



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas

**Determinación del Precio Equitativo en una Oferta Pública de
Adquisición de Acciones (“OPA”)**

Autor: Tomás Aquerreta

Legajo: 21.016

Mentor: Diego Fernandez Molero

Buenos Aires, 2018



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

**Departamento Licenciatura en Administración de
Empresas**

**Determinación del Precio Equitativo en
una Oferta Pública de Adquisición de
Acciones (“OPA”)**

Autor: Tomás Aquerreta

Legajo: 21.016

Mentor: Diego Fernandez Molero

Buenos Aires, Argentina

Octubre 2018

Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es describir desde un punto de vista teórico y práctico el proceso de una Oferta Pública de Adquisición de acciones (en la jerga financiera más conocida como “OPA”). En vistas de este objetivo, se realizará una descripción y análisis del marco legal, para luego llevarlo a un caso práctico, donde también se hará un estudio de las metodologías de valuación alternativas para cumplir con lo descrito en la ley.

El caso que se tomará como objeto de análisis es Colorín Industria de Materiales Sintéticos S.A. (en adelante “Colorín” o “COLO”), una compañía con operación en Argentina y un historial de más de 70 años en el mercado argentino de pinturas. Hasta principios de 2018, Colorín era una sociedad subsidiaria del grupo Cromology S.L. (original de Francia), quien poseía una participación del 90,95% del paquete accionario, mientras que el 9,05% restante cotizaba en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (en adelante “BCBA”). En Enero de 2018, una sociedad local realizó una oferta por el 90,95% del paquete accionario a Cromology y debió realizar una OPA por el 9,05% - acciones que cotizaban en la BCBA.

A efectos del objetivo planteado para el presente trabajo, se realizará un análisis descriptivo de la Resolución General 622/2013 de la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”) y, conforme a la misma, se definirá el *Precio Equitativo* de las acciones de Colorín.

Según lo definido en la Resolución antes mencionada, el Precio Equitativo de una OPA será el resultado de la ponderación de lo siguiente:

1. Valor patrimonial de las acciones;
2. Valor de la sociedad según Flujo de Fondos Descontados (en adelante “DCF”) o comparables del mercado – valor de mercado de la sociedad;
3. Precio promedio de la acción durante el semestre anterior a la OPA.

Para realizar la evaluación de cada uno de los componentes antes descriptos, se utilizará información de carácter pública disponible al 31 de Diciembre de 2017, que incluye los Estados Contables auditados de Colorín e informes macroeconómicos y de la industria elaborados por analistas o consultoras especializadas.

Los resultados obtenidos a partir de cada una de las metodologías de valuación aplicadas en cada uno de los componentes del Precio Equitativo son los siguientes:

Metodologías de Valuación	Precio x Acción (Min – Max) – en AR\$		Ponderación	Precio x Acción (Min – Max) – en AR\$	
1. Valor Libros	1,49	1,49	5%	0,0745	0,0745
2.DCF	1,28	2,04	75%	0,96	1,53
2. Múltiplos Comparables	4,67	6,68	10%	0,467	0,668
3. Valor de Mercado por Acción	14	18,8	10%	1,4	1,88

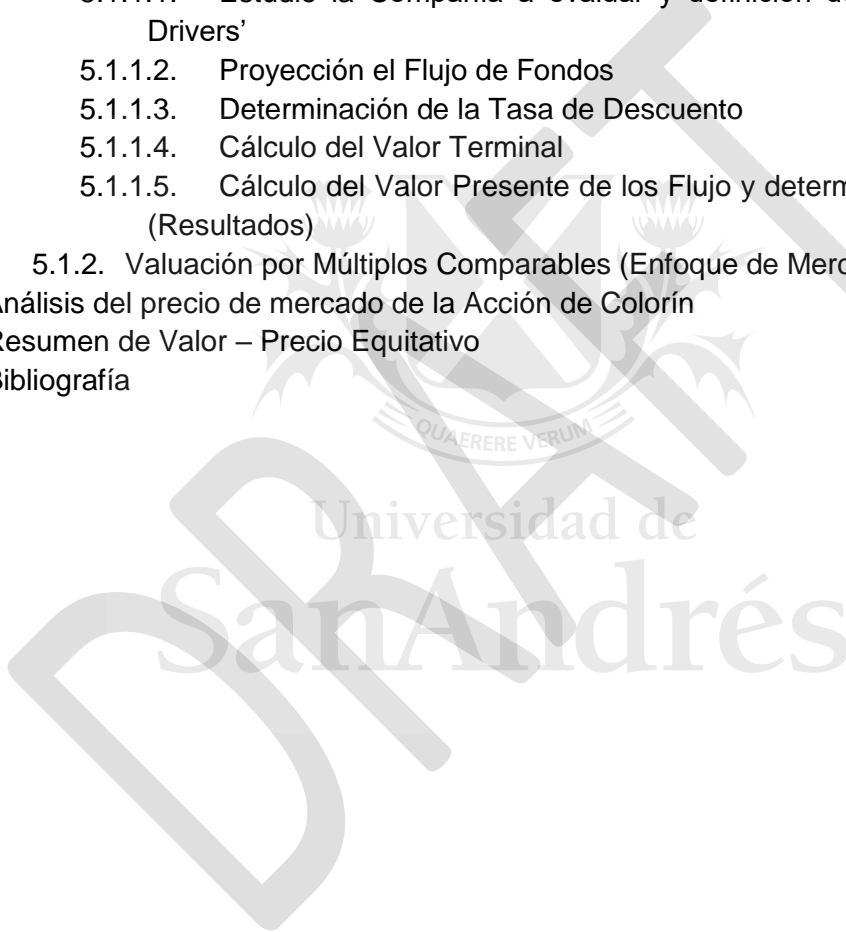
Precio Promedio Ponderado			100%	2,9	4,15
----------------------------------	--	--	-------------	------------	-------------

En base a las metodologías utilizadas en el análisis podemos concluir que el Precio Equitativo de la acción de Colorín al 31 de Diciembre de 2017 se ubica en un rango entre AR\$ 2,9 y AR\$ 4,15. El rango es determinado por la sensibilidad de las metodologías de valuación de mercado - DCF y Múltiplos Comparables - y la ponderación que se ha aplicado a cada uno de los componentes del precio según definidos en la Resolución de la CNV.



Índice

1. Introducción y Objetivo del Trabajo
2. Descripción de Colorín
 - 2.1. Historia de la Compañía
3. Determinación del Precio de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones
 - 3.1. Definición del Precio Equitativo
4. Valor Patrimonial de las Acciones
5. Análisis de Valor
 - 5.1. Descripción de las Metodologías de Valuación
 - 5.1.1. Valuación por Flujo de Fondos Descontados (Enfoque de Ingresos)
 - 5.1.1.1. Estudio la Compañía a evaluar y definición de los 'Key Value Drivers'
 - 5.1.1.2. Proyección el Flujo de Fondos
 - 5.1.1.3. Determinación de la Tasa de Descuento
 - 5.1.1.4. Cálculo del Valor Terminal
 - 5.1.1.5. Cálculo del Valor Presente de los Flujo y determinación del valor (Resultados)
 - 5.1.2. Valuación por Múltiplos Comparables (Enfoque de Mercado)
6. Análisis del precio de mercado de la Acción de Colorín
7. Resumen de Valor – Precio Equitativo
8. Bibliografía



1. Introducción y Objetivo del Trabajo

El objetivo del presente trabajo es describir desde un punto de vista teórico y práctico el proceso de una Oferta Pública de Adquisición de acciones (en la jerga financiera más conocida como “OPA”). En vistas de este objetivo, se realizará una descripción y análisis del marco legal, para luego llevarlo a un caso práctico, donde también se hará un estudio de las metodologías de valuación alternativas para cumplir con lo descrito en la ley.

El proceso de determinación de una OPA está definido en la Resolución General 622/2013 de la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”). El presente trabajo tomará dicha Resolución como punto de partida para el análisis descriptivo del marco legal y las definiciones que se deben considerar al momento de determinar el precio de mercado – o Precio Equitativo según su definición en la Resolución.

El material teórico en lo que respecta a valuación es variado y las metodologías utilizadas en la actualidad son diversas. En el presente trabajo se han seleccionado las técnicas de valuación que son normalmente utilizadas en casos prácticos: descuento de flujo de fondos (DCF por sus siglas en inglés) y valuación a través de múltiplos – tanto empresas comparables como transacciones históricas en la industria. El trabajo en cuestión buscará explicar estas metodologías para luego aplicarlas a un caso práctico y realizar una comparación de los resultados obtenidos, presentando una serie de conclusiones sobre cada modelo utilizado.

La elección del tema en cuestión surgió por dos cuestiones principalmente. Por un lado, producto del desarrollo de mi carrera profesional en el ámbito de las finanzas¹, me he encontrado con distintos proyectos en los cuales he notado que la definición del Precio Equitativo en una OPA de acciones es un estudio que la sociedad argentina en general no está familiarizada, principalmente porque no se han desarrollado muchos estudios sobre la temática. Como segundo punto, y en parte como consecuencia del primero, la apertura de la economía nacional al resto del mundo llevará a que nuestro mercado financiero deba adaptarse y educarse para poder comprender la operación financiera global. En particular, uno de los procesos que se verá con mayor frecuencia será la adquisición de compañías nacionales y en particular listadas en el Mercado de Valores local – lo que significará que se deberá aplicar el procedimiento legal establecido en la Regulación de la CNV para poder cerrar una transacción bajo el marco legal establecido.

El caso que se tomará como objeto de análisis es Colorín, una compañía con operación en Argentina y un historial de más de 70 años en el mercado argentino de pinturas. Hasta principios de 2018, Colorín era una sociedad subsidiaria del grupo Cromology S.L. (original de Francia), quien poseía una participación del 90,95% del paquete accionario, mientras que el 9,05% restante cotizaba en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (en adelante “BCBA”). En Enero de 2018, una sociedad local realizó una oferta

¹ Al momento de la elaboración del presente trabajo, el autor posee más de 4 años de experiencia en el área de Asesoramiento en Finanzas Corporativas de la firma Deloitte. A lo largo de esos años le ha tocado participar en procesos de valuación con diversos objetivos (Fiscales, proceso de M&A, PPA, etc) y se ha especializado en la práctica de M&A (“Merger & Acquisitions por sus siglas en inglés).

por el 90,95% del paquete accionario a Cromology y debió realizar una OPA por el 9,05% - acciones que cotizaban en la BCBA.

La elección de Colorín como empresa de análisis se basó en distintos aspectos y características que se consideraron positivos para la realización del presente trabajo:

- La misma cotizaba, hasta en Enero de 2018, en el Mercado de Valores de Buenos Aires, lo cual permite un fácil acceso a información pública y a sus estados contables.
- Ha cotizado en la bolsa por más de 5 años, lo que permite extraer información histórica para analizar tendencias.
- Es una compañía con operación en el mercado local/regional y su *core business* está concentrado en la manufactura de pinturas y subproductos, por ende, el foco en un solo negocio facilita la realización del análisis.
- La empresa no tiene unidades de negocio que compitan en otro mercado, nicho o cliente que no pertenezcan al sector de la construcción.
- La empresa a fines de 2017 a decidido entrar en un proceso de venta de sus acciones, lo que llevó a que en principios de 2018 – con el objetivo de adquirir las acciones que se *tradeaban* en la bolsa – deba realizar una OPA de las acciones cotizantes.

Las metodologías de evaluación seleccionadas para realizar el análisis sobre la compañía antes mencionada son: Flujo de Fondos Descontados (en adelante “DCF”) y Valuación Relativa o a través de Múltiplos Comparables. En el caso del DCF, se realizarán 3 escenarios futuros a efectos de sensibilizar ciertas variables que impactan en el crecimiento de la compañía. Para el caso de la Valuación a través de Múltiplos Comparables, se utilizará el múltiplo *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) tanto de compañías que compiten en la misma industria en la región como de operación de Fusiones y Adquisiciones (M&A por sus siglas en inglés) que se han registrado en los últimos años en la región.

A través de la implementación de cada una de las metodologías antes mencionadas se llegará a un Valor del Patrimonio Neto, explicando todos los pasos del proceso y cotejando los resultados a través de cada uno de los modelos utilizados. Por último, se aplicará una ponderación a cada uno de los valores ejecutados para luego determinar un rango de valor que definirá el Precio Equitativo de la acción de la compañía.

2. Descripción de Colorín

Colorín es una empresa con más de 70 años de trayectoria en el mercado de producción y comercialización de pinturas a nivel nacional. Actualmente se encuentra dentro de las empresas líderes, habiendo logrado posicionarse ahí por la calidad de sus productos y por el desarrollo comercial, siendo hoy una compañía de renombre en el mercado local.

Con más de 200 personas empleadas, la compañía trabaja bajo la visión de “Ser la marca recomendada por pinturerías y profesionales para todos los consumidores que quieran pintar o decorar”.

Actualmente Colorín agrupa los productos que ofrece en cuatro amplias categorías: Hogar y Obra, Automotor, Diluyentes e Industria. Bajo este esquema, la compañía busca ofrecerle al cliente final una variedad enorme de productos tanto en colores como características de la superficie aplicación.

2.1. Historia de la Compañía

Colorín fue fundada en 1945 como un negocio familiar con operaciones en la localidad de Munro, Provincia de Buenos Aires. Desde entonces, la operación de la empresa se ha focalizado en la producción y comercialización de pinturas y sintéticos.

Producto de su crecimiento y de la confianza ganada en el mercado argentino, en 1988 Colorín inauguró su segundo polo productivo, exclusivamente para pinturas, en la Provincia de San Luis.

En 1996, luego de presentarse en Concurso de Acreedores por una suma de aproximadamente U\$S 44 millones, la compañía venezolana Corimón le vendió sus acciones en Colorín al Grupo Bemberg. De conocida trayectoria por ser los dueños de la Cervecería y Maltería Quilmes, en ese entonces, el grupo familiar encontró una oportunidad en la reestructuración de la deuda de la compañía. Más adelante, en 1997, el grupo compraría otra compañía en el sector de pinturas, Hydra, para extender su portafolio y generar sinergias comerciales y operativas.

Luego de años de negociación y atravesando un proceso profundo de reestructuración, la compañía logra homologar el Concurso Preventivo en el año 2003. Tras la adquisición de la compañía, el grupo trabajo para *pesificar* su deuda y, luego de salir del concurso en 2003, dos años más tarde finalizaría el proceso de reestructuración logrando reducir su pasivo a AR\$ 51 millones.

Tras la exitosa reestructuración de su pasivo concursal y pasar a ser una compañía con rentabilidad positiva para sus inversores, en el 2006, el Grupo Bemberg decide vender su participación en la compañía a la empresa Materis Paints España. Esta empresa, perteneciente al grupo Lafarge Peintures, era en ese momento la segunda compañía del rubro en el mercado francés y la líder en el sur de Europa, con operación en Francia, España, Suiza, Italia, Portugal y Marruecos. El grupo francés presentó en ese entonces una oferta por AR\$ 30 millones, que finalmente terminó sufriendo algunos ajustes principalmente por resultados y contingencias encontradas durante el proceso de Due

Diligence – la oferta contemplaba la responsabilidad sobre las Obligaciones Negociables emitidas tramos I y II.

Esta última adquisición marco un cambio en la visión de la compañía, ya que era la primera vez que la compañía pasaba a formar parte de un grupo europeo, donde temas de Innovación, Políticas de Seguridad y de Responsabilidad Empresaria pasaron a tener otra relevancia.

En 2015, la empresa Materis Paints España cambió su denominación social a Cromology España, manteniéndose bajo el paraguas del grupo francés Lafarge Peintures.

Luego de haber vendido su planta en Bernal a Sun Group, un *asset manager* con inversiones en mercados emergentes, la compañía hoy posee dos plantas de producción – Garín, Provincia de Buenos Aires y San Luis, Provincia de San Luis – y un centro de distribución en la localidad de Munro, Provincia de Buenos Aires.

En el 2017, inmersa en un momento de caída de las ventas y performance regular de su acción en el mercado local, el grupo francés decidió avanzar en un proceso de venta de su participación en Colorín. Fueron varios los candidatos que participaron del proceso, fondos de inversión y jugadores estratégicos a nivel local e internacional. A fines de 2017, se hizo público el interés formal de Tersuave, una compañía con sede en la Provincia de Córdoba y dentro de las compañías líderes en el mercado local. A efectos de concretar la transacción, Tersuave realizó una oferta del orden de los US\$ 3-4 millones por las acciones de Cromology y, en Enero de 2018, presentó una OPA por las acciones que flotaban en el mercado.

3. Determinación del Precio de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones

El Capítulo II de la Resolución General 622/2013 hace referencia a la Oferta Pública de Adquisición, detallando las autorizaciones necesarias, información a presentar, procedimiento y derechos de las partes involucradas. El Capítulo II está dividido en nueve secciones:

- Sección I: Disposiciones Generales
- Sección II: Ofertas Públicas de Adquisición y de Canje Obligatorias
- Sección III: Ofertas Públicas de Adquisición en caso de Retiro de los Regímenes de Oferta Pública y del de Negociación en el Mercado
- Sección IV: Otras Ofertas Públicas Obligatorias Simplificadas
- Sección V: Deberes del Órgano de Administración
- Sección VI: Modificación, Desistimiento y Cesación de los Efectos de la Oferta
- Sección VII: Aceptación de la Oferta y Liquidación de las Operaciones
- Sección VIII: Operaciones de Concentración
- Sección IX: Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción

La Resolución en cuestión busca establecer un marco legal para las Ofertas Públicas de Adquisición, ya definidas como OPA, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La Comisión Nacional de Valores es el ente responsable de regular cualquier operación que se desarrolle en el marco del Mercado de Valores local y es quién debe velar por que la presente resolución se cumpla. A su vez, la CNV es una autoridad autárquica del Estado Nacional Argentino regida por las disposiciones de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (comúnmente conocida como LMC). La relación de la CNV con el Estado Nacional es a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Actualmente la CNV es presidida por Marcos Ayerra desde Diciembre de 2015.

3.1. Definición del Precio Equitativo

La Sección I del Capítulo II de la Resolución General 622/2013 de la CNV hace referencia a las disposiciones generales que debe tener cualquier organismo que tenga la intención de presentar una Oferta Pública de Adquisición de acciones.

El Artículo 5 de la presente norma detalla la explicación de que factores y el procedimiento a considerar para la formulación del Precio Equitativo de una OPA. A continuación, la cita de dicho artículo:

PRECIO EQUITATIVO.

ARTÍCULO 5º.- Cuando se formule una oferta pública de adquisición para determinar el precio de la oferta deberá ponderarse:

a) El valor patrimonial de las acciones.

b) El valor de la sociedad valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades con negocios comparables.

c) *El promedio de los valores de negociación durante el semestre inmediatamente anterior al de la oferta.*

Para ello, se deberá contar con las opiniones de DOS (2) evaluadoras independientes, las que deberán ser presentadas a la Comisión conjuntamente con la solicitud de Oferta pública de adquisición, y puesta a difusión de los inversores en la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA, y, de corresponder, en los sistemas habituales de difusión del Mercado donde negocie la acción.²

En definitiva, son 3 factores los que se deben ponderar para llegar a un precio equitativo de la acción o paquete de acciones que se quiera/n adquirir. A continuación, se explica en detalle cada uno de los 3 elementos:

a) El valor patrimonial de las acciones

Esta metodología establecida en la Norma de Aplicación propone la determinación del valor por acción de una sociedad en base al cociente entre (i) el patrimonio neto de una sociedad (es decir, el valor patrimonial contable de conformidad con la aplicación de normas contables vigentes) y (ii) el total de las acciones emitidas y en circulación (netas de acciones propias, de corresponder).

Esta metodología estima el valor de las acciones como el resultado de dividir el patrimonio neto de la compañía a la última fecha de balance disponible por la cantidad de acciones emitidas a dicha fecha. El valor libros presupone que el valor de una empresa se puede inferir del valor de su estado de situación patrimonial a una determinada fecha, sin contemplar la capacidad de generación futura de caja de una empresa en marcha.

En función de la información disponible, estas determinaciones se realizarán en base a la información contenida en los estados contables de la compañía correspondientes al período intermedio de 9 meses finalizado el 30 de septiembre de 2017.

b) El valor de la sociedad valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades con negocios comparables.

Enfoque de Flujo de Fondos Descontados (“DCF” – Discounted Cash Flow – por sus siglas en inglés)

La valoración por la aplicación de metodologías de Flujos de Fondos Descontados constituye una parte central de las aproximaciones al valor en el marco del enfoque basado en beneficios futuros (Income Approach). El presente método genera indicaciones de valor mediante el cálculo del valor presente de los flujos de fondos futuros empleando una tasa de descuento apropiada en función del riesgo asociado al flujo de fondos bajo análisis. Existen múltiples modelos y métodos aplicables, siendo los

² COMISIÓN NACIONAL DE VALORES: Resolución General 622/2013, Título III, Capítulo II: Ofertas Públicas de Adquisición. Recuperado de: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/215000-219999/219405/TituloIII-CapII.htm>.

más reconocidos y ampliamente utilizados los asociados al flujo de fondos a ser generado para el accionista (generalmente identificado como cash flow to equity) y los asociados al flujo de fondos operativo libre a ser generado para todos los componentes de la estructura de capital y endeudamiento (generalmente identificado como Modelo DCF Empresa u operating free cash flow to firm).

En función de la Información Disponible y la metodología de Flujo de Fondos Descontados prevista en la norma de aplicación, se realizará la determinación de valor a través del Modelo DCF Empresa, con la correspondiente consideración de (i) el Flujo de Fondos Operativo Libre, basado en proyecciones operativas basadas en perspectivas de mercado y la estructura de costos de la Colorín, (ii) la tasa de descuento relevante para el Flujo de Fondos Operativo Libre de Colorín, la cual se determina como el costo de oportunidad para todos los proveedores de capital y financiamiento de la Compañía, ponderando su contribución relativa en la estructura de capital, referida habitualmente como costo de capital promedio ponderado (o por sus siglas en inglés, WACC), (iii) la Deuda Financiera Neta, (iv) la existencia de Activos No Operativos y (v) la existencia de otros pasivos no comprendidos directamente entre los componentes del capital de trabajo (“Working Capital”) operativo, de la Deuda Financiera Neta y/o del Flujo de Fondos Operativo Libre. Las determinaciones obtenidas a través de la metodología de Flujos de Fondos Descontados se corresponden con un nivel de valor de “control accionario”. En función de la Norma de Aplicación, para el presente trabajo no se han realizado ajustes o descuentos para derivar el valor de una participación “no controlante” a partir de una participación “de control”.

Enfoque basado en Mercado (“Market Approach”)

La determinación del valor accionario de una sociedad por la aplicación de metodologías basadas en indicadores aplicables a sociedades con negocios comparables constituye una parte relevante de las aproximaciones al valor de la Compañía. en el marco del Enfoque basado en Mercado (Market Approach). Este enfoque es aplicado en el campo de la valuación de empresas y participaciones accionarias para obtener indicaciones de valor a través del uso de uno o más métodos que comparan a la empresa (o sus acciones) con información de precios correspondientes a empresas similares (o sus acciones) identificadas como Empresas de Referencia (referidas en normas internacionales como Guideline Companies) sobre las que existan precios de mercado de cotización de acciones o por Transacciones de Referencia, esto es precio de transacciones de compra y venta de empresas y participaciones accionarias significativas (referidas habitualmente como Guideline Transactions).

- c) El promedio de los valores de negociación durante el semestre inmediatamente anterior al de la oferta.

La determinación del valor accionario de una sociedad por la aplicación de metodologías basadas en sus propios precios de cotización en mercados autorizados identificados como Precios de Referencia forma parte en general de las metodologías consideradas en el marco del Enfoque basado en Mercado.

En función de la información disponible, y las metodologías referidas en la Norma de Aplicación, se ha realizado la determinación de valor en base al promedio (entendiendo como tal a la media aritmética) de los valores de negociación del último semestre anterior a la fecha de la OPA. En función de esto, a los fines de la aplicación de esta metodología, se ha considerado el período de 6 meses comprendido entre el 16 de Julio de 2017 y el 16 de enero de 2018.

4. Valor Patrimonial de las Acciones

Considerando la definición detallada en la Sección 3.1 del presente trabajo, el Valor Patrimonial de las acciones de una sociedad es el cociente entre (i) el patrimonio neto de una sociedad y (ii) el total de las acciones emitidas y en circulación.

Según indica el balance público de la sociedad con fecha 30 de Septiembre de 2017, el Capital Social de Colorín estaba compuesto por 14.335.026 acciones ordinarias de valor nominal AR\$ 1. A esa misma fecha, el Valor del Patrimonio Neto era de AR\$ 14.948.000³. Siguiendo la definición antes descripta, el Valor Patrimonial de las Acciones debería surgir del cociente de ambos valores.

Sin embargo, debido a un hecho relevante presentado por la Compañía ante la CNV con fecha 15/01/2018, se debe incorporar un ajuste irrevocable de los accionistas mayoritarios con las acreencias correspondientes a los montos de las Obligaciones Negociables en poder de los controlantes por un importe de AR\$ 6.355.000. En definitiva, al Patrimonio Neto de AR\$ 14.948.000 se le debe aplicar un ajuste negativo de AR\$ 6.355.000, como cancelación de las Obligaciones Negociables pendientes a dicha fecha.

Considerando los valores y ajustes previamente descriptos para el cálculo, el Valor Patrimonial de las Acciones de Colorín al 30 de Septiembre de 2017 es:

Valor Contable del Patrimonio Neto	AR\$
Total del Patrimonio Neto atribuible a Accionistas de la Sociedad al 30/09/2017	14.948.000
Cancelación de Obligaciones Negociables según Hecho Relevante 15/01/2018	6.355.000
Subtotal: Patrimonio Neto Ajustado (1)	21.303.000
Acciones en circulación (2)	14.335.026
Valor Patrimonial de la Acción de Colorín = (1)/(2)	1,49

En el marco de la determinación del Precio Equitativo, al Valor Patrimonial de la Acción se le asignará una ponderación del 5%. Usualmente, esta metodología suele tener una ponderación baja producto de las discrepancias significativas entre los valores patrimoniales que surgen de la aplicación de normas contables y los valores que se determinan en función de la capacidad de generación de beneficios económicos futuros, lo que se comprueba ampliamente en forma empírica por las dispersiones observadas

³ Los Estados Contables están expresados en miles de pesos, por eso se expresa el valor redondeado en sus centenas.

entre el Valor Patrimonial y la capitalización de mercado en empresas listadas, tal como es el caso de Colorín.



5. Análisis de Valor

La determinación del Precio Equitativo según se define en la Resolución de la CNV, tiene como segundo factor en su ponderación el cálculo del valor de la acción según la metodología de flujos descontados, dentro del Enfoque de Ingresos, y a través de la comparación o ‘benchmark’ con cotizaciones de negocios comparables (Enfoque de Mercado).

El análisis de valuación parte de la valoración de la operación, a través de las metodologías antes planteadas, para luego restarle el valor de la Deuda Financiera Neta de Caja y los Activos no Operativos netos de los Pasivos no Operativos, llegando así al Valor del Patrimonio Neto o Valor del Equity – por su término en inglés. A continuación, se presenta un breve esquema que describe el proceso:



5.1. Descripción de las Metodologías de Valor

5.1.1. **Valuación por Flujo de Fondos Descontados (Enfoque de Ingresos)**

Esta metodología suele ser usualmente utilizada por las bancas de inversión y estudios de contabilidad para determinar el valor de un negocio en marcha⁴ y con resultados económicos estables. Según la experiencia del autor en el rubro de Finanzas Corporativas, cualquier análisis de valor de una compañía madura y en marcha debería iniciarse a través del descuento de sus flujos futuros (“DCF) para luego establecer un análisis de razonabilidad con la metodología de flujos comparables.

Al momento de llevar a cabo una valuación por medio de Flujo de Fondos Descontados, el valuador usualmente realiza una proyección del negocio a entre 5 y 10 años – esto puede variar dependiendo del estado de madurez en que se encuentre el negocio o la coyuntura que está atravesando – para luego establecer un Valor Terminal del negocio. Según Joshua Rosenbaum y Joshua Pearl en su segunda edición de *Investment*

⁴ Negocio en Marcha: en la contabilidad se define como negocio en marcha a aquel que tiene los recursos necesarios para continuar operando en el futuro.

Banking, el proceso de determinación de un valor mediante esta metodología tiene 5 pasos⁵:

1. Estudio la Compañía a evaluar y definición de los 'Key Value Drivers'⁶
2. Proyección del Flujo de Fondos Libre
3. Determinación de la Tasa de Descuento
4. Cálculo del Valor Terminal
5. Cálculo del Valor Presente de los Flujos y determinación del valor (Resultados)

A lo largo de esta sección, se buscará explicar cada uno de los 5 pasos antes definidos y se tomará el caso de Colorín para la puesta en práctica de cada concepto.

5.1.1.1. *Estudio de la Compañía a evaluar y definición de los 'Key Value Drivers'*

Previo a comenzar con cualquier análisis técnico de valuación, es necesario comprender y conocer al mayor detalle posible a la Compañía que se va a evaluar, la industria y el mercado en el cuál compite.

En el marco de un proceso de M&A, el primer paso es fundamental para entender el negocio de la Compañía en análisis y los riesgos propios del negocio y del mercado que enfrenta. El evaluador debe entender el modelo de negocios de la Compañía, su perfil financiero, la propuesta de valor a sus clientes, mercados, competidores y los riesgos relevantes en la determinación de su valor. Un inversor/comprador no debería dejar de lado ninguno de los puntos antes mencionados durante el análisis de un negocio a adquirir. En definitiva, todo este estudio y análisis de la Compañía, le servirá al valuador como *input* para los siguientes pasos en la determinación del valor por medio del Flujo de Fondos Descontados: *fundamentals* para la proyección de las ventas, noción del mercado y los riesgos del negocio para la determinación de la Tasa de Descuento, entre otros.

5.1.1.2. *Proyección del Flujo de Fondos Libre*

Una vez realizado el estudio y análisis para tener total entendimiento del negocio de la Compañía, se debe proceder a la elaboración de la proyección del Flujo de Fondos Libre ("FCF" por sus siglas en inglés). Para la obtención de este concepto, anualmente se debe calcular la caja generada por la Compañía luego de haber pagado todos los costos y gastos operativos, los impuestos asociados, las inversiones de capital necesarias y el Capital de Trabajo⁷. El FCF no considera el pago de gastos financieros ni toma en cuenta la estructura de capital de la Compañía, dado que es independiente a la misma

⁵ ROSENBAUM, Joshua & PEARL, Joshua: *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*, Ed.: Wiley, Estados Unidos, 2013. p. 218.

⁶ Key Value Drivers: refiere a los factores clave en la *performance* de un negocio. Los *drivers* justifican el desarrollo del negocio: proyección de ventas, costos, rentabilidad, etc. En la práctica hay drivers internos, cómo la tecnología, planta de producción, plantilla de empleados, marca, contratos con clientes; cómo externos, adquisiciones, factores macroeconómicos, regulaciones, entre otros.

⁷ Capital de Trabajo: en la gestión financiera se lo entiende como la necesidad de una compañía para poder operar. En la contabilidad se calcula como la diferencia entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes.

– representa la caja anual disponible para todos los *stakeholders* (tanto proveedores de deuda como de capital).

En definitiva, el FCF se calcula a partir del Estado de Resultados proyectado del negocio, considerando las inversiones de capital y la diferencia anual en Capital de Trabajo. A continuación, se presenta el cálculo del FCF:

EBIT (Ingresos antes de Intereses e Impuestos)
(-) TAX
EBI (Ingresos antes de Intereses después de Impuestos)
(+) Amortizaciones y Depreciaciones
(-) Inversiones de Capital
(+/-) Diferencia en Capital de Trabajo
Flujo de Fondos Libre

Para el caso de Colorín, se ha tomado como punto de partida la última información disponible al 30 de Septiembre de 2017. Definida la fecha de la última información real, se han considerado los siguientes supuestos a efectos de realizar las proyecciones del negocio:

- 1) Las proyecciones económicas y financieras de Colorín han sido elaboradas teniendo en cuenta, entre otras variables:
 - o El nivel de producción y venta de pintura en Argentina y su relación con industria de la construcción.
 - o Crecimiento estimado de la industria de la Construcción en Argentina.
- 2) Que Colorín seguirá:
 - Operando como empresa en marcha
 - Manteniendo un equipo de gerencia idóneo para el manejo diario de la empresa.
 - Cumpliendo las normas legales, contables, regulatorias, impositivas y medioambientales

Respecto a las ventas, se ha trabajado en una proyección basada en el crecimiento proyectado del sector de la construcción y la variación del Tipo de Cambio - US\$ vs AR\$ - y el Índice de Precios al Consumidor (IPC) para los 5 años subsiguientes. Con ambas variables se ha logrado analizar tanto los precios como el volumen de ventas a futuro.

Los valores del IPC y del Tipo de Cambios fueron tomados de un informe de *The Economist Unit* a la fecha del 31/12/2017, fecha en la que se realizará la estimación del valor del negocio en cuestión. A continuación, los valores proyectados para ambas variables:

Proyección de IPC y Tipo de Cambio AR\$/US\$⁸

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variación IPC	26,4	18,1	10,8	7,9	6,3	5,2
AR\$/US\$ Promedio Anual	16,6	18,8	20,8	22,3	23,7	25
AR\$/US\$ Cierre Período	17,7	19,9	21,7	22,9	24,3	25,5

Se estima las cantidades evolucionarán a una tasa de crecimiento equivalente a la proyección del crecimiento del sector de la Construcción en Argentina – según un informe de MarketLine Industry Profile⁹. Respecto a los precios, se estima que se mantendrán en US\$ en términos nominales, partiendo de la base del precio de referencia promedio para el año 2017: US\$ 2,36 por litro.

Particularmente, para el 2017, dado que la última información es al 30 de Septiembre, se ha calculado una anualización de los volúmenes de venta considerando la información real de los primeros 9 meses del año.

Proyección de Ventas

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Volumen de Ventas (miles de litros de Pintura)	18.297	15.296	14.878	15.101	15.493	15.996	16.612
Precio de Venta Promedio (US\$)	2,85	2,58	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36
Ingresos por Ventas (US\$)	60.973	39.631	35.085	35.613	35.537	37.724	39.175
	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Volumen de Ventas (miles de litros de Pintura)	17.184	17.708	18.176	18.584	18.927	19.201	
Precio de Venta Promedio (US\$)	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	
Ingresos por Ventas (US\$)	40.525	41.759	42.684	43.827	44.636	45.282	

La proyección de la estructura de costos suele tener que ver con la performance histórica de la compañía, salvo aquellos casos en los que los drivers de crecimiento consideran lo contrario, como, por ejemplo: la aplicación de una nueva tecnología que mejora la productividad o el cambio del modelo de negocios hacia una estructura de soporte más eficiente (casos de venta por e-Commerce).

⁸ THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT: Country Forecast: Argentina December 2017, Reino Unido, 2017.

⁹ MARKETLINE INDUSTRY PROFILE: Construction in Argentina – January 2017, Reino Unido, 2017.

Para el caso práctico de análisis, dado que no conocemos de algún driver que pueda tener un impacto en la productividad operativa con en la simplificación de su estructura de soporte, se ha definido mantener el Margen Bruto y el Margen de EBITDA en valores similares al promedio histórico calculado sobre la base de los últimos 3 períodos económicos. A efectos del cálculo, se ha considerado la mediana de los últimos 3 años para cada cuenta a proyectar.

Proyección de la Estructura de Costos y Gastos

US\$ '000	2015	2016	2017
Ingresos por Ventas	60.973	39.631	35.086
CMV	(37.101)	(25.337)	(24.525)
Margen Bruto	23.873	14.294	10.561
Gastos de Administración	(2.725)	(2.325)	(2.362)
Gastos de Comercialización	(14.384)	(10.849)	(10.301)
Impuesto a los Débitos y Créditos	(1.416)	(822)	(798)
Depreciación y Amortización	415	315	338
EBITDA	5.762	613	(2.562)

CMV	-61%	-64%	-70%
Gastos de Administración	-4%	-6%	-7%
Gastos de Comercialización	-24%	-27%	-29%
Impuesto a los Débitos y Créditos	-2%	-2%	-2%
Depreciación y Amortización	1%	1%	1%

Mediana de FY 2015 - 2017	
CMV	-64%
Gastos de Administración	-6%
Gastos de Comercialización	-27%
Impuesto a los Débitos y Créditos	-2%

Considerando los niveles de costos y gastos históricos sobre ventas, el Estado de Resultados proyectado - hasta el nivel de EBIT – quedaría de la siguiente manera:

Estado de Resultados Proyectado

US\$ '000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por Ventas	60.973	39.631	35.086	35.613	36.537	37.724	39.175
CMV	(37.101)	(25.337)	(24.525)	(22.768)	(23.358)	(24.117)	(25.045)
Margen Bruto	23.873	14.294	10.561	12.845	13.178	13.606	13.606
Gastos de Administración	(2.725)	(2.325)	(2.362)	(2.090)	(2.144)	(2.213)	(2.299)
Gastos de Comercialización	(14.384)	(10.849)	(10.301)	(9.749)	(10.002)	(10.327)	(10.724)
Impuesto a los Débitos y Créditos	(1.416)	(822)	(798)	(805)	(825)	(852)	(885)
Depreciación y Amortización	415	315	338	307	307	307	307
EBITDA	5.762	613	(2.562)	509	514	521	529

Depreciación y Amortización	(415)	(315)	(338)	(307)	(307)	(307)	(307)
EBIT	5.348	298	(2.900)	202	207	214	222

US\$ '000	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos por Ventas	40.525	41.759	42.864	43.827	44.636	45.282
CMV	(25.908)	(26.697)	(27.404)	(28.019)	(28.536)	(28.949)
Margen Bruto	14.617	15.062	15.461	15.808	16.100	16.332
Gastos de Administración	(2.378)	(2.450)	(2.515)	(2.571)	(2.619)	(2.657)
Gastos de Comercialización	(11.093)	(11.431)	(11.734)	(11.997)	(12.219)	(12.396)
Impuesto a los Débitos y Créditos	(915)	(943)	(968)	(990)	(1.008)	(1.023)
Depreciación y Amortización	307	307	307	307	307	307
EBITDA	537	544	550	556	560	564
Depreciación y Amortización	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)
EBIT	230	237	243	249	254	257

Una vez definida la proyección de los resultados, se debe proceder al cálculo del Flujo de Fondos Libre del negocio, según se definió con anterioridad. Resta agregar dos conceptos que surgen de la definición de la política financiera y de inversión de la Compañía.

Por un lado, la política de Capital de Trabajo. La variación interanual del Capital de Trabajo refleja la necesidad de capital operativo para continuar con el negocio en marcha. Siguiendo esa línea, su cálculo proviene de la diferencia entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes. Usualmente, los conceptos que se consideran son:

Activos Corrientes	Pasivos Corrientes
Cuentas por Cobrar	Cuentas por Pagar
Inventario	Otros Pasivos Corrientes (no Financieros)
Otros Activos Corrientes	

A efectos de calcular la proyección de la variación de Capital de Trabajo, se definen ratios operativos tales como Días en la Calle (Cuentas a Cobrar/Ventas*365), Días de Pago (Cuentas a Pagar/CMV*365) o Días de Inventario (Bienes de Cambio/CMV*365). El cálculo de estos ratios se basa en la información patrimonial histórica y se proyecta considerando la política financiera definida por la gerencia.

En particular, partiendo del cálculo de los ratios anteriormente definidos, se ha definido tomar la mediana histórica para cada caso como supuesto para la proyección, considerando que no se contaba con información precisa sobre qué política financiera

había definido la Compañía. Tomar la mediana o promedio histórico asume la continuidad de la operación bajo el *Status Quo*.

El otro concepto a considerar para la definición del Flujo de Fondos es la Inversión de Capital. Este concepto, también conocido como CAPEX (por su definición en inglés: “*Capital Expenditures*”), refleja la necesidad de fondos que una compañía necesita para adquirir, mejorar o reponer activos fijos – tales como maquinaria, inmuebles, etc. A diferencia de los gastos, la Inversión de Capital se activa en el Estado Contables como un alta de Activos y luego se deprecia, dependiendo de la categoría de activo, en un plazo finito.

Para el caso de Colorín, se ha definido proyectar una Inversión de Capital en línea con las Depreciaciones y Amortizaciones, asumiendo que se buscara mantener la capacidad de producción.

Flujo de Fondos Libre

US\$ '000	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	962	986	1.019	1.058	1.094	1.127	1.157	1.183	1.205	1.223
TAX	(240)	(247)	(255)	(264)	(274)	(282)	(289)	(296)	(301)	(306)
Depreciación y Amortización	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307
Flujo de Fondos Generado por la Operación	1.028	1.047	1.071	1.100	1.127	1.152	1.175	1.194	1.211	1.224
Inversión de Capital	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)	(307)
Variación de Capital de Trabajo	(146)	(256)	(329)	(403)	(375)	(343)	(307)	(267)	(225)	(179)
Flujo de Fondos Libre	575	484	434	391	446	503	561	620	679	738

5.1.1.3. Determinación de la Tasa de Descuento

El próximo paso en la determinación del valor de una compañía es el cálculo de la tasa de descuento a utilizar para descontar los flujos futuros a la fecha de valuación definida. En la práctica, se suele utilizar la WACC: Costos Promedio Ponderado del Capital (“*Weighted Average Cost of Capital*”, por su significado en inglés).

La WACC puede ser pensada como el costo de oportunidad de capital o lo que un inversor esperaría recibir como retorno de una inversión con un perfil de riesgo similar al de la compañía en cuestión.

El Costo Promedio Ponderado del Capital está conformado por una ponderación, sujeta a la estructura de capital de la industria de la compañía a valuar, entre, por un lado, los retornos esperados por los tenedores de deuda de dicha compañía, también conocido como Costo de Deuda (k_d), y, por otro lado, los retornos esperados por los accionistas

de dicha compañía, también conocido como Costo de Capital (k_e). En definitiva, la ecuación para calcular el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) es:

$$WACC = \frac{D}{D + E} k_d (1 + T) + \frac{E}{E + D} k_e$$

donde:

D (Deuda): valor de mercado de la deuda financiera de la compañía. En caso no se tenga a disposición el valor de mercado, se puede considerar el valor contable a efectos de obtener una estructura de capital asimilable al negocio/industria en cuestión.

E (Equity o Capital Propio): valor de mercado del capital de la compañía

k_d (Costo de la Deuda): el costo de deuda será el costo de financiamiento necesario para que una empresa pueda llevar a cabo su actividad o proyecto en cuestión.

T (Tax): tasa impositiva del mercado (alícuota de impuesto a las ganancias aplicable a dicho negocio/industria)

k_e (Costo de Capital): a continuación, se describirá como se llega a dicho valor.¹⁰

$$k_e = r_f + \beta^*(r_m - r_f) + r_p + r_t$$

donde:

r_f : tasa libre de riesgo.

β (Beta): riesgo sistemático del mercado. Se debe apalancar el Beta del mercado donde compite la compañía a la estructura de activos de la compañía.

r_m : rendimiento esperado de un portafolio diversificado de mercado.

r_p : prima por riesgo país.

r_t : prima por tamaño.

Componentes y Cálculo de la WACC en US\$ para Colorín

KE	Costo de capital propio (K_e)	
[1]	Tasa libre de Riesgo	2,40%
[2]	Prima por riesgo país	3,51%
[3]	Beta Industria Reapalancada	1,13
[4]	Prima por riesgo de Mercado	5,00%
[5]	Prima por tamaño	2,00%
	Costo Capital Propio	13,54%
KD	Costo de la deuda (K_d)	
[6]	Costo de la deuda	6,37%
	Tasa impositiva	35,00%
	Costo de la deuda después de impuestos	4,14%

¹⁰ AZICRI, Andrés: *Valuación de empresas en Emerging Markets*, (PDF), 2006. Recuperado de: <http://www.iaef.org.ar/files/revista/201/201azicriolivieri.pdf>

Estructura de capital		
[7]	$E/(E+D)$	77%
[8]	$D/(E+D)$	23%
WACC		11,37%

A continuación, se presenta una breve explicación de las fuentes que se han considerado para cada uno de los componentes utilizados en el cálculo del Costo de Capital y Costo de Deuda:

- [1] Bonos Soberanos USA a 10 años (Yield al 29.12.2017)
- [2] JP Morgan EMBI+ Argentina del 29/12/2017.
- [3] Beta desapalancado de Damodaran y reapalancado con la estructura de capital definida para la compañía – considerando los puntos [7] y [8].
- [4] Mediana de la Prima de Riesgo de Mercado.
- [5] Promedio del diferencial de riesgo existente en los retornos de empresas de mayor y menor tamaño en Estados Unidos (volatilidad en sus retornos), medido como diferencial de tasa de interés activas.
- [6] Tasa interna de rendimiento promedio de Bonos Corporativos Argentinos emitidos en US\$ al 31/12/2017 excluyendo Bancos, Energía, Gas y Petróleo.
- [7] Estructura de capital de la industria de Especialidades en Productos Químicos de Estados Unidos.
- [8] Estructura de deuda de la industria de Especialidades en Productos Químicos de Estados Unidos.

5.1.1.4. Cálculo del Valor Terminal

La metodología del DCF está basada en la determinación del valor presente de los flujos futuros generados por una compañía. Dada la imposibilidad de realizar un cálculo al detalle de manera infinita – considerando todo aquel negocio que no tenga un plazo finito de vida – se calcula un Valor Terminal del negocio. El Valor Terminal representa el valor de todos los flujos que potencialmente generará la compañía luego del último año proyectado.

Existen dos metodologías para calcular el Valor Terminal en el marco de un DCF: Múltiplo de Salida o Crecimiento a Perpetuidad. En el primer caso, el cálculo se realiza sobre la base del último EBITDA proyectado, aplicándole un múltiplo de cualquier compañía comparable de mercado. Más adelante, en el análisis del Enfoque de Mercado se explicará cómo se realiza este cálculo. En el caso del Crecimiento a Perpetuidad, se considera que la compañía continuará creciendo a perpetuidad a una tasa definida: Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g).

A efecto de realizar el cálculo para el caso práctico de Colorín, se tomará el método de Crecimiento a Perpetuidad, partiendo de la base de que es un negocio que continuará operando a futuro.

A continuación, se define la ecuación para el cálculo del Valor Terminal y se describe cada uno de sus componentes:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{FFLn} \times (1+g)}{(\text{WACC} - g)}$$

donde:

FFLn: Flujo de Fondos Libre del último año proyectado.

g: Tasa de Crecimiento a Perpetuidad.

WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital.¹¹

Componentes y Cálculo del Valor Terminal de Colorín

Considerando la proyección realizada, se tomó como Flujo de Fondos Libre del último año el de 2027. A partir de ese valor, se le aplicó un crecimiento a perpetuidad de 1,8% - un promedio de la tasa de crecimiento del negocio de los últimos 3 años de la proyección.

Flujo de Fondos Libre Normalizado	
US\$ '000	
EBIT	1.223
TAX	(306)
Depreciación y Amortización	307
Variación de Capital de Trabajo	(179)
Inversión de Capital	(307)
Flujo de Fondos Libre	738
Crecimiento a Perpetuidad	
US\$ '000	
Flujo de Fondos Libre	738
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)	1,8%
WACC	11,37%
Valor Terminal al 2027	7.848

5.1.1.5. Cálculo del Valor Presente de los Flujos y determinación del Valor (Resultados)

Partiendo del fundamento del valor del dinero en el tiempo, los flujos proyectados de la compañía deben descontarse a Valor Presente con la WACC calculada, considerando el riesgo y la estructura de capital de la compañía a ser valuada.

El descuento de los flujos se realiza a través de la multiplicación de cada uno de los flujos anuales proyectados por un factor de descuento. Este factor de descuento es calculado de la siguiente manera:

¹¹ ROSENBAUM & PEARL, Op cit. p.257.

$$\text{Factor de Descuento} = \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

donde:

n: cantidad de años desde el año de valuación.

En general, considerando que las ventas se generan a lo largo de todo el año, se toma 0,5 como Período de Descuento para el primer año y luego se agrega un año para los años subsiguientes. Esto permite tomar un cálculo más realista considerando la temporalidad de los flujos dentro del año descontado.

Calculo del Valor Presente de los Flujos Proyectados de Colorín

US\$ '000	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Flujo de Fondos Libre	575	484	434	391	446	503	561	620	679	738
Período de Descuento	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
WACC	11,37%									
Valor Presente de los Flujos Proyectados	545	411	332	268	275	278	279	277	272	265
Sumatoria del Valor Presente de los Flujos Proyectados	3.202									

En definitiva, luego de descontar cada uno de los flujos proyectados para Colorín, obtenemos que la sumatoria del Valor Presente da US\$ 3.202. Considerando la metodología del DCF, a este valor debemos sumarle el Valor Presente del Valor Terminal calculado en la Sección 5.1.1.4. Al año 2027, el Valor Terminal es de US\$ 7.848, pero para poder calcular el Valor de la Firma al 31/12/2017 debemos descontar ese flujo con la WACC obtenida.

En esa línea, tomando la WACC de 11,37%, el Valor Terminal a la fecha de valuación es de US\$ 2.822. Al agregarle el Valor Presente de la proyección obtenemos el Valor de la Firma (en miles de US\$):

Valor de la Firma = Valor Presente de los Flujos Proyectados + Valor Terminal

Valor de la Firma = US\$ 3.202 + US\$ 2.822

Valor de la Firma = US\$ 6.023

Como último paso en el análisis de valor a través de la metodología de DCF, al Valor de la Firma debemos restarle la Deuda Neta y adicionarle los Activos no Operativos netos de los Pasivos no Operativos que pueda tener la sociedad en cuestión.

En definitiva,

Valor del Equity = Valor de la Firma – Deuda Neta + Activos no Operativos – Pasivos no Operativos

En el balance de Colorín al 30 de Septiembre de 2017 podemos identificar una deuda financiera, consolidando al Corriente y la no Corriente, de AR\$ 93.658 que al tipo de cambio de la fecha, da un valor en dólares de US\$ 4.774. La compañía no posee Activos ni Pasivos no operativos.

$$\text{Valor del Equity} = \text{US\$ } 6.023 - \text{US\$ } 4.774$$

$$\text{Valor del Equity} = \text{US\$ } 1.249$$

Adicionalmente se realizó un análisis de sensibilidad sobre la WACC y la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g) para estimar un rango de Valor del Equity de Colorín:

Valor del Equity			
US\$ '000			
WACC / g	1,30%	1,80%	2,30%
10,37%	1.227	1.380	1.551
11,37%	1.096	1.249	1.419
12,37%	973	1.126	1.296

5.1.2. Valuación por Múltiplos (Enfoque de Mercado)

Según se ha definido, la determinación del Precio Equitativo en un proceso de OPA de acciones describe la posibilidad de utilizar dos metodologías: DCF o Múltiplos. En este capítulo se comentará sobre la segunda metodología definida y su aplicación al caso práctico de Colorín.

El Enfoque de Mercado o Valuación por Múltiplos se enfoca en la determinación del valor a través de ratios de indicadores financieros de compañías comparables o transacciones en la industria de análisis. Los fundamentos de esta metodología surgen sobre la premisa de que compañías similares son una referencia relevante al momento de valorar un negocio dado que comparten drivers, características financieras y riesgos.

Si bien son diversos los ratios que se pueden calcular para obtener una valoración, en la práctica los comúnmente utilizados son EV/EBITDA (Valor de la Firma sobre EBITDA) o EV/Ventas (Valor de la Firma sobre Ventas).

Existen dos universos de compañías a partir de los cuales se puede realizar el análisis de valor: Compañías Comparables ("*Guideline Companies*") o Transacciones Pasadas. En el primer caso se trata de compañías listadas en el mercado de capitales, mientras que el caso de Transacciones Pasadas, se toman operaciones de M&A con información pública dentro de la industria que se esté estudiando.

Considerando que el mercado de capitales nacional es acotado y que el nivel de actividad de M&A en Argentina es bajo, muchas veces es necesario acudir a compañías y transacciones del mercado internacional. Dado que no todos los mercados tienen el mismo riesgo, no sería razonable tomar un múltiplo de una compañía o una transacción en un mercado desarrollado para valorar una compañía en un mercado en desarrollo, o viceversa. Por esto mismo, en la práctica se suele realizar un ajuste a los múltiplos de

obtenidos de otros mercados a través de una diferencia de tasas sobre el riesgo país del múltiplo obtenido y el de la compañía que se quiere valorar.

5.1.2.1. Cálculo del Valor de Colorín a través de Múltiplos

A efectos de obtener un Valor del Equity de Colorín a través de la metodología de múltiplos, se buscó obtener un universo para ambos métodos mencionados (Comparables y Transacciones Pasadas), se identificaron los múltiplos y se aplicaron sobre los ratios de Colorín. Una vez aplicados, se obtuvo el Valor de la Firma, al cual se le debió restar la Deuda Neta y la diferencia de Activos y Pasivos no Operativos.

El múltiplo seleccionado para la confección del valor es el de EV/EBITDA.

Compañías Públicas Comparables Seleccionadas [1]¹²

Considerando que el mercado local es limitado y, sumado a eso, que las compañías locales no cotizan sus acciones en la Bolsa de Comercio, se han seleccionado compañías del mercado internacional, a las cuales se les aplicó un ajuste al múltiplo tal cual se describió anteriormente.

#	Compañía	Origen	Mercado	Múltiplo de EBITDA Ajustado
1	Shinto Paint Company	Japón	Tokio	4,6
2	Chongqing Sanxia Paints Co., Ltd.	China	Shenzen	12,8
3	Eason Paint Public Company Limited	Tailandia	Tailandia	9,76
4	Sherwin Williams	USA	NYSE	10,96
5	Akzo Nobel N.V.	Holanda	Eurnext	6,97
6	PPG Industries	USA	NYSE	10,94
7	Yung Chi Paint & Varnish Mfg. Co., Ltd.	Taiwán	Taiwán	6,19
8	NOROO Paint & Coatings Co., Ltd.	Core del Sur	Corea del Sur	3,06
9	Crown Paints Kenya Limited	Kenia	Nairobi	9,92
10	Nippon Paint Holdings Co., Ltd.	Japón	Tokio	8,82
11	Kansai Paint Co., Ltd.	Japón	Tokio	8,65
12	Chugoku Marine Paints, Ltd.	Japón	Tokio	4,01
13	Kawakami Paint Mfg.Co.,Ltd.	Japón	Tokio	3,95
Media				7,74

Transacciones Pasadas Seleccionadas [2]¹³

Al igual que en el caso de compañías comparables, no existe un volumen significativo de transacciones pasadas en Argentina en la industria en cuestión. Por eso mismo, se

¹² YAHOO FINANCE: Buscador en Sitio Oficial de Yahoo Finance. En: <https://finance.yahoo.com/>

¹³ MERGERMARKET: Deals en Sitio Oficial de MergerMarket. En: <http://www.mergermarket.com/Common/Mergermarket/Deals/Default.aspx>.

ha definido tomar transacciones a nivel global y se les ha realizado un ajuste al múltiplo a través de la diferencia de Riesgo País.

Compañía	País	Comprador	Fecha	Múltiplo de EBITDA Ajustado
The Valspar Corporation	USA	The Sherwin Williams Company	01/06/2017	8,63
Farrow & Ball Limited	Reino Unido	Ares Management LLC	01/12/2014	9,02
Nippon Paint Holdings Co., Ltd	Japón	Nipsea Holdings International Limited	25/03/2014	7,83
Colorex Sweden AB	Suecia	Limhamnshus Industri AB	28/02/2014	3,02
Berger International Limited	Singapur	Asian Paints (India) Limited	13/02/2014	5,89
Astra Industries Limited	Zimbawe	Kansai Plascon Africa Limited; Hemistar Investment (Private) Limited	31/07/2013	3,34
Tricolor S.A.	Chile	Grupo Brescia	05/01/2012	8,18
Crown Paints Limited	Reino Unido	Hempel A/S	10/06/2011	4,13
Dyryup A/S	Dinamarca	PPG Industries, Inc.	05/01/2012	6,90
Wattyl Limited	Australia	The Valspar Corporation	13/09/2010	6,88
DuluxGroup Limited	Australia	Orica Limited (Shareholders)	12/07/2010	5,88
Productos Manley SA	España	Flamagas S.A.	30/04/2009	9,75
Tikkurila Oyj	Finlandia	Kemira	29/03/2010	3,88
Union Paint Co., Ltd.	Japón	WDK Co., Ltd.	18/12/2007	8,59
Materis SAS	Francia	Wendel SA	30/03/2006	6,20
Media				6,54

Cálculo del EBITDA Promedio

Una vez identificados y ajustados los múltiplos, es necesario definir el EBITDA sobre el cuál se aplicarán dichos múltiplos. Considerando la variación de la operación y de los resultados de Colorín durante los años previos a la fecha de valuación, se ha definido tomar un promedio de los últimos 3 EBITDA registrados: EBITDA 2015, EBITDA 2016 y EBITDA 2017 estimado.

US\$ '000	2015	2016	2017
EBITDA	5.762	613	(2.562)
EBITDA Promedio	1.271		

Cálculo del Valor del Equity

US\$ '000	Compañías Comparables [1]	Transacciones Pasadas [2]
EBITDA	1.271	1.271

Múltiplo Ajustado (EBITDAx)	7,74	6,54
Valor de la Firma	9.840	8.314
Deuda Neta	(4.774)	(4.774)
Valor del Equity	5.066	3.540



6. Análisis del precio de mercado de la Acción de Colorín

La determinación del Precio Equitativo según se define en la Resolución de la CNV, tiene como tercer factor en su ponderación la cotización de la acción en el mercado de capitales.

En función de la información disponible, y las metodologías referidas en la Norma de Aplicación, se ha realizado la determinación de valor en base al promedio (entendiendo como tal a la media aritmética) de los valores de negociación del último semestre anterior a la fecha de la OPA de Acciones. En función de esto, a los fines de la aplicación de esta metodología, se ha considerado el período de 6 meses comprendido entre el 16 de Julio de 2017 y el 16 de enero de 2018.

Cotización de la acción de Colorín durante los últimos 6 meses¹⁴



El siguiente cuadro muestra un resumen de los resultados obtenidos durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de vigencia, resaltando el precio promedio obtenido de AR\$ 15,70 por acción, siguiendo la metodología de la Norma de Aplicación.

ARS	Precio promedio de acción último semestre ¹⁵
Min	14,00
Promedio	15,70
Max	18,80

¹⁴ COMISIÓN NACIONAL DE VALORES: Empresas en [Sitio Oficial de la CNV](http://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Empresas). Recuperado de: <http://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Empresas>. Consultado: 13/10/2018.

¹⁵ COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, Op cit.

7. Resumen de Valor – Precio Equitativo

Siguiendo lo definido en la Resolución General 622/2013, la determinación del Precio Equitativo surge de la ponderación de los tres factores analizados en el presente trabajo: Valor Patrimonial de las Acciones, Valuación de Mercado del Equity y Valor de Cotización de la Acción en el último semestre.

A cada factor se les debe asignar una ponderación, que surge del criterio del valuador, haciendo énfasis en la aplicabilidad de cada metodología utilizada en la definición final del valor. Para este caso, tomando la experiencia del autor y las consultas realizadas con expertos del mercado, se ha definido tomar la siguiente ponderación para cada una de los factores a considerar:

Ponderación de los factores en la determinación del Precio Equitativo

Metodologías de Valuación	Ponderación
1. Valor Libros	5%
2. DCF	75%
2. Múltiplos Comparables	10%
3. Valor de Mercado por Acción	10%
Total	100%

En definitiva, considerando la ponderación asignada, los análisis realizados a lo largo del presente trabajo y que la sociedad de Colorín Industria de Materiales Sintéticos S.A. a Diciembre de 2017 estaba compuesta por 14.335.026 acciones ordinarias, la determinación del Precio Equitativo surge del siguiente cuadro:

Determinación del Precio Equitativo

Metodologías de Valuación	Precio x Acción (Min – Max) – en AR\$		Ponderación	Precio x Acción (Min – Max) – en AR\$	
1. Valor Libros	1,49	1,49	5%	0,0745	0,0745
2. DCF	1,28	2,04	75%	0,96	1,53
2. Múltiplos Comparables	4,67	6,68	10%	0,467	0,668
3. Valor de Mercado por Acción	14	18,8	10%	1,4	1,88
Precio Promedio Ponderado			100%	2,9	4,15

Siguiendo el análisis de valoración realizado y la ponderación aplicada, se concluye que el valor de la acción de Colorín al 31 de Diciembre de 2017 se encuentra en el rango de AR\$ 2,9 a AR\$ 4,15.

9. Bibliografía

- ANÓNIMO: “La inversora de los dueños de Quilmes: El grupo Bemberg suma empresas” en: Diario Clarín 18/12/1997. Recuperado de: https://www.clarin.com/economia/grupo-bemberg-suma-empresas_0_r1WILcy-Atl.html
- ANÓNIMO: “Los Bemberg cierran la venta de Colorín con la francesa Lafarge Peintures” en Diario El Cronista 03/07/2006. Recuperado de: <https://www.cronista.com/impresageneral/Los-Bemberg-cierran-la-venta-de-Colorin-con-la-francesa-Lafarge-Peintures-20060704-0026.html>
- ANÓNIMO: “Grupo francés compra fabricantes de pinturas y barnices Colorín” en: Diario El Cronista 02/07/2006. Recuperado de: <https://www.cronista.com/impresageneral/Grupo-frances-compra-fabricante-de-pinturas-y-barnices-Colorin--20060703-0095.html>
- ANÓNIMO: “Colorín multiplicará por cuatro las acciones que tiene en circulación” en: Diario El Cronista 14/06/2007. Recuperado de: <https://www.cronista.com/impresageneral/Colorin-multiplicara-por-cuatro-las-acciones-que-tiene-en-circulacion-20070615-0078.html>
- AZICRI, Andrés: Valuación de empresas en Emerging Markets, (PDF), 2006. Recuperado de: <http://www.iaef.org.ar/files/revista/201/201azicriolivieri.pdf>
- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES: Empresas en Sitio Oficial de la CNV. Recuperado de: <http://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Empresas>. Consultado: 13/10/2018.
- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES: Resolución General 622/2013, Título III, Capítulo II: Ofertas Públicas de Adquisición. Recuperado de: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/215000-219999/219405/TituloIII-CapII.htm>.
- DAMODARAN ONLINE: Current Data en Sitio Oficial de Damodaran Online. En: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- GRUPO CORIMON: La corporación: Historia en Sitio oficial de Grupo Corimon. Recuperado de: <http://www.corimon.com/>. Consultado: 10/06/2018
- JP MORGAN: EMBI+ (Riesgo País) en Sitio Oficial Ámbito Financiero. Recuperado de: <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/>. Consultado: 13/10/2018.
- KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc & WESSELS, David: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Ed: John Wiley & Sons, Inc, Estados Unidos, 2010.
- MARKETLINE INDUSTRY PROFILE: Construction in Argentina – January 2017, Reino Unido, 2017.
- MERGERMARKET: Deals en Sitio Oficial de MergerMarket. En: <http://www.mergermarket.com/Common/Mergermarket/Deals/Default.aspx>.

- MORNINGSTAR: Buscador en Sitio Oficial de Morningstar. En: <https://www.morningstar.com/>
- NEUMAN, Ariel Alberto: “Fusiones y adquisiciones crecen 30%: cuáles fueron las más importantes del año” en: Diario El Cronista (edición impresa) 01/11/2017. Recuperado de: <https://www.cronista.com/legales/Fusiones-y-adquisiciones-crecen-30-cuales-fueron-las-mas-importantes-del-ano-20171101-0001.html>
- SANGUINETTI, Andrés: “Por problemas de inseguridad, Colorín traslada una de sus plantas” en: Diario El Cronista 02/11/2015. Recuperado de: <https://www.cronista.com/negocios/Por-problemas-de-inseguridad-Colorin-traslada-una-de-sus-plantas-20151102-0033.html>
- SUN GROUP: Overview en Sitio oficial de Sun Group. Recuperado de: <http://www.sungroup-global.com/english/overview/at-a-glance.asp> Consultado: 10/06/2018
- ROSENBAUM, Joshua & PEARL, Joshua: Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. Editorial: John Wiley & Sons, Inc, Estados Unidos, 2013.
- THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT: Country Forecast: Argentina December 2017, Reino Unido, 2017.
- YAHOO FINANCE: Buscador en Sitio Oficial de Yahoo Finance. En: <https://finance.yahoo.com/>
- Informe de Construcción