

# Valuación por múltiplos

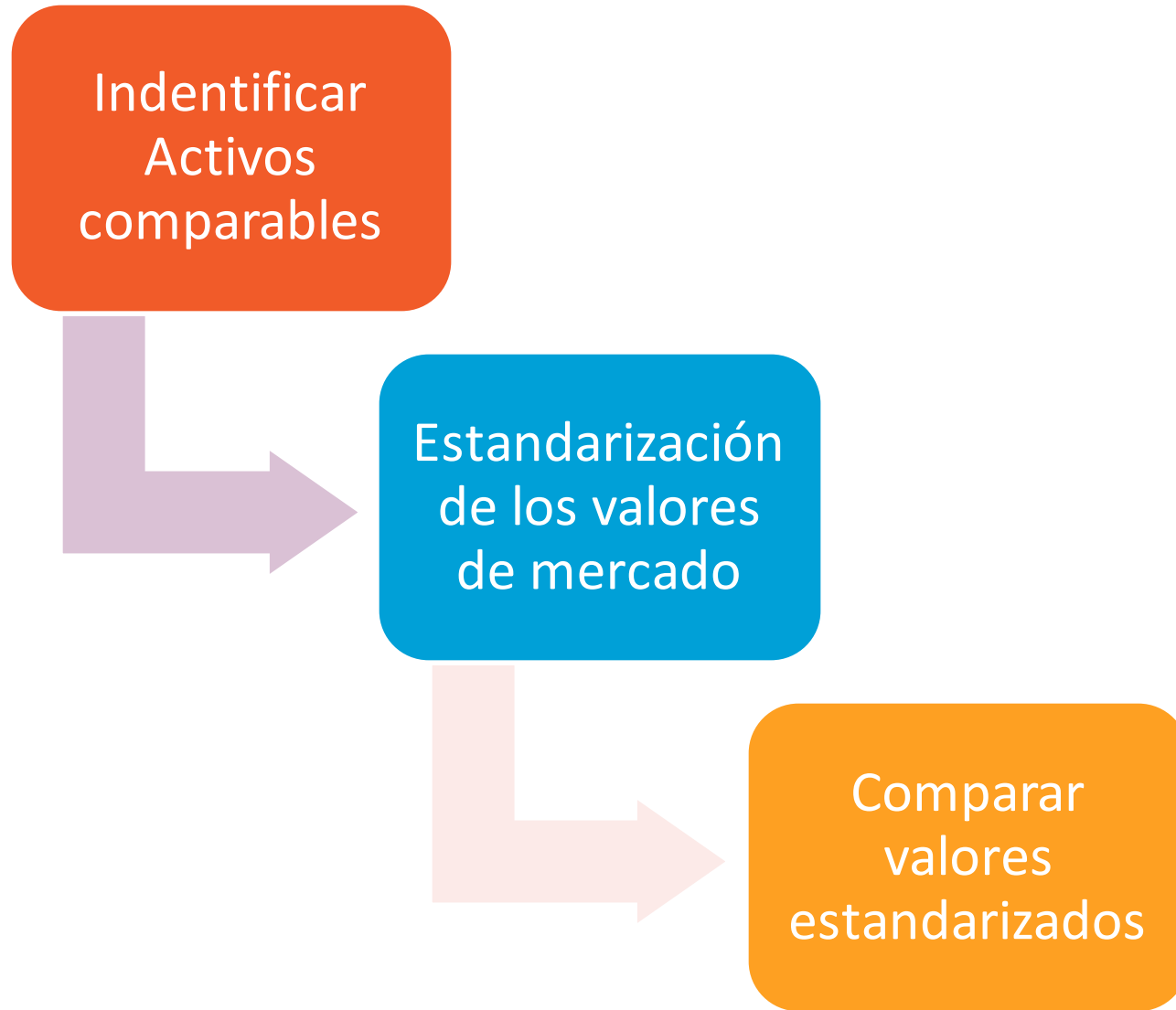
71.34 - Gestión Presupuestaria

“Activos idénticos tienen que tener el mismo valor de mercado”

Valuación por múltiplos  
Enfoque de mercado

VS

Valuación por DCF  
Enfoque de ingresos



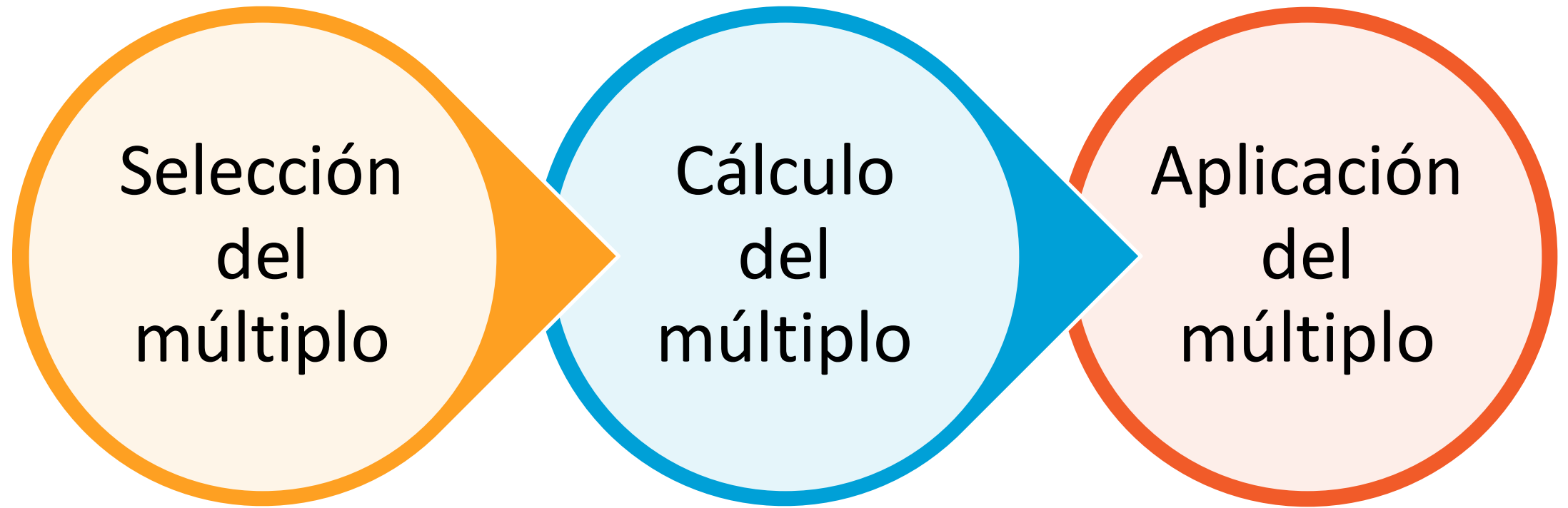
Definición

Proceso

Ejemplos

- Se toma el valor (Activos o Equity) y se los estandariza usando una variable común (Ganancias, CashFlow, Book Value, etc)
- Algunos ejemplos de ratios:
  - Price/Earnings Ratio (PE)
  - EV/EBIT
  - EV/EBITDA
  - EV/Ventas
  - Price/Book Value (PBV)
  - Price/Earnings Per Share
  - Específicos de industrias: EV/kWh, EV/m<sup>2</sup>, EV/Suscriptores

# Proceso de cálculo del múltiplo



Definición

Proceso

Ejemplos

## Empresas comparables

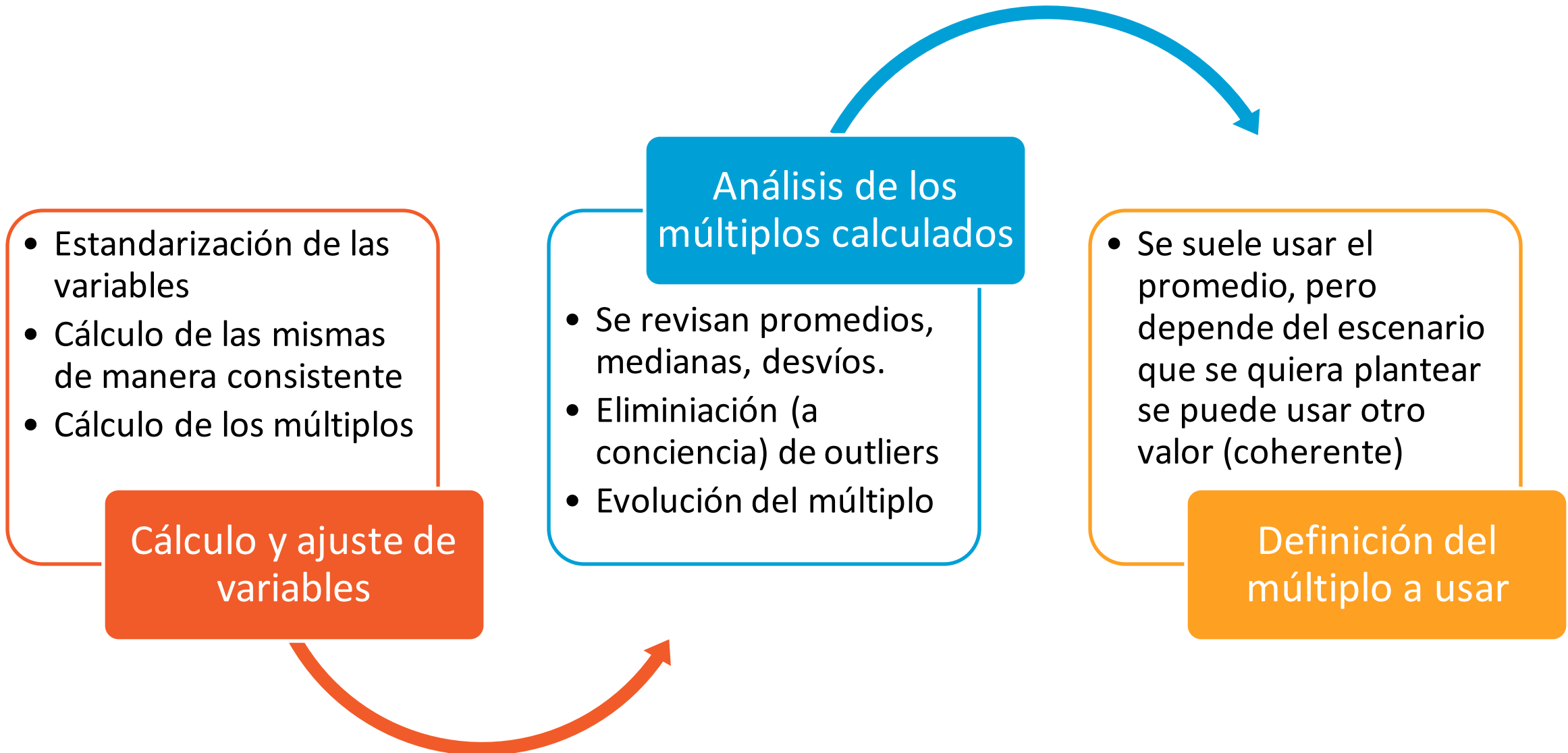
- Entender a la empresa que queremos valorar
- Segmentación por rubro, geografía, tamaño, negocio, etc

## Múltiplo/s a utilizar

- No todos los múltiplos se pueden utilizar para todas las empresas
- Múltiplos específicos de algunas industrias

## Consistencia del múltiplo en la muestra

- Se tiene que contar con la data para el cálculo a lo largo de la muestra
- Las variables deben ser estimadas/calculadas de manera uniforme en toda la muestra





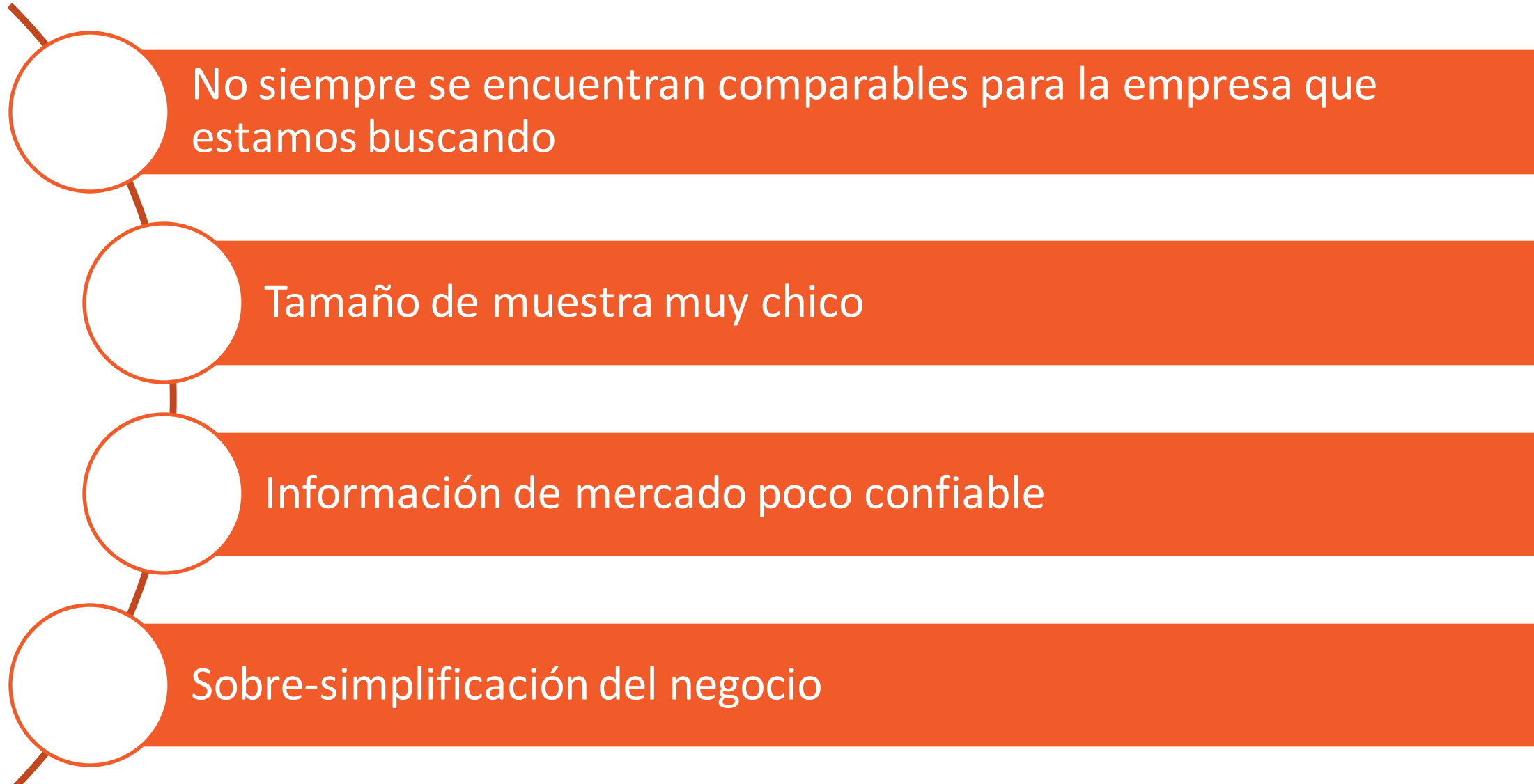
Se calculan las variables para la empresa target

- No olvidar que debe ser consistente con los criterios utilizados para el cálculo del múltiplo

Se realizan los ajustes post aplicación del múltiplo

- Por ejemplo, exceso de caja, intereses minoritarios, liquidez

# Problemas del método



Definición

Proceso

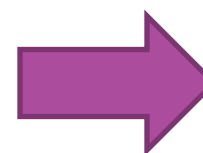
Ejemplos

# Ejemplo | Banco Hipotecario



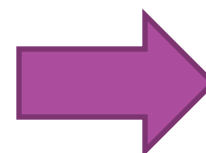
Bancos que operan y cotizan en Argentina

BANK	Credit Portfolio Structure		
	Commercial (%)	Consumption and Mortgage (%)	Commercial comparable to household consumption (%)
<b>BANCO SANTANDER RIO S.A.</b>	42.1	53.5	4.4
<b>BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.</b>	52.1	36.3	11.6
<b>BBVA BANCO FRANCÉS S.A.</b>	54.9	38.5	6.6
<b>BANCO MACRO S.A.</b>	42.0	52.5	5.6
<b>BANCO PATAGONIA S.A.</b>	69.9	26.3	3.8
<b>BANCO HIPOTECARIO S.A.</b>	39.4	60.0	0.6



El BHIP viene de ser puramente hipotecario a salir al segmento comercial. Si bien está alejado todavía del resto, hay potencial

	2011	2012	2013	2014	Variation
<b>Employees</b>	1,892	1,978	2,488	2,488	<b>31.5%</b>
<b>Number of Credit Cards</b>	794,754	970,076	1,119,801	1,119,801	<b>40.9%</b>
<b>Accounts with Debit Cards</b>	142,268	189,274	29,515	317,317	<b>123.0%</b>
<b>Number of Debit Cards</b>	166,435	189,274	29,515	317,317	<b>90.7%</b>



Se puede ver la tendencia del BHIP en ir al segmento comercial.

Definición

Proceso

Ejemplo

# Ejemplo | Banco Hipotecario

✓ Price / EPS

✓ Price / BV



¿Por qué?

- No conviene valorar bancos por su ganancia operativa
- Tamaño de la deuda es muy grande
- El valor real del banco está en el valor del Equity

Bajamos la información (Bloomberg, por ejemplo) y calculamos los ratios

Bank	Market Cap (USD)	PE	EBITDA	Total Debt	Total Equity	Enterprise Value (EV)	EPS (GAAP)	ROA Tot Assets, LTM	Price / EPS (GAAP)	Price / BV Equity
Banco Hipotecario SA	289.727.398	9,59	1.030.966.000	420.393.000	3.846.935.000	409.728.376	0,29	2,53	12,3	1,4
Banco Patagonia SA	1.253.651.551	5,82	2.855.915.000	2.188.137.000	5.225.937.000	7.208.949.765	1,71	5,89	8,9	2,1
Banco Macro SA	3.368.430.256	9,00	4.830.857.000	1.869.871.000	8.627.431.000	18.307.410.344	4,11	5,30	11,7	3,2
BBVA Banco Frances SA	3.241.274.579	9,04	4.094.333.000	1.240.872.000	7.156.180.000	16.235.016.867	3,77	5,51	13,6	3,8
Banco Santander Rio SA	2.569.483.887	7,96	4.035.159.000	1.532.940.000	8.983.220.000	8.453.628.236	2,12	4,12	9,7	2,6
Banco de Galicia y Buenos Aires SA	1.526.528.530	5,65	5.604.132.000	20.686.343.000	6.740.836.000	21.770.504.973	3,27	3,14	7,0	1,9
Average									10,18	2,74

Definición

Proceso

Ejemplo

Industry Avg	
Price / EPS (GAAP)	10,54
Price / BV Equity	2,51
BHIP	
EPS (GAAP)	0,29
Total Equity / Shares	2,56
Price	
Price / EPS (GAAP)	3,03
Price / BV Equity	6,44
Blend %	50%
<b>Price per Share</b>	<b>4,74</b>

Con los múltiplos calculados y las variables del banco en cuestión, se calcula el valor.

En este caso se decidió por un Blend 50/50 entre los múltiplos (esto es una decisión de los valuadores)