



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Derecho y ADE

Teoría y práctica de la valoración de empresas:
Las técnicas utilizadas por los profesionales en
España

Presentado por:

Ana Sánchez Estébanez

Tutelado por:

Gabriel de la Fuente Herrero

Pilar Velasco González

Valladolid, 22 de julio de 2022

RESUMEN

Este trabajo analiza el gap entre la teoría y la práctica de la valoración de empresas. Los estudios previos se han centrado en las herramientas utilizadas por distintos tipos de inversores: empresas a través de sus directores financieros, fondos de inversión en empresas no cotizadas (*private equity*), fondos de capital riesgo (*venture capitalists*),... Los resultados difieren de un tipo de inversores a otro, pero muestran pautas diferentes a las teóricamente correctas. Este trabajo se centra en el análisis de las técnicas utilizadas por los expertos en valoración de empresas que prestan precisamente este servicio a sus clientes. Tras revisar los modelos teóricos más utilizados en la práctica y que se pueden encontrar en cualquier manual de valoración de empresas, se revisan los resultados obtenidos en investigaciones previas y se hace un recorrido por el sector de valoración de empresas en el territorio nacional, con el foco en las principales empresas que ofrecen este servicio. Nuestro trabajo amplía la evidencia disponible con las respuestas obtenidas de dos entrevistas: la primera a un académico que ha ahondado en la valoración de empresas por profesionales y la segunda directamente al socio de valoración de una empresa que ofrece este servicio. Las respuestas en ambos casos son coincidentes: los profesionales utilizan, principalmente, el modelo de descuento de flujos y el modelo de múltiplos de valor. El peso que se da a cada uno de ellos es diferente en ambas entrevistas, sin embargo, la metodología de trabajo descrita es muy similar en ambos casos.

Palabras clave: Valoración de empresas, Descuento de flujos de caja, Múltiplos, Métodos de valoración, Finanzas.

ABSTRACT

This project analyzes the gap between theory and practice of business valuation. Previous works focused on the methods and tools used by different kinds of investors: societies by their CFOs, private equity, venture capitalists... While results vary among different investors, they all seem to follow different guidelines than the theoretically correct ones. The study highlights and explains the most frequent theoretical models, which can be found in any finance handbook, we compare the results with the previous projects ones. We also will analyze the business valuation sector in Spain, paying attention to main societies which offer this service. This work further develops the information about this issue with answers from two insightful interviews: the first, with a university professor who has researched a lot about business valuation by professionals; the second, with a partner of the valuation department in a company which offers this service. The answers in both cases coincide in most aspects. It appears that professionals seem to always use the same two valuation methods: discounted cash flows and multiples valuation model. The relative importance of each method is different for each interviewee; yet, their specific work methodology is very similar.

Keywords: Business valuation, Discounted cash flows, Multiples, Valuation methods, Finance.

ÍNDICE

1. Introducción.

2. Principales modelos de valoración de empresas.

2.1. Métodos basados en el balance.

2.2. Múltiplos de valor.

2.3. Método de descuento de flujos.

3. La valoración de empresas en la práctica empresarial: Evidencia empírica

4. El sector de empresas de valoración de empresas en España

5. Análisis empírico de los métodos de valoración utilizados por los profesionales en España..

5.1. Diseño del estudio y metodología.

5.2. Desarrollo de las entrevistas.

5.3. Resultados.

6. Conclusiones.

Bibliografía

1. Introducción

Este trabajo viene motivado por la escasa literatura que existe en cuanto a la práctica de la valoración de empresas. La literatura previa es muy limitada y la mayoría de las investigaciones que se han realizado, como, por ejemplo, Graham & Harvey (2002), Gompers, Kaplan & Mukharlyamov (2016) o Gompers, et al. (2020), entre otros, tienen que ver con la práctica de la valoración de empresas realizada por parte de inversores (empresas a través de sus directores financieros, fondos de inversión del tipo *private equity*, capital riesgo,...). Sin embargo, existe menor evidencia sobre las prácticas de valoración realizadas por las por parte de quienes se dedican a prestar este servicio de valoración. Este tipo de servicio puede ser solicitado por motivos transaccionales (fusiones, adquisiciones, separación de socios,...) o por motivos fiscales o simplemente contables.

Con este trabajo se pretende cubrir esta laguna mediante el estudio de las técnicas utilizadas en España por este tipo de empresas dedicadas a la valoración. La literatura previa muestra que los modelos teóricamente correctos no son siempre los más utilizados por los inversores. Nuestro trabajo pretende conocer si ocurre lo mismo con quienes prestan servicios de valoración.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. El apartado segundo explica los principales modelos de valoración de empresas. En el apartado tercero se hace un análisis de la evidencia empírica previa acerca de este tema, diferenciando entre tipos de profesionales o de empresas que aplican las técnicas de valoración. En el apartado cuarto se hace una descripción del sector de las empresas de valoración más representativas en el ámbito nacional. En el apartado quinto se presentan los resultados de dos entrevistas en profundidad con expertos en el campo de la valoración de empresas. A partir de la información obtenida de estas entrevistas, se contrastan posibles diferencias con los resultados contenidos en la literatura anterior y se elaboran las conclusiones, que se recogen en el apartado sexto.

2. Principales modelos de valoración de empresas

Teniendo en cuenta que existen numerosos métodos de valoración de empresas (basados en balance, en la cuenta de resultados, mixtos...) el análisis se va a centrar en los que se ocupan las páginas centrales de los manuales de valoración. Se van a describir, en primer lugar, los métodos basados en el balance, en segundo lugar, los múltiplos de valor y, por último, el método de descuento de flujos.

2.1. Métodos basados en el balance

Estos métodos proporcionan el valor a la empresa basándose, sobre todo, en el balance, en sus activos. Desde este punto de vista, no se toman en cuenta otras variables dinámicas como pueden ser factores externos, situación de su sector, etc.

Para explicar este método, hay que tomar en consideración cuatro definiciones:

Valor contable. Con este término nos referimos al patrimonio neto de la empresa: a sus recursos o fondos propios, es decir, a su capital y reservas dentro de su balance.

El problema que presenta la valoración es que casi nunca coincide este valor con el valor de mercado.

Valor contable ajustado. Con este valor se trata de salvar alguno de los problemas que presentaba el anterior, tomando en consideración el valor del activo neto real ajustando el valor de activos y pasivos al valor de mercado.

Valor de liquidación. Si la empresa vendiera sus activos y cancelara sus deudas, este sería el valor que tendríamos, el valor de la empresa si procediera a su liquidación.

La forma de calcularlo es tomando el patrimonio de la empresa quitándole los gastos que se darían por la liquidación, como pueden ser las indemnizaciones a sus empleados. Los problemas que presenta este método es que se limitan al caso concreto de compra de una empresa para su posterior venta, haciendo una estimación más baja de la que sería la real, ya que lo normal es que la empresa tenga un valor superior al de liquidación si tenemos en cuenta su continuidad.

Valor sustancial. Este se puede definir de dos maneras, una de manera antagónica a la anterior, es decir, como el valor que supondría reponer los activos si supusieramos la continuidad de la empresa; y, por otro lado, como la inversión que supondría constituir una empresa en las mismas condiciones a la que es objeto de valoración.

2.2. Múltiplos de valor

Nos encontramos ante un método comparativo, es decir, un método de valoración relativa. En este sentido, la valoración se centra en una asimilación con variables de empresas comparables. Este método implica riesgos como las diferencias entre las empresas comparadas. Así, surge el concepto de múltiplo: la relación entre un valor comparable y la variable comparable. Esta última puede ser diferente.

Para comprender la utilización de las ratios que veremos después, hay que ver cuál es el procedimiento que lo sustenta. Los métodos que se utilizan son sencillos, basados en precios medios de las empresas que sean comparables, es decir, con características similares (sector, ámbito geográfico de las operaciones, tamaño...) y reglas de proporcionalidad. Estas últimas son los distintos múltiplos. Se calcula una media del grupo de empresas comparables sobre la ratio, y se realiza una regla de tres con esta. Es decir, se calcula la ratio de todas las comparables, se obtiene la media de todas ellas y este será el denominador común. Por ejemplo, con el PER se calcula el PER de todas las comparables, se hace su media y se multiplica esa media por el beneficio por acción (BPA) esperado de la empresa a valorar:

La fuente de proporcionalidad puede variar dependiendo de la ratio a la que nos refiramos, siendo el del PER, por ejemplo, el beneficio. Las ratios más consideradas en los manuales de valoración son las que se describen a continuación.

PER ratio, (*Price to Earnings Ratio*). Se interpreta como los años que necesitaría la empresa para generar beneficios tales como los que paga el inversor por el precio de la acción de esta. Se encuadra dentro de estos métodos comparativos ya que, para saber si estamos ante una ratio elevada o pequeña, debemos compararla con empresas del sector. En definitiva, compara el precio de la acción con el beneficio por acción, permitiéndonos saber si una acción está sobre o infravalorada, ya que lo que refleja es lo que están dispuestos a pagar los inversores por cada euro de beneficio.

Su fórmula se puede expresar de la siguiente manera:

$$PER = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio por acción (BPA)}}$$

Ventas. Para esta ratio, lo que se utiliza frecuentemente es el valor de la empresa entre las ventas, múltiplo que ayuda a obtener el valor de mercado de los activos independientemente de su financiación.

$$\text{Ratio ventas} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda neta}}{\text{Ventas}}$$

La interpretación es que, a menor valor, más atractiva será la empresa. Esto es porque, a mayor sea el valor de las ventas en relación con el valor de la empresa, estaremos ante un mejor negocio.

EBIT. Su denominación proviene de *Earnings Before Interests and taxes*, es decir, beneficios antes de impuestos e intereses. Refleja el beneficio que genera una empresa con su actividad económica sin tener en cuenta la forma de financiación ni los impuestos. De esta forma, se pueden comparar empresas que no trabajan en un mismo lugar por la no influencia de esta regulación tributaria.

Para emplear este modelo, hay que calcular a partir de este margen, el múltiplo basado en este:

$$\text{Múltiplo basado en EBIT} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda neta}}{\text{EBIT}}$$

EBITDA. Es un indicador de la rentabilidad que tiene la empresa. Su significado es *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, es decir, beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{EBITDA} = \text{Ingresos} - \text{costes de los bienes vendidos} - \text{costes generales de administración}$$

Permite obtener una idea del rendimiento operativo de las empresas. El múltiplo utilizado a partir de este indicador de rentabilidad es el siguiente:

$$\text{Múltiplo basado en EBITDA} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda neta}}{\text{EBITDA}}$$

No hay ningún múltiplo que resulte más útil que otro, pero sí que es cierto que dada su simplicidad, es recomendable combinarlos con otros métodos más sólidos, ya que las magnitudes que se atienden en este método son muy básicas y solo nos acercan de manera parcial a un mayor o menor valor que puede presentar una empresa.

2.3. Método de descuento de flujos

Cuando se valoran empresas por método de descuento de flujos (DCF), los profesionales indirectamente se están basando en la valoración de los bonos de Estado, es decir, aplican el mismo procedimiento con el que se valoran estos a la deuda y a las acciones de la empresa.

Aunque se habla de método por descuento de flujos de caja, en singular, realmente se puede hablar de un método que se puede abarcar de manera

diferente, aplicando diferentes métodos. En concreto Pablo Fernández (2005) indica diez, que siempre reflejarán el mismo valor, esto es por analizar la misma realidad, con las mismas hipótesis de partida, pero partiendo de flujos de caja diferentes dependiendo de cuál se utilice.

Los primeros cuatro métodos son los principales, mientras que el resto derivan de estos.

- Cash flow para las acciones y K_e .
 - *Free cash flow* y WACC (*Weighted Average Cost of Capital*, coste medio ponderado del capital).
 - Capital cash flow y WACC antes de impuestos.
 - Valor actual ajustado.
-
- *Free cash flow ajustado al riesgo del negocio y K_u .*
 - *Cash flow para las acciones ajustado al riesgo del negocio y K_u .*
 - *Beneficio económico y de K_e (rentabilidad exigida a las acciones).*
 - *EVA (economic value added) y del WACC.*
 - *Free cash flow ajustado a la tasa sin riesgo y de la tasa libre de riesgo*
 - *Cash flow para las acciones ajustado a la tasa sin riesgo y de la tasa libre de riesgo*

Antes de analizarlos, hay algunos conceptos que están dentro de la denominación de los métodos que conviene clarificar:

K_e . Rentabilidad exigida a las acciones.

WACC. Rentabilidad exigida ponderada

WACC_{BT}. Rentabilidad exigida ponderada antes de impuestos.

K_u . Rentabilidad exigida a los activos.

Normalmente, la estimación de estas rentabilidades se sigue con el modelo del CAPM:

$$K = r_f + \beta \times (r_f - r_M)$$

donde r_f es la rentabilidad del activo libre de riesgo, β es la cantidad de riesgo de mercado y r_M la rentabilidad que se espera de la cartera de mercado.

Debemos estudiar en primer lugar la fórmula general de valoración, a partir de la cual tiene sentido aplicar combinaciones de flujos de tesorería y de tasas de descuento.

Como se indicaba anteriormente, la valoración de empresas se restringe, cuando se habla de modelo de descuento de flujos de caja, a valorar la deuda y las acciones. Podemos definir ambas valoraciones de la siguiente forma:

Valoración de deuda. Los flujos que derivan de la deuda se definen como “flujos para la deuda” y están formados por intereses y devoluciones de esta.

Los flujos que promete una deuda de empresa suelen poseer más riesgo que las de los Bonos del Estado (valoración de referencia), por lo que su rentabilidad exigida suele ser mayor que la tasa libre de riesgo.

Se puede concluir, por tanto, que la rentabilidad exigida de la deuda es la suma de la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo de la deuda, siendo la valoración resultante función de dos variables: los flujos para la deuda y la rentabilidad exigida:

$$\begin{aligned} & \textit{Valor de la deuda} = \\ & = VA (\textit{FLUJOS PARA LA DEUDA}; \textit{RENTABILIDAD EXIGIDA DE LA DEUDA}) \end{aligned}$$

Valoración de acciones. Para definir este valor se deben tener en cuenta dos tipos de flujos: flujo para los accionistas (dinero que va a la caja de accionistas) y flujo para la deuda (flujo que sale de la empresa para hacer frente a sus deudas y los intereses). Como los primeros tienen más riesgo que los segundos, la rentabilidad de las acciones será superior a la tasa libre de riesgo y de la exigida a la deuda que se indicaba en el punto anterior.

En conclusión, su valoración depende de las dos variables siguientes:

$$\begin{aligned} & \textit{Valor de las acciones} \\ & = VA (\textit{FLUJOS ESPERADOS DE ACCIONES}; \textit{RENTABILIDAD EXIGIDA DE LAS ACCIONES}) \end{aligned}$$

La fórmula general que se deriva es la siguiente:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_T + VR_T}{(1+k)^T}$$

Siendo CF el flujo de caja, k la tasa de descuento, T el horizonte de valoración y VR el Valor Residual. El valor de CF y de k va a variar en función del método aplicado, como veremos a continuación.

Se analizan a continuación los cuatro principales, teniendo en cuenta que el resto derivarán de aplicaciones a estos.

Cash flow para las acciones (CFac) y de Ke. El valor de las acciones es el valor actual esperado del cash flow (de los flujos de caja) para las acciones descontado a la rentabilidad exigida para las acciones (Ke).

Dicho de otra manera, es el reflejo de los fondos que genera una sociedad por cada acción. Se calcula de la siguiente manera (Pablo Fernández, 1994):

$$\begin{aligned} CFac = & \text{beneficio después de impuestos} + \text{amortización} \\ & - \text{aumento de necesidades operativas de fondos} \\ & - \text{devolución de la deuda} + \text{aumento de deuda} \\ & - \text{aumento de gastos amortizables} - \text{inversiones en activo fijo} \\ & + \text{valor contable de activos retirados o vendidos} \end{aligned}$$

Cuanto más elevado sea su valor, mejores serán los rendimientos y expectativas que ofrece una acción.

Free cash flow (FCF) y del WACC. Lo que denominamos FCF representa el flujo de fondos que genera la empresa sin tener en cuenta de qué manera se financia. El valor de la empresa es el valor actual de los *free cash flows* (flujos de caja libres) esperados que generará la empresa, descontados a la rentabilidad exigida ponderada después de impuestos, esto es, el WACC. Se calcula de la siguiente manera (Pablo Fernández, 1994):

$$\begin{aligned}
 FCF &= \text{beneficio después de impuestos} + \text{amortización} \\
 &\quad - \text{aumento de necesidades operativas de fondos} \\
 &\quad - \text{aumento de gastos amortizables} - \text{inversiones en activo fijo} \\
 &\quad + \text{intereses} + \text{valor contable de activos retirados o vendidos}
 \end{aligned}$$

Capital cash flow (CCF) y del WACC_{BT}. Se define como el *cash flow* para todos los que poseen títulos de la empresa, ya sean deuda o acciones, y es equivalente al *cash flow* para las acciones (CFac) que se explicaba en primer lugar, más el *cash flow* que corresponde a los que poseen la deuda.

Valor actual ajustado (APV). Lo que nos indica es que el valor de una empresa apalancada (con un nivel de endeudamiento muy alto) a partir de la suma del valor de las empresas cuando no está apalancada (empresa sin endeudamiento) más el valor actual del ahorro de impuestos por el pago de intereses.

Por último, antes de finalizar con los métodos de descuento de flujos, se debe hacer referencia, también, a un caso especial de este método, el cual se basa en calcular la rentabilidad que igualaría el valor obtenido con el método anterior al precio pagado, hablamos de la tasa interna de retorno (TIR).

Cuando manejamos la tasa interna de retorno estamos haciendo referencia, como se adelantaba, al valor relativo que iguala el valor de flujos netos esperados con el volumen de inversión en el momento actual a una tasa denominada coste de capital (*k*).

3. La valoración de empresas en la práctica empresarial: Evidencia empírica

Investigaciones previas arrojan que, en el ámbito del Derecho, los jueces en sus resoluciones son dispares a la hora de guiarse por una u otra valoración. La doctrina se decanta, en su mitad, por modelos contables de balance, no financieros, es decir, por valores históricos. A pesar de entender que lo lógico

serían las expectativas de futuro, la doctrina jurisprudencial se decanta por el valor contable, Este parece que facilita el hecho de que no aparezcan rebates, algo que resulta más propenso con métodos financieros.

Fuera de estos casos de jurisprudencia, debemos centrarnos en dos tipos de valoradores de empresas: las empresas de valoración (consultoras, por ejemplo) cuya actividad económica, en todo o en parte, se dirige a realizar valoraciones, es decir, sus honorarios provienen de que realicen esta actividad y de que de la hagan bien para que el cliente sepa el valor con algún fin, como el de sacarla a bolsa, cuestiones fiscales... Por otro lado, tenemos los inversores, quienes realizan valoraciones de manera continua para decidir cuáles son las empresas y los activos idóneos en los que invertir, es decir, aquellos que les va a reportar mayor beneficio. En este último caso, varios inversores, destacando los siguientes: de capital riesgo y de capital privado, los cuales han sido ampliamente desarrollados por Graham & Harvey (2002), Gompers, Kaplan & Mukharlyamov (2016) o Gompers, et al. (2020), entre otros.

Los *inversores de capital privado* hacen una inversión directa en una compañía, centrándose en empresas maduras que ya no están en etapa de crecimiento. A menudo será a empresas en situación crítica o “en apuros”. En ocasiones, la manera que tienen de operar es comprando un negocio, mejoran sus operaciones, para una posterior venta en la que obtener un beneficio. El objetivo siempre va a ser mejorar la riqueza en comparación con la situación anterior de manera que puedan ver una ganancia en su inversión.

Los *inversores de capital riesgo* (VC) se centrarán en empresas en fase de iniciación, en las *startups*. Estos inversores buscan empresas con potencial de crecimiento, lo que conlleva un gran riesgo al ser beneficios que no se obtendrán de una manera fácil.

A la hora de analizar qué tipos de modelos de valoración emplean, estos se guían más por el instinto, por proxis del éxito de la inversión, es decir, por el negocio de que se trate, más que por valoraciones formales, incluso por la persona que se encuentra por al frente de la empresa que se está analizando. Este método sustituye a índices o datos específicos, ya que su interés proviene

del éxito o la ganancia futura si acometen la inversión. Así, son factores más cualitativos los que pueden añadir o quitar valor a la empresa.

En un primer acercamiento, las respuestas que dieron Graham & Harvey (2002), Gompers, Kaplan & Mukharlyamov (2016) o Gompers, et al. (2020) en cuanto a las fuentes de incremento del valor de las empresas, encajan con las que tienen que ver con los inversores por su aspecto cualitativo. Así, además de atender a criterios de “intuición”, también se guían por aspectos como los siguientes:

- El aumento de los ingresos.
- La mejora de incentivos y gobernanza de las empresas en las que invierten.
- Facilitación de salida o venta de la empresa con un gran valor que aporte beneficios importantes.
- Realización de otras adquisiciones adicionales.
- Reemplazo de la administración, reorganizándola o proponiendo un reparto más beneficioso para la empresa.
- Reducción de costes.

Hay otros factores que contribuyen a éxitos y fracasos de las empresas en su funcionamiento y que van a influir de manera inevitable en su valoración, como el tiempo, la suerte (como factores aleatorios), la tecnología, el modelo de negocio y la industria, en el caso de éxitos y fracasos.

En función de la persona que realiza la valoración de la empresa, también, encontramos resultados diferentes.

- Los directores financieros de las grandes empresas generalmente usan el flujo de efectivo descontado (FEF) y la tasa interna de retorno (TIR) para evaluar las oportunidades de inversión, incluso el payback (como dice la teoría de Graham y Harvey), ya que el objetivo es inversor. Se guían por intereses particulares al recibir retribuciones en función del beneficio que perciben los accionistas, su labor es conseguir el máximo de estos para lograr la continuidad de su contrato.

- En cuanto a los socios, estos son cargos con influencia en los aspectos de inversión, incluyendo en sus decisiones. Estos suelen basar sus decisiones en procesos más formales y con mayor diligencia, es decir, realizando análisis de las industrias, comparación entre empresas similares... es decir, atendiendo a los aspectos cualitativos.
- Por último, los analistas de M&A. Los resultados en estos casos difieren en función de la industria a la que se dirige la valoración. Por ejemplo, en el sector tecnológico, la mayor parte de las investigaciones han revelado que hacen uso de métodos de múltiplos de beneficios y, residualmente, de métodos de descuentos de flujos o una combinación de ambos, pero siempre dependiendo de las circunstancias de su propia industria.

Hay empresas que se dedican a la valoración de otras empresas, es decir, su actividad económica se centra en prestar este servicio de valoración. En la práctica, hay muy poca literatura acerca de cuáles son los métodos empleados. Hay alguna evidencia de que prima la utilización de métodos de descuentos de flujos, así como de múltiplos de valor.

En este último caso hay poca evidencia. A través de las entrevistas que realizaremos en el apartado 5, ampliaremos la información acerca de sus métodos más utilizados y veremos si coinciden con la primera idea que obtenemos de investigaciones previas.

4. El sector de empresas de valoración de empresas en España

Se han identificado las principales empresas que se dedican a la valoración de empresas en España: PwC (PricewaterhouseCoopers), Ernst & Young, Deloitte, KPMG, Grant Thornton, BDO, Auren Abogados y Kroll Advisory. Existen muchas empresas que ofrecen este mismo servicio, pero se han seleccionado las más significativas desde el punto de vista de facturación, número de clientes... todos ellos del mismo *peer group*.

A pesar de tener este entre sus servicios, como veremos, no es el único, de manera que se dedican a otros como auditoría, asesoramiento legal, fiscal...

Dividimos la información, en la primera tabla se encuentran las cuatro empresas más significativas del sector en España, las conocidas como “Big Four”. En la segunda recogemos la información de otras cuatro con gran peso dentro del sector de valoración en el ámbito nacional.

Tabla 1

Variables clave de las empresas de valoración en España en 2021 (1ª parte)

VARIABLES CLAVE (2021)	FILIALES DEL GRUPO EN ESPAÑA			
	PwC S.L	ERNST & YOUNG S.L	DELOITTE S.L	KPMG S.A
Ingresos de explotación (miles de €)	236.725	183.840	178.776	146.558
Resultado del ejercicio (miles de €)	17.960	7.826	241	430
Total Activo (miles de €)	152.706	103.129	140.001	142.337
Total FFPP (miles de €)	34.424	8.554	2.724	4.955
ROA (Ingresos / Activos Totales)	15,72	10,68	0,22	0,44
ROE (Beneficios netos / FFPP)	69,74	120,8	11,16	12,51
Endeudamiento (P / PN)	77,46	91,71	98,05	96,52
Año de fundación	1989	1988	1989	1987
Años en funcionamiento	33	34	33	35
Accionistas	SELF OWNED (29,58%) MR FERNANDO RODRIGUEZ ARIAS MR MANUEL VALLS MORATO MR RAFAEL SANMARTIN ARGOS	ERNST&YOUNG EUROPE LLP (>=50%) MR JOSE ANDRES TORRECILLAS MIGUEL MR RAFAEL PAEZ MARTINEZ	DELOITTE & TOUCHE LLP MR JOHN PINNELL MR RAUL JESUS ANTONIO VAZQUEZ PEREZ	KPMG INTERNATIONAL COOPERATIVE (Part. May.) SELF OWNED (7,44%) KPMG Europe LLP (Part. May.)
Empresa matriz	PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES SL	ERNST & YOUNG EUROPE LLP	DELOITTE S.L	KPMG INTERNATIONAL COOPERATIVE
Participadas controladas por la matriz	(2) PwC Serveis Professionals Andor PwC Service Delivery Center SL	Hay 234 empresas dentro del grupo corporativo, entre las que se encuentra nuestra filial en España: ERNST&YOUNG SL	(1) Deloitte Andorra Auditors I Assessors SL	(5) KPMG International Inverments BV KPMG AZSA LLC KPMG S.A KPMG tax corporation Denmark Holding 2014 APS
Empleados	2.209	1.343	1.127	1.247
Área	Internacional	Internacional	Internacional	Internacional
Otros negocios	Auditoría, Consultoría, Asesoramiento fiscal y legal y transacciones	Auditoría, Consultoría, Impuestos, Legal, M&A	Auditoría, Consultoría, Risk & Financial Advisory, Legal	Auditoría, Abogados y Advisory

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Orbis y Sabi.

Tabla 2

Variables clave de las empresas de valoración en España en 2021 (2ª parte)

	FILIALES DEL GRUPO EN ESPAÑA			
VARIABLES CLAVE (2021)	GRANT THORNTON S.L.P	BDO AUDIBERIA ABOGADOS Y ASESORES TRIBUTARIOS SLP	AUREN ABOGADOS	KROLL ADVISORY S.L
Ingresos de explotación (miles de €)	40.101	34.223	20.061	17.517
Resultado del ejercicio (miles de €)	56	835	778	-2.226
Total Activo (miles de €)	21.653	16.923	9.366	26.630
Total FFPP (miles de €)	1.561	2.913	3.006	2.409
ROA (Ingresos / Activos Totales)	0,26	7,31	11,37	-6
ROE (Beneficios netos / FFPP)	3,59	42,47	35,43	-68
Endeudamiento (P / PN)	92,79	82,78	67,90	91
Año de fundación	1984	1999	2015	2007
Años en funcionamiento	38	23	7	15
Accionistas	GRANT THORNTON CORPORACION SLP. (100%)	MR JOSE ENRIQUE AZORIN MERSEGUER (>50%) MR ADOLFO SORIA MR ANDRES OSORIO MR CARLOS LOPEZ MR DAVID SARDA MR IGNACIO LEGIDO MR PEDRO RIOS SELF OWNED	Son 35 los accionistas actuales, los mayoritarios: AUREN HOLDING SP SLP (98,95%) MR FERNANDO JIMENEZ GONZALEZ (1,00%)	AMERICAN APPRAISAL ASSOCIATES, LLC (100%)
Empresa matriz	GRANT THORNTON CORPORACION SLP.	MR JOSE ENRIQUE AZORIN MERSEGUER	AUREN HOLDING SP SLP.	T-VIII CO-INVEST-A LP
Participadas controladas por la matriz	(3) Grant Thornton SLP Grant Thornton Asesores SLP Crosstone Audit SLP	(1) BDO AUDIBERIA ABOGADOS Y ASESORES TRIBUTARIOS SLP	(4) Auren Global Compliance SL Auren Abogados SLP Auren consultores SLP Take advantage consultants SL	(4) American Appraisal associates, LLC (KROLL HK LIMITED, KROLL ADVISORY PRIVATE LIMITED, KROLL ADVISORY S.L. , KROLL SINGAPORE PTE. LTD) Kroll International UK Limited
Empleados	391	500	213	103
Área	Internacional	Internacional	Nacional	Internacional
Otros negocios	Auditoría, Consultoría y asesoramiento legal y financiero	Auditoría, advisory, asesoramiento legal y fiscal, outsourcing	Auditoría y assurance, abogados y asesores fiscales, consultoría y corporate (M&A, financiación, reestructuración de deuda...)	Valoraciones, Corporate Finance, Cyber Risk, Restructuring, Transaction Advisory Services

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Orbis y Sabi.

Todas ellas son de presencia internacional con sede en España, algunas incluso la matriz, de ahí que se las haya considerado del Peer Group en nuestro análisis. La mayoría llevan dedicadas al sector más de 30 años, mientras que otras son de más reciente creación, aun así, bastante extensa. Como podemos ver, solo dos de las ocho empresas analizadas son la matriz y están en España (PwC y Deloitte) mientras que el resto son participadas, junto con otras, de la empresa matriz. Estas últimas pueden ser una sola, como en el caso de BDO, o múltiples, como en Ernst & Young donde son más de 200 dependientes de la misma matriz. Todas ellas, exceptuando a Auren Abogados, de más o menos reciente creación, se mueven en el ámbito internacional, teniendo oficinas en cientos de países a parte de en España.

Por otro lado, los accionistas de estas filiales españolas son, en algunos casos, los mismos socios o directores, o también pueden serlo terceras personas. Sin embargo, en otros casos como el de Grant Thornton S.L.P. o Kroll Advisory S.L. hay un único accionista mayoritario, en el primera caso coincidente con la empresa matriz. Aunque no se conoce en las fuentes públicas el porcentaje de cada uno de estos en todos los casos, sí que podemos ver quiénes son los accionistas mayoritarios.

Lo verdaderamente relevante es que en el sector de empresas de valoración se encuentran empresas que no solo se dedican a esto. Cuando analizamos si ofrecen otros servicios, vemos que es así, pudiendo colaborar entre distintos departamentos (auditoría, consultoría, departamento legal, de impuestos, M&A...)

A pesar de ser empresas diferentes en tamaño, facturación... vemos como todas son muy significativas y rentables, algo que también nos indican ratios como el ROE o el ROA.

5. Análisis empírico de los métodos de valoración utilizados por los profesionales en España

5.1. Diseño del estudio y metodología

El método que se va a utilizar para el análisis empírico es el de la entrevista en profundidad. Se trata de una técnica también denominada cualitativa o no estructurada, que busca la libre manifestación de los actores, primando la profundidad en las experiencias o en la información de los entrevistados. Alfonso Ortí (1998) define la técnica como: "un diálogo face to face, directo y espontáneo, de una cierta concentración e intensidad entre el entrevistado y un sociólogo más o menos experimentado, que oriente el discurso lógico y afectivo de la entrevista de forma más o menos directiva". De esta y otras definiciones, concluimos que los elementos que la definen son:

- Diálogo o encuentro cara a cara entre el entrevistador y el entrevistado.
- Carácter holístico de este diálogo, dirigido a la investigación.
- Búsqueda de experiencias, situaciones e ideas del entrevistado.

A pesar de no estar del todo estructurada y de poder hacer preguntas al entrevistado en el transcurso de la entrevista, es importante que el investigador tenga claro qué se quiere conseguir, la información que se quiere transmitir en los resultados y hacerlo de manera que se permita que al entrevistado expresarse libremente, sin emitir juicios de valor.

5.2. Desarrollo de las entrevistas

En este apartado vamos a reflejar cómo se han desarrollado las entrevistas y, posteriormente, los resultados que estas nos proporcionaron.

Las entrevistas han sido dos, por un lado, con un académico profesional de las finanzas con gran experiencia en el sector, quien ha realizado numerosas investigaciones acerca de valoración de empresas, del sector, de sus métodos,... Esta entrevista nos aporta a nuestra investigación aspectos tanto teóricos que imparte en su actividad académica, como prácticos por los resultados obtenidos en sus trabajos. Por otro lado, realizamos otra entrevista en profundidad con el socio de una de las empresas de valoración con mayor relevancia en España, que cuenta con dilatada experiencia en la valoración de empresas de distintos sectores.

Les realizamos sendas entrevistas en profundidad, orientando sus respuestas a conseguir un resultado acorde con nuestra investigación, con el fin de determinar cómo es el proceso que llevar a cabo los profesionales en valoración de empresas, qué métodos utilizan, si se ajustan a los modelos existentes o se alejan de ellos atendiendo a variables más subjetivas o más cualitativas...

En ambos casos, las respuestas son anónimas y no se identifican con ninguna empresa para mantener la confidencialidad de estas porque, como nos dice el segundo entrevistado, “la confidencialidad es su fuente de prestigio, entre otras cosas.”

Los resultados que se desean obtener son los mismos para ambas entrevistas, sin embargo, en la primera la información se refiere a la evidencia recopilada por el entrevistado en sus propias investigaciones. A pesar de ello, los resultados coinciden, como veremos, en prácticamente todas las cuestiones analizadas.

5.3. Resultados

En la primera entrevista, el entrevistado nos indica que prácticamente todas las empresas dedicadas a prestar el servicio de valoración de empresas (tanto consultoras como empresas especializadas) utilizan como método principal el modelo de descuento de flujos de caja ajustados por el riesgo, que es además el modelo generalmente aceptado como correcto en la teoría financiera.

El proceso aplicado por los profesionales se puede resumir de la siguiente manera. La empresa de valoración recibe del cliente que quiere este servicio un plan de negocio con las proyecciones para un horizonte temporal, que puede variar según el negocio, pero suele ser de unos cinco años. En este plan de negocio se suelen incluir expectativas de ventas, de márgenes, plazos de cobro y pago, reinversiones,... obtenidas a partir de las previsiones de evolución del mercado y de la economía en general. La empresa de valoración contrasta los datos clave del plan de negocio con el fin de concretar su coherencia con informes del sector y de la competencia.

El modelo de descuento de flujos de caja más habitual es el que combina los flujos libres de caja (*free cash flow*) con el WACC después de impuestos. De esta manera, los flujos libres de caja se estiman sin tener en cuenta la financiación, cuyo efecto se introducen por medio del WACC.¹

Tanto el *free cash flow* como el WACC se calculan como se explica en los manuales de valoración y en las clases de máster con limitadas particularidades. Para la ponderación de los costes de las distintas fuentes de financiación se suelen utilizar ratios de endeudamiento medios del sector, por cuanto se entiende que en el largo plazo la estructura de financiación de la empresa se estabilizará en esos valores. Es decir,

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \frac{D(1 - t)}{E + D}$$

donde $E/(E+D)$ y $D/(E+D)$ son los valores medios del sector respecto al peso relativo del valor de mercado de las acciones (E) y de la deuda (D), t es el tipo de gravamen del impuesto sobre la renta general o medio del sector, k_e es el coste de capitales propios y k_d el coste de la deuda.

La estimación de k_e se suele realizar por el modelo del CAPM. Para ello, deben hacer una estimación de la β , es decir, del riesgo sistemático, el riesgo no diversificable o de mercado. Esta estimación se realiza con empresas comparables del mismo sector cuyas acciones cotizan. Estos valores se obtienen de plataformas suministradoras de datos (sobre todo Capital IQ y Bloomberg) para un horizonte temporal de cinco años y datos mensuales. Las β de cada una de las empresas comparables son desapalancadas según los datos de sus respectivas estructuras financieras y utilizadas para calcular el valor medio.

El tipo de interés libre de riesgo se suele estimar de manera coherente con la prima por el riesgo de mercado. Para el primero, se suele utilizar el tipo de interés de los bonos del Tesoro a largo plazo (entre 10 y 30 años). La prima por el riesgo de mercado suele obtenerse a partir del precio del índice de

¹ En casos particulares de empresas muy apalancadas o de determinados sectores, como banca y seguros, el método habitual es el de descuento de los flujos de caja de las acciones (*equity cash flow*) o descuento de dividendo.

mercado y las estimaciones de dividendos de sus componentes, de manera similar a la prima implícita de Damodaran (2022).

El valor terminal de la empresa al final del horizonte de valoración (T) se suele realizar a partir del modelo de perpetuidad con crecimiento constante, es decir:

$$VT_T = \frac{FCF_T \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

donde g es la tasa de crecimiento estable esperado a largo plazo, que resulta coherente con la reinversión introducida en el flujo de caja de la perpetuidad.²

Una vez estimado el valor terminal, se incorpora al último flujo de caja del horizonte de valoración para su actualización, es decir:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_T + VT_T}{(1 + WACC)^T}$$

Este valor puede ser objeto de correcciones que pueden surgir por la existencia de activos que no generan flujos de caja, pero que sí que tienen valor por sí mismos (casos de exceso de liquidez, propiedades familiares,...).

Por último, al preguntar acerca de la utilización de otros métodos complementarios, nos señalan que se utilizan múltiplos de valor (como el múltiplo EBITDA) para comprobar la coherencia de la valoración y, en especial de algunos de los valores utilizados la estimación, como el valor terminal y sus componentes. La valoración también suele contrastarse mediante el análisis de sensibilidad de los parámetros clave.

El tiempo medio que puede llevar el proceso de valoración ronda las tres semanas y concluye en un informe detallado donde no solo aparece el resultado final sino cada uno de los inputs que lo sostienen.

La segunda entrevista en profundidad se realizó al socio de la consultora especializada en la valoración de empresas, de la que se obtuvieron resultados

² Hay ocasiones en que, de manera excepcional, no existe este valor terminal ya que el horizonte de valoración coincide con la vida útil del negocio (por ejemplo, en negocios del sector de infraestructuras, por ejemplo, carreteras o aeropuertos, al ser concesiones perfectamente previstas en sus proyectos) y el valor terminal se estima a partir del valor de liquidación de sus activos.

similares, si bien con alguna diferencia en cuanto al uso de la valoración por múltiplos.

Preguntado sobre el método de valoración principalmente utilizado, se deduce que, efectivamente, vuelve a ser el método de descuento de flujos de caja, aunque complementado por el método de múltiplos de valor al que se considera igualmente importante. De hecho, se explica que el resultado del modelo de descuento de flujos de caja debe tender al resultado de los múltiplos de valor y se destaca la importancia concedida al valor de mercado por resoluciones diversas.

El equipo de valoración que lidera el entrevistado realiza una media de 70 valoraciones al año, sin contar las colaboraciones que se realizan de forma interna para el departamento de auditoría de la empresa. En cuanto al tamaño de clientes con los que trabaja, estos varían desde pequeñas empresas a grandes compañías cotizadas.

El entrevistado afirma que el método más utilizado es el de descuento de flujos de caja, concretamente, la combinación del *free cash flow* y WACC después de impuestos para empresas de industria y la del flujo de caja para los accionistas y coste de los capitales propios para empresas del sector financiero. Este modelo es utilizado junto con los modelos de múltiplos, pero no para comprobar (como se dice en el caso anterior), sino como técnica de la misma relevancia. Dependiendo del sector en el que se encuentre la empresa, se utilizan unos u otros, pero son sobre todo múltiplos sectoriales y sobre variables de rentabilidad (EBITDA, EBIT...). Cuanto menor es la comparabilidad del grupo de referencia, más abajo se sitúan las variables del múltiplo (EBIT) y viceversa, con empresas más comparables se utilizan múltiplos como el EBITDA. Los múltiplos de ventas no se utilizan en su práctica, en tanto que hay mucha dispersión.

Una vez recibida la proyección financiera del cliente, se contrasta atendiendo a variables que consideran importantes para el sector, realizándose una depuración y ajuste de la búsqueda atendiendo a la actividad de la compañía, peso de las inversiones financieras, rentabilidades,.... El contenido que se pide de esta proyección financiera es, idealmente, la que mayor desagregación tenga. Lo que buscan los valoradores es que aporten información

que coincida con la contabilidad y con un buen detalle histórico, así como con el resultado de explotación. Aunque este es el ideal, muchas empresas son reticentes a dar esta información por problemas de confidencialidad.

La estimación de los flujos de caja viene de la proyección financiera de la cuenta de resultados y balance, que normalmente es proporcionada por el cliente. Esta proyección debería estar basada en datos históricos y razonabilidad, condiciones que se contrastarán con datos del sector y de la propia empresa en el pasado. Esta comprobación es en ocasiones “difícil”, por la ausencia de datos suficientes para rebatir esta proyección, circunstancia que suele ponderarse en la estimación del valor terminal.

La estimación del coste de los capitales propios se realiza con el método del CAPM y los datos proporcionados por las bases de datos de Bloomberg (principalmente) y Capital IQ (como contraste). Lo habitual es tomar datos de las β calculadas con datos mensuales de los últimos cinco años (aunque ha habido ocasiones en que se han tomado betas obtenidas con datos diarios de los dos últimos años) de las empresas comparables, que son las mismas utilizadas en la valoración por múltiplos.

Una vez estimada la β , se desapalanca a la tasa impositiva de cada país.

Posteriormente, se reconstruye el WACC mediante el reapalancamiento, para el que se utiliza un tipo de gravamen efectivo en tanto que hay más información de esta.

El tipo libre de riesgo no se aproxima con el disponible a la fecha de valoración, sino que suele normalizarse con la media de un tiempo determinado, que puede variar entre los tres o seis meses y el año. El cálculo se realiza a partir del bono alemán sumando la prima de riesgo española.

En la determinación de la prima por el riesgo de mercado se suele utilizar un valor entre el 6 y el 7%, que aumenta a medida que disminuyen los tipos. La prima de mercado actualmente utilizada es el 6,5%. La estimación del coste de los capitales propios puede conllevar la corrección por riesgo específico, que permite reflejar riesgos inherentes a la valoración distintos del de mercado. La estimación del Valor Terminal se realiza a partir de las proyecciones financieras de las empresas, calibrándolas con el mercado y con los múltiplos. El peso de este valor terminal en la valoración suele estar en el 70-80%.

El horizonte temporal de la valoración suele ser de unos cinco años, que es el tiempo para el que se puede recabar información fiable, a partir de la cual se proyectan datos normalizados a perpetuidad. Ha habido ocasiones en las que el horizonte de valoración explícita ha tenido que ampliarse. Por ejemplo, con motivo de la crisis del COVID, este periodo se extendió durante 2 años más por entender este plazo como el necesario para una recuperación. El plazo de los cinco años es comúnmente recomendado por la CNMV, o las IFRS en los test de deterioro. No obstante, hay ocasiones en la que estos plazos se ajustan a fechas específicas conocidas (por ejemplo, en el caso de concesiones administrativas).

En la determinación del valor terminal no siempre se aplica un crecimiento perpetuo. Hay ocasiones que se entiende que el crecimiento es limitado o inexistente, por lo que se considera perpetuidad sin crecimiento. En cualquier caso, cuando utilizan hipótesis de inflación a largo plazo, toman valores similares al de otras empresas de valoración, entre el 1,5 y 2%.

Al hilo de esto, para establecer la rentabilidad a perpetuidad, se tienen en cuenta valores medios del sector con respecto a tres variables:

- Crecimiento.
- Rentabilidad normalizada.
- Inversiones.

Por lo general, la valoración maneja un único escenario, aunque ha habido circunstancias en las que se ha manejado más de uno. Por ejemplo, con la crisis del COVID se consideraron escenarios con probabilidades, uno más optimista y objetivo, y otro más pesimista. No aplican opciones reales. Estas se aplican más en sectores en los que ellos no participan (farmacéuticas, energías...) y más para inversiones que para valoraciones.

El tiempo medio dedicado a cada valoración es de unas tres semanas desde que se recibe la proyección del cliente, y el trabajo de comparabilidad con los múltiplos suele requerir un trabajo de análisis de una semana.

6. Conclusiones

- ⇒ Existen multitud de métodos de valoración de empresas, todos ellos se pueden localizar en cualquier manual de valoración. Sin embargo, los métodos utilizados difieren en función de quién lo haga. Cuando se trata de Tribunales, hay una tendencia a guiarse por datos contables y no por métodos de valoración más sofisticados. Accionistas, *business angels* o directores financieros hacen valoraciones poco profundas para encontrar un rápido beneficio entre varias posibilidades que se les presenten. Sus métodos más utilizados son los múltiplos o incluso TIR y *payback* para calcular el tiempo de recuperación.
- ⇒ Los profesionales en España, además de ofrecer este servicio de valoración, ofrecen otros. Estos son auditoría, consultoría, legal, impuestos, etc. El sector en España está muy poco concentrado. Existen muchas empresas que ofrecen este servicio de valoración, aunque algunas destacan por su gran facturación, mayor número de clientes y cobertura internacional. Estas son empresas filiales de una matriz con un número de accionistas reducido (no más de seis), con alguna excepción donde encontramos más de 30.
- ⇒ Hay poca literatura que se dirija a los métodos utilizados por los profesionales que ofrecen este servicio. Tras nuestra investigación, los resultados concluyen que sus métodos más utilizados son modelo de descuento de flujos y valoración por múltiplos para contrastar en algunos casos y para completar en otros:
- Los profesionales de valoración reciben del cliente una proyección financiera en un plazo (normalmente de cinco años) donde incluyen sus expectativas de ventas, reinversiones, etc. La proyección ha de ser lo mayor detallada posible para facilitar su trabajo. Estos datos han de ser coherentes con el mercado y su sector.
 - El modelo de descuento de flujos se calcula con los flujos obtenidos de la proyección financiera de la empresa sin tener en cuenta la financiación, lo cual se añade a través del WACC. Este último se calcula con la ponderación de las fuentes de financiación con ratios de endeudamiento del sector.

La estimación de los costes de capital viene determinada por el método del CAPM y de datos de bases de datos (Bloomberg y Capital IQ en todas ellas). Así, se estima la β y se desapalanca a la tasa impositiva del país. Posteriormente, hay una reconstrucción del WACC a un tipo de gravamen efectivo.

Por último, con un gran peso dentro del proceso de valoración, se estima el valor terminal, en ocasiones a crecimiento perpetuo, en otras no (por considerar que el sector de la empresa es tan maduro que no va a crecer).

En cualquier caso, a tasas de inflación hipotéticas del 1,5 y 2%.

⇒ Este modelo de descuento de flujos vemos cómo lo complementan con modelo de valoración de múltiplos, cada uno dándole una importancia diferente. Unos lo analizan de manera comprobatoria, es decir, para ver si los resultados de su estimación de flujos de caja son coherentes. Otra parte los considera de manera complementaria al modelo de descuento de flujos, con la misma relevancia y con gran tiempo de trabajo para obtenerlos.

Por tanto, si le damos respuesta a la pregunta que se plantea como inicio en el trabajo, a la vista nuestra contrastación empírica es clara:

¿Qué métodos de valoración utilizan los profesionales en España? Descuento de flujos y, complementariamente, en mayor o menos medida, los múltiplos como el EBITDA para contrastar, para comprobar o para completar los resultados de la valoración por DCF.

BIBLIOGRAFÍA

- Altuve, J. G. (2004). *El uso del valor actual neto y la tasa interna de retorno para la valoración de las decisiones de inversión*. Actualidad contable FACES, 7(9), 7-17.
- Atienza, M. (2022). "La praxis de valoración de negocios en la jurisprudencia española: Análisis de su idoneidad desde una perspectiva financiera". Trabajo de Fin de Grado: Universidad de Valladolid.
- Cabra Cabra, Y. K., & Congo Saavedra, J. R. (2017). Valoración de la empresa IEH Grucon SA.
- Carmona, C. S. V., & de Flores, S. R. (2007). *Implicaciones conceptuales y metodológicas en la aplicación de la entrevista en profundidad*. Laurus, 13(23), 249-262.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use?. *Accounting horizons*, 18(4), 221-240.
- Dukes, W. P., & Bowlin, O. D. (1990). Valuation of Closely-Held Firms. *Business Valuation Review*, 9(4), 127-137.
- Fernández, P. (2019). "Métodos de valoración de empresas. Fernández, P. (Ed.). "Valoración de empresas y sensatez". 6ª edición. Capítulo 1
- Fernández, P. (2019). *Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias*. Fernández, P. (Ed.). "Valoración de empresas y sensatez". 6ª edición. Capítulo 2.
- Fernández, P. (2019). Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías. Fernández, P. (Ed.). "Valoración de empresas y sensatez". 6ª edición. Capítulo 3.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). "How do venture capitalists make decisions?". *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190.

- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). *What do private equity firms say they do?*. *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
- Graham, J., Harvey, C. (2022). "How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?". Duke University.
- Hernández, L. A. (2021, 11 enero). *¿Qué es y para qué sirve la Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DFC)?*. Rankia.
- Johnson, J. (2010). Chamber of commerce. *Private Equity vs. Venture Capital: What's the difference?* [en línea]. <https://www.uschamber.com/co/run/business-financing/private-equity-vs-venture-capital>
- López, J.F. (2018) "Método de valoración por múltiplos" [en línea]. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/metodos-valoracion-por-multiplos.html>
- Martínez, J. B. (2012). *El EBITDA*. Cont4bl3, (41), 15-17.
- Muñoz Tavella, J. (2021) *Free Cash Flow o Flujo de Caja Libre: qué es y cómo se calcula* [en línea]. AGICAP.
- Palacios, S. P. I., & Rubio, K. L. A. (2003). *La entrevista en profundidad: teoría y práctica*. Universidad autónoma de Tamaulipas.
- Pereyra Terra, M. (2008). *Valoración de empresas*.
- QuestionPro. *¿Qué son las entrevistas a profundidad?* [en línea]. Anónimo, sin fecha. <https://www.questionpro.com/blog/es/entrevistas-a-profundidad/>
- Serer, G. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Técnica contable*, 57(676), 18-31.

- Sevilla Arias, A. (2014). “*PER ratio*” [en línea]. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/per-ratio.html>
- Sevilla Arias, A. (2016) “*Modelo de crecimiento de Gordon*” [en línea]. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/modelo-crecimiento-gordon.html>
- Sevilla Arias, A. (2016) “*Valor de empresa/Ventas (EV/Ventas)*” [en línea]. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/valor-de-la-empresa-ventas-evsales.html>
- Sevilla Arias, A. (2018) “*EBITDA*” [en línea]. Andrés Sevilla Arias, 18 de diciembre de 2018. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/ebitda.html>
- ThePowerMBA, E. (2022, 2 junio). *Los 3 mejores métodos para calcular el valor real de tu empresa*. ThePower Business School.
- Vaca, L. M. F., Guerrero, M. F. G., Fajardo, C. E. V., Vaca, L. A. F., Santillán, X. L. Z., Granda, L. E. S., & Salazar, J. A. P. (2019). *Valor Actual Neto y Tasa Interna de Retorno como parámetros de Evaluación de las inversiones*. Investigación Operacional, 40(4), 469-474.
- Westreicher, G. (2018) *EBIT Margin – Margen BAIT* [en línea]. Economipedia.com. <https://economipedia.com/definiciones/ebit-margen-margen-bait.html>