



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

FUSIONES, ADQUISICIONES Y VALORACIÓN DE
EMPRESAS.

Análisis del caso particular: Neinor Homes y
Quabit.

Autora

Ana Ferrando Martínez

Directora

Nuria Alcalde Fradejas

Grado en Administración y Dirección de empresas
Facultad de Economía y Empresa
2021

Autora: Ana Ferrando Martínez

Directora: Nuria Alcalde Frajedas

Título: Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas. Análisis del caso particular: Neinor Homes y Quabit.

Title: Mergers, Acquisitions and Companies Valuation Methods. Analysis of the particular case: Neinor Homes and Quabit.

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas

RESUMEN

Tras una explicación teórica sobre las fusiones y adquisiciones así como los desencadenantes que usualmente las motivan, se aborda el tema principal del trabajo, las valoraciones de empresas y sus distintos métodos como referencia para evaluar la consecución de sinergias y por tanto, de valor superior en las operaciones de fusión.

Concretamente, se analiza la fusión que se está llevando a cabo en 2021 entre Neinor Homes y Quabit, dos de las principales empresas del sector de la promoción inmobiliaria en España.

Este trabajo recoge la valoración de Quabit realizada mediante los métodos de valoración contable, valoración por múltiplos y mediante descuento de flujos de caja libres. Tras la obtención de estos resultados se compara con el precio que se va a pagar en la transacción. Con todo ello, se pueden predecir expectativas de crecimiento positivas para los próximos años tras la consolidación de Neinor, lo cual acercará a la empresa a su objetivo principal, convertirse en el líder del sector de la promoción inmobiliaria en España.

SUMMARY

After a theoretical explanation about mergers and acquisitions as well as the triggers that usually motivate them, the main topic of the work is addressed, the valuations of companies and their different methods as a reference to evaluate the achievement of synergies and therefore of superior value in the merger operations.

Specifically, the merger that is taking place in 2021 between Neinor Homes and Quabit, two of the main companies in the real estate development sector in Spain, is analyzed.

This work collects the Quabit valuations carried out using the accounting valuation methods, valuation by multiples and by discounting free cash flows. After obtaining these results, it is compared with the price to be paid for the transaction. With all this, positive growth expectations can be predicted for the coming years after the consolidation of Neinor, which will bring the company closer to its main objective, to become the leader in the real estate development sector in Spain.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1. OBJETIVOS	4
1.2. ESTRUCTURA	5
2. MARCO TEÓRICO	6
2.1. CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL Y COMBINACIONES DE NEGOCIOS.	6
2.2. FUSIONES, ADQUISICIONES Y ESCISIONES	7
2.2.1. Objetivos y motivos para realizar una operación de este tipo	8
2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS	10
2.3.1. Métodos de valoración patrimonial o basados en el balance.	11
2.3.2. Métodos basados en la cuenta de resultados o de valoración por múltiplos	12
2.3.3. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos	14
2.3.4. Métodos especiales	17
2.4. VALORACIÓN DE SINERGIAS	18
3. ANÁLISIS DEL CASO PARTICULAR	19
3.1. ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA PROMOCIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA	19
3.2 PERFIL DE LAS EMPRESAS	22
3.2.1. Quabit	22
3.2.2. Neinor	23
3.3. LA OPERACIÓN DE FUSIÓN	24
3.4 MOTIVACIONES PARA REALIZAR LA FUSIÓN	25
3.5. VALORACIÓN PRÁCTICA DE LA FUSIÓN	26
3.5.1. Valoración por métodos patrimoniales, el valor contable.	27
3.5.3. Valoración por múltiplos	35
4. CONCLUSIONES	38
BIBLIOGRAFÍA	40

ÍNDICE DE LUSTRACIONES

Ilustración 1 - Evolución de los precios medios de las viviendas y variaciones anuales	19
Ilustración 2 - Metros cuadrados de suelo en cartera de las principales inmobiliarias españolas a 30 de julio 2020	20

1. INTRODUCCIÓN

Los objetivos de crecimiento de las empresas se ven materializados en algunas ocasiones en operaciones de fusión y adquisición (F&A) ya que permiten aumentar la competitividad, disminuir riesgos, abarcar mayores mercados o solventar ciertos problemas financieros entre otras cosas. Es por ello que, en los últimos años, el número de operaciones de este tipo no deja de crecer en todo el mundo.

En España se produjeron el pasado año 2020 un total de 2.210 fusiones y adquisiciones de media entre anunciadas y cerradas según el informe emitido por TTR en colaboración con Intralinks. Esto supone el movimiento de importantes cantidades de dinero las cuales ascendieron hasta los 116.463 millones de euros. La crisis del coronavirus y la incertidumbre que esto ha provocado en todos los sectores de la economía ha hecho que las F&A caigan en España el último año un 17,14%, según Europa Press. Concretamente, el sector inmobiliario fue el más activo en 2020 con un total de 471 transacciones, sin embargo, supuso una disminución del 30% en términos interanuales.

Debido a la importancia que representan estas operaciones hoy en día, especialmente en el sector inmobiliario, este trabajo versa sobre un estudio de caso de la fusión que se está produciendo este 2021 entre las empresas Neinor Homes y Quabit, dos relevantes promotoras inmobiliarias de nuestro país.

1.1. OBJETIVOS

El objetivo principal que se persigue con la realización de este trabajo es realizar un análisis cualitativo y cuantitativo sobre la fusión que se está produciendo este año entre Neinor Homes y Quabit.

En una primera parte se explica y analiza la parte cualitativa de la fusión por absorción. La segunda parte del trabajo se centra en el cálculo aproximado del valor de Quabit en el momento de fusión para la comparación con el precio pagado por Neinor.

Con la realización de este trabajo de fin de grado se pretende poner en práctica los conocimientos adquiridos a lo largo del grado universitario, especialmente, los relacionados con las asignaturas de Análisis de Estados Financieros y Contabilidad de Combinaciones de Negocios debido a la aplicación de los métodos de valoración de empresas, pero también los

obtenidos a través de asignaturas como Dirección Estratégica o Control de Gestión para el análisis de los objetivos perseguidos y la contribución de estas operaciones a la estrategia empresarial.

Por último, en base a los datos disponibles debido a que se trata de una operación reciente, se pretende realizar un pronóstico sobre el éxito o fracaso de la operación.

1.2. ESTRUCTURA

La estructura de este trabajo se divide en dos partes. Por una parte, encontraremos el marco teórico en el cual se explican algunos conceptos como las combinaciones de negocios, las fusiones, adquisiciones y escisiones. Posteriormente, se enumerarán los principales motivos que incentivan la realización de concentraciones empresariales de estos tipos para acabar introduciéndonos en la valoración de empresas con la explicación de tres de los principales métodos.

En este último apartado del marco teórico se tratarán algunos de los principales métodos introducidos en el libro que ha servido de referencia fundamental para la elaboración de este trabajo: “Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas” de Juan Mascareñas Pérez-Iñigo de la edición actualizada de 2019. Los métodos que se van a explicar son los basados en el patrimonio, los basados en la cuenta de resultados o valoración por múltiplos y los basados en el descuento de flujos de caja (DFC).

Seguidamente, se pasará a tratar la fusión por absorción que actualmente están llevando a cabo Neinor Homes y Quabit, dos promotoras inmobiliarias de gran nivel españolas. Para ello, comenzaremos con un análisis de la situación del sector inmobiliario y cómo se ha recuperado desde la crisis económica de 2008, para la posterior introducción a los perfiles de las dos empresas mencionadas anteriormente. Tras la explicación del proceso de fusión que se va a seguir en los siguientes meses para la integración del patrimonio de Quabit en Neinor Homes, pasaremos a aplicar los conocimientos teóricos de valoración de empresas explicados en el marco teórico. Con ello, obtendremos la valoración aproximada en el momento de fusión para la empresa absorbida, Quabit y se comparará con el precio pagado por ella.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL Y COMBINACIONES DE NEGOCIOS.

La concentración empresarial es aquella situación en la que dos o más empresas se encuentran unidas con el objetivo de ampliar su poder o cuota de mercado. Dichos objetivos pueden conseguirse mediante crecimiento interno, el cual no da lugar a concentraciones empresariales, o crecimiento externo.

Existen concentraciones empresariales de vínculo personal, de vínculo contractual o de vínculo patrimonial. En los dos primeros tipos se produce una unificación de la capacidad de dirección, lo cual no da lugar a combinaciones de negocios, ya que para su existencia es necesario también la modificación del patrimonio.

Por ello, las combinaciones de negocios son concentraciones empresariales sujetas a regulación en el PGC (Plan General Contable) y en la IASB (Junta de Normas Internacionales de Contabilidad). Concretamente la NRV (Norma de Registro y Valoración) 19^a define el concepto de combinaciones de negocios como las operaciones en las que la empresa adquiere el control de uno o varios negocios.

Las combinaciones de negocios, en función de la forma jurídica empleada, pueden originarse como consecuencia de (NRV 19.1, “Ámbito y normas de aplicación”):

- A) La fusión o escisión de varias empresas.
- B) La adquisición de todos los elementos patrimoniales de una empresa o de una parte que constituya uno o más negocios.
- C) La adquisición de las acciones o participaciones en el capital de una empresa, incluyendo las recibidas en virtud de una aportación no dineraria en la constitución de una sociedad o posterior ampliación de capital.
- D) Otras operaciones o sucesos cuyo resultado es que una empresa, que posee o no previamente participación en el capital de una sociedad, adquiere el control sobre esta última sin realizar una inversión.

En función de la clase de combinación de negocio se le aplicará el método de adquisición (19.2) o lo dispuesto en la NRV 9^a del PGC.

2.2. FUSIONES, ADQUISICIONES Y ESCISIONES

Para comenzar, es importante esclarecer el concepto de Fusiones y Adquisiciones (F&A), *Mergers and Acquisition (M&A)* en inglés.

Una adquisición se produce cuando una empresa compra total o parcialmente el capital de otra empresa, con la intención de dominarla ya sea total o parcialmente. El resultado de la combinación de negocios se dará debido a la obtención del control bien sea por la adquisición de elementos patrimoniales o por la adquisición de acciones o participaciones. En función del porcentaje adquirido, el grado de control será mayor o menor.

Por otra parte, una fusión, es un tipo de operación en la que se produce la unión o integración de dos o más empresas, jurídicamente independientes, de modo que pierden su individualidad y se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios. Los socios de las sociedades que se fusionan serán retribuidos mediante acciones, participaciones o cuotas de la sociedad que resulte del proceso.

Existen dos clases fundamentales de fusiones (art. 23 Ley 3/2009);

- Fusión por absorción (statutory merger); operación por medio de la cual una empresa, absorbe a una o más empresas las cuales se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda.
- Fusión por creación de nueva sociedad, también llamado fusión pura; todas las sociedades participantes se extinguirán y transmitirán en bloque los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquéllas.

En la práctica existe un tercer caso de fusión por aportación parcial del activo o fusión parcial. Por medio de esta operación una empresa aporta una parte de su patrimonio, el cual debe considerarse un negocio, a otra sin disolverse.

La operación contraria a la fusión es conocida como **escisión**. La escisión consiste en la división de una sociedad en dos o más sociedades las cuales pueden ser de nueva creación o preexistentes. Se trata de la operación contraria ya que la sociedad original (escindiente), separa

o divide sus activos, pasivos y patrimonio neto para conformar dos o más sociedades independientes (escindidas). La escindiente puede desaparecer o no hacerlo. Al igual que en las fusiones existen tres formas; la escisión total o pura, la parcial y la de participaciones mayoritarias.

2.2.1. Objetivos y motivos para realizar una operación de este tipo

Llevar a cabo una operación de fusión o adquisición es un proceso largo, que implica un alto desembolso de dinero, por ello, es importante realizar un análisis profundo sobre los objetivos que se esperan alcanzar con este proceso así como las motivaciones para realizarlo.

El objetivo primordial que se espera alcanzar es común que sea maximizar la creación de valor. Para conseguir crear un valor superior resulta de gran importancia la creación de sinergias positivas y para ello se deberá valorar las distintas formas posibles para lograrlo, bien puede ser mediante fusiones, adquisiciones o alianzas. Las alianzas estratégicas son otra opción de crecimiento externo que suponen menores riesgos que las M&A.

Cuando el valor de mercado de la empresa resultante del proceso sea mayor que el de la suma de las sociedades independientes es cuando realizar una M&A adquiere sentido. Maximizar la creación de valor implica beneficios a todas las partes involucradas financieramente con la empresa en el largo plazo: empleados, clientes, proveedores, accionistas y propietarios e incluso la sociedad en general.

Además de la comentada, existen multitud de motivaciones, la mayoría de trasfondo económico. A continuación se muestran algunas de ellas.

- *Motivos relativos al crecimiento y aumento de la cuota de mercado mediante la creación de sinergias operativas gracias a las M&A de tipo horizontal.* Las fusiones y adquisiciones de tipo horizontal son las que se llevan a cabo entre empresas de un mismo sector. El crecimiento orgánico de las empresas es progresivo y puede resultar lento. Recurrir a una fuente de crecimiento externo como una fusión o adquisición puede acelerar dicho proceso y el aumento de la cuota de mercado.

- *Motivos relativos a la obtención de ventajas fiscales.* “La creación de sinergias de tipo fiscal se consigue cuando la carga fiscal de ambas compañías fusionadas sea menor que si se consideran separadamente. Las más comunes son: la compensación de pérdidas, las concesiones fiscales, los ahorros fiscales por ciclos complementarios y las ventajas para la revalorización de activos depreciables ” (Mascareñas, 2019).
- *Necesidad de mejora en la gestión y administración de la empresa.* Cuando una empresa genera rendimientos por debajo de sus posibilidades debido a una mala gestión y organización directiva suelen ser el blanco de empresas que perciben estos problemas y desean adquirirla.
- *Motivos relacionados con la diversificación del riesgo.* “Al diversificar los negocios se disminuye el riesgo económico de la empresa. Sin embargo, las empresas que aducen la diversificación del riesgo como el motivo fundamental de su integración deberán tener en cuenta que ella no genera ninguna riqueza adicional para los accionistas” (Mascareñas, 2019).

Otros motivos para realizar una M&A que no han sido comentados son: para la consecución de economías de integración vertical, por intereses de los directivos, para el empleo de los fondos excedentes, para combinar recursos complementarios, para aumentar el beneficio por acción, para crear sinergias financieras o como mecanismo de defensa ante posibles tomas de control hostiles.

Según un estudio realizado en el año 2000 por Juan Mascareñas y Gregorio Izquierdo publicado en el libro con título ¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?, con datos proporcionados por el Instituto de Estudios Económicos, los motivos por los cuales se llevan a cabo más M&A en España son, por orden, perseguir el liderazgo del sector, creación de valor para el accionista, aumento o protección de la cuota de mercado, obtención de sinergias operativas y aumento de la rentabilidad.

2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS

Valorar una empresa consiste en la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio neto, la posición competitiva que ocupa la empresa en el sector y las expectativas futuras de creación de valor y generación de riqueza susceptibles a estimar.

La importancia de la correcta valoración de empresas radica, en este caso, en establecer el precio a pagar en la operación de fusión o adquisición. Sin embargo, es importante no confundir valor y precio. Como dijo Francisco De Quevedo: “Sólo el necio confunde el valor con el precio”. Una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor, mientras que el precio es la cantidad acordada para la transacción por ambas partes.

En cuanto al caso concreto de operaciones M&A, es fundamental tener en cuenta las circunstancias subjetivas concretas que envuelven la operación atendiendo a las posibilidades de generación de sinergias. Las ventas cruzadas, la transmisión de la cartera de clientes o la adquisición de una nueva tecnología por ejemplo, pueden producir resultados diferentes en función de a qué empresa se traspasen o incorporen por lo que las empresas estarán dispuestas a pagar un precio u otro en función del valor que posea la operación para una empresa en concreto.

Existen distintos métodos de valoración de empresas, independientemente del utilizado, el resultado obtenido tiene que mostrar una valoración realista de la empresa y para su consecución, es importante que sean expertos financieros ajenos a la empresa los que realicen la tasación, aunque, como se ha mencionado anteriormente, no se trata de un proceso puramente objetivo. A continuación se describen algunos de los métodos más utilizados para la valoración de empresas.

2.3.1. Métodos de valoración patrimonial o basados en el balance.

Los métodos de valoración patrimonial tienen como objeto valorar el patrimonio neto o los recursos propios de la empresa a partir de los balances presentados por la misma por lo que también es conocido como método basado en el balance. Se trata de un método estático, lo que quiere decir que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor del dinero o otros factores tanto internos como externos que no se reflejan en el balance pero pueden tener incidencia en los resultados de la empresa.

Los métodos de valoración patrimonial más utilizados son los siguientes:

- *Valor contable (Valor en Libros o “Book Value”)*. El valor contable de la empresa se puede calcular de dos maneras, mediante la diferencia entre el total de activo y el total de pasivo, o mediante la suma de todos los componentes del patrimonio neto de la empresa.
- *Valor contable ajustado*. El valor contable ajustado trata de ofrecer una valoración más realista que el valor contable teórico ya que tiene en cuenta valoraciones extra-contables.
- *Valor de liquidación*. Este método tiene una utilidad limitada al proceso de liquidación de una empresa, cuando este ocurre el valor de la empresa se obtiene deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación de la empresa.
- *Valor sustancial*. El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, es decir, el valor de reposición de los activos sin incluir el valor de los bienes que no intervienen en la explotación.

2.3.2. Métodos basados en la cuenta de resultados o de valoración por múltiplos

Estos métodos se sustentan en la cuenta de resultados o cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa, también son conocidos como métodos de valoración por múltiplos y al igual que los métodos basados en el balance, se trata de un método estático. Es uno de los métodos más utilizados en el que hay que suponer que la empresa objeto de valoración va a tener unos ratios similares a los de las empresas comparables con ella. “Una empresa comparable es aquella que es similar a la empresa a valorar en cuanto a su: tamaño, productos o servicios, mercados, flujos de caja, potencial de crecimiento, apalancamientos operativo y financiero y riesgo” (Mascareñas, 2019).

Estos métodos tienen riesgos mayores que otros, por lo que se recomienda utilizarlo de manera conjunta con los métodos de descuento de flujos de caja e investigar en caso de que no concuerden ya que será ahí donde reside la clave para una buena valoración.

En el caso de M&A, se utilizarán los multiplicadores de las fusiones y adquisiciones comparables. “Para ello se analizan los precios pagados en las fusiones y adquisiciones que atañen al sector en el que se desenvuelve la empresa y que implican a empresas similares a ésta. Pero hay que tener en cuenta el que el precio pagado ya incluye parte de las posibles sinergias (luego no refleja el valor objetivo de la empresa) y que depende del paquete accionarial adquirido” (Mascareñas, 2019).

Entre múltiplos más utilizados encontramos los siguientes:

- *Relación entre el precio y el beneficio (PER, Price Earning Ratio).* Este ratio considera que el precio de mercado de las acciones de una empresa es un múltiplo de sus beneficios unitarios. La ratio se calcula mediante la relación entre el precio de mercado de una acción (P) y el beneficio por acción (BPA).

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

Por ello, el múltiplo para calcular la valoración de una empresa mediante esta ratio se calculará multiplicando el beneficio neto de la empresa por la ratio PER obtenido para las empresas comparables, es decir:

$$\text{Valor compañía} = \text{PER} * \text{Beneficio Neto}$$

- *Ratio VE/Ventas.* Este ratio financiero utilizado para la valoración de empresas por múltiplos se obtiene mediante la división del valor de la empresa (enterprise value), el cual nos permite obtener el valor de mercado de los activos de la empresa independientemente de cómo estén financiados, entre las ventas netas de la empresa.

Este ratio nos da un resultado que mide cuántas veces el valor de la empresa supera las ventas anuales, y un valor bajo nos dice que la empresa se encuentra infravalorada dentro del sector mientras que un rato alto puede estar indicando una sobrevaloración de la empresa y que las ventas son inferiores respecto al precio.

Por último, para obtener el valor de mercado de la empresa, se debe multiplicar los ingresos por ventas de la empresa a valorar por los ratios VE/Ventas estimados para las empresas comparables.

- *Ratio VE/EBITDA.* “La relación entre el valor de la empresa y el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones intenta mostrar las veces que el activo operativo vale en relación al beneficio operativo estricto que es capaz de generar. Actualmente es uno de los múltiplos más populares debido al hecho de que no está afectado por la política de amortización de la empresa ni por la composición de su estructura de capital lo que lo convierte en uno de los múltiplos menos sesgados y más precisos” (Mascareñas, 2019).
- *Ratio VE/EBIT.* Este ratio muestra la relación entre el precio que pagamos por una acción y el beneficio que obtenemos mediante la comparación entre el valor de empresa, el cual se puede calcular como la suma entre la capitalización bursátil y la deuda neta, y el EBIT, es decir, el beneficio antes de intereses e impuestos. Al igual que para el ratio VE/EBITDA y VE/VENTAS cuanto más bajo sea el resultado, mejor, ya que la empresa se encontrará infravalorada o “barata” respecto a lo que gana ya que la interpretación de los resultados obtenidos con este ratio se puede hacer como: “cuánto gana una empresa en relación con el precio de compra de la misma”.

2.3.3. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

Estos métodos son los más utilizados en el proceso de valoración de una empresa ya que se dice que son los únicos métodos conceptualmente “correctos”. Lo común, es utilizarlos de manera conjunta con otros métodos, como por ejemplo, con los de múltiplos.

La importancia de los flujos de caja libres en la creación de valor de la empresa reside en que es una estimación de la generación de liquidez o flujos que se espera en el futuro descontando los riesgos que se estiman para dichos flujos. Los cuatro principios clave para la creación de valor en una empresa son: el principio del núcleo de valor, el principio de conservación del valor, el principio de las expectativas y el principio del mejor propietario (Dobbs, Huyett y Koller, 2010).

Su cálculo, se resume en la siguiente expresión, donde:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

CF: Flujo de caja generado por la empresa para cada periodo.

K: Tasa de descuento calculada en función del riesgo esperado de los flujos de caja.

VR= Valor residual de la empresa para un año.

A la hora de valorar empresas, el flujo de caja libre (FCL), en inglés free cash flow (FCF), el cual se explica a continuación, es el método más utilizado y el cual se pondrá en práctica en el apartado 3 de este trabajo.

El FCF es el flujo de caja que genera el activo operativo después de impuestos y el cual se encuentra disponible tanto para acreedores como accionistas.

Para la estimación del FCF, se debe proyectar la cuenta de resultados de la empresa con el fin de realizar una proyección de los flujos de caja que se esperan obtener en los siguientes ejercicios. Para ello se deberá tener en cuenta la tendencia y perspectivas de crecimiento así como las necesidades operativas de fondos (NOF) y las inversiones en activos no corrientes o CAPEX.

Además, resulta necesario calcular una tasa de descuento, para lo cual calcularemos el coste medio ponderado de capital (WACC), así como el valor residual.

El Weighted Average Cost of Capital (WACC) es el coste de los recursos de capital, el cual está compuesto por la deuda financiera (recursos ajenos a corto y largo plazo) y el capital (recursos propios o equity) , teniendo en cuenta el tamaño relativo de la empresa. Este dato se utiliza como tasa de descuento del FCF.

La expresión que se utiliza para su cálculo es la siguiente, donde:

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

E: Equity o recursos propios.

D: Deuda financiera.

Ke: Coste de los recursos propios

Kd: Coste de la deuda

t: Tasa impositiva

Es importante calcular el peso de los recursos propios y ajenos de la empresa puesto que cada fuente de financiación tiene un coste, y por ello se deberá calcular la media ponderada entre el peso relativo de cada fuente de financiación dentro de la empresa y su coste.

El coste de los recursos propios (Ke), es aquel coste que soporta la empresa para financiar sus proyectos de inversión a través de los recursos financieros propios. Se trata de un coste no observable directamente por lo que puede ser calculado mediante numerosos métodos, siendo algunos de los más empleados el modelo de descuento de dividendos o Gordon Shapiro y el modelo de valoración de activos financieros, también llamado CAPM (Capital Assets Pricing).

La expresión para su cálculo se simplifica de la siguiente manera, donde:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

Rf: Rentabilidad libre de riesgo

Rm: Rentabilidad del mercado

β : coeficiente que mide el riesgo sistemático de una acción con respecto del mercado

El coste de la deuda (K_d) es aquel coste en el que incurre la empresa para desarrollar su actividad a través de su financiación externa (créditos, préstamos, emisión de deuda, etc.). Este coste depende de factores como el valor total de la deuda, impuestos, tipos de interés aplicables, etc.

Los métodos más comunes utilizados para su cálculo son el tipo de interés bancario, el cociente entre los gastos financieros del ejercicio y la deuda total de la empresa o la TIR de los bonos de la empresa.

Por último, la importancia del cálculo del valor residual radica en la hipótesis de que la empresa va a generar flujos por un periodo indeterminado. Por ello, aunque para el cálculo del FCF se establezca un horizonte temporal, el cual puede ser más o menos amplio, debe estimarse el valor de la compañía en la perpetuidad. Para su cálculo, deberá capitalizarse el último flujo estimado correspondiente al año “n”, a la tasa de crecimiento futuro estimada, la cual se designa con la letra “g”. Esto deberá dividirse por el coste de los recursos (WACC) disminuido en la tasa de crecimiento esperada (g). De este modo, la expresión para el cálculo del Valor Residual (VR) es la siguiente:

$$VR = \frac{FCLn (1+g)}{WACC - g}$$

Por último, otros métodos menos utilizados para cálculo del valor de la empresa son:

- Cálculo del valor de la empresa a partir del capital cash flow (CCF).
- Cálculo del valor de las acciones a partir del cash flow disponible para las acciones.
- Cálculo del valor de la empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda.

2.3.4. Métodos especiales

Como se mencionaba anteriormente, el proceso de valoración de una empresa no es un proceso meramente teórico y objetivo, por ello, existen métodos, a los cuales nos remitimos como especiales, debido a que se adaptan a circunstancias concretas para conseguir una valoración más precisa.

Las empresas con beneficios cílicos han de valorarse de manera especial debido a que sus beneficios sufren oscilaciones por causas externas. La volatilidad de estas empresas es importante incluirla como tasa de descuento en su valoración.

Las empresas con problemas financieros requieren métodos especiales debido a la dificultad de calcular sus flujos de caja libres. No solo eso, en las empresas con problemas financieros no resulta posible estimar o utilizar las tasas de crecimiento futuras y el cálculo de impuestos es más complicado. Por ello, en función de si los problemas financieros son salvables o no, se utilizarán distintas formas de valoración.

Las empresas de capital riesgo también deben valorarse de una manera diferente debido a que, “en primer lugar, las inyecciones de liquidez de los inversores en capital-riesgo pretenden cubrir flujos de caja libres negativos en un plazo corto, por lo que proyectar y descontar flujos de caja libres anuales no es relevante. Un segundo motivo, más fundamental, es que el enfoque estándar de valoración de empresas no da cabida fácilmente a múltiples rondas de financiación a diferentes tasa de rendimientos requeridas” (Mascareñas, 2019). Por ello, para valorar este tipo de inversiones se utiliza una técnica especializada y adaptada de flujos de caja descontados.

2.4. VALORACIÓN DE SINERGIAS

Como el tema principal de este trabajo son las operaciones de fusión y adquisición se hará hincapié en la valoración de las sinergias ya que, estas son el objetivo que se busca alcanzar al realizar una operación de M&A y por ello, es necesario valorarlas adecuadamente para estimar la prima a pagar por la operación.

Para calcular el valor de la empresa se deberá tener en cuenta tanto el valor actual de los flujos de caja libres generados como el valor actual de las sinergias esperadas.

Para valorar una sinergia es importante separar el cálculo del valor de la empresa y el de la sinergia ya que permite al adquirente saber el precio que va asociada a cada parte.

Por ello, primero se realiza la valoración independiente de la empresa objetivo para posteriormente reajustar el valor de la empresa con el de mercado. Después deben valorarse las sinergias en función de si son operativas, financieras, fiscales, etc. Es usual utilizar el valor medio ponderado de los costes del capital de todas las compañías intervenientes y se utilice como tasa de descuento de flujos de caja libres generados por las sinergias. En cambio, si se espera que solo una de las empresas de la M&A incremente sus ingresos o disminuya sus costes se utilizará su coste de capital como tasa de descuento. Por último, se realizará la valoración de la operación como la suma entre el valor de la empresa estimado y los valores estimados de las sinergias.

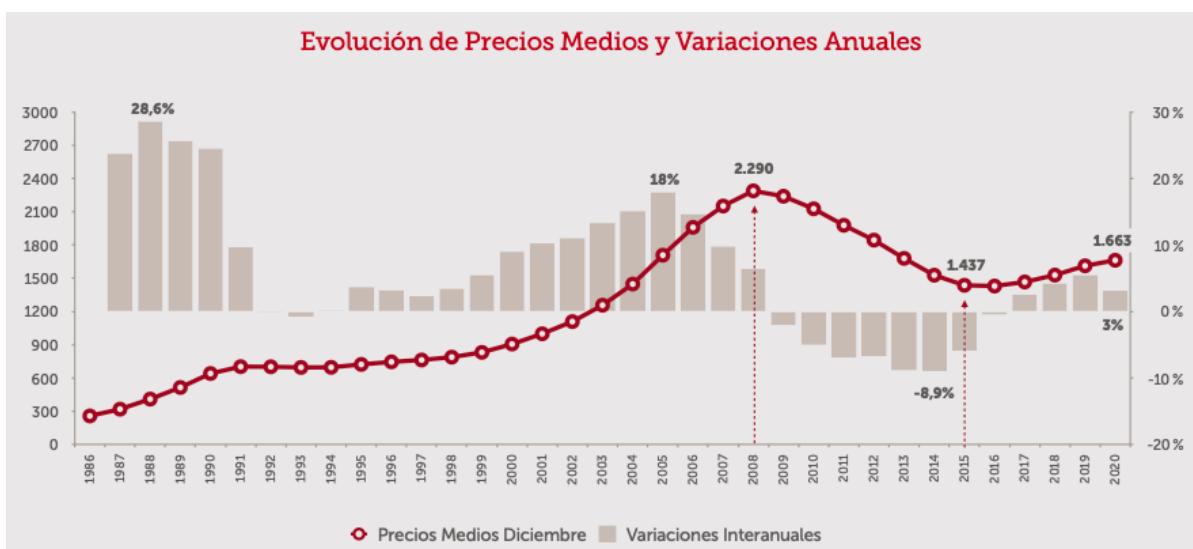
Para la valoración de las sinergias se agrupan en tres grupos, las operativas tangibles, las operativas intangibles y las financieras con el objetivo de facilitar y hacer más preciso su cálculo aplicando tasas de descuento distintas para cada grupo.

3. ANÁLISIS DEL CASO PARTICULAR

3.1. ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA PROMOCIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA

Como es sabido por todos, el sector inmobiliario y de la construcción español estuvo fuertemente afectado por la crisis económica de 2007. Durante los años anteriores al comienzo de la crisis se estuvo gestando una burbuja inmobiliaria fruto del crecimiento desproporcionado del sector, así como los aumentos insostenibles de los precios de las viviendas. También se vio acrecentada dicha burbuja por la facilidad de obtener crédito así como los beneficios fiscales otorgados a la adquisición de viviendas y la especulación.

Ilustración 1 - Evolución de los precios medios de las viviendas y variaciones anuales.



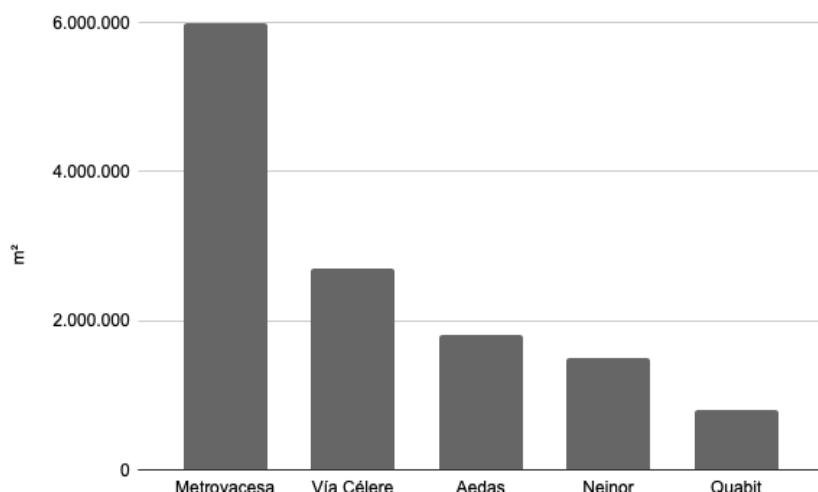
Fuente: Sociedad de Tasaciones, informe “Tendencias del sector; Evolución de precios de la vivienda (abril 2020)”.

Con el pinchazo de la burbuja y el comienzo de la crisis económica, multitud de empresas del sector inmobiliario se vieron obligadas a suspender sus pagos. Se acumuló un enorme stock de viviendas que resultaba muy difícil vender en tiempos de crisis y los bancos que financiaban las inmobiliarias se enfrentaban a grandes pérdidas al no cobrar los préstamos que habían concedido a las empresas del sector. Las cajas de ahorro también se vieron muy afectadas ante esta situación, la cual hizo desaparecer a muchas de ellas, pues habían concedido créditos fáciles que se volverían incobrables. Ante este suceso, los bancos comenzaron a cobrar en especie terrenos y viviendas las cuales se encontraban valoradas a precio de burbuja y que finalmente se destinaron a una sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración

bancaria, conocida como “banco malo”. El fin de esta acción era sanear los balances bancarios y maximizar la rentabilidad de dichos activos financieros. A partir de 2013 se comenzó a recuperar el mercado inmobiliario y de la construcción español hasta la situación en la que nos encontramos hoy en día. Muchas inmobiliarias quebraron y desaparecieron mientras muchas otras surgían durante el periodo de recuperación.

Actualmente, el sector español está liderado por Metrovacesa, Vía Célere, Aedas Homes, Neinor Homes y Quabit. Entre todas ellas suman cerca de 13 millones de metros cuadrados de suelo construible. En el siguiente gráfico se puede ver la cartera de suelo que posee cada una de estas empresas.

Ilustración 2 - Metros cuadrados de suelo en cartera de las principales inmobiliarias españolas a 30 de julio 2020.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por las promotoras obtenidos del diario digital “El Español”.

Por último, apuntar que se trata de un sector concentrado, donde unas pocas empresas lideran el panorama español, mientras otras muchas son pequeñas empresas que operan en el ámbito local a pequeña escala.

Uno de los motivos que hace que el poder del mercado se encuentre en manos de pocas empresas es la frecuencia de fusiones y adquisiciones que se producen en el sector. Concretamente, según la publicación “Claves del mercado de fusiones y adquisiciones en España”, (2018), realizada por Deloitte, el sector inmobiliario es uno en el que más operaciones

de fusiones, adquisiciones y alianzas se producen en España. La revista digital Bienes Raíces América lo corrobora también para el año 2019.

La fusión de Quabit y Neinor Homes, dos de las empresas líderes del sector, va a provocar una mayor concentración debido a su unión. Además, en 2019 se produjo la fusión de Vía Célere con Aelca, la cual fue muy sonada por la envergadura que alcanzo al tratarse, igualmente, de dos grandes empresas del sector que decidían aunar fuerzas para incrementar su competitividad.

Para finalizar, entre los motivos que hace difícil competir en este sector es la barrera de entrada referente a las necesidades de capital. Las grandes cantidades de dinero necesarias para establecerse y competir con las empresas existentes hacen muy difícil que las empresas pequeñas crezcan y puedan ser competencia fuerte para las grandes empresas anteriormente mencionadas.

3.2 PERFIL DE LAS EMPRESAS

3.2.1. Quabit

El grupo Quabit se dedica a la promoción inmobiliaria desde 1992 bajo la dirección de Félix Abánades hasta el momento, sin embargo, no se le conoce bajo este nombre hasta 2010, momento en el cual se consolidaron todos los negocios que ostentaba el grupo para hacer frente a la crisis y se comienza a aplicar una política de refinanciación y reestructuración para asegurar la viabilidad de la compañía. Tiempo después se produjo la consolidación financiera de la compañía gracias a los acuerdos del grupo con el Sareb para refinanciar la deuda que tenía así como las nuevas políticas de creación de valor y crecimiento que se implementaron.

En 2016, firmó acuerdos con Avenue Capital Group, un fondo de inversión americano especialmente dedicado a la inversión en empresas en crisis, bancarrota o default, para obtener una línea de financiación de 60 millones de euros con el objetivo de comprar suelos urbanos residenciales y comenzar nuevas promociones tras haber liquidado todas las promociones que tenía en marcha. Actualmente, el grupo desarrolla la actividad en Madrid y Guadalajara especialmente. Desde entonces, Quabit ha conseguido distintos inversores que han ido inyectando liquidez para el desarrollo inmobiliario de la empresa.

Este grupo cotiza en la bolsa de valores desde 2006 y su negocio se divide en tres líneas; la promoción inmobiliaria la cual es la principal, la gestión de suelo y el negocio de patrimonio.

Tras haber nacido en periodo de recesión y superar numerosos obstáculos, la crisis de la pandemia hizo que las pérdidas del grupo se dispararon en el pasado año. Esto ha supuesto el fin de la existencia de Quabit en 2021 debido a la absorción por parte de Neinor Homes, tema sobre el que versa este trabajo.

3.2.2. Neinor

Neinor Homes es un grupo dedicado a la promoción inmobiliaria que comenzó su actividad en 2015, después de que el fondo de inversión de capital riesgo Lone Star, comprará a Kutxabank el 100% del grupo Neinor que había ostentado durante años. El precio de esta transacción ascendió a 930 millones de euros, la operación más importante y cuantiosa que se produjo desde el estallido de la crisis de 2008. El grupo obtuvo la segunda posición en el ranking de facturación elaborado por einforma para 2019, así como tiene la segunda mayor cartera de metros cuadrados de suelo, por ello, se trata de una de las promotoras líder del panorama nacional.

Desde el comienzo de la actividad hasta 2019 la empresa ha estado liderada por Juan Velayos, quien salió del grupo después de cinco años dando el relevo a Borja García-Egotxeaga, quien continúa en la actualidad como Consejero Delegado. Junto al equipo directivo, el grupo cuenta en 2021 con más de 290 trabajadores.

El grupo, el cual tiene en cartera más de 1.800 millones de euros de activos, está especializado en la promoción residencial de primeras y segundas viviendas, centrando su estrategia en la promoción en los lugares de España con una mayor demanda y un menor stock. Madrid, Cataluña, País Vasco, Andalucía, Levante y Baleares son las comunidades autónomas donde más presencia tiene.

Los hitos fundamentales de la compañía son, la realización de la primera OPV del sector promotor residencial desde la crisis, la adquisición de un banco de suelo finalista extraordinario, la elaboración de un Libro Blanco que recoge características, calidad y sostenibilidad de las nuevas promociones y los lanzamientos de Neinor Lab y Neinor Experience, dos plataformas con el objetivo de incentivar la innovación y mejorar el servicio de atención al cliente respectivamente.

3.3. LA OPERACIÓN DE FUSIÓN

El proyecto de fusión de Neinor Homes y Quabit fue aprobado el 31 de marzo de 2021. En mayo, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) ha autorizado la operación de fusión. Finalmente, el 24 de mayo de 2021, tuvo efecto la inscripción de la fusión.

Concretamente se trata de una fusión por absorción, lo que conlleva la transmisión del patrimonio de la sociedad absorbida, Quabit, a la absorbente y su extinción así como su salida de bolsa, donde el último mes de su existencia estaba cotizando a 0,4165 euros la acción frente a los 6,4 euros por acción con los que debutó en 2006.

Para sostener la operación Neinor recurrirá a una ampliación de capital de 55,9 millones de euros y de este modo dará cabida a los actuales accionistas. Los accionistas de Neinor Homes continuarán controlando la empresa con el 93% de participación mientras que los antiguos accionistas de clase A de Quabit pasarán a poseer un 7% de participación. Al mando de la compañía seguirán estando los antiguos directores de Neinor, mientras que Félix Abánades, antiguo director de Quabi, pasará a ser “Senior Advisor” de la nueva compañía.

La fusión se llevará a cabo con un 75% de descuento respecto al valor de los activos que se traspasan. Los activos principales que aportará Quabit son; suelo para 7000 viviendas, de las cuales algunas están terminadas o en construcción. Por otra parte, la relación de canje¹ se ha fijado en una acción de Neinor, las cuales son de valor nominal 10 euros, por cada 26 (25,9650 exactamente) acciones de clase A de Quabit. Este será el modo de compensación a los antiguos accionistas ya que no se va a entregar ninguna compensación en efectivo.

Tras el acelerado crecimiento, entorno al 18%, que estaba experimentando Neinor así como el crecimiento de 11% de sus beneficios con respecto a 2019, esta operación le consolidará como líder en el sector con un valor de banco de suelo resultante de aproximadamente 2.000 millones de euros, con capacidad para construir más de 16.000 viviendas.

¹ Relación de Canje: es la relación que establece el número de acciones que corresponden de la sociedad absorbente por cada acción de las sociedades disueltas, calculando en función de la valoración de las empresas.

3.4 MOTIVACIONES PARA REALIZAR LA FUSIÓN

Con la fusión, el objetivo de Neinor Homes es convertirse en la mayor promotora inmobiliaria española. Es importante conocer los motivos que han provocado esta fusión para entender la asunción de 240 millones de euros de deuda sobre los activos de Quabit que Neinor Homes pasará a asumir tras el culmen de la transacción y que harán que su deuda aumente del 10% actual a un 25%.

El motivo principal por el que se está llevando a cabo el proceso de fusión de estas dos empresas apunta a ser la ubicación estratégica que supone para Neinor los suelos que poseía la empresa absorbente. Fuentes de Quabit explicaron al diario La Información que el 50% de los terrenos se concentran en Madrid centro, otros tantos en Guadalajara y Corredor del Henares, y otro 20% se encuentra en la Costa del Sol y Málaga capital, todos ellos lugares con una gran demanda de viviendas nuevas en la actualidad.

Otro motivo para fusionarse es la adquisición de la constructora Rayet la cual formaba parte del grupo Quabit. Esto servirá a la entidad absorbente para desarrollar su actividad mediante la construcción de viviendas enfocadas a un segmento de la población con ingresos medios o medio-bajos. Además, el grupo se encuentra invirtiendo esfuerzos en una nueva área de negocio. Se trata de la vivienda de alquiler para la cual resultaría útil al grupo esta constructora. Tanto este motivo como la localización de los suelos se ha considerado por parte de la empresa absorbente como una oportunidad para conseguir una “cartera complementaria”.

La generación de sinergias positivas es el principal objetivo de las fusiones. Por ello, la obtención de sinergias financieras y contables es otro aspecto clave que ha motivado la decisión de fusión. Esta va a permitir la racionalización de la estructura de costes financieros aparejados a la deuda de Quabit y la optimización de sus activos.

Por último, mejorar la posición en bolsa de la empresa absorbente es otra de las motivaciones que han impulsado la realización de la transacción. Mediante la fusión se pretende generar valor para los accionistas por encima del que se venía creando por lo que, entre otras cosas se esperan repartir dividendos por valor de 50 millones de euros, frente a los 40 millones entregados el año pasado. Además se espera que aumente la liquidez de las acciones debido a la incorporación de los nuevos accionistas y al aumento de la capitalización bursátil.

3.5. VALORACIÓN PRÁCTICA DE LA FUSIÓN

Tras haber analizado el sector, las compañías involucradas, la fusión por absorción y las motivaciones para llevarse a cabo, se va a proceder a la aplicación de los métodos prácticos de valoración de empresas, descritos en el punto 2.3, para comparar el valor de la empresa Quabit con el precio pagado por la transacción. En este caso, el precio pagado por la operación, es decir, la compensación económica a los socios antiguos, es de tipo no dinerario.

El sector inmobiliario se caracteriza por ser un sector intensivo en capital ya que las empresas inmobiliarias son concentraciones de proyectos de inversión de grandes volúmenes, por ello se trata de inversiones con alto volumen unitario. Las inversiones suelen ser a medio y largo plazo con incertidumbre de plazo de salida y, además, se considera un negocio oportunista. Además se trata de un sector con un fuerte componente cíclico. Estas características y muchas otras hacen que la dificultad de estimación de flujos de caja futuros sea muy elevada. En el sector, los métodos más utilizados en la valoración de empresas son el descuento de flujos de caja (DFC), después los métodos basados en el valor de los activos realizados por expertos independientes y posteriormente la valoración por múltiplos en función de empresas o operaciones comparables del sector.

3.5.1. Valoración por métodos patrimoniales, el valor contable.

A continuación se va a proceder a la utilización del método de valoración patrimonial para estimar el valor de Quabit.

Al tratarse de una fusión por absorción todos los activos y pasivos de Quabit van a ser transferidos a Neinor Homes. La diferencia entre dichos activos y pasivos, es decir el Patrimonio Neto tenían un valor de 134.542.075 euros en el momento del cierre del último ejercicio. Concretamente el patrimonio estaba dividido en 198.351.590 acciones de 0,5 euros de valor nominal. Del total de acciones, 148.763.693 eran de tipo A (con derecho a voto) y 49.587.897 de clase B (sin derecho a voto y no admitidas a negociación en bolsa) y todas ellas estaban suscritas y desembolsadas.

Como se ha mencionado anteriormente, el pago que va a realizar Neinor a Quabit es mediante canje de acciones. El canje se ha fijado en 1 acción de Neinor por cada 26 acciones de clase A de Quabit. Esto supone la entrega de 5.599.216 acciones de Neinor de valor nominal 10 euros, a los accionistas de Quabit.

Concretamente, en el proyecto común de fusión se ha acordado la valoración de Quabit en aproximadamente 62 millones de euros, frente a los 53 millones de euros que capitaliza en bolsa. Por ello, los antiguos accionistas de clase A recibirán una prima cercana al 20%. Sobre las acciones de clase B, se dice en el proyecto común de fusión que se procederá a la: “adquisición mediante compraventa (rescate) de la totalidad de las Acciones de Quabit Clase B para su completa amortización con ocasión de la ejecución de la Fusión por aplicación del artículo 26 de la Ley de Modificaciones Estructurales, comprometiéndose el pago a su titular de una contraprestación por valor de 22.000.000 euros, siendo objeto de canje exclusivamente las acciones ordinarias (Acciones de Quabit Clase A).”

Por ello, con los datos explicados anteriormente podemos saber que el valor monetario de la contraprestación pagada asciende a 62 millones de euros más 22 millones de euros que serán pagados a los accionistas de clase B. Esto hace un total de 84 millones de euros de contraprestación por la absorción de Quabit. Por otra parte, el valor contable de la empresa obtenido a través de este método de valoración asciende a 99.175.795 euros. Con ello podemos afirmar que el precio pagado por la adquisición del patrimonio de Quabit es menor al valor contable que tiene.

3.5.2. Valoración de Quabit mediante el descuento de flujos de caja libres.

A continuación se va a realizar un cálculo aproximado del precio objetivo de la empresa que va a ser absorbida el cual sirve como referencia para la negociación del precio a pagar en la fusión.

Con este método se busca estimar los flujos de caja libres que se espera que produzcan los activos de la empresa y que pueden ser distribuidos entre los accionistas y acreedores de la empresa. Para ello se van a utilizar las Cuentas Anuales de Quabit correspondientes al ejercicio 2020.

Para comenzar, se muestra el cálculo de los flujos de caja libres del año 2020, los cuales ascienden a 58.643.444 euros. No se tienen en cuenta los impuestos puesto que la empresa tiene pérdidas y no afecta al cálculo puesto que no existe un gasto por impuesto sino un ingreso.

	2020	2019
EBIT	-71.582.318	-12.740.148
+ Amortización	2.022.296	1.471.042
- Impuestos	0	0
= Cash Flow Operativo	-69.560.022	-11.269.106
- Inversiones en capital circulante (1)	-129.513.466	
- CAPEX (2)	1.310.000	
FCF	58.643.444	

Como se puede ver en la siguiente tabla, la inversión en capital es positiva para ambos años, sin embargo, la variación entre un año y otro es negativa lo que quiere decir que en 2020 se está invirtiendo menos con respecto al pasado año.

(1) Inversiones en capital circulante	2020	2019	Diferencia
+ Deudores	47.029.968	52.092.335	-5.062.367
+ Existencias	431.157.097	551.579.905	-120.422.808
- Proveedores	48.370.985	524.092.76	-402.829.1
= Inversión en capital circulante	526.558.050	656.081.516	-129.513.466

(2) El CAPEX o gasto de capital de Quabit ha sido extraído de la plataforma financiera Market Screener cuyo resultado es de 1,31 millones de euros. El CAPEX se divide en inversiones de

crecimiento e inversiones de mantenimiento, las cuales corresponden a la dotación de amortización o deterioro del inmovilizado.

A continuación, se debe calcular el WACC o coste medio ponderado del capital, el cual es el coste de financiación de los activos de la empresa, para obtenerlo, debemos calcular el Ke, el Kd y la composición de la estructura financiera de la empresa primero.

- Coste de los recursos propios (Ke)

El coste de los recursos propios es aquel coste que debe soportar la empresa para financiar sus proyectos, por ello, será la tasa de rentabilidad que la empresa debe obtener con el fin de poder satisfacer a los accionistas y acreedores por el nivel de riesgo que soportan.

Para su obtención utilizaremos la ecuación del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), en la cual interviene la beta de la empresa así como la rentabilidad libre de riesgo (Rf) y la rentabilidad del mercado (Rm). :

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

La beta de la empresa ha sido obtenida de la página web Investing. Una beta de 1,3 es un valor agresivo, es decir, el riesgo sistemático de la acción de Quabit es mayor que el del mercado. Esto implica mayor volatilidad que si fuera igual o menor a 1 y por ello, mayor riesgo.

En cuanto a la rentabilidad libre de riesgo (Rf), se ha utilizado la rentabilidad a 17/05/2021 del bono español a 10 años, es decir, 0,62%.

La prima de riesgo del mercado (Rm - Rf) se ha obtenido en base a las expectativas que la empresa gestora alemana Star Capital² anunció en 2018 en un estudio elaborado para los principales países y mercados potenciales en el que se muestran las rentabilidades bursátiles esperadas en el plazo de 10-15 años utilizando la relación entre el precio y valor contable (PB) y el CAPE (Ratio Precio-Beneficio Cíclicamente Ajustado) también llamado PER de Shiller.

Concretamente, se va a utilizar una rentabilidad de mercado de 8,6% la cual se encuentra dentro de los límites que el profesor Pablo Fernández señala en su informe elaborado en 2011 a partir de una encuesta a más de 1500 directivos y expertos en el tema. En él, Fernández extrae los

² https://www.starcapital.de/fileadmin/user_upload/files/publikationen/Research_2018-01_Worldwide_Return_Forecast.pdf

siguientes datos sobre la prima de riesgo de mercado: “los profesores utilizan primas entre 3 y 8%, los analistas entre 2 y 11,9%, y las empresas entre 1,5 y 15%” (Féرنandez, 2011).

Rf	0,62%
(Rm - Rf)	8,60%
Beta	1,3

Una vez obtenidos los datos necesarios, aplicamos la fórmula del coste de los recursos propios:

$$Ke = 0,0062 + (0,086 * 1,3) = 11,80\%$$

- Coste de la deuda (Kd)

Para hallar este coste se han obtenido los datos referidos a los gastos financieros y a la deuda financiera de las cuentas anuales 2020 de la empresa Quabit. Estas partidas ascienden a 26.135.106 euros y 276.744.523 euros respectivamente. De la división de ambos se obtiene el coste de la deuda o Kd el cual es de 9,44%. El coste de la deuda corregido por el tipo impositivo (Kd') es igual al 7,08%.

Gastos financieros	26.135.106
Deuda financiera	276.744.523
Kd	9,44%

Tasa impositiva IS	25%
Kd'	7,08%

- Estructura financiera de la empresa

Por último, antes del cálculo del WACC debemos conocer el peso que representan los recursos propios y ajenos dentro de Quabit.

Capitalización	51.547.000
Deuda financiera	276.744.523

Equity %	15,70%
Deuda %	84,30%
	100,00%

Como se puede ver, los recursos propios representan el 15,70% del patrimonio de la empresa, esto es el porcentaje que se financia con capital, mientras que los recursos ajenos representan el 84,30% restante, es decir, el porcentaje que se financia con pasivo financiero el cual tiene un coste para la empresa. Ambos métodos de financiación tienen sus ventajas y desventajas por lo que lo más recomendable es tener un equilibrio y atender al tipo de necesidades de la empresa para establecer dicho equilibrio.

Cálculo del WACC

Una vez calculados el coste del capital y de la deuda, así como la estructura financiera de la empresa, podemos obtener el coste medio ponderado del capital (WACC). Utilizando la siguiente expresión obtenemos un WACC de 7,82%. Este dato será utilizado posteriormente como tasa de descuento en la proyección de flujos de caja futuros.

$$WACC = \frac{E}{E+D} k_e + \frac{D}{E+D} k_d'$$

K_e	11,80%
K_d'	7,08%
E	15,70%
D	84,30%

$$WACC = \frac{15,70\%}{15,70\% + 84,30\%} * 11,80\% + \frac{84,30\%}{15,70\% + 84,30\%} * 7,08\% = 7,82\%$$

Estimación del crecimiento “g”

Para la estimación del crecimiento se van a tener en cuenta dos escenarios, uno positivo y uno negativo. Para el primero de ellos vamos a suponer una tasa de crecimiento “g” igual a la media del crecimiento del PIB español en los últimos años. Esto es una tasa “g” del 2%. Por otra parte, la tasa de crecimiento “g” del segundo escenario va a ser calculada utilizando los ratios ROE y el Pay-Out del sector al no repartir dividendos Quabit. Los datos respectivamente son -70.2% y 0,987. Aplicando la expresión que se muestra a continuación obtenemos una tasa de decrecimiento “g” de -0,9%.

$$g = ROE * (1 - Pay Out)$$

Estimación FCF a 5 años

Las proyecciones a 5 años se han obtenido estimando un crecimiento de manera sostenida y conservadora tomando como referencia los resultados de las empresas más prósperas del sector. De este modo obtenemos EBIT positivo a partir de 2023. Se ha supuesto una tasa de crecimiento de los gastos de explotación y de amortización del 5% y del 3% respectivamente.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Importe neto cifra de negocio	5.700.599	39.675.522	45.127.681	180.228.910	220.000.000	260.000.000	280.000.000	310.000.000	330.000.000	350.000.000
Otros ingresos de explotación	19.705.526	12.783.666	2.241.635	2.078.814	2.300.000	2.600.000	2.900.000	3.200.000	3.500.000	3.700.000
Gastos de explotación	-32.707.317	-77.765.615	-58.638.422	-251.867.746	-264.450.000	-277.660.000	-291.550.000	-306.140.000	-321.450.000	-337.520.000
Amortización	-80.146	-173.143	-1.471.042	-2.022.296	-2.083.000	-2.145.500	-2.209.900	-2.276.200	-2.344.500	-2.414.800
Resultado de explotación	-7.381.338	-25.479.570	-12.740.148	-71.582.318	-44.233.000	-17.205.500	-10.859.900	4.783.800	9.705.500	13.765.200

La proyección del FCF se obtiene suponiendo que las inversiones en capital circulante tienden a positivo debido a la importancia que tiene contar con un fondo de maniobra positivo. El crecimiento del CAPEX del 10% se justifica debido a la gran importancia de inversión en activos como suelo urbanizable de las empresas del sector de la promoción inmobiliaria.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	-71.582.318	-44.233.000	-17.205.500	-10.859.900	4.783.800	9.705.500	13.765.200
+ Amortización	-2.022.296	-2.083.000	-2.145.500	-2.209.900	-2.276.200	-2.344.500	-2.414.800
- Impuestos	0	0	0	0	1.195.950	2.426.375	3.441.300
= Cash Flow Operativo	-69.560.022	-42.150.000	-15.060.000	-8.650.000	5.864.050	9.623.625	12.738.700
- Inversiones en capital circulante (1)	-129.513.466	-99.513.466	-79.513.466	-59.513.466	-39.513.466	-19.513.466	486.534
- CAPEX (2)	1.310.000	1.441.000	1.585.100	1.743.610	1.917.971	2.109.768	2.320.745
FCF	58.643.444	55.922.466	62.868.366	49.119.856	43.459.545	27.027.323	9.931.421

Calculados todos los datos intermedios y establecidos los dos escenarios, se puede proceder al cálculo del valor de la empresa, proyectando 5 años de flujos de caja libres esperados utilizando la expresión que se muestra a continuación.

$$\text{Valor de Quabit} = \frac{FCF\ 1}{1+WACC} + \frac{FCF\ 2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF\ 5}{(1+WACC)^5} + \frac{\text{Valor Residual}\ 5}{(1+WACC)^5}$$

Donde,

$$\text{Valor Residual}\ 5 = \frac{FCF\ 6}{WACC - g}$$

Con las estimaciones realizadas y aplicando la anterior fórmula, obtenemos un valor de 367.934.423 euros para el primer escenario y de 311.183.892 euros para el segundo escenario.

Una vez aplicada la fórmula del descuento de flujos de caja libres, calculamos el valor de las acciones a través de la expresión:

$$V. \text{ acciones} = V. \text{ empresa} - \text{Deuda Financiera Neta (DFN)}$$

Nº Acciones (*)	198.351.590
Valor escenario 1	367.934.423
Valor escenario 2	311.183.892
DFN	255.518.060

V. acciones E1	112.416.363
V. acciones E2	55.665.832

(*) Número de acciones a 31 de diciembre 2020

Siendo; DFN = Deuda financiera - Efectivo e ITF

Deuda financiera	276.744.523
Efectivo	21.226.463
DFN	255.518.060

Por último, calculamos el precio objetivo de las acciones:

$$\text{Precio objetivo} = \frac{v. \text{de las acciones}}{n^o \text{ de acciones}}$$

Precio objetivo E1	0,57
Precio objetivo E2	0,28

Como conclusión a la aplicación del método, los precios objetivos obtenidos se asemejan a la cotización de las acciones de Quabit. En 2020, el precio medio de la acción se ha situado en 0,35 euros. Por otra parte, el precio que se va a pagar por la fusión de Quabit, 62 millones de euros aproximadamente, se encuentra dentro de los dos escenarios que se han obtenido, siendo el primero de 112.416.363 euros y el segundo de 55.665.832 euros.

3.5.3. Valoración por múltiplos

Antes de proceder es necesario aclarar la dificultad que supone encontrar empresas comparables en este sector en España. El grueso de las empresas dedicadas a la promoción inmobiliaria son pequeñas empresas, que realizan su actividad en el ámbito local. Según Alberto Valls, responsable de Real State en Deloitte, hay una gran diferencia entre la estructuración del sector en España con respecto a otros países. “En otros países (UK y EE.UU.), el sector de promoción inmobiliaria residencial está protagonizado por grupos inmobiliarios cotizados que tienen una relevante cuota de mercado y que entregan en no pocas compañías más de 10.000 unidades al año. Son grupos inmobiliarios con poca deuda financiera (*Loan to value* inferiores al 20%), con una capitalización superior a los mil millones y hasta seis mil y con una rentabilidad por dividendo que supera el 5% anual”.

Esto deberá tenerse en cuenta a la hora de interpretar los resultados obtenidos.

Mediante este método el valor de una compañía se va a obtener comparando con los múltiplos obtenidos para las compañías comparables. Concretamente la comparación de Quabit se va a realizar con Metrovacesa, Montebalito e Inmobiliarias del Sur (Insur). El motivo de la elección de estas empresas es que ambas operan en el sector español de la promoción inmobiliaria como negocio principal y son unas de las de menor volumen dentro de las empresas cotizadas en el sector promotor del cual son líderes Aedas y Neinor Homes, por lo que no se van a utilizar en la comparativa.

Para la aplicación de este método se van a utilizar las cuentas anuales del ejercicio correspondiente a 2018 ya que durante los ejercicios posteriores Quabit ha presentado pérdidas lo que dificulta la aplicación del método haciéndolo menos preciso y relevante.

Para realizar esta valoración se van a calcular algunos de los múltiplos más utilizados; el PER y las ratios VE/EBITDA y VE/Ventas.

Las ratios que se presentan a continuación han sido obtenidas directamente de las plataformas financieras Investing y Market Screener.

	PER	EV/EBITDA	EV/VENTAS
Insur	6,44	16,2	2,79
Metrovacesa	-	299	8,03
Montebalito	-	-42,8	8,6
Promedio	2,14	90,8	6,47
Quabit	26	-15,6	9,8

El PER de Quabit se sitúa por encima de la media para la comparación establecida. El resultado igual a 26 puede interpretarse como el número de veces que los beneficios están contenidos en el precio de las acciones. Se dice que un PER tan alto se puede deber a las grandes expectativas de crecimiento, a que los beneficios hayan crecido fuertemente desde la publicación de los beneficios anteriores o a que la empresa se encuentre en una burbuja especulativa y los precios están inflados. La última suposición es la que más sentido tiene para este caso concreto ya que en los siguientes ejercicios la empresa ha presentado un PER indeterminado debido a las pérdidas incurridas en los ejercicios. Esto último es lo que sucede con Metrovacesa y Montebalito las cuales tienen PER indeterminado por ser negativo en el ejercicio de 2018.

Como podemos ver, Quabit está cotizando a un múltiplo EV/EBITDA por debajo de la media establecida para las empresas comparadas. Esto se debe a que la empresa presenta un EBITDA negativo de 25,2 millones de euros en 2018. Esta ratio, el cual muestra el valor de la empresa sobre los recursos que genera independientemente de su estructura financiera, es uno de los más utilizados para este sector puesto que no se tienen en cuenta las políticas de amortización y deterioro las cuales tienen mucha relevancia en el sector. Sin embargo, en este caso no lo vamos a considerar representativo debido a la descompensación existente en la comparación, junto al EBITDA negativo de Quabit.

Por último, Quabit cotiza a un múltiplo EV/Ventas superior al sector y a la competencia. Este ratio nos permite obtener el valor de mercado de los activos de la empresa con independencia de cómo esté financiada la empresa, es decir, nos dice cuántas veces el valor de la empresa supera las ventas anuales. Para su interpretación, cuanto más alto sea, menos atractiva es para

los inversores puesto que se encuentra sobrevalorada en comparación con sus competidores y por ello se espera que su cotización disminuya

Como conclusión, Quabit cotizaba a 1,3 euros, mientras que en 2020 lo hacía a 0,35 euros la acción. Por tanto, se cumplen los resultados obtenidos y se puede decir que en 2018 Quabit se encontraba sobrevalorada respecto a sus competidores, lo que ha supuesto una caída en su cotización y resultados en los años posteriores.

La valoración monetaria final de Quabit obtiene multiplicando el PER promedio del sector, obtenido por el beneficio neto de la empresa para 2018.

En este caso, para corregir el impacto de los PER indeterminados de las empresas comparables, se va a considerar el PER de Insur como el promedio, al ser además la empresa más similar para realizar la comparación con Quabit.

De este modo, la valoración calculada para Quabit es de 43.654.248 euros.

PER representativo	6,44
Beneficio neto Quabit 2018	6.778.610
Valoración	43.654.248

4. CONCLUSIONES

Tras realizar la valoración por distintos métodos, es usual utilizar una combinación de ellos para obtener una representación más precisas de la realidad económico-financiera de la empresa.

En cuanto al valor contable, el cual por si solo no es una medida definitiva de valor debido a su ineeficacia para valorar activos intangibles entre otras cosas, se ha utilizado el valor del patrimonio neto a 31 de diciembre de 2020, el cual ascendía a 134.542.075 euros.

Para método de valoración de descuento de flujos de caja libres, el cual parte de un principio contable de empresa en funcionamiento, es decir, considera que la empresa mantendrá un crecimiento constante y perpetuo, hemos obtenido dos valoraciones provenientes, la primera, de un escenario con una tasa de crecimiento positiva, mientras que la segunda valoración se ha realizado teniendo en cuenta un escenario negativo. Los resultados obtenidos son 112.416.363 euros y 55.665.832 euros respectivamente.

En el método de valoración por múltiplos se ha obtenido un resultado de valoración de 43.654.248 euros. Es importante recalcar la disparidad de las ratios de las empresas del sector, así como la escasa cantidad de ellas que cotizan en bolsa, lo que nos hace obtener un resultado poco preciso debido a no encontrar empresas comparables más similares a Quabit que las utilizadas.

Sabiendo que la contraprestación que se entregará a los antiguos accionistas de Quabit por la fusión por absorción será de 62 millones de euros más 22 millones de euros al único accionista de clase B, podemos comparar el precio pagado con el valor de Quabit.

El precio que se pagará dista bastante del valor contable de la empresa, mientras que se encuentra dentro de los límites obtenidos en el método de valoración de descuento de flujos de caja libre y, por último, la valoración por múltiplos es menor al precio que se pagará por la transacción. Si calculamos la media de las valoraciones, el valor de Quabit se situaría en 86 millones de euros, lo cual sería algo superior al precio que se va a pagar por la combinación de negocios.

Por finalizar, como se ha mencionado en distintas ocasiones, el sector inmobiliario es muy propenso al tipo de transacciones que ocupan el interés de este trabajo. Unir fuerzas para colaborar en vez de competir, así como ganar envergadura para conseguir fuentes de financiación son las claves de ello. Muchas de las promotoras inmobiliarias que lideran el sector español han resultado del proceso de fusión de otras promotoras en el pasado.

Sin embargo, como es sabido, no todas las fusiones son un éxito, de hecho, según Forbes España, el 10% de las operaciones de este tipo fracasa en nuestro país. Muchos otros medios apuntan a un índice mucho más elevado de fracasos.

La unión de Quabit y Neinor va a permitir a esta última un aumento de su cuota de mercado debido a la diversificación de los terrenos que supone la incorporación de los de la absorbida a su cartera. Neinor también ganará en competitividad pudiendo igualarse a las grandes líderes del sector, de las cuales ya se encontraba muy cerca, que actualmente son Aedas y Vía Célere. Por otra parte, el endeudamiento de Neinor va a multiplicarse por 3,5 tras la operación pasando de los 122,3 millones de euros de deuda neta ajustada en 2020 a los 441 millones de euros.

Con todo ello, pese a que no se pueda prever el éxito o fracaso de la fusión con certeza debido a que se trata de un acontecimiento reciente, desde mi punto de vista existen grandes posibilidades de que la operación tenga éxito atendiendo a la reputación de la compañía Neinor así como a la evolución que está teniendo el mercado inmobiliario.

BIBLIOGRAFÍA

Aranda, A. (2019). “¿Por qué fracasan las fusiones?”. *Forbes España, 9 de Octubre*. Disponible en: <https://forbes.es/up-down/53515/por-que-fracasan-las-fusiones/> [Consultado: 16-06-2021].

Blázquez, P. (2021). “Neinor Homes compra Quabit y crea una promotora de 2.000 millones de euros en activos”. *La Vanguardia, 11 de Enero*. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/20210111/6180981/neinor-homes-compra-quabit-crea-mayor-promotora-inmobiliaria-espana.html> [Consultado: 18-04-2021].

Colegio de economistas de Valencia. (2007). Valoración de empresas Inmobiliarias. Disponible en: <https://multimedia2.coev.com/pdfs/301007.pdf>

Deloitte, (2018). Claves del mercado de fusiones y adquisiciones en España. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/finance/articles/claves-mercado-fusiones-y-adquisiciones-Espana.html>

Del Puerto, J.M. (2021). “Quabit se dispara hasta un 17% en bolsa con sus planes para fusionarse con Neinor.” *El Español, Invertia, 12 de Enero*. Disponible en: https://www.elespanol.com/invertia/mercados/20210112/neinor-dispara-bolsa-planesarborer-quabit/550695218_0.html [Consultado: 18-04-2021]

Echevarría Ugalde L. (2018). Análisis de la operación de fusión de Siemens Gamesa. Trabajo Fin de Máster. Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/207808/retrieve>

Fernández P. (2008) *Métodos de valoración de empresas*. Disponible en: <https://web.iese.edu/PabloFernandez/LibroVyS/Indice.pdf>

Fernández P. (2014) *Valoración de empresas y sensatez*. IESE Business School DI-771. Disponible en: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

Fernández P, Aguirreamalloa J, Corres L. (2011). Prima de Riesgo del Mercado utilizada para España. Disponible en:

https://www.researchgate.net/publication/237137814_Prima_de_riesgo_del_mercado_utilizada_para_Espana_Encuesta_2011

Las fusiones y adquisiciones en España caen un 17% en 2020, aunque el importe sube hasta los 116.463 millones. Europa Press, 19 de Enero 2021. Disponible en: <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-fusiones-adquisiciones-espana-caen-17-2020-importe-sube-116463-millones-20210119111229.html> [Consultado: 13-06-2021].

Guembe Ramírez, A. (2014) El sector inmobiliario en España. Carencias, Soluciones y Futuro. Trabajo Fin de Grado. Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/332/1/TFG000152.pdf>

Hilaire, V. (2021). “La “joya” de Quabit que absorbe Neinor: 760.000 metros cuadrados edificables.” *La Información*, 13 de Enero. Disponible en: <https://www.lainformacion.com/vivienda-inmobiliario/neinor-quabit-fusion-inmobiliario-suelos-vivienda-promotora-deuda/2826052/> [Consultado: 18-04-2021]

Instituto Nacional de Estadística. Índices de Precios de Vivienda. Medias anuales, base 2015. *Índices por CCAA: general, vivienda nueva y de segunda mano.* Disponible en: <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=25173>

KPMG (2020). *Perspectivas de M&A en España en 2020.* Disponible en: <https://home.kpmg/es/es/home/tendencias/2020/03/perspectivas-ma-espana-2020.html>

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas.* (6^a edición actualizada). Editorial Ecobook, Editorial del Economista.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J., Izquierdo Llanes, G. (2000). *¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?*. Editorial: Instituto de Estudios Económicos.

Peiro Ucha, A. (2015), *Fusiones y adquisiciones de empresas (M&A).* Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/fusiones-y-adquisiciones-de-empresas-ma.html> [Consultado: 05-03-2021]

Registre d'agents inmobiliaris de Catalunya, HOUSAGE (2021). *Las 10 promotoras inmobiliarias más importantes de España.* Disponible en: <https://housage.es/articulos/informacion-promotores/grandes-promotoras-inmobiliarias-espana/> [Consultado: 10-04-2021].

Reglero Sánchez, J.J. (2019). OBS Business School; *Informe de fusiones y adquisiciones en España 2017-2018.* Disponible en: <https://es.slideshare.net/OBSBusinessSchool/informe-fusiones-y-adquisiciones-en-espaa-20172018>

Rosell, J. (2020). “La promotoras cotizadas aumentan sus ingresos en 90% en el tercer trimestre”. *El Español, Invertia, 5 de Diciembre.* Disponible en: https://www.elespanol.com/invertia/empresas/inmobiliario/20201205/promotoras-cotizadas-aumentan-ingresos-tercer-trimestre/540947382_0.html [Consultado: 06-05-2021]

Sánchez Vela, D. (2016). *Fusiones y adquisiciones de empresas: en busca de la oportunidad.* Trabajo Fin de Grado. Universidad de Cantabria. Disponible en: <https://repositorio.unican.es/xmlui/handle/10902/8129>

El sector inmobiliario sumó 344 fusiones y adquisiciones en España. En Bienes Raíces América, 2 de Noviembre 2020. Disponible en: <http://bienesraicesamerica.com/el-sector-inmobiliario-sumo-344-fusiones-y-adquisiciones-en-espana/> [Consultado: 13-06-2021].

Tamayo, M. (2021). “Quabit: de la caída de Astroc a la crisis del Covid-19.” *EjePrime, Empresa,* 13 de Enero. Disponible en: <https://www.ejepime.com/empresa/quabit-de-la-caida-de-astroc-a-la-crisis-del-covid-19.html> [Consultado: 18-04-2021]

Gobierno de España, Secretaría General de Industria, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Zozaya González, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial.* Disponible en: <http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20fórmula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>

