios de comunicación		Objetivos
Generales	<ul style="list-style-type: none"> El nombre en clave "Sky" se usará hasta el arranque de la nueva operación Las acciones de comunicación que no aparezcan en este plan pero se consideran necesarias deberán ser aprobadas por el Director de Reestructuración 	<ul style="list-style-type: none"> Informar acerca de las razones y objetivos de la reestructuración y ganar su compromiso Informar sobre la nueva marca y cultura de "xx" Comprometer a los clientes y proveedores de las organizaciones a integrar con el proyecto "xx" Gestionar eficazmente el valor de la integración de cara a clientes, proveedores y financiadores y medios de comunicación para asegurar una percepción positiva del proceso
Comunicación interna	<ul style="list-style-type: none"> La comunicación hacia los empleados de las organizaciones será "personal" siempre que sea posible Las preguntas de los empleados respecto a la integración serán dirigidas a xx o a xx Todas las comunicaciones serán en catalano Todas las comunicaciones se realizarán usando los formatos y logos estándares del proyecto "xxxx" 	
Comunicación externa	<ul style="list-style-type: none"> No habrá comunicación a la prensa antes de que los empleados y principales clientes hayan sido informados No habrá comunicación a clientes antes de que los empleados hayan sido informados Las comunicaciones formales al exterior deberán ser aprobadas por el área de Relaciones con Inversores 	

La Oficina de Reestructuración Operativa (ORO) coordina el proceso de cambio y sirve de apoyo a la Dirección

La ORO garantiza al Management la ejecución de la Reestructuración Operativa en tiempo y forma



La ORO cómo motor de la actividad de reestructura

- Aplica procedimientos contrastados
- Aporta experiencia
- Tiene la visión de conjunto de todo el proceso, lo que le permite:
 - I. **Controlar** los problemas
 - II. **Identificar** las interdependencias
 - III. **Apoyar** al Director de la Reestructuración y al Comité de Dirección mediante un liderazgo firme centrado en el reporte.



ABAV : Instrumentos y técnicas de valoración de empresas

Sesión 4 – Creando valor a través de una reestructura
corporativa y oportunidades de inversión

20 octubre 2021

Igor Marzo

igor.marzo@argosspartners.com

Cel. +52 55 3850 5237

Instrumentos y técnicas para la valoración de empresas. Como crear valor a través de la reestructuración de empresas

SESIÓN 1 11 oct 2021

- Filosofías de Inversión
- Herramientas de valoración de empresas (métodos de valoración)

SESIÓN 2 13 oct 2021

- Herramientas de valoración de empresas (análisis posición competitiva)
- Introducción IFRS

SESIÓN 3 18 oct 2021

- IFRS – implicaciones en la valoración de una empresa
- Causas del declive de una empresa

SESIÓN 4 20 oct 2021

- Creando valor a través de una reestructura corporativa
- Oportunidades de inversión
- Caso Práctico

Creando valor a través de una reestructura corporativa

1

Creando valor a través de una reestructura corporativa

2

Oportunidades de inversión

3

Caso práctico de reestructura

Creando valor a través de una reestructura corporativa

1

**Creando valor a través de
una reestructura
corporativa**

2

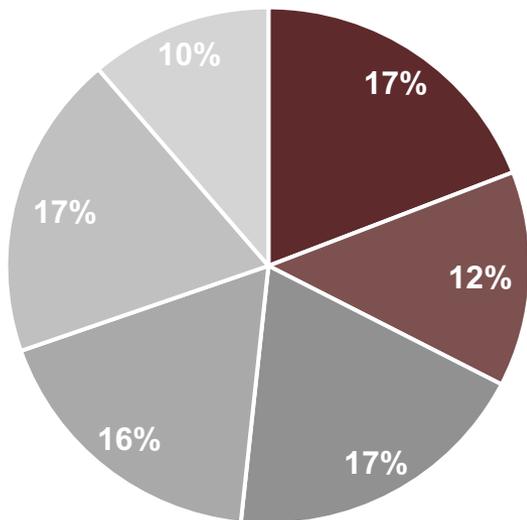
Oportunidades de
inversión

3

Caso práctico de
reestructura

Principales causas de una situación de distressed

Desglose de causas de distressed



- Exceso deuda
- Pobre modelo negocio
- Amenazas competitivas
- Pobre gestión
- Ciclo económico
- Precios materias primas

Principales Causas

- **Ciclo económico**
 - Cambio de ciclo afecta a sectores muy apalancados
- **Cambios en la industria**
 - Cambios regulatorios
 - Nueva competencia
 - Modelos de negocio no sostenibles
- **Mala gestión**
 - Mala estrategia de la compañía
 - Equipo directivo inadecuado
- **Falta de liquidez en el mercado**
 - Crisis de liquidez en el mercado

Cuatro tipos de mercados de deuda existentes

<p>Grado de Inversión Compañías con rating por encima de rating BBB-/Baa3 o con un spread de crédito bajo</p>	<p>Mercado Apalancado Compañías con rating por debajo de BBB-/Baa3 o con un spread de crédito por encima de 150 pb</p>
<p>Mercado Institucional Préstamos a inversores institucionales (CLOs, compañía seguros, hedge funds)</p>	<p>Mercado Secundario Mercados en lo que los préstamos cotizan después de su emisión Mercado activo para LBOs</p>

Inv. Grade vs High Yield

- **Investment grade**
 - Spreads por debajo 150 pb
 - No garantizada
 - Pocos covenants financieros y restricciones
 - Pocas obligaciones de información
- **Non-investment grade (High Yield)**
 - Spreads por encima 150 pb
 - Garantizada
 - Múltiples covenants financieros y restricciones
 - Múltiples obligaciones de información

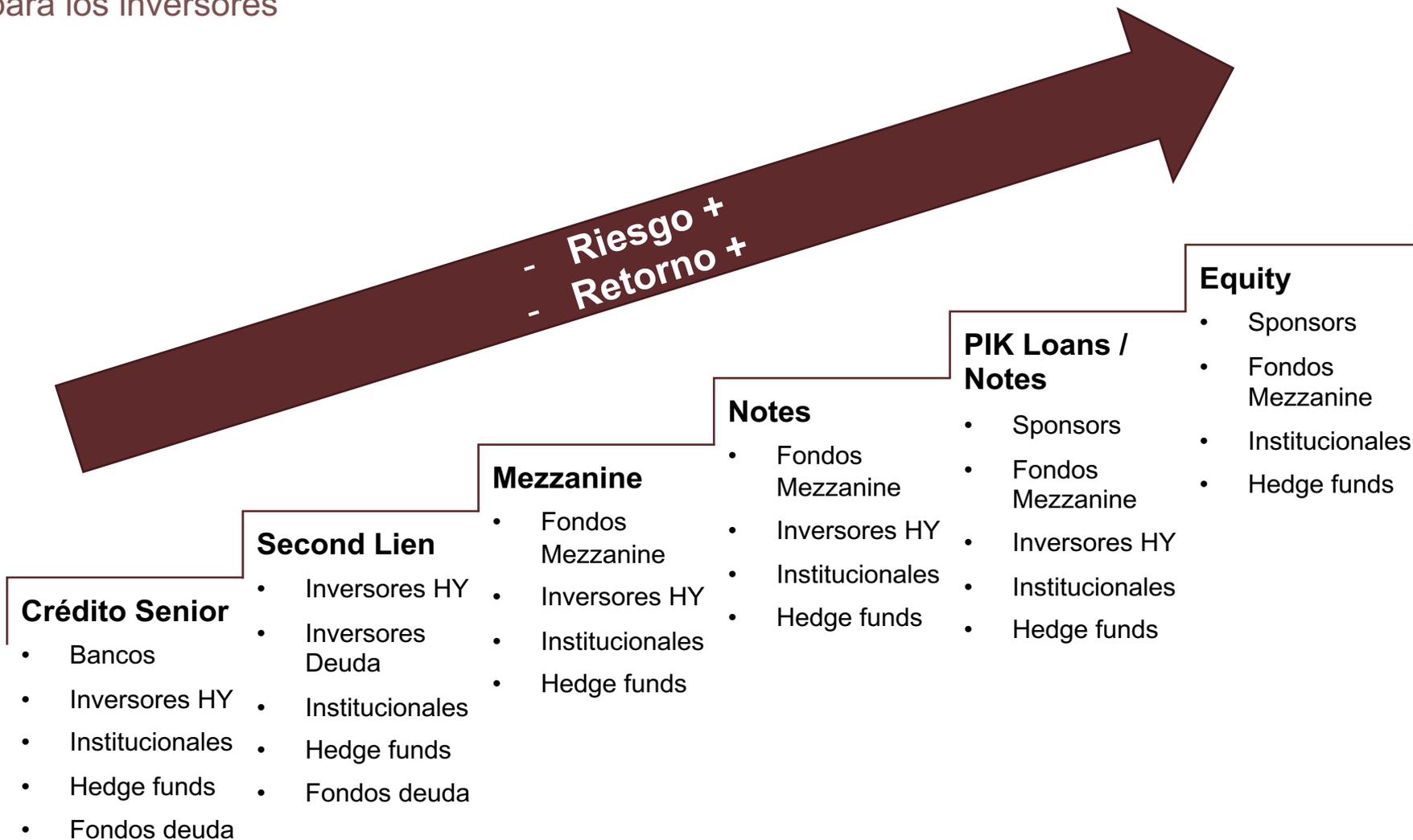
Definiendo deuda distressed

Medida	Explicación
Ratings	Rating externo por debajo de CCC o Caa La limitación es que solo aplica a instrumentos de crédito con rating externo
Márgenes	+10% sobre los bonos del Tesoro Aunque cuando el mercado se disloca se pueden producir subidas generalizadas de los márgenes
Trading	Cotizando en el mercado secundario por debajo del 75% sobre par Aunque puede haber instrumentos de crédito en distressed cotizando cerca de par
Incumplimiento	Está cerca o ha incumplido covenants o no es capaz de “honrar” la deuda

NO HAY UNA DEFINICIÓN ÚNICA DE DEUDA DISTRESSED, POR LO QUE HAY QUE REALIZAR EL ANÁLISIS DESDE VARIAS PERSPECTIVAS

Tipos de financiación en una estructura apalancada (LBO)

A medida que subimos por la “escalera”, el riesgo aumenta, al igual que el potencial retorno para los inversores



Cronograma típico de un proceso de reestructura

El proceso de la caída es gradual, pero en situaciones de crisis profunda puede ser muy rápido



(*) Depende del marco legal aplicable. En ciertas jurisdicciones la responsabilidad no es clara.

Alternativa estratégicas del acreedor que podrá...

...adoptar una de las siguientes cinco estrategias, que en ocasiones se pueden combinar, a la hora de refinanciar la compañía



Técnicas de valoración de una compañía distressed

Las técnicas tradicionales asumen el principio de empresa en funcionamiento, premisa que nos es necesariamente cierta para compañías en distressed

Métodos Absolutos (DCF)



El valor terminal asume que la compañía va a permanecer en el tiempo, generando cash flows crecientes

Hay que ajustar las tasas de descuento al alza para capturar el mayor riesgo por estar en distressed, pero no se soluciona el problema del valor terminal

Métodos relativos (múltiplos)



Los métodos relativos no son referencias válidas porque los comparativos suelen ser empresas saneadas y que no están en distressed

Otros factores

Otros factores que pueden afectar a la valoración de una empresa es el componente legal que fija la prioridad de la deuda de los acreedores

Experiencia

- La experiencia demuestra que **aplicar los métodos tradicionales no funciona**
- Hay que **realizar ajustes tanto a los cash flows proyectados**, como a las **tasas de descuento** y a los **valores presentes obtenidos**
- Se pueden **realizar análisis probabilísticos sobre los flujos proyectados**

Ajustes al modelo de Descuento de Flujos

Medida	Explicación
Ajuste por Distressed	$\text{Valor del Equity} = \text{DCF valor del equity} \times (1 - pD) + \text{Valor Distress del Equity} \times (pD)$
Ajuste del valor Presente	<p> $\text{Valor Compañía} = \text{Valor de la Compañía no apalancado} + (\text{Beneficio fiscal Deuda} + \text{Gastos esperados del proceso de reestructura})$ </p> <p> $\text{Siendo Gastos esperados del proceso de reestructura} = (\text{Valor Compañía no apalancado} - \text{Valoración distress}) \times pD$ </p> <p> pD: Probabilidad de distress (%) Beneficio fiscal Deuda = (Deuda x Tasa Impositiva) </p>

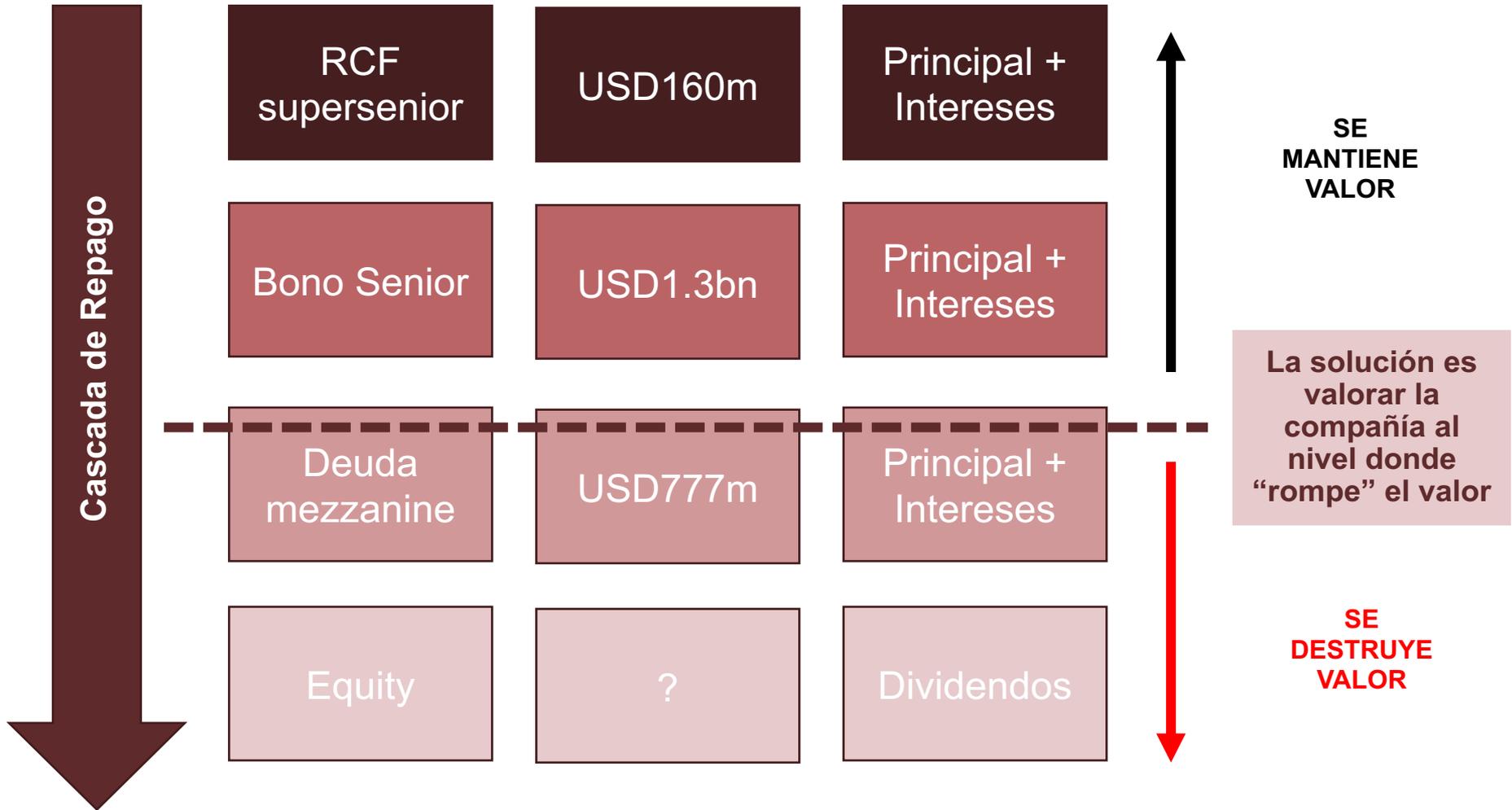
La mayor dificultad es estimar la probabilidad de distress (pD).
Adicionalmente, hay que tener en cuenta que compañías sin beneficios no tienen escudo fiscal (al menos en el corto plazo)

Problemas adicionales de la metodología DCF

Problema	Explicación
Problemas del EQUITY	<ul style="list-style-type: none">• Si el Equity es muy pequeño, entonces deja de ser relevante a la hora de calcular su impacto sobre la estructura y coste de capital
Problemas de la DEUDA	<ul style="list-style-type: none">• El valor de la deuda se convierte en un "problema circular":• ¿ Qué tasas usamos ? ¿ El costo de la deuda actual? ¿ El de la Deuda Distress? ¿ o el de la empresa reestructurada?

Valorar los distintos instrumentos de financiación (deuda, en todas sus formas, y equity) requiere un enfoque distinto al de la valoración de empresas en una situación normal

Ejemplo de cascada de pago



Métodos para valorar los distintos instrumentos

Fuente de Financiación	No Distressed	Distressed / Mercados Ilíquidos
RCF	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • ¿Mercado secundario? 	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • Múltiplos PER/EBIT/EBITDA/Sales • ¿Valor de liquidación?
NOTAS SENIOR	<ul style="list-style-type: none"> • Mercados oficiales • Mantenerlo en el portafolio (yield to maturity) • DCF 	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • Múltiplos PER/EBIT/EBITDA/Sales • ¿Valor de liquidación?
MEZZANINE	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • ¿Mercado secundario? 	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • Múltiplos PER/EBIT/EBITDA/Sales • ¿Valor de liquidación?
EQUITY	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • Múltiplos PER/EBIT/EBITDA/Sales • ¿Transacciones comparativas? 	<ul style="list-style-type: none"> • DCF • Múltiplos PER/EBIT/EBITDA/Sales • ¿Valor de liquidación?

Creando valor a través de una reestructura corporativa

1

Creando valor a través de una reestructura corporativa

2

Oportunidades de inversión

3

Caso práctico de reestructura

Alternativas estratégicas en una reestructura...1

Opción	Situación	Comentarios
Ajustes covenants	Ajuste temporal	<ul style="list-style-type: none"> • Financiadores ajustan los covenants para darle mayor holgura • Se generan comisiones de reestructura e incrementos de margen
Nuevo calendario	Nuevo plan de negocio	<ul style="list-style-type: none"> • Se retrasa el calendario de amortización y parte de la deuda se difiere a vencimiento, para darle tiempo a la compañía a generar el crecimiento
Reest. Operativa	Ajustes y ventas de unidades	<ul style="list-style-type: none"> • Se toman decisiones sobre negocios no rentables (cierres, reajustes, ventas, etc) • Cuanto más se tarde, más costoso será
Nueva estrategia	Nuevo posicionamiento estratégico	<ul style="list-style-type: none"> • Se transforma el negocio a una nueva estrategia • Toma un tiempo y requiere cambios profundos en la estructura de financiación
Cambio management	Equipo directivo inadecuado	<ul style="list-style-type: none"> • Cambio/fortalecimiento del management existente • Suele requerir dispensas en los covenants/cambios en la financiación

Alternativas estratégicas en una reestructura...2

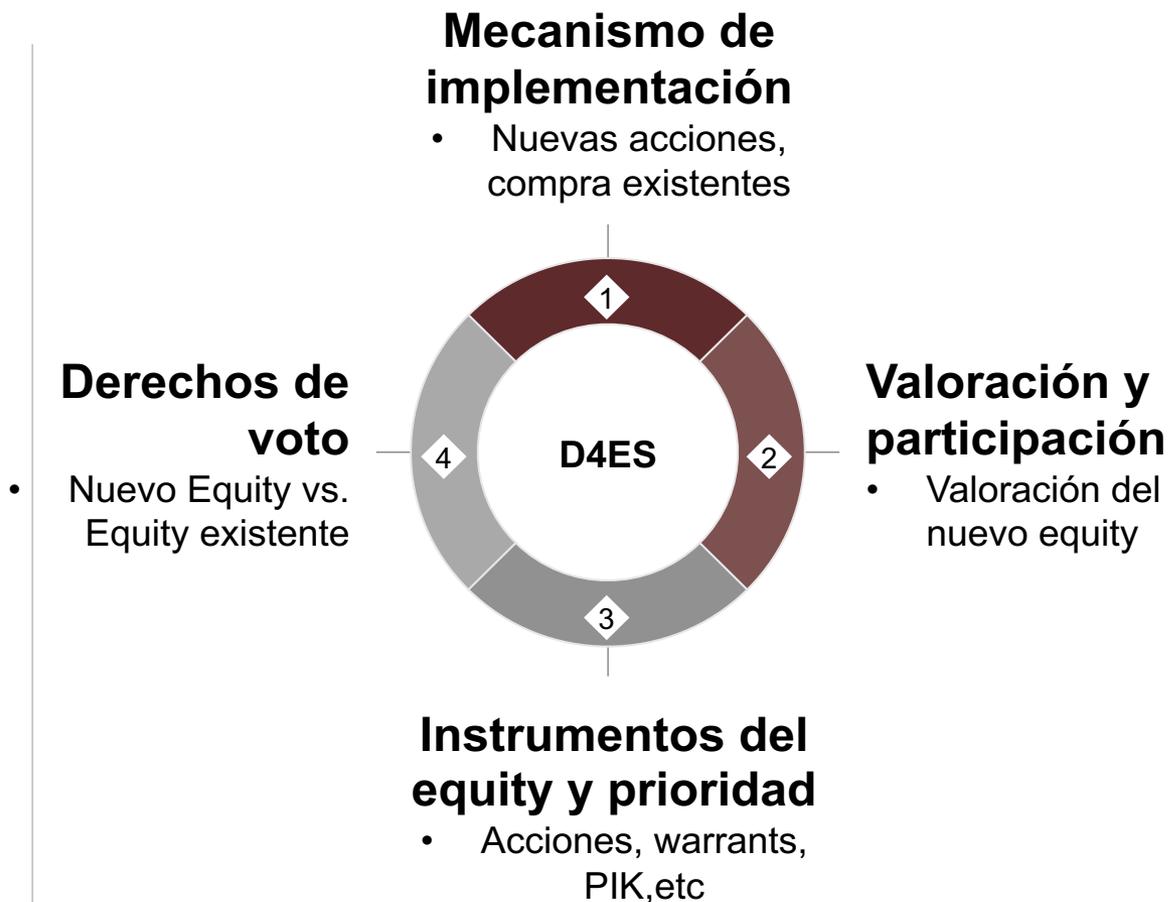
Opción	Situación	Comentarios
Dinero nuevo	La compañía requiere liquidez (temporalmente)	<ul style="list-style-type: none"> • Potenciales recompras de deuda con descuento • Se generan comisiones de reestructura e incrementos de margen
Dinero nuevo (nuevo inversor)	Problemas en la estruct. capital	<ul style="list-style-type: none"> • Inversores de Special Situations • Muy dilutivo para el equity y financiadores anteriores
D4ES	Inversores acceden al equity	<ul style="list-style-type: none"> • Se reduce la deuda a través de la conversión de deuda en equity • Cuanto más se tarde, más costoso será
Ventas / Desinversión	Parte del negocio es rentable	<ul style="list-style-type: none"> • Se segregan los activos rentables de los no rentables • Se constituye una compañía con deuda sostenible (NewCo)

Puntos claves en un Debt for Equity Swap (D4ES)

Una buena ejecución es clave para el éxito de este instrumento de reestructura

Claves

- El mecanismo debe ser consensuado o a través de un proceso formal
- La valoración no necesariamente sigue la cascada de repago:
 - Accionistas pueden tener otras palancas que les ayuda a proteger su valor
- El instrumento de Equity elegido es una decisión importante
- Mecanismo de salida pactado con los accionistas existentes



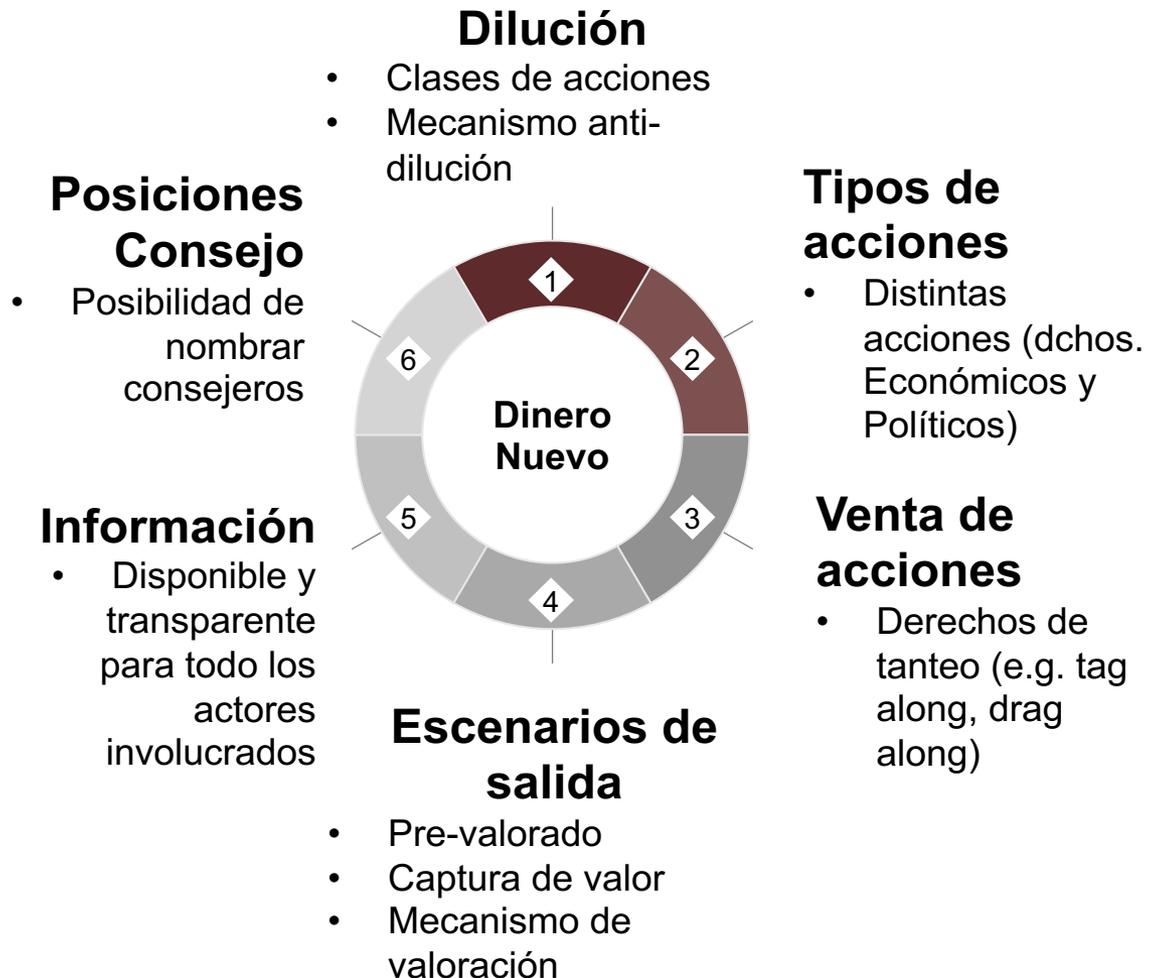
Aspectos clave del dinero nuevo aportado como Equity

Hay que negociar todos los escenarios (entrada, salida, valoración, ...)

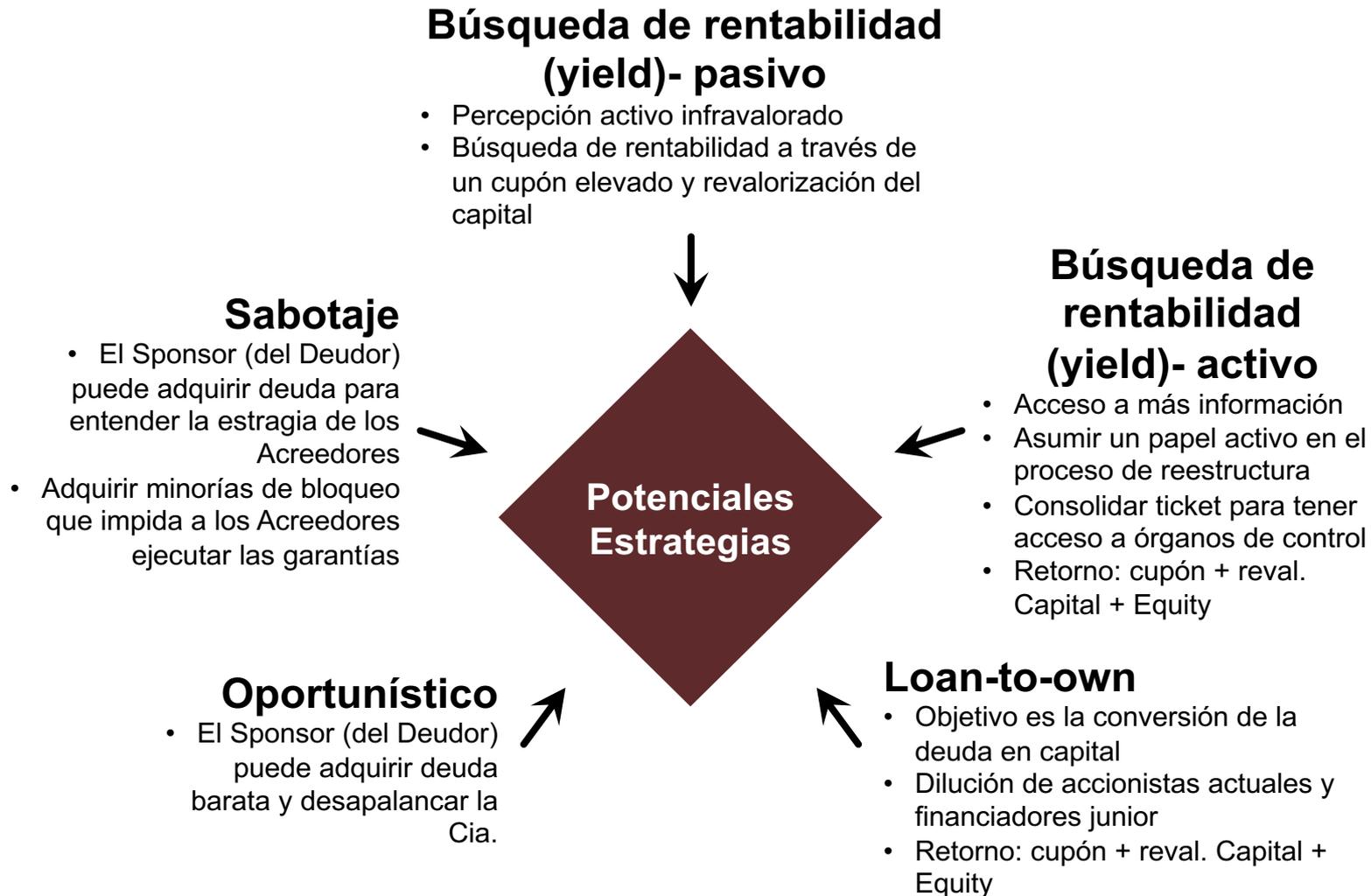
Acuerdos clave

Es fundamental tener acuerdos en todos los aspectos claves relacionados con la aportación del dinero nuevo y su conversación a Equity.

El éxito de la salida se asegura en el momento de la entrada.



Estrategias detrás de la adquisición de deuda distressed



El riesgo sistémico se presenta en 3 formas distintas

Las grandes corporaciones pueden generar riesgo de contagio y desequilibrios en el sistema financiero

Potencial impacto de las grandes corporaciones sobre las entidades financieras:

Las grandes corporaciones pueden generar impactos negativos en los bancos por dos vías principales:

- **Riesgo de impago directo** de los préstamos otorgados
- **A través de un efecto contagio en la economía** y generar impagos de manera indirecta en el sistema financiero (ej. proveedores de grandes empresas, impago préstamos hipotecarios/personales, ..)

Riesgo de contagio

Riesgo de contagio al resto de los actores económicos

Riesgo de desequilibrios

Acumulados en distintos sectores económicos (ej. inmobiliario) que pueden llevar a una posterior corrección



Riesgo de shocks macro

Caídas repentinas en el PIB, devaluaciones de divisa, hiperinflación, ...

Instrumentos de las entidades para mitigar el riesgo sistémico

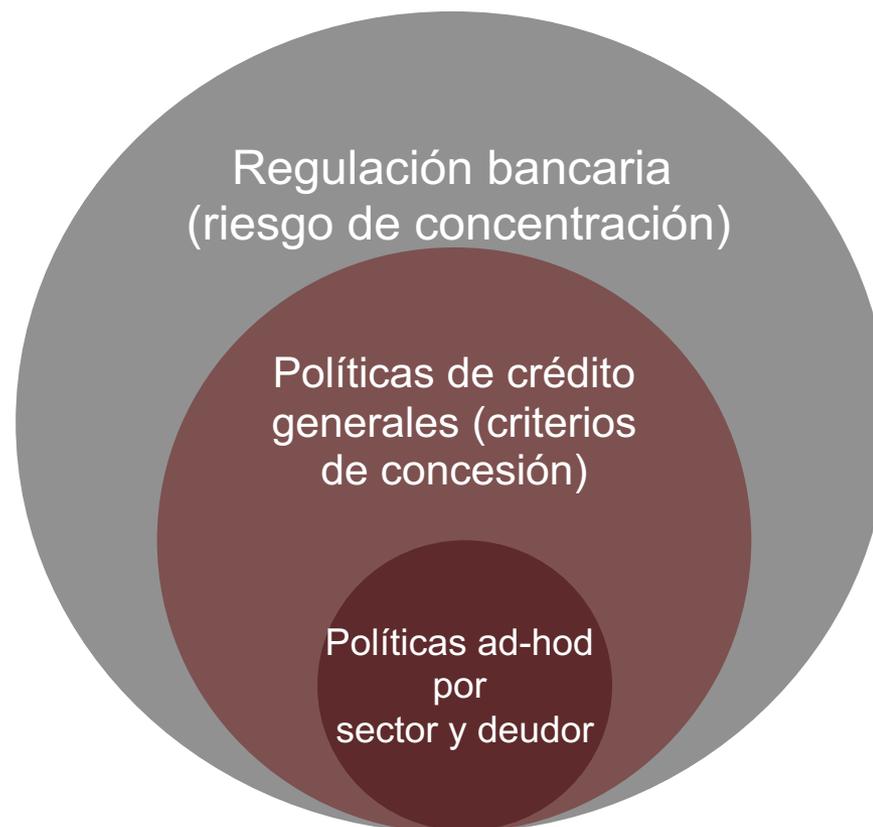
Una base de capital adecuada y una política de créditos conservadora ayudan a absorber la primera oleada de pérdidas, pero no es suficiente en situaciones de crisis profunda y las entidades han de tomar medidas adicionales

Capital, provisiones y coberturas

Una base fuerte de capital y una adecuada política de provisiones compensarán las primeras pérdidas generadas en una situación de recesión

Los derivados (tipo de cambio tipo de interés y CDS) ayudan a gestionar el perfil de riesgo del portafolio de créditos en el día a día, pero no son suficientes para cubrir el riesgo de una crisis severa

Políticas y regulaciones de crédito



Creando valor a través de una reestructura corporativa

1

Creando valor a través de una reestructura corporativa

2

Oportunidades de inversión

3

Caso práctico de reestructura

LIPSA es la empresa líder en la producción de lípidos para uso industrial en España

ANTECEDENTES

- **LIPSA es una empresa familiar, no cotizada**, gestionada por la 3ª generación de la familia Soler
- **LIPSA ha logrado una posición dominante en la Península Ibérica** en la elaboración de un subproducto esencial para la elaboración de bollería industrial
- La empresa está controlada accionarialmente por la **familia Soler**, pero existen dos socios industriales que poseen un porcentaje significativo del capital de la compañía y que son miembros del Consejo de Administración de la sociedad y con los cuales tiene constituida una alianza estratégica
- Durante los **últimos 4 años el grupo ha acometido un plan muy ambicioso de inversión por un importe acumulado de EUR 90 millones** con el fin de **duplicar su capacidad** instalada en su principal factoría y construir una nueva planta con el fin de iniciar una nueva línea de negocio

MERCADO

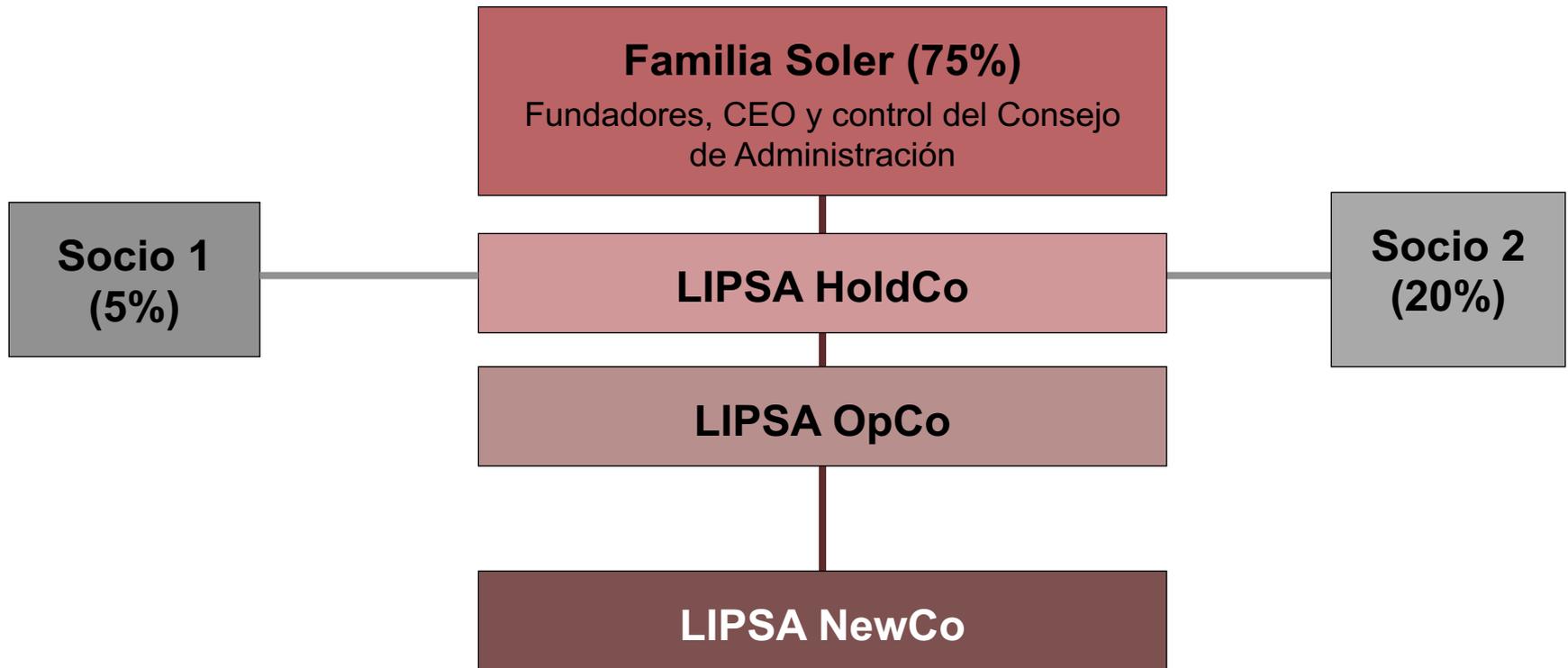
- Aunque no es un mercado muy transparente, en base a la información proporcionada por la compañía y por diversas fuentes de mercado, **la cuota de mercado de LIPSA se estima en el 75% del mercado nacional**
- El **75% de sus ventas son nacionales, siendo el 25% restante en Francia, Italia y Alemania**
- En el caso de la **nueva línea de negocio su potencial es difícil de estimar** puesto que es un mercado muy fragmentado aunque LIPSA tiene depositadas grandes esperanzas en este mercado

CLIENTES Y PROVEEDORES

- LIPSA posee una cartera de clientes de primera línea en la industria alimentaria
- LIPSA es un proveedor clave para sus clientes y es difícil reemplazarle, al menos en el corto plazo
- Sus proveedores son empresas de Oriente Asiático y LIPSA tiene un limitado poder de negociación (price-taker) en el precio de la materia prima al ser un mercado globalizado

Organigrama Societario

Empresa familiar, controlando el 75%, y con dos socios industriales que controlan el 25% restante



Estructura de financiación de LIPSA y Plan de Expansión

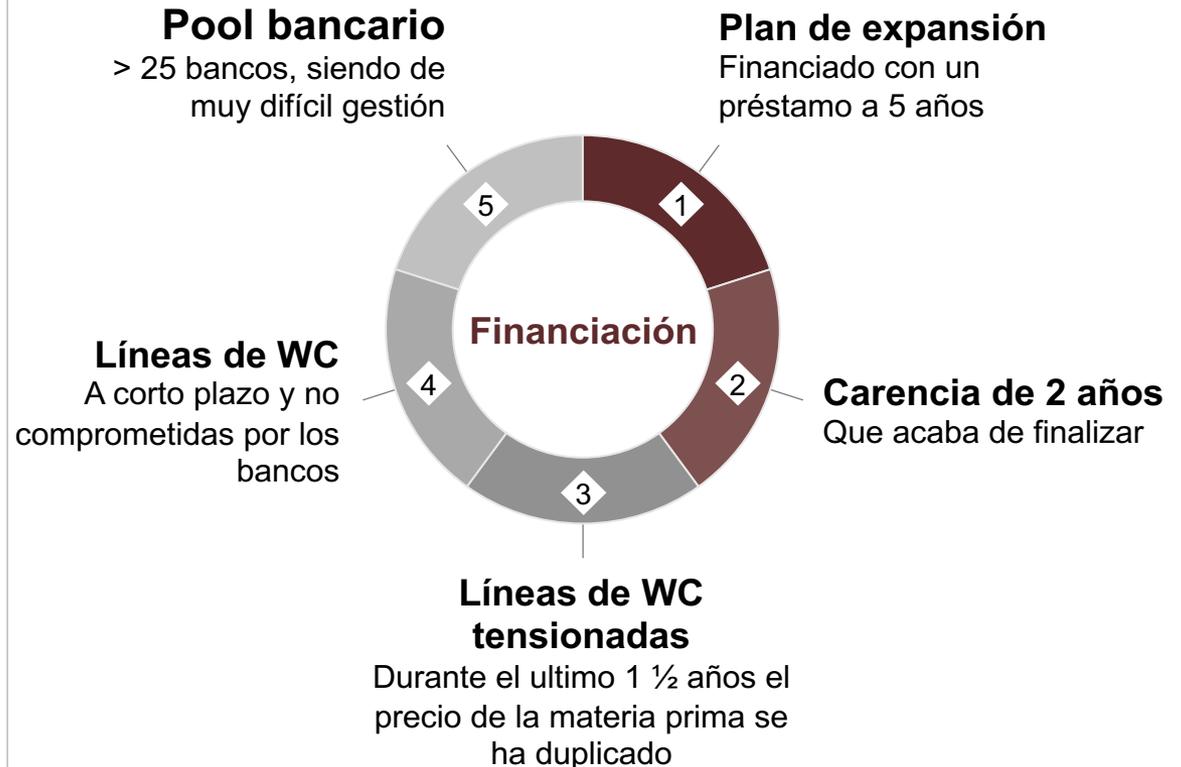
La estructura financiera se está viendo tensionada por la subida de precio de la materia prima “Aceite de Palma”

Estructura de financiación

Hay **4 bancos clave que han participado en un préstamo sindicado** para financiar el plan de expansion

Estos 4 bancos también financian las líneas de circulante de la compañía que consiste en pólizas de crédito (RCF) y líneas de Trade Finance para la emisión de cartas de crédito de importación

Adicionalmente hay **> 20 bancos que financian pólizas a corto plazo, pero que no están comprometidos y pueden cancelar las líneas de manera casi inmediata**



Plan de expansión planta actual de lípidos

La compañía se ha embarcado en un ambicioso plan de inversión para aumentar capacidad

Inversión

**Plan expansión
negocio actual
de lípidos
(negocio CORE)**

Descripción

La compañía está ejecutando un plan de expansión de su capacidad actual en un +50%, pero el Plan carece de varios puntos clave:

- **No se tiene un estudio de mercado** sobre los potenciales clientes para venderles la nueva producción
- **La inversión no mejora el coste marginal** por tonelada producida (no hay Economías de Escala)
- **No se ha realizado un estudio de mercado** que sustente la inversión acometida

Conclusiones

Inversiones sin un plan claro tienen resultados inciertos y pueden generar exceso de capacidad o un sobre-endeudamiento que pongan el peligro el core business de la compañía

Hay más **capacidad**, pero **hay que “colocarla” en el mercado europeo**, fuera del área de influencia de LIPSA

Plan de nueva planta: Biodiesel (Non Core)

La compañía se ha embarcado en un ambicioso plan de inversión en dos áreas distintas

Inversión

Construcción de una nueva planta de Biodiesel (negocio NO CORE)

Descripción

La producción de Biodiesel está muy fragmentada en España y Portugal y **LIPSA cree que una nueva planta, con la tecnología más reciente, les permitirá ganar cuota de mercado a expensas de los otros productores**

LIPSA ha cerrado un acuerdo comercial con uno de sus socios industriales (y accionistas), que cerrará su planta actual y le comprará a LIPSA el 10% de su producción

LIPSA sufre múltiples retrasos en la construcción de la planta y toma más tiempo del esperado obtener las autorizaciones de Defensa de la Competencia

El Proyecto va significativamente retrasado

Conclusiones

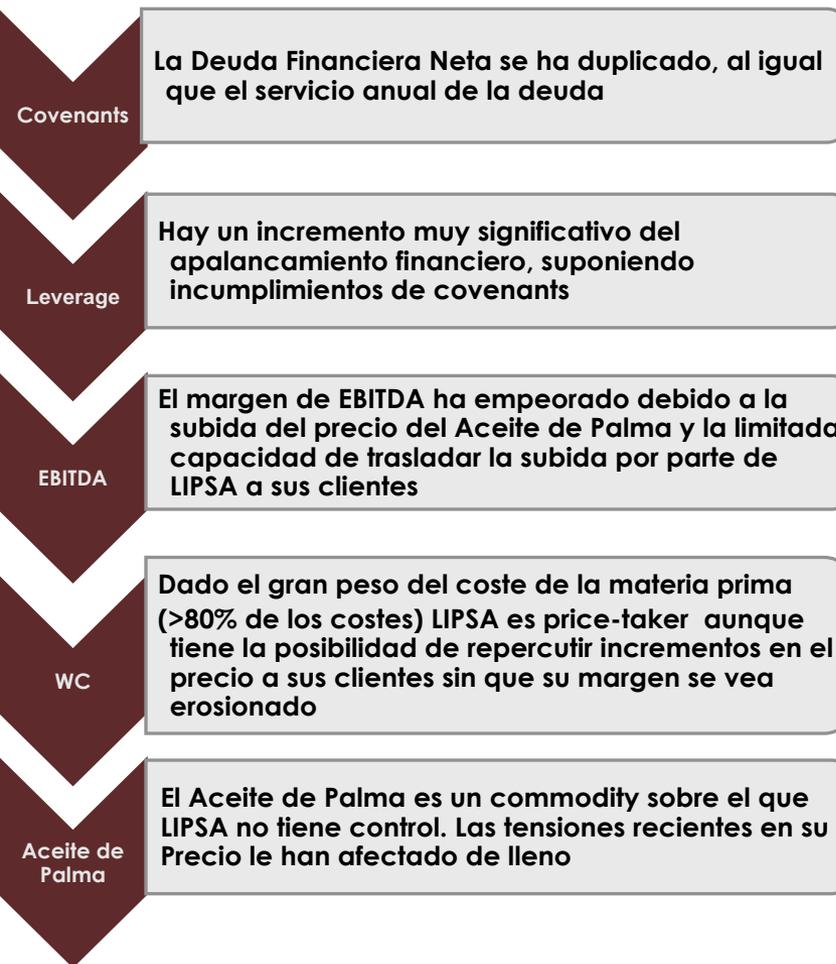
Nuevos mercados exigen **un plan de comercialización más claro y tangible**

Los **retrasos en la construcción tensionan la financiación** de LIPSA, dado que el período de gracia de 2 años termina, y la **planta no está operativa**

No hay economías de escala con el negocio CORE de LIPSA

Finanzas de LIPSA

<i>Cifras en EUR m</i>				
Pérdidas y Ganancias	2007A	2008A	2009A	2010E
VENTAS	226.7	353.6	290.6	302.7
y-o-y cambio%	-	56.0%	-17.8%	4.2%
EBITDA	14.3	8.0	13.0	12.0
margen %	6.3%	2.3%	4.5%	4.0%
y-o-y cambio %	-	-44.1%	62.5%	-7.7%
Servicio deuda	-2.5	-3.3	-2.8	-3.9
NOPAT	7.6	3.4	7.1	1.8
y-o-y cambio %				
BALANCE				
Total Activos	107.4	152.3	163.4	235.0
Equity	36.1	34.8	37.9	39.4
% sobre activos	33.6%	22.8%	23.2%	16.8%
Deuda Neta	51.4	96.0	80.8	114.0
% sobre Activos	47.9%	63.0%	49.4%	48.5%
COVENANTS				
NFD / EBITDA	3.6x	12.0x	6.2x	9.5x
Cumplimiento	✓	✗	✗	✗
Cobertura de Intereses	5.7x	2.4x	4.6x	3.1x



Síntomas y causas no son los mismo. No hay que limitarse a la superficie, hay que profundizar en los problemas

La identificación de las “causas raíz” es fundamental para entender el problema y poder solucionarlo

Síntomas

- **Empeoramiento de los márgenes sobre ventas**
- **Incremento del endeudamiento**, ruptura de **covenants financieros** y finalmente **problemas** para hacer frente al **calendario de repago**
- **Incremento del Fondo de Maniobra**
- Después de la inversión de €90m **los niveles de producción no alcanzan el 50% en el global de las dos plantas**
- Crecientes **tensiones en las líneas de circulante**

Causas

- **Plan de expansión** no suficientemente sustentado por un estudio de mercado y un plan de comercialización
- **Incremento del precio de la materia prima**
- **Costes por la puesta en marcha** de las nuevas inversiones y retraso en la puesta en marcha de la nueva planta
- **Plan de expansión financiado con deuda** y sin equity
- **La estructura de financiación** no se ha adaptado al plan de negocio (faltan líneas para financiar la compra de materia prima)
- **Empeoramiento del PMC** y el incremento del precio de la materia prima (+ 100%) en dos años

Principales retos del proceso y preguntas estratégicas que han de ser cubiertas

Hay que analizar todos los aspectos clave para diseñar la mejor solución

Reto

Pool Bancario



Capacidad repago



Garantías actuales



Apoyo Accionistas

Claves / Riesgos

La mayoría de los bancos financian a corto y largo plazo, pero algunos solo a corto y sin garantías reales. Elevado riesgo que cancelen las líneas

LIPSA solo puede pagar los intereses, pero apenas le alcanza para reducir principal de la deuda

¿Hay suficientes activos para cubrir la deuda? ¿ Tiene sentido constituir hipotecas sobre las factorías?

Los Accionistas actuales tienen recursos limitados. La búsqueda de nuevos inversores es rechazada porque sería muy dilutiva para ellos

Conclusiones

Hay que **retener a los bancos que financian el circulante**, su salida puede ser catastrófica

LIPSA tiene valor como empresa en funcionamiento, pero limitado valor en un escenario de liquidación

Los Accionistas actuales no pueden/quieren aportar fondos a la compañía, pero **están “bloqueando” la entrada de nuevos inversores**

Principales retos del proceso y preguntas estratégicas que han de ser cubiertas (cont.)

Hay que analizar todos los aspectos clave para diseñar la mejor solución

Reto

Calidad equipo



Problema puntual



Solución



Nueva estructura de financiación

Claves / Riesgos

¿ Tenemos el equipo directivo correcto para gestionar el escenario post-reestructura?. Han tenido serios errores de cálculo en el pasado. ¿ El equipo comercial podrá vender el Biodiesel?

¿ Ha sido un problema temporal (mala planificación + subidas precios MMPP) o hay algo que esté intrínsecamente mal con el modelo de negocio de LIPSA?

La raíz del problema es, al mismo tiempo, la salvación de LIPSA. Poner en valor la nueva capacidad instalada. ¿ Podrá LIPSA tener una posición dominante en Biodiesel?

El poner en valor la capacidad instalada requiere que los bancos hagan lo contrario que su instinto les dice: aumentar las líneas de circulante de import finance

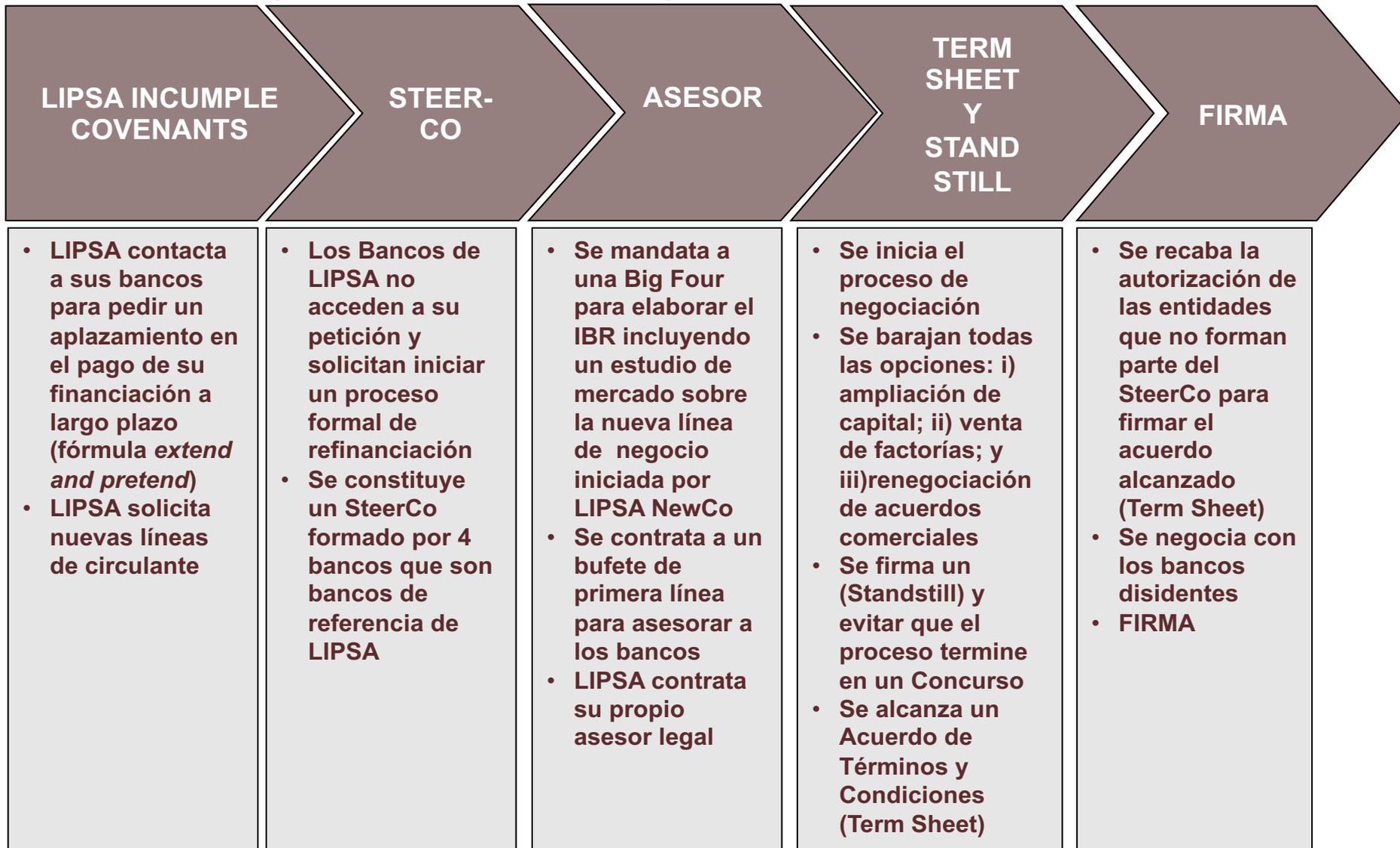
Conclusiones

Hay que **reforzar el equipo comercial** y fijar objetivos ambiciosos (pero realistas de) de comercialización

La **causa del problema, es la única salida**, comercializar la nueva capacidad alcanzado de manera rápida el break-even. **Solo el incremento del EBITDA nos permitirá desapalancar** a la compañía

Solo el incremento de las líneas de circulante va a permitir a LIPSA **comercializar su capacidad instalada**

El proceso de reestructura es complejo y requiere realizar múltiples actividades en paralelo



El éxito de la reestructura estuvo fundamentado en 4 pilares básicos

El proceso de reestructura duró mas de 6 meses y requirió un alto grado de compromiso de todas las partes involucradas

Claves proceso

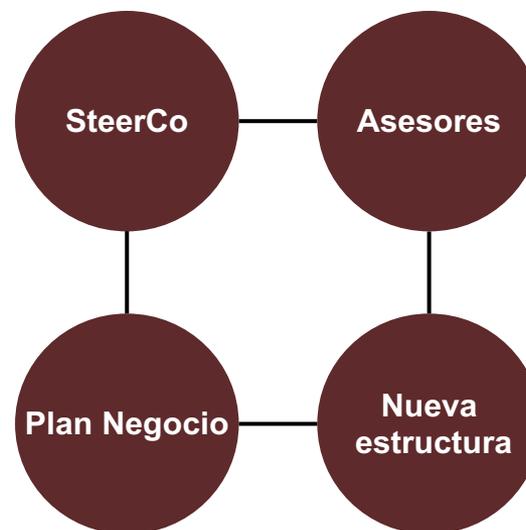
- Los **procesos de reestructura** son **complejos y requieren tiempo**
- Es **clave alinear a los actores involucrados**, las **disputas** entre acreedores y deudor **destruyen valor y consumen mucho tiempo**
- Los **acuerdos tienen que ser equilibrados y justos**, si cualquier parte cede en exceso, posteriormente habrá nuevos problemas
- El **plan de rescate ha de ser realista y medible**

Liderazgo por los bancos

Que permitió negociar una estructura viable y que solucionaba los problemas del plan de negocio de LIPSA

Nuevo plan

Estaba basado en premisas realistas, era medible, cuantificable y había un equipo responsable de su ejecución



Valor añadido

La selección de los asesores correctos fue clave para entender en detalle el plan de negocio de LIPSA

Financiación

Que le daba a la compañía la “gasolina” necesaria para crecer y protegía a los bancos con nuevas garantías