COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

PROGRAMA EJECUTIVO EN DIRECCIÓN FINANCIERA

TRABAJO FIN DE MÁSTER

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS DESDE LA ÓPTICA DEL PRIVATE EQUITY

Estrategias de Build Up y Break Up Value

Realizado por:

- Borja de Guindos Verde
- Álvaro Martín Martín

Dirigido por:

- José Ignacio Morales Plaza

CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros)
MADRID, a 31 de Mayo de 2019

«Lo consiguieron porque no sabían que era imposible».[1]

1 Cita de Jean Cocteau.

Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO 1

2. INTRODUCCIÓN 3

2.1. PROLOGO 3

2.2. OBJETIVO 3

2.3. METODOLOGIA 4

2.4. LIMITACIONES A LA INFORMACION 5

3. DEFINICION Y CARACTERISTICAS DEL PRIVATE EQUITY 6

3.1. INTRODUCCION AL CAPITAL RIESGO 6

3.2. DEFINICION DEL PRIVATE EQUITY 8

3.3. DIFERENCIA ENTRE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY 11

3.4. EXPECTATIVAS DE RETORNO Y PLAZOS 12

3.5. LA VALORACIÓN DEL EMPRESAS MEDIANTE EL DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA 14

4. ETAPAS DEL PRIVATE EQUITY 18

4.1 CAPTACION DE FONDOS 18

4.2 BUSQUEDA DE INVERSION 20

4.3 NEGOCIACIÓN 21

4.4 PLAN DE ACCION 21

4.5 DESINVERSION 22

5. PLAN DE ACCION. DECISIONES A CORTO, MEDIO Y LARGO PLAZO EN LA PARTICIPADA 23

6. ESTRATEGIA DE CREACION DE VALOR A TRAVES DEL *BUILD UP* Y *BREAK UP* 29

6.1 ESTRATEGIA *BUILD UP* 29

6.2 ESTRATEGIA *BREAK UP* 30

6.3 CASO UFINET (COMBINACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE *BUILD UP* Y *BREAK UP*) ... 30

7. MEDICION DE LA CREACIÓN DE VALOR A TRAVÉS DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA 32

7.1 LA GESTIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA 32

7.2 OPTIMIZACION DEL WACC 33

8. CASO PRÁCTICO: 34

8.1 EL PORQUE DE LA EMPRESA SELECCIONADA 34

8.2 MODELIZACION FINANCIERA 36

8.2.1 Cuenta de resultados 36

8.2.2 Balance de situación 39
8.3 VALORACION ANTES DE LA ENTRADA DEL PRIVATE EQUITY 40
8.3.1 Flujo de caja libre 40
8.3.2 WACC 41
8.3.3 Valor residual 42
8.3.4 Valoración 42
8.4 ESTRATEGIAS Y CAMBIOS IMPLEMENTADOS POR EL PRIVATE EQUITY 43
8.4.1 Corto plazo 43
8.4.2 Medio plazo 43
8.4.3 Largo plazo 44
8.5 VALORACION POSTERIOR O DE SALIDA DEL PRIVATE EQUITY 45
8.5.1 EBITDA por unidad de negocio 45
8.5.2 Pérdidas y ganancias 46
8.5.3 Balance de situación 46
8.5.4 Flujo de caja libre y WACC 48
8.5.5 Valor residual 49
8.5.6 Valoración 50
8.6 IDENTIFICACION DE LA CREACIÓN DE VALOR 51
9. CONCLUSIONES DEL TRABAJO: 52
10. PRINCIPALES PUNTOS DE APRENDIZAJE Y EMPLEABILIDAD: 54
11. BIBLIOGRAFIA 55

1. RESUMEN EJECUTIVO

La irrupción en España de diferentes métodos de inversión, y en concreto del Private Equity, toma especial relevancia en los últimos 10 años, consiguiendo a través de las inversiones en empresas unos retornos muy elevados. Su modelo de inversión está enfocado a la inversión limitada en el tiempo en empresas con potencial de crecimiento y revaloración. Se encargará de inyectar liquidez y conocimiento a las empresas participadas para que, a través de una reestructuración total de sus estructuras operativas y financieras, además de otras acciones en búsqueda de la creación de valor para la empresa y los accionistas, consigan sacar todo lo mejor de ellas con el fin de incrementar el valor de la compañía. Posteriormente, tras una gestión media entre 5 y 7 años, procederán a la venta de la empresa, materializando la rentabilidad de la creación de valor en la inversión.

Para la valoración de la empresa a la finalización del proceso, el método más utilizado es el descuento de flujo de caja, cuyos dos pilares clave son la generación futura de flujos de caja y la estructura de capital. Es por esto por lo que el Private Equity se especializa en la optimización de estas dos partidas.

Una de las estrategias más comunes que aplican es la de "Crecimiento" o *Build Up*, que consiste en el crecimiento inorgánico de la empresa, tanto vertical como horizontal, con el objetivo de adquirir compañías, fusionarlas y construir un grupo más grande y eficiente, generando sinergias, economías de escala, mayor capacidad de negociación y acceso a nuevos productos y mercados.

Como evidencia tanto de gestión del Private Equity como de valoración de empresas mediante el descuento de flujo de caja se ha procedido al análisis de la empresa Naturgy, pues en 2018 se produjo la entrada de esta tipología de inversor en su accionariado. Ya solo el cambio de nombre de esta histórica empresa española nos puede anticipar la importancia de la entrada del nuevo fondo y la profundidad de los cambios que ya están implementados y en ejecución.

Sin embargo, el método de inversión no solo depende del momento y manera de entrar en el accionariado y de la gestión de la empresa. La desinversión es un momento clave pues es cuando se tendrá constancia de si todas gestiones anteriormente realizadas han generado el retorno esperado, implicando una clara responsabilidad que encumbrará o perjudicará la imagen de estos fondos para futuras inversiones y captaciones de inversores.

A lo largo de este trabajo, situaremos el marco teórico para el análisis de este modelo de inversión, analizaremos las etapas del Private Equity, se explicará el por qué y el cómo de la aplicación del método de valoración de empresas por descuento

de flujos de caja en esta industria de forma mayoritaria y finalmente, se pondrá todo esto en práctica con un caso real y de actualidad como es el de Naturgy.

2. INTRODUCCIÓN

2.1. PROLOGO

En los últimos 10 años hemos asistido a un fuerte crecimiento en el sector del Capital Riesgo. Cada vez hay más variantes de esta misma industria: Private Equity, Venture Capital, Capital desarrollo o Seed Capital que obedecen a diferentes perfiles de inversión.

Estas variantes existen desde los años 50 en Estados Unidos, pero es con la crisis de 2.008 cuando más notoriedad pública cobra en nuestro país, al calor de las oportunidades de negocio en torno a empresas en dificultades o Distressed Assets como se dice en argot del Capital Riesgo.

La estrategia del Private Equity ha cambiado radicalmente en los últimos años, de forma que hoy abarca tanto empresas cotizadas como no cotizadas, siendo el objetivo el mismo, conseguir que una empresa con alto potencial y líder en sectores con perspectivas de crecimiento o sectores nicho se convierta en un referente del sector en todas sus magnitudes financieras: Ventas, EBITDA, tamaño o rentabilidad. El fin último es prepararla para ser vendida a otra empresa, fondo de inversión o incluso eventualmente una salida a bolsa mediante una oferta pública de venta.

El modelo de negocio del Private Equity se encuentra en evolución constante, consiguiendo mantener grandes rentabilidades históricas. Su filosofía de inversión ha evolucionado mucho, han ampliado sus objetivos de inversión y ahora están dispuestas a invertir en empresas casi de cualquier sector y tamaño, sin importar si cotizan en bolsa o son empresas privadas. Dependiendo de su estado de madurez y potencial de crecimiento tras la etapa con el fondo. Cada vez es menos interesante sacar a bolsa las compañías por cómo están los mercados de renta variable, se suele hacer más en EE.UU.

2.2. OBJETIVO

El objetivo principal de este Trabajo Final de Máster es estudiar la metodología de trabajo del Private Equity. Hemos observado como su perfil inversor ha ido variando a lo largo de los años, manteniendo siempre unos retornos por encima de la media en comparación con otros métodos de inversión. Esta rentabilidad se ha mantenido más o menos constante históricamente, aun en tiempos de crisis.

Se analizará y explicará el porqué del auge del Private Equity, desgranando las diferentes estrategias que suelen aplicar sobre las empresas participadas.

Primero nos adentraremos en la industria en general del Private Equity, la evolución de la misma y las previsiones de futuro. Hallaremos las expectativas de retorno y plazo de este método de inversión, haciendo una introducción final al método de valoración de empresas a través del descuento de flujo de caja. El motivo de esta introducción es que en la segunda parte del trabajo se llevará a la práctica todo lo investigado y utilizaremos este método de valoración para observar la evolución de la compañía, enfocándonos en las palancas clave utilizadas para la maximización de los retornos financieros de sus inversiones.

Seguidamente veremos las etapas y estrategias aplicadas en cada momento de la vida del Private Equity, haciendo especial hincapié en la creación de valor en las empresas invertidas. Tendremos que ver la filosofía de gestión que se aplica dependiendo de la fase en la que se encuentre, ya sea a corto, medio y largo plazo. Es esencial entender que el objetivo prioritario del Private Equity es maximizar la generación de flujos de caja ya que esto aumentaría el valor de la empresa.

Por último, pondremos en práctica todo lo anteriormente investigado. Para este caso hemos escogido el ejemplo de Naturgy, una empresa líder en el mercado español del sector eléctrico y gasista. Por un lado, en 2018 se produce un hecho relevante y es que un gran fondo de inversión (CVC Capital Partners) entró en el accionariado de la compañía adquiriendo una gran participación. Por otro lado, la empresa se encuentra en un momento importante puesto que posee un nuevo plan estratégico para los próximos años (2018-2022) y creemos que es buen momento para analizar el futuro de la empresa, dentro de un sector que está en un momento de transformación estructural. El objetivo es ver las diferencias en la gestión empresarial que implementaría un Private Equity frente a la gestión de una empresa bajo los estándares tradicionales y cómo impacta en la generación de caja, analizando la diferencia a largo plazo en la valoración de la empresa.

2.3. METODOLOGIA

La metodología de este trabajo es la de la investigación cuantitativa con un enfoque deductivo, basado en datos cuantificables que serán observados, analizados y medidos. Se busca exponer unas bases teóricas de comportamiento de este tipo de inversor y más adelante, analizar como las ponen en práctica sobre la base de un caso real y actual. A lo largo del trabajo, se han ido incluyendo extractos de una entrevista llevada a cabo con un experto del sector del Capital Riesgo. El objetivo es la comparación de los conocimientos teóricos adquiridos con la puesta en práctica llevada a cabo por un fondo de capital riesgo, GED Capital. No es solo importante tener un marco teórico claro sino también saber cómo se aplica posteriormente en la realidad.

El enfoque deductivo vendrá de la puesta en práctica de los conocimientos teóricos, donde se han llevado a cabo dos tipos de escenarios con políticas de inversión diferentes. El primer escenario responde a las medidas de gestión que suelen aplicar las compañías tradicionales, mientras que el segundo se enfoca en las estrategias y gestión eficiente del Private Equity. Hemos partido de estas dos premisas para la comparación de las dos valoraciones obtenidas, con lo que conseguimos identificar la creación de valor de estos vehículos de inversión sobre las empresas en la que participa.

2.4. LIMITACIONES A LA INFORMACION

El marco teórico y práctico de esta investigación se ha apoyado haciendo uso de una gran variedad de fuentes. Se ha procedido a la lectura e investigación de manuales impresos y digitales tales como como páginas webs de organismos, asociaciones o empresas, priorizando la información lo más actualizada posible.

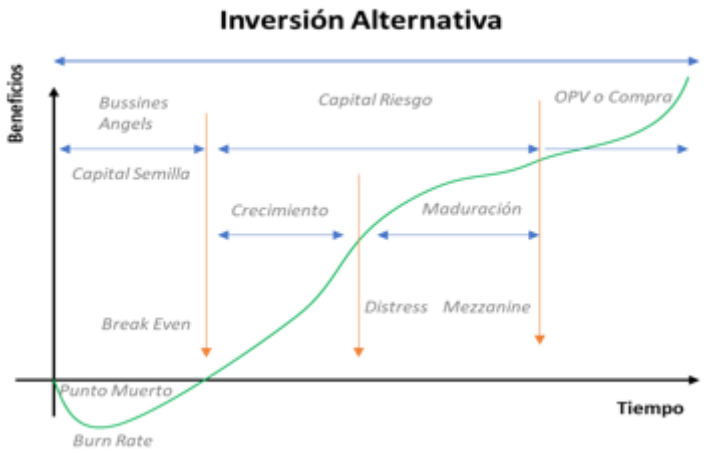
Puesto que las firmas de Private Equity no suelen compartir información confidencial relativa a su modelo de negocio, se ha realizado una entrevista presencial con GED Capital para contrastar la información obtenida a lo largo de la investigación. Esta entrevista se efectuó en el mes de Abril de 2019 con D. Álvaro Moraga, *Associate* en la empresa de capital riesgo GED Capital. GED es una gestora independiente fundada en el año 1996 que opera en el segmento del *middle market* español. Actualmente gestiona más de €800 millones a través de diferentes vehículos de Capital Riesgo, Infraestructuras y Venture Capital, teniendo una cartera de más de 40 participadas. GED cuenta con un universo de más de 50 inversores nacionales y extranjeros, entre los que se encuentran fundamentalmente fondos de pensiones, fondos de fondos, compañías de seguros, *family office* e instituciones financieras.

3. DEFINICION Y CARACTERISTICAS DEL PRIVATE EQUITY

3.1. INTRODUCCION AL CAPITAL RIESGO

Según define ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión): *"El capital privado (Venture Capital & Private Equity) es una actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento. Esta inyección de capital se complementa con un valor añadido: asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros, profesionalización de los equipos directivos, apertura a nuevos enfoques del negocio, experiencia en otros sectores o mercados etc. El objeto del capital privado es contribuir al nacimiento y a la expansión y desarrollo de la empresa, para que su valor aumente."*[2]

Gráfico 1: Método de inversión



Fuente: Elaboración propia

Partiendo de esta definición, vemos que el capital privado engloba el Venture Capital y el Private Equity. En función del tipo de compañía, momento de la inversión, expectativas de retorno o plazos previstos, han ido surgiendo diferentes fondos de inversión, cada uno especializado en una política de inversión diferente. No obstante, a lo largo de este trabajo trataremos diferentes puntos vista siempre enfocada desde la perspectiva del Private Equity (en adelante PE).

En las últimas décadas hemos asistido a un fuerte crecimiento en el sector del Capital Riesgo. Su modelo de negocio basado en la eficiencia y rentabilidad ha provocado el incremento año tras año de las firmas de PE y VC. Es un sector más

2 Definición obtenida de ASCRI, registrado en su Web: https://www.ascri.org/que-es-el-capital-riesgo/

regulado, transparente y diversificado que hace unos años, lo que ha llamado la atención de los inversores.

Según un informe de ASCRI *"La inversión de Venture Capital & Private Equity en España en 2017 superó cualquier máximo registrado: 4.958M€ en 715 inversiones. La relación entre la inversión del pasado año como porcentaje del PIB en España registró un avance 9 puntos básicos respecto a 2016 hasta colocarse en 0,43%, máximo histórico que por primera vez iguala a la media europea. "*

De las 715 inversiones realizadas a lo largo de 2.017[3], 560 provienen del Venture capital, de las cuales 449 acabaron en manos de *Start Ups*. Esto es un reflejo claro del auge de nuevos proyectos que están surgiendo en los últimos años en nuestro país, especialmente a raíz del desarrollo de la tecnología y las necesidades de financiación que tiene, el vacío que viene a cubrir el VC. De hecho, 300 inversiones fueron la primera financiación recibida por parte de las compañías. No obstante, los mayores volúmenes de negocio y firmas siguen viniendo del PE.

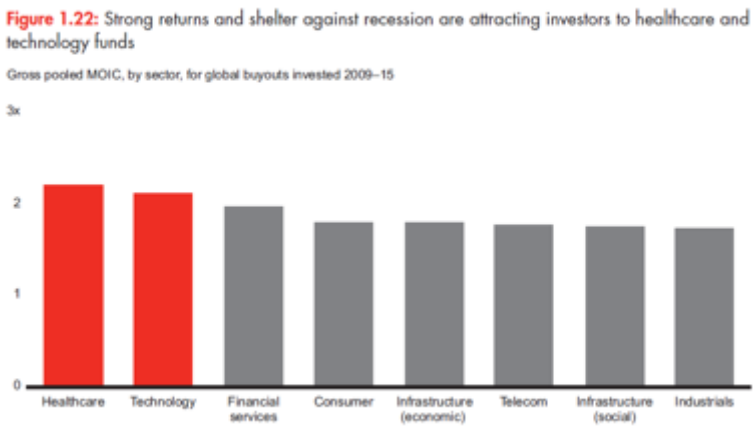
Álvaro Moraga decía *"Tendremos que ver la evolución del PE en los próximos años. En este momento se está produciendo el levantamiento de muchos fondos por parte de distintos PE, hay un exceso de liquidez y una presión brutal por invertir lo captado. Esta competencia hace que los fondos estén siendo muy agresivos con las ofertas y tengan unos múltiplos de entrada por encima de lo normal, veremos qué pasa dentro de 5 años cuando tengan que buscar una salida si consiguen alcanzar los retornos esperados. Por eso es muy importante tener una estrategia clara de principio a fin y mantenerte fiel a tu política de inversión. A esto hay que añadirle la tendencia de las gestoras españolas por levantar fondos de mayor tamaño que hacen que tengan que invertir en compañías con EBITDAs muy por encima de lo habitual en relación a las características del tejido empresarial español."*

Según información extraída del informe de Bain[4] sobre el Private Equity en 2.018, los sectores donde más se ha invertido en 2018 a nivel mundial han sido en el sector de la salud y la tecnología, lo que muestra la tendencia ascendente de estos sectores. Mientras que la inversión en tecnología se puede explicar por la disrupción que ha tenido en la última década en nuestras vidas, en el sector de la salud se debe a la obsolescencia y el potencial de crecimiento que tiene a raíz de las nuevas tecnologías.

3 Información extraída de: https://www.ascri.org/np-resultados-venture-capital-private-equity-en-espana-en-2017/

4 Información obtenida de: https://www.bain.com/insights/global-private-equity-report-2018/

Gráfico 2: Sectores de inversión del Private Equity en 2018



Fuente: Global Private Equity report 2019, Bain Company

3.2. DEFINICION DEL PRIVATE EQUITY

El Private Equity se concibe como las estrategias de inversión para invertir en el capital social de una empresa, tomando participación en ella ya sea de manera mayoritaria o minoritaria. A través de su control y gestión, buscan el crecimiento, expansión y consolidación de la empresa en un horizonte temporal limitado para su posterior venta. Es decir, la inversión se realiza con una vocación de permanencia limitada en el tiempo.

A diferencia de otros métodos de inversión, en el PE existe una entrada de dinero como contrapartida a la adquisición de las participaciones de la empresa. Esto quiere decir que en función de la gestión del proyecto y del éxito empresarial, la rentabilidad obtenida a la finalización de la inversión será mayor o menor, existiendo una relación directa entre la gestión y rentabilidad. Realmente puede ser ambos casos. Si la empresa está en un momento de crecimiento y el equipo gestor necesita inversión para poder afrontar dicho crecimiento, puede suponer la entrada de dinero (una ampliación). En otros casos, los accionistas quieren monetizar parte de su inversión y se produce una compra de acciones al uso

El objetivo básico del PE es potenciar el crecimiento de la empresa participada y el incremento de su valor de mercado. Una vez alcanzados los objetivos planteados desde el inicio, el PE procederá a la desinversión en la participada a través de diferentes mecanismos que veremos más adelante. Esto quiere decir que, normalmente, los sectores potenciales por parte del PE suelen ser dinámicos y que ofrezcan mayores posibilidades de crecimiento que otros sectores más consolidados o maduros.

El hecho de que el PE esté enfocado en sectores con mayor potencial de crecimiento puede conllevar un mayor riesgo de la inversión, pero también las

rentabilidades exigidas son mucho más elevadas en comparación con otras inversiones. Además, estas inversiones tienen un componente de iliquidez bastante elevado en comparación con otras inversiones, es por ello por lo que el horizonte temporal de la inversión es a largo plazo.

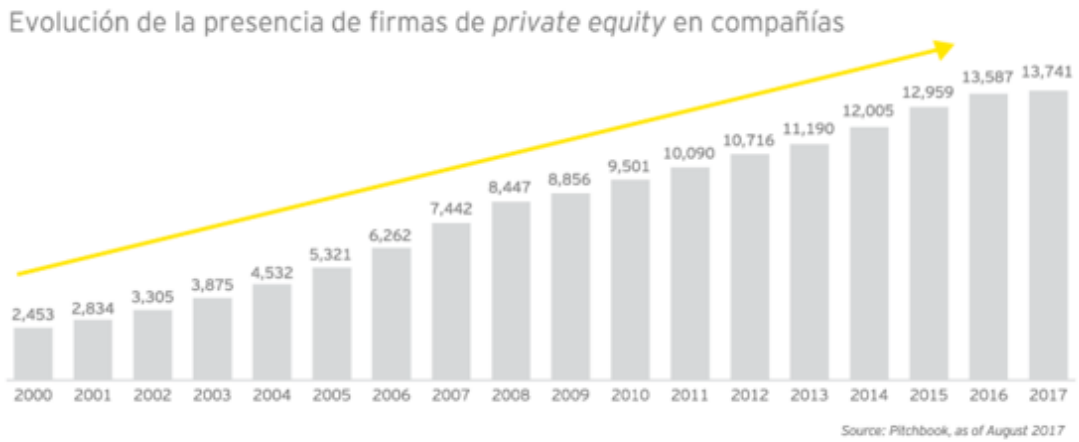
Como nos comentan en la entrevista con GED Capital, *"El PE cuenta cada vez con más inversores ya que a lo largo de los años han demostrado que son fondos muy especializados. Su objetivo es buscar buenas empresas con potencial de crecimiento y mejora y profesionalización, profesionalización en su operativa. Para ello, se suele reforzar el equipo directivo, a través de la incorporación de los recursos necesarios que necesiten los gestores para acometer el plan de crecimiento. Además, se suele tender a potenciar el desarrollo de nuevos productos e introducción en nuevos mercados internacionales. De cara a los inversores del fondo (LPs), se elabora, periódicamente cuentan con un reporting en el que le justifican todas las acciones llevadas a cabo al detalle y se va realizando un seguimiento de la evolución de los estados financieros de la compañía. Las labores del equipo de inversión de un PE son muy distintas ya que necesitan contar con conocimientos operativos, estratégicos y financieros en su día a día. Al final, todo esto con un alto grado de especialización y riesgo, pero a cambio los inversores obtendrán mayores rentabilidades en comparación con otras inversiones."*

El modelo de negocio del Private Equity se encuentra en evolución constante, pero con un denominador común, la consecución de altas rentabilidades históricas. Su política de inversión ha evolucionado con el paso del tiempo. Mientras que antes tenían un fuerte enfoque en empresas medianas en nichos de mercado, hoy en día su abanico es mucho más amplio, llegando a invertir en cualquier tipo de empresas sin importar el sector o el tamaño, o incluso si se trata de empresas privadas o cotizadas. Las compañías objeto de entrada de un fondo de PE suelen tener unas características comunes: mercado con potencial a futuro, posición de liderazgo, potencial de expansión internacional, potencial de crecimiento, equipo gestor potente y generación de caja.

Como podemos ver en el informe de EY[5], la presencia de firmas de PE a nivel mundial muestra una tendencia alcista, con un aumento del 84% desde 2007, cuando contaba con 7.422 firmas, hasta 13.741 en 2017.

5 https://www.ey.com/es/es/home/ey-global-private-equity-watch-2018

Gráfico 3: Evolución mundial del número de firmas de Private Equity



Fuente: Global Private Equity Watch 2018, EY

El PE tiende a utilizar diferentes estructuras para la financiación de las transacciones, dependiendo de las necesidades o intenciones de cada operación. En función de esta estructura financiera y de quien lleve a cabo la inversión, hay diferentes tipos de PE:

- LBO o *Leverage BuyOut*: Bajo esta estructura se busca una inversión menor por parte del PE. La idea del LBO es que se produzca la adquisición de la participada apalancándose, es decir, utilizando el capital del fondo y el valor de los activos adquiridos para la financiación de la compra mediante deuda. De esta manera, una vez entran en el capital realizan una emisión de deuda para financiar la compra. La intención de esta estructura es utilizar mayores recursos ajenos que propios puesto que son más baratos. Este factor puede actuar como una palanca de la rentabilidad.

- MBO o *Management Buy-Out*: La adquisición de la empresa es llevada a cabo directamente por su equipo directivo. Es una estructura en la que generalmente necesitarán el apoyo externo de un grupo inversor, con el cual compartirá el control de la sociedad, y es aquí donde entra el PE. Esta estructura puede generar fuerte confianza al PE debido al conocimiento previo del equipo directivo de la empresa que quiere adquirir.

- MBI o *Management Buy-In*: En esta estructura la adquisición es realizada por un equipo externo a la empresa. Es un proceso habitual en la compraventa de empresas por parte del PE ya que prefieren ser ellos mismos los que lleven la gestión de la empresa que acaban de adquirir. Suele deberse a la desconfianza generada por la dirección hasta ese momento y prefieren la incorporación de un equipo directivo externo nuevo y alineado con los intereses del PE.

- BIMBO o *Buy-In Management Buy-Out*: Combina las modalidades anteriormente expuestas, es decir, un equipo externo se une al equipo directivo para la adquisición de la sociedad. El éxito de esta estructura dependerá de la capacidad de integración y adaptación entre los dos equipos directivos. Si saben adaptarse bien el uno a otro, puede ser una modalidad muy potente ya que se combinará el conocimiento de unos junto con la modernización y nuevas ideas del otro.

- LMBO o *Leveraged Management Buy Out*: Se trata de una combinación de MBO junto con LBO, es decir el equipo directivo desea adquirir la propia compañía en la que trabajan y financieramente serán apoyados por un PE, el cual utilizará los activos de la empresa como garantía para obtener financiación bancaria y financiar la adquisición.

3.3. DIFERENCIA ENTRE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY

Teniendo en cuenta la definición de partida, observamos la estrecha línea que delimita las características entre Venture Capital y Private Equity. Entrando más a fondo, podemos indicar que:

El Venture Capital (en adelante VC) hace referencia a la estrategia empresarial del Capital Riesgo para entrar en el capital de una empresa de reciente constitución, conocidas en el sector como *Start-Up*. Se trata de invertir mediante la aportación de capital a una empresa en su fase inicial o de desarrollo temprano. Estas empresas no poseen un historial que avale su facturación, así como una estructura de activo que garantice la petición de deuda bancaria, es por eso que acuden a este tipo de financiación.

La entrada de la empresa de VC generalmente va acompañada de una renovación o reforzamiento del equipo directivo, con una vocación de permanencia de en torno a los 5 años.

En el otro lado encontramos el Private Equity, que como ya hemos explicado en profundidad anteriormente su inversión está dirigida a empresas con una actividad más estable o ya consolidadas.

Una diferencia muy importante es el grado de entrada de un fondo de PE en comparación con el VC. Normalmente los fondos de VC tienen todo por hacer, gran potencial de crecimiento y un equipo con ideas disruptivas. Sin embargo, necesitan capital y contactos que un fondo les puede proporcionar. Adicionalmente los fondos de VC suelen entrar en los consejos para gestionar, opinar y monitorizar la compañía. En un PE, se suele entrar más en la compañía metiendo controllers y ayudando a establecer un plan de negocio potente.

Esta es la diferencia principal que encontramos entre ambas estrategias, es decir el momento de vida en el que se encuentra la empresa. No obstante, hay más características a tener en cuenta cómo podemos ver en el siguiente cuadro:

Gráfico 4: Diferencias entre Private Equity y Venture Capital

Características	Private Equity	Venture Capital
Momento	Empresas Maduras	Start-Ups
Sectores	Consolidados	Innovadores
Management	Equipo Experto	Apoyo a la Actual Directiva
Enfoque	Gestión de los Flujos de Caja	Al crecimiento
Due Diligence	Financiera exhaustiva	Financiera Limitada
Desinversión	Planificada	Incierta
Plazos	3 - 7 años	2 - 5 años
Retorno Esperado	30,00%	>50%

Fuente: Elaboración propia

Este desfase temporal es fundamental para explicar las diferencias entre ambas estrategias, pues adquirir una empresa con larga trayectoria, proporciona un histórico anterior de información financiera y conocimientos previos del sector ya consolidado.

En el lado contrario, el VC está enfocada en empresas jóvenes, recién constituidas y sin un histórico previo, lo que genera una falta de información que sirva de base para gestionar los flujos de caja futuros. Esto implica que tanto la desinversión como el retorno esperado sea incierto, generando o no un alto retorno, pero desde luego con unas expectativas mayores de rentabilidad que el PE.

3.4. EXPECTATIVAS DE RETORNO Y PLAZOS

Las expectativas de retorno del Private Equity están por encima de la media en comparación con otros métodos de inversión, pues también es cierto que la inversión es elevada. Sus inversiones tienen un componente no despreciable de riesgo y, por tanto, tienen una expectativa mayor de rentabilidad.

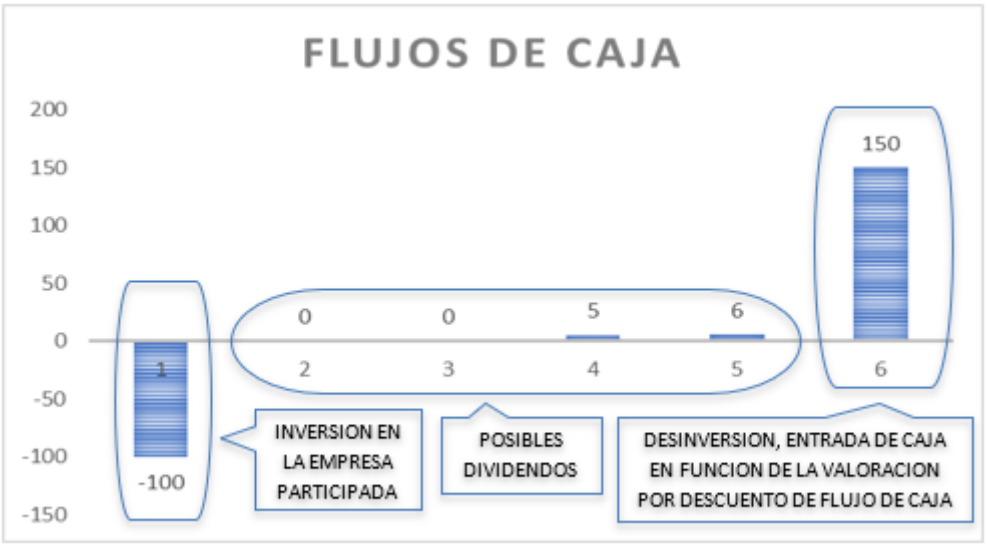
Hay diferentes maneras de medir los retornos y desempeño de la acción de inversión, pero la más utilizada es la Tasa Interna de Retorno (TIR). Este estimador, tan ampliamente usado en diversos sectores y para diferentes funciones, destaca por su sencillez en la comparación de proyectos de inversión. Nos sitúa como un buen dato de toma de partida, para conocer si nuestra inversión genera una tasa positiva.

Se denomina tasa interna de rendimiento (TIR) a la tasa de descuento para la que un proyecto de inversión tendría un VAN igual a cero. La TIR es, pues, una medida de la rentabilidad relativa de una inversión. Matemáticamente su expresión vendrá dada por la ecuación.

$$TIR = FC/(1+r) + FC/(1+r)^2 + \ldots + FC/(1+r)^n$$

Es decir, la TIR es la rentabilidad generada para igualar las entradas de flujo de caja con las salidas. Las salidas vendrán determinadas por la inversión inicial en el proceso de adquisición de la compañía mientras que los flujos de caja incluirán tanto los dividendos cobrados a lo largo de la inversión como el capital adquirido por la desinversión, es decir la venta de la compañía participada.

Gráfico 5: Flujo de caja para la TIR del Private Equity



Fuente: Elaboración propia

Por normal general, el PE tiene unas expectativas de retorno del 30%, aunque cada operación tiene sus características intrínsecas y riesgos, según estos puntos la rentabilidad esperada será mayor o menor.

Uno de los riesgos que asume el PE es el horizonte temporal de la inversión y su componente ilíquido, pues los plazos de inversión suelen estar entre 5 y 7 años y durante este periodo tiene es difícil recuperar lo invertido.

Durante estos años, el PE deberá llevar a cabo su plan estratégico y realizar la desinversión planeada. El momento de desinversión es un tanto dudoso puesto que depende de varios factores. Puede darse el caso de que la gestión vaya mejor de lo esperado y reciban una oferta irrechazable, sin haber cumplido los plazos esperados. Por el contrario, puede ser que, llegado el momento planeado de desinversión, la situación no sea la esperada debido a una gestión ineficiente, estar inmersos en una crisis o al desarrollo del propio mercado entre otros.

Gráfico 6: Evolución de las valoraciones del M&A

Fuente: Global Private Equity Watch 2018, EY

La gráfica anterior muestra los múltiplos de valoración de las empresas en operaciones corporativas. En 2007 hay un despunte de las valoraciones y en 2014 se vuelve a alcanzar, mientras que, durante la crisis, entre 2008 y 2009 se produce un fuerte deterioro de las mismas. Estos múltiplos de valoración a la hora de entrar en el capital de una empresa jugaran un papel vital en la inversión del PE, pues si entran en múltiplos muy altos en el momento de la desinversión será más difícil alcanzar la rentabilidad deseada.

3.5. LA VALORACIÓN DEL EMPRESAS MEDIANTE EL DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA

La rentabilidad del PE se materializa en el momento de la venta de la compañía, que es cuando recibe la mayor entrada de flujo de caja del proyecto. Es aquí cuando puede valorar, junto con la inversión inicial y los flujos de caja recibidos a lo largo de los años, la rentabilidad final obtenida.

Es por esto por lo que el PE busca maximizar el valor de la empresa, ya que su objetivo será vender la empresa lo más caro posible, incrementando la rentabilidad de la inversión.

La valoración de empresas tiene muchos matices debido a la gran cantidad de variables que inciden en ella, por eso hay diferentes métodos que se pueden utilizar según la necesidad. Sin embargo, en la operativa que lleva a cabo el PE el método que mejor encaja es el Descuento de Flujos de Caja (DFC). Las decisiones tomadas por la directiva suelen ir encaminadas en la creación de valor para el accionista y en estos casos, se ve reflejada directamente en el flujo de caja.

Aunque este sea el método preferido por el PE, suelen apoyarse en otros métodos a modo de contraste o validación para un mejor y más completo resultado. Entre los diferentes métodos de valoración de empresas destaca:

Gráfico 7: Principales métodos de valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOOD WILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásicos	Flujo de Caja Libre	EVA	Black And Sholes
Valor contable ajustado	Beneficio PER	Unión de Expertos	Flujo de Caja de las Acciones	Beneficio económico	Opción de Invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contanbles Europeos	Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta apropiada	Flujo de Caja del Inversionista	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Apuntes de CUNEF, Pablo Fernandez

El motivo principal de utilizar el DFC es que se trata de una realidad objetiva con independencia del criterio contable utilizado. Los flujos de caja son una partida mucho más fiable y objetiva que lo que pudiera ser el beneficio, capitalización u otras partidas contables cuya valoración puede estar sujeta a otro tipo de consideraciones. El aumentar la generación de caja implica una mayor valoración de la empresa, lo que al final de la inversión supondrá una mayor rentabilidad del proyecto.

El DFC es un mecanismo que trabaja con proyecciones a una serie de años vista del valor de los flujos de caja. Consiste en valorar un negocio en base al valor actualizado de los flujos de caja disponibles para remunerar a los capitales propios y ajenos. Además, es un método muy completo ya que tiene en cuenta el riesgo asumido y el valor del dinero en el tiempo. Por el contrario, la estimación de los flujos de caja futuros está basados en unas hipótesis que puede no llegar a cumplirse.

Con el cálculo del DFC obtendremos el *Enterprise Value*. Este cálculo se realiza mediante la siguiente formula:

$$DFC = \sum FCF / (1+t)^n + VR / (1+r)^n$$

El flujo de caja libre son los recursos que, después de haber hecho frente a las inversiones en inmovilizado operativo y capital circulante no financiero, queda disponible para remunerar a los suministradores de fondos. Los pasos a seguir para la determinación del flujo de caja libre de cada año son los siguientes:

Gráfico 8: Cálculo del Flujo de Caja Libre

Determinación del Flujo de Caja Libre (FCL)
(+) EBIT
(-) Impuestos
NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)
(-) Amortizaciones y Provisiones
Cash Flow Operativo
(-) Capex
(-) Inversión en Activo Ciruclante
Flujo de Caja Libre

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculado el flujo de caja libre para una serie de años, se realiza el descuento o actualización de este utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones, calculado mediante el WACC. "El WACC consiste en sumar el coste de los recursos propios y ajenos proporcionalmente a su peso en la financiación total del proyecto. Los recursos propios se calculan mediante el CAPM mientras que los recursos ajenos serán el tipo de interés que el proyecto deba pagar."[6]

Esta tasa se calcula ponderando el coste de la deuda (Kd) y el coste de las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa:

$$WACC = Ke\ E/(E+D) + Kd\ (1-T)\ D/(E+D)$$

El coste de deuda es la rentabilidad exigida por los deudores, es decir el coste al que se financia la compañía. Más complejo será hallar el coste de *equity*, que se trata de la rentabilidad exigida por los accionistas y se basa en variables inciertas.

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

Partiendo del último flujo de caja proyectado, se calcula el valor residual de la compañía, que se trata del valor de la empresa a perpetuidad.

$$VR = [Ultimo\ FC\ *\ (1+g)]\ /\ (WACC-g)$$

La tasa "g" hace referencia a la tasa de crecimiento media perpetua. Se trata de un dato intuitivo pero analizado en el que se intenta demostrar lo que debería crecer la empresa a partir del último flujo proyectado.

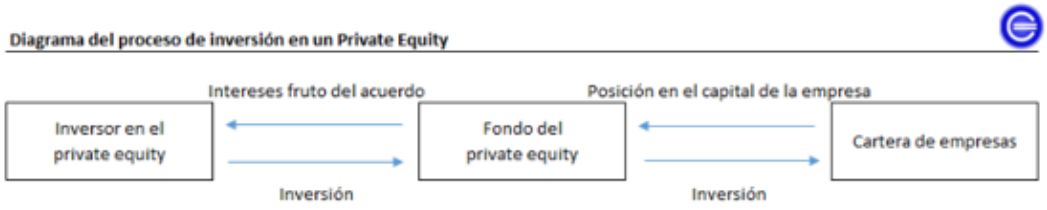
6 Libro "Financiación global de proyectos", autores Diego Gómez Cáceres y Juan Ángel Jurado Madico

Siguiendo estos pasos habremos llegado al Enterprise Value de la empresa. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la empresa puede haber adquirido una serie de obligaciones con sus deudores. Restando la deuda financiera neta al Enterprise Value se obtendrá el Equity Value, que será el valor real estimado de la empresa y el que estarán dispuestos a pagar los interesados.

4. ETAPAS DEL PRIVATE EQUITY

El proceso principal del negocio de manera genérica del Private Equity consiste en captar capital de diferentes inversores con el objetivo de crear fondos. Con estos fondos, según su perfil inversor, invertirán en empresas por un periodo de tiempo largo pero limitado, saliendo del accionariado años después en busca de materializar la rentabilidad de la operación.

Gráfico 9: Proceso de inversión en un Private Equity



Fuente: www.economipedia.com

En la gráfica 9 [7], podemos ver el proceso realizado por un PE en sus etapas iniciales, desde la captación de capital hasta la inversión en empresas participadas.

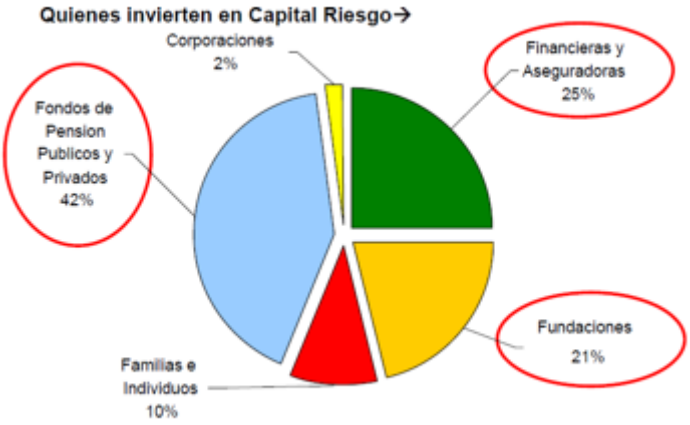
A continuación, vamos a estudiar las diferentes etapas por la que pasa el proceso de inversión de un Private Equity.

4.1 CAPTACION DE FONDOS

La primera misión de las entidades de capital riesgo es conseguir compromisos financieros de diversos inversores, es decir capital, con el objetivo de constituir un fondo. A través de este fondo invertirán en empresas que cumplan los requisitos establecidos, formando una cartera de participaciones. Es el pilar fundamental ya que sin la captación de fondos el PE no podrá ejercer su actividad.

[7] Elaborado por: https://economipedia.com/definiciones/capital-riesgo.html

Gráfico 10: Porcentaje de inversores en el Private Equity

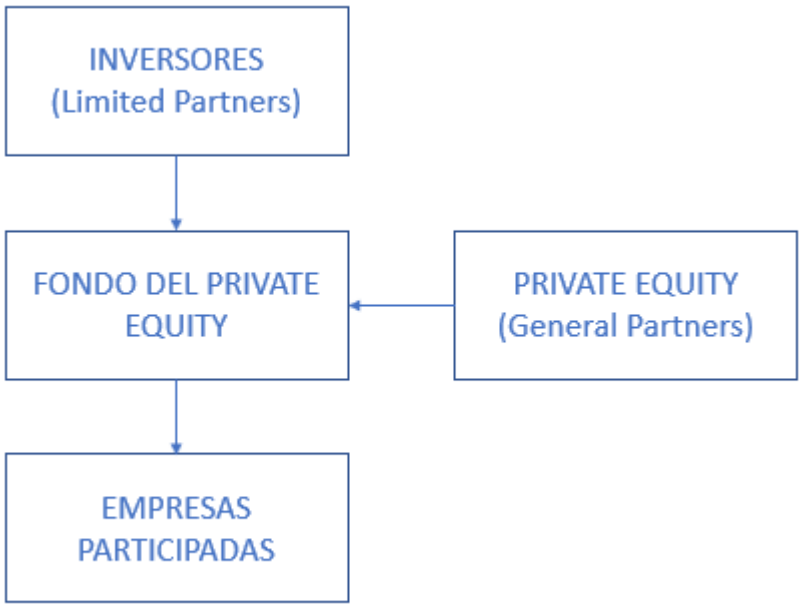


Fuente: Apuntes de CUNEF, Jorge Moran

La captación de fondos se reúne a través de una variedad de entidades. Entre ellas se pueden incluir a inversores institucionales, bancos, grandes corporaciones, fondos de pensiones tanto públicos como privados, aseguradoras, fondo de fondos o personas con un gran patrimonio. Para la constitución de estos fondos, tanto el PE como sus propios inversores tendrán que llegar a acuerdos en el que quede claro la responsabilidad de cada uno.

Los inversores del fondo son conocidos como *Limited Partners* (LP) mientras que la misión del PE será la gestión de ese fondo, conocido como *General Partner* (GP), que será el vehículo que utilizarán para invertir en las empresas.

Gráfico 11: Limited Partners y General Partners



Fuente: Elaboración propia

"El retorno de la inversión varía en función de lo acordado con tus inversores, no obstante, el PE suele cobrar un management fee o comisión de gestión anual que

suele ser un porcentaje del total del fondo. Dicha comisión sirve para soportar la estructura de costes de la gestora y su equipo de inversión. Adicionalmente, se suele cobrar en la industria un bonus si se excede una cierta rentabilidad ("Carried")." comentaba Álvaro Moragas de GED Capital.

Parece un poco paradójico, pero la realidad es que cuando una empresa busca la entrada de un PE en su accionariado, este ha tenido que hacer el mismo proceso anteriormente y ganarse la confianza de sus inversores.

Desde el punto de vista de GED Capital *"La captación de fondos es una acción comercial muy potente que consiste en reunirte durante meses con distintos tipos de inversores de toda índole, desde pequeños inversores hasta altas instituciones, para explicarles el negocio, la experiencia en este tipo de inversiones, la rentabilidad de fondos anteriores gestionados y conseguir que inviertan en tu proyecto. GED Capital se encuentra en este momento levantando su Sexto fondo de inversión con el que esperan captar 175Mill.Este tipo de proceso puede llevar entre 1 y 2 años. La idea es invertir una parte entre 8-10 empresas, reservando parte del fondo para futuras inversiones que complementen el proyecto, como puede ser la inversión en Capex o la adquisición de otra empresa para fusionarlas."*

4.2 BUSQUEDA DE INVERSION

La vida total de un fondo del PE puede ser de hasta diez años. En general, en esos diez años, el fondo de capital privado realiza 8/10 tipos diferentes de inversiones. En la mayoría de los casos, una inversión en particular no excederá más del 10% del total de los compromisos del fondo, buscando la diversificación.

Cada fondo de PE tiene su propia política de inversión y el perfil de empresas que buscan para ser objeto de compra. Suelen marcar una serie de parámetros y limites en base al sector, facturación, EBITDA o empleados, entre otros.

Según GED Capital *"Es importante tener claro el tejido empresarial del país en el que operas. En España, hay en torno a 3.4 Mill de empresas, de las cuales 2 Mill tienen un EBITDA por debajo de 3 Mill y un porcentaje muy bajo alcanza un EBITDA por encima de los 10Mill. En la escala superior de la pirámide la competencia es brutal, por lo que GED Capital ha preferido enfocarse en empresas de menor tamaño con mayor potencial de revalorización. La política de inversión de GED Capital está enfocada a empresas industriales que cuenten con procesos, elaboración o fabricación de productos. y/o servicios industriales. Deben tener un EBITDA entre los 3 y 10 Mill, con márgenes altos, generación de caja recurrente y no ser disestressed. Dos criterios puntos muy importantes que tienen en cuenta es el potencial de internacionalización de la empresa (necesario para potenciar el plan de expansión) y contar con un equipo gestor que conozca el proyecto y que pueda capitanear el proyecto en los próximos años."*

Tras una investigación de mercado y análisis de diferentes empresas, decidirán cuales son las empresas potenciales de compra. Posteriormente tendrán una primera

toma de contacto con los socios de la empresa para saber la situación de esta, hacer la presentación de una propuesta y conocer su apetito a la entrada de un nuevo socio.

4.3 NEGOCIACIÓN

Una vez ambas partes están de acuerdo en la compraventa de la sociedad o venta parcial del capital, se procederá al periodo de negociación. Durante esta etapa, el fondo de Private Equity deberá hacer un estudio detallado de la información financiera proporcionada, que más tarde será supervisada.

Para dicha supervisión de las cuentas, se hace lo que en el mercado se conoce como *Due Diligence*. Se trata de un proceso de investigación y recopilación de información en el cual se procede a una verificación de los estados financieros para saber la situación económica y financiera real en la que se encuentra y como consecuencia determinar los riesgos a los que se enfrenta.

Este análisis detallado de las diferentes áreas de negocio de la empresa es muy útil para la identificación de sinergias que puedan desarrollarse y para la futura planificación estratégica.

Suele llevarse a cabo mediante asesores externos independientes y altamente especializados. Durante el proceso, el vendedor estará obligado a proporcionar la información que sea necesaria y exigida. Puede darse el caso de que, a raíz de este proceso, salgan a la luz aspectos nuevos u ocultos, en cuyo caso habrá que retomar las negociaciones y adaptarse a la nueva situación.

Este proceso es vital para el fondo ya que, en base a la conclusión de la investigación, planteará la estrategia de entrada en el capital y realizará una oferta acorde a dicha estrategia. Una vez ambas partes están de acuerdo en la compraventa o inversión parcial en la misma, se procederá con la entrada del PE en el accionariado.

Durante este proceso, el fondo tendrá que ir estableciendo una relación de confianza con el equipo gestor y los accionistas de la compañía. Tendrá que establecer sistemas de retribución a las personas claves que se identifiquen para alinear sus intereses con los del fondo.

4.4 PLAN DE ACCION

En esta etapa consideramos que el PE ya ha entrado en el capital de una empresa y es el momento de que tomen decisiones. Esta etapa es la más importante ya que en sus manos está conseguir los objetivos marcados. En un plazo medio entre 5 a 7 años irán aplicando estrategias complementarias con el objetivo de maximizar el valor de la compañía.

Se implementan sistemas de reporting mensuales y se hacen mejoras del equipo en aquellas partes que se hayan identificado en la *due diligence*. Se suele montar un consejo de administración para supervisar la compañía, se establece una estrategia,

se potencia la actividad comercial y se buscan ADD-ONS para poder aumentar el EBITDA de manera acelerada (crecimiento inorgánico).

Debido a la importancia y complejidad de esta etapa, será tratada en el siguiente punto más a fondo.

4.5 DESINVERSION

Es la etapa final del proceso del PE. Aunque sea el último paso, lo cierto es que el objetivo se fija desde la etapa anterior. Incluso antes de proceder con la aportación de capital el PE ya puede tener fijada una estrategia de salida en un futuro determinado. No obstante, este planteamiento inicial puede variar en función de cómo haya avanzado durante su plan de acción. Una salida óptima será vital para la consecución de los objetivos.

Será el momento de hacer balance y recoger los beneficios, materializando la rentabilidad.

Con relación a la desinversión, en la entrevista Álvaro nos decía *"Es la etapa decisiva de la inversión sin ninguna duda. Es muchísimo más fácil comprar que vender. No solo porque una mala salida puede lastrar la rentabilidad del fondo, sino que te perjudica para futuros levantamientos de fondos. A lo largo de la vida del fondo estás a prueba constantemente, pero la salida es la prueba final. Igual que la gestión empresarial puede existir algún cambio sobre el plan inicial que se puede justificar, como cometas un error en la salida de la participada se quedará ahí de por vida. Los inversores nuevos piden siempre lo que se conoce como track-record que básicamente es un seguimiento de las rentabilidades obtenidas con cada venta y con cada fondo. Necesitarás siempre poder justificarlo, de ahí la importancia de realizar buenas salidas."*

5. PLAN DE ACCION. DECISIONES A CORTO, MEDIO Y LARGO PLAZO EN LA PARTICIPADA

Teniendo en cuenta que el Private Equity y la empresa participada ya han llegado a un acuerdo y han tomado participación del capital, será el momento de que el PE entre en acción. Deberá tomar decisiones para cumplir los objetivos planteados, entre los que destaca la creación de valor para el accionista. Con el fin de la consecución de dicho objetivo, la directiva deberá tomar una serie de decisiones que pueden ir desde ahorros en la gestión diaria hasta la internacionalización de la empresa.

Las acciones llevadas a cabo por parte del capital riesgo para la creación valor son muy diversas en función de la situación de cada empresa, de tal manera que se puede enfocar desde diferentes puntos de vista. La idea principal es el crecimiento del negocio y generación de flujos de caja futuros.

Las principales estrategias llevadas a cabo por el PE son las siguientes:

- Incremento de los beneficios (aumentar poder de mercado y sinergia de los recursos):

La compañía gestora quiere incrementar sus ingresos para obtener un mayor posicionamiento y poder de mercado. Esto lo puede obtener a corto plazo mediante la adquisición de otra compañía que opera en el mismo mercado, teniendo en cuenta que deberá realizar una buena gestión futura para el mantenimiento de esta cuota en el largo plazo. Este proceso es conocido como una integración horizontal. Esto implicará que automáticamente la facturación y la cuota de mercado incrementarán, todo ello con el objetivo de que esto se traduzca en una mayor generación de caja a futuro.

La fusión de dos compañías dará lugar a una serie de recursos y capacidades comerciales que deben saber aprovechar para complementar ambos negocios. La generación de estas sinergias implicará que si se realiza una buena redistribución de los recursos puede llevar a una mayor productividad y eficiencia del nuevo grupo resultante. Por ejemplo, la comercialización de un producto puede verse beneficiada por los canales de distribución utilizados por la empresa adquirida.

- Disminución de costes (economías de escala):

La reducción de los costes debe llevarse a cabo en todas las áreas de la empresa, desde la producción y comercialización hasta el departamento administrativo y financiero. Una eficiente complementación entre los diferentes departamentos puede reducir los gastos, que a la postre sumarán a un resultado óptimo.

Surge aquí un término muy importante en los procesos de Fusiones y Adquisiciones, las economías de escala. El adquirir una compañía de tu mismo sector puede permitirte una mayor eficiencia en el proceso de producción, de tal manera que a medida que las unidades de producción aumentan, los costes unitarios de producción se ven reducidos. Además, pueden optimizar los excesos de capacidad

mediante la racionalización de los recursos, de tal manera que se puede obtener mayores márgenes.

- Optimización de los aspectos operativos del negocio:

La adquisición de una empresa de tu mismo sector debe hacerte aprender sobre el proceso operativo del negocio realizado en otras compañías y que pueden mejorar el existente. Una buena complementación de estos procesos debe hacerte operar con una mayor eficiencia.

- Creación de valor a través de la optimización financiera:

Un punto que destacar por parte de los Private Equity es que habitualmente recurren al endeudamiento financiero en vez de incrementar los recursos propios. Esto se debe a que el coste de los recursos propios es siempre mayor al de los recursos ajenos. Adicionalmente, los Private Equity tienen una estrecha cercanía con las entidades y mercados financieros, lo que seguramente le favorecerá a la hora de conseguir mejores condiciones de mercado. Hay que tener en cuenta que los gastos financieros son fiscalmente deducibles, lo que resultará en una generación mayor de caja.

- Reducción de costes de agencia entre acreedores y socios:

En línea con el punto anterior, el incremento de deuda implica que las entidades financieras exijan mayores garantías para estar seguros de que pueden repagar su deuda. Por ello, suelen pedirles el establecimiento de una serie de "*covenants*". Estos covenants son una serie de indicadores utilizados por las entidades prestatarias de la deuda para asegurarse que el prestatario opera financieramente prudente y que va a estar habilitado de hacer frente a los pagos.

- Integraciones verticales:

Consiste en la adquisición de una empresa o unidad de negocio, que hasta el momento era acreedora o proveedora, es decir, actividades que hasta ahora habían sido delegadas a terceras partes. Esta operación surge de la lógica industrial de maximizar el valor y mejorar el margen, a través de reducciones de coste, o rapidez en la ejecución de sus operaciones. Las empresas conseguirán mejorar su productividad y eficiencia, además de conseguir entrar en negocios con barreras entradas. Las estrategias verticales pueden ser adelante o hacia atrás. Cuando una empresa decide adquirir a su propio proveedor de productos o servicios, está llevando a cabo una estrategia vertical hacia atrás. Por el contrario, cuando decide adquirir una empresa que distribuye, vende u ofrece tus productos o servicios, será una estrategia vertical hacia delante

GED Capital ha realizado esta estrategia en uno de sus proyectos estrella, la creación del mayor grupo europeo en fabricación de hielos. Tras la fusión de

Procubitos y Cubers Premium y la integración horizontal de competidores internacionales, ha llevado a cabo la adquisición de la empresa distribuidora de hielos en España, conocido como una estrategia vertical hacia abajo. Gracias a esto, se ve incrementada la capacidad empresarial y el control de toda la cadena de valor del producto. Además, se generan mejoras en las rentabilidades del negocio (al reducir intermediarios hasta el cliente final)

- Innovación:

En un mercado cada vez más competitivo y desarrollado, las firmas de PE deben utilizar la innovación y especialización como una herramienta para la creación de valor. Uno de los factores que está asumiendo cada vez más importancia es la estrategia digital implementada por las empresas. El uso de los datos permite conocer con mayor exactitud el modelo de negocio de las compañías en diferentes ámbitos. Se empieza a poner en valor la experiencia de los clientes, la gestión digital de cadenas de suministro o las medidas de ciberseguridad.

- Recursos no monetarios:

El PE no solo aporta una inyección de capital a la empresa. Adicionalmente, aporta una serie de recursos no monetarios como puede ser contactos, mejores prácticas, administración profesionalizada, institucionalidad o transparencia. En definitiva, una mayor profesionalización de la compañía.

Dichas estrategias deben entrar en acción en diferentes momentos de la inversión. Es por ello, que el PE suele adoptar medidas y seguir unos pasos en función de los plazos.

- Corto plazo:

- Establecimiento de un plan estratégico: Nada más llegar a la nueva participada, se tendrá que tomar una serie de decisiones para establecer los cimientos en los que se basarán los próximos años, que normalmente lleva un plazo entre 5 y 7 años. Durante este plazo se realizará un plan estratégico que recoja todos los objetivos a cumplir y la manera de alcanzarlos. Suelen tratarse de planes de crecimiento muy ambiciosos y con mejoras operativas.

- Alineación del equipo directivo: Para llevar a cabo el plan estratégico planteado, es importante tener una dirección completamente alineada con los objetivos del adquiriente financiero, con el fin de remar todos en la misma dirección y que la gestión tenga sentido con los objetivos planteados, reduciendo los costes de agencia. Una de las medidas adoptadas para conseguir el compromiso de los directivos es la implicación de los mismo en el negocio, ya sea invirtiendo en la compañía o apalancándose. A cambio, tendrán fuertes incentivos en el futuro en

caso de alcanzar los objetivos propuestos, conocido en el mercado como "*Golden handcuffs*", o el pago de retribución en acciones, conocido como "*stock options*". La dirección juega un papel muy relevante en esta fase del proyecto, ya que tiene que defender el plan de negocio acordado y cumplirlo.

- Optimización de los recursos: Esta optimización hay que verla desde un punto de vista financiero y operativo. La mejora operativa irá de la mano de un nuevo producto o línea de negocio a desarrollar, expansión geográfica, planes de mejora en la fuerza de ventas y/o precios. Respecto a la eficiencia financiera, harán un saneamiento y optimización de los estados financieros, buscando ser más productivos, eficientes y estar mejor preparados para el futuro. Aquí las opciones son muy diversas, entre las que destacan reestructuraciones para adaptar el pago de la deuda al nuevo plan, diferente gestión de la tesorería o recortes en *Opex* para mejorar las cuentas.

- Reforzamiento de los equipos directivos: incorporación de nuevos directivos con dilatada experiencia en la gestión de empresas o el sector en el que operen, proporcionando "management" a la sociedad.

- Contratación de asesores: El PE puede apoyarse en agentes externos para determinadas actividades que no son "*core*" en su negocio, tales como firmas a nivel laboral de bufetes de abogados o a nivel fiscal. La característica más importante de estos asesores es la independencia y especialización.

- Establecimiento de un plan de ahorro de costes: Comenzará con el conocimiento completo de la línea de productos que se tiene, para pasar a cuantificar el proceso de cada uno de ellos y determinando los costes asociados a la producción, con el fin de gestionar y analizar de la manera más rentable posible. Con este análisis ya podrán conocer qué productos producen mayores márgenes y como optimizarlos. También se podrá decidir cuales se automatizan, amplían o externalizan.

- Medio plazo:

Una vez establecido el plan estratégico y las bases, se buscará la creación de valor para la futura revalorización de la compañía. Normalmente, los Private Equity tienen dos tipos de estrategia para la creación de valor que más adelante veremos en profundidad: el *Build-Up* y el *Break-Up Value*.

Mientras que el *Build-Up* busca invertir en una empresa e ir creciendo inorgánicamente mediante la adquisición de empresas competidoras o complementarias, el *Break-Up* busca deshacerse de aquello que no es su negocio

principal o "*core business*", de tal manera que venderá aquellas unidades de negocio que no vea esenciales.

En función de la estrategia planteada, a medio plazo los inversores buscarán targets de compra o venta, es decir, potenciales empresas para comprar e integrar en la sociedad o posibles interesados en sus alguna de sus líneas de negocio.

Otro punto a tener en cuenta es el crecimiento orgánico de la empresa, el cual no tiene en cuenta la posibilidad de adquirir otras compañías y lo que busca es crecer con sus propios recursos, ya sea introduciéndose en otros mercados, sectores o desarrollando nuevos productos.

Adicionalmente, se realizará una optimización de los activos y los recursos en busca de la eficiencia. Tras un tiempo analizando el negocio, verán lo que realmente es necesario y posibles alternativas, ya sea comprando, vendiendo o simplemente cambiando su estructura financiera u operacional. Para ello, tendrán que analizar la manera de conseguirlo y las inversiones necesarias, entre las que se incluye la inversión en Capex. Hay que tener cuidado con estas inversiones ya que son de gran calado y te pueden comprometer para los próximos años, de ahí que el Private Equity no esté muy a favor de estas inversiones más allá de lo puramente necesario. Un buen planteamiento y optimización es importante.

- Largo plazo:

Finalmente deberán tener claro la estrategia de salida. Cierto es que la estrategia de salida suele estar fijada desde el inicio del proceso, sin embargo, esto puede variar en el tiempo en función de la trayectoria de la compañía o del mercado.

Al cabo de un plazo de entre cinco a siete años, el fondo deberá salir de su inversión. Evidentemente, esta salida y desinversión es un aspecto muy importante ya que se verá materializado los planteamientos iniciales. Será el momento de valorar la rentabilidad final obtenida en la transacción y si realmente se ha conseguido el objetivo.

Esta estrategia de salida se realizará mediante la venta de la sociedad, aunque puede llegar a ser una venta parcial para seguir manteniendo una pequeña porción del capital. Las opciones son las siguientes:

- Empresa estratégica: puede ser un competidor u otra empresa que opera en el mismo mercado o sector. Suele ser la salida preferida por parte del Private Equity ya que los competidores están dispuestos a pagar mayores cantidades de dinero por una empresa, con el objetivo de quitarse a un competidor y conseguir mayores sinergias.

- Empresa financiera: se trata de otro fondo que puede estar interesado en la compra por diferentes motivos. No es tan habitual ya que, como hemos visto hasta ahora, las empresas financieras están enfocadas en empresas

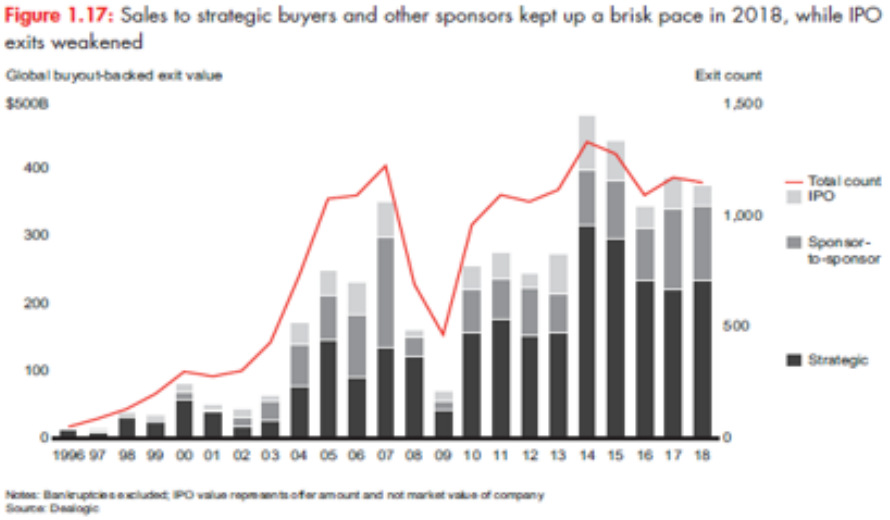
infravaloradas que tengan margen de mejora y de generación de caja. Si fuera el caso de la empresa en venta, no tendría sentido que la actual firma de Private Equity se deshiciera de la misma.

- OPV: Hacer una oferta pública de venta, de tal manera que las acciones de la compañía se sacan a bolsa y puede ser adquirida desde entidad financieras hasta personas físicas. Hay que destacar que de esta manera la firma puede sacar a la venta parte del accionariado y seguir manteniendo al equipo directivo, con el objetivo de mantener su estrategia de crecimiento para una salida total futura.

- *Dual track*: La última opción que vemos, utilizada a menudo por las firmas, es tantear el mercado sin decantarse por una estrategia en concreto. La firma prepara la salida a bolsa de la compañía a la vez que escucha ofertas paralelamente, asegurándose de escoger la opción más favorable para ellos.

El siguiente grafico realizado por BAIN[8] nos muestra una clasificación de los métodos de salida utilizados por el PE en 2018. En la mayoría de los casos, la venta de la empresa participada suele ser a una empresa estratégica. El segundo método utilizado es la venta a otras firmas de inversión seguida de las salidas a bolsa, que históricamente ha sido la última opción escogida.

Gráfico 12: Desinversiones del Private Equity en 2018



Fuente: Global Private Equity report 2019, Bain Company

8 Información obtenida de la Web de la compañía Bain & Company: https://www.bain.com/insights/global-private-equity-report-2018/

6. ESTRATEGIA DE CREACION DE VALOR A TRAVES DEL *BUILD UP* Y *BREAK UP*

La mayor parte de las estrategias de generación de valor descritas anteriormente, se materializan a través de lo que en el sector se denominan las estrategias de *Build Up* y *Break Up Value*. A continuación, vamos a detallar cada una de ellas.

6.1 ESTRATEGIA *BUILD UP*

Esta estrategia está basada en el crecimiento inorgánico. Consiste en adquirir diferentes empresas del mismo sector o relacionado, tanto vertical como horizontalmente, con el objetivo de fusionarlas. Es el instrumento idóneo de crecer a la mayor celeridad frente al crecimiento orgánico, el cual lleva más tiempo. Gracias a esto, además del fuerte crecimiento instantáneo en cuanto a facturación y empleados, se generarán sinergias entre unas y otras que da origen al aumento de valor agregado de las mismas. Las sinergias les van a permitir alcanzar los objetivos de creación de valor anteriormente mencionados de una manera más rápida. El hecho de fusionar dos compañías te permite crear economías de escala entre ellas o acceder a nuevos mercados, productos y clientes de una manera más ágil. También te permitirá obtener beneficios financieros como puede ser la facilidad de acceso a financiación más barata o beneficios fiscales.

Cuanto más consolidado esté el mercado, más complejo será. Por el contrario, en mercados fragmentados y con alto número de participantes será más fácil realizar esta estrategia. El *Build Up* es utilizado frecuentemente por pequeñas y medianas empresas, para generar una empresa de potencial mayor a la suma de las anteriores.

Un ejemplo de lo explicado es el de la empresa Acens Technologies, estrategia *Build Up* llevado a cabo por el fondo de capital riesgo Nazca Capital [9]:

En 2007, Acens era considerada como la compañía líder en España en prestación de servicios de “hosting” y “housing” (outsourcing de servicios informáticos y de tecnología) para PYMES. Nazca, que supo ver el potencial que emergió a raíz de internet y las nuevas tecnologías, decidió adquirir el 91% del capital de la compañía, junto con otro fondo y su consejero delegado, José Cerdán, el cual también entró en el accionariado. La acción llevada a cabo por el directivo de la empresa se le conoce como un Management *Buy Out* (MBO), en el cual el propio directivo adquiere parte del accionariado y se mantiene como ejecutivo. Por esta operación Nazca desembolso en torno a 41 Mill €.

Posteriormente, adquiere Hostalia y Ferca-Veloxia, dos empresas proveedoras de servicios de hosting, dominios y servidores, con el objetivo de fusionarlas con Acens Technologies. Además, invierte 9 Mill € en un centro de datos, permitiendo incrementar su capacidad en un 60% para la captación de nuevos clientes. Combinando la actividad de todas estas empresas, incrementó el ARPU (promedio de ingresos por usuario) de los nuevos clientes a los que se les pudo ofrecer productos

[9] https://www.nazca.es/en/strategy/case-acens-technologies

de mayor valor añadido en los que Acens estaba especializada. Nazca reforzó el equipo directivo de la sociedad, buscando un equipo más profesionalizado y alineado con los intereses de ambas partes.

Gracias a esta fusión y la estrategia de creación de valor llevada a cabo por Nazca, el grupo pasó de 20.000 clientes en 2.007 cuando fue adquirida a 60.000 en 2.011. En términos de facturación, supuso un aumento del 22% anual en ventas, que se plasmó en una subida del 4,3 al 11,1 Mill € de generación de EBITDA.

Nazca puso fin a esta operación mediante la venta del grupo a Telefónica por un importe alrededor de 80 Mill €.

6.2 ESTRATEGIA *BREAK UP*

Se trata de la segregación de una compañía que presenta varias unidades de negocio de tal manera que se procederá a la transmisión de aquellas unidades ineficientes o que no son estratégicas. Habitualmente necesario en sociedades cotizadas, se trata de obtener el valor de cada unidad de negocio de manera separada, con el objetivo de conocer el valor presente. Suelen ser empresas de gran tamaño que han ido creciendo y complementando unidades de negocio hasta que llega un momento en el que se vuelven demasiado complejas y se dan cuenta de las ineficiencias que les está provocando.

Los Private Equity suelen centrarse en la gestión de las unidades "core" del negocio, de modo que en determinadas ocasiones procederán a la venta de las unidades y activos no estratégicos de la compañía, con el fin de que el equipo directivo se enfoque en la consecución de la eficiencia y en la gestión de los aspectos operativos.

Para la aplicación de esta estrategia, el PE tiene que conocer la rentabilidad real de cada unidad de negocio y valorar la aportación de dicha unidad a la estructura consolidada del balance. Así podrán analizar las unidades de negocio no consideradas esenciales y que puedan ser objeto de venta.

Para iniciar este método será necesario conocer con precisión los ingresos, ganancias, flujos de efectivo de cada unidad operativa. A partir de ello, se efectuarán valoraciones por Unidades de Negocio.

6.3 CASO UFINET (COMBINACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE *BUILD UP* Y *BREAK UP*)

El caso de la empresa Ufinet es un caso muy interesante. Ufinet es adquirida por un PE como consecuencia de un *Spin Off* por parte de Gas Natural. El PE primero lleva a cabo una estrategia de *Build Up* para posteriormente realizar un *Break Up*.

Ufinet es un operador neutro de servicios de fibra óptica constituida en España en 1998. Posee infraestructuras de fibra óptica y presta servicios de transmisión de fibra óptica a operadores de telecomunicaciones en España y en mercados internacionales, operando en 17 ciudades diferentes. Empezó siendo una filial de Gas

Natural, el cual se deshace de esta unidad de negocio (proceso de Spin Off) y pasa a ser una empresa independiente, hasta que en Junio de 2014 es adquirido por el fondo de inversión inglés Cinven. Este fondo, especializado en el sector tecnológico, de medios y telecomunicaciones, adquiere la filial por 510 Mill€, apostando por el gran crecimiento en el sector de la fibra óptica y el equipo de Ufinet. Desde entonces y hasta su salida parcial en 2018, el fondo invirtió en torno a 200 Mill€ en su proceso de internacionalización mediante un crecimiento inorgánico. Una de las primeras adquisiciones fue la del grupo costarriqueño Reico en 2015, aunque la de mayor calado ha sido la compra de IFX Networks por 100 Mill€, con sede en Colombia, pero también negocio en Panamá, Argentina, Chile y Uruguay.

Cuando la filial es adquirida por el fondo de inversión, la empresa facturaba la mayoría de su actividad en territorio español. Sin embargo, en 2018 dos tercios de su negocio provienen del negocio internacional. Durante este periodo, Cinven ha llevado a cabo diversas adquisiciones para la internacionalización del negocio y crecimiento de la manera más rápida posible.

En 2018 y tras 4 años de gestión del grupo Ufinet, Cinven decide hacer una escisión parcial del negocio, dividiéndolo entre la actividad en España y el negocio en Latinoamérica. Cinven considera el negocio en España maduro y consolidado, por lo que procede a la venta al fondo Antin Infraestructure Partners, mientras que el negocio internacional de Latinoamérica, el cual considera estratégico y con gran proyección, lo mantiene en su cartera. El valor de la venta no se ha oficializado, no obstante, la compañía fue puesta a la venta por un precio entre 1.500 y 2.000 Mill€, lo que supone unas plusvalías para Cinven superiores a los 1.000 Mill€.

Este es un ejemplo claro de una operación exitosa por parte de un fondo de Private Equity. Cinven adquiere una empresa en un sector en el que tiene una larga experiencia, con el objetivo de convertirla en un líder indiscutible. Su plan inicial es potenciarla en el mercado nacional y expandirla internacionalmente. Tras varias adquisiciones en suelo Latinoamericano y una gran consolidación del negocio, después de 4 años decide dar por finalizada su inversión para rentabilizar la gestión realizada. Vemos claramente como cumple los pasos explicados en la estrategia de *Build Up*.

Sin embargo, tras un profundo análisis del mercado, por un lado, ve que en España es un negocio ya maduro y con bajas expectativas de fuerte crecimiento; por el contrario, ve un fuerte potencial del negocio en Latinoamérica. En este momento decide aplicar la estrategia explicada por el *Break Up*, en el cual se va a deshacer del negocio que ya no considera susceptible de fuerte crecimiento y por tanto futuros beneficios. Realiza una escisión del negocio y vende la parte que no considera ya estratégica, rentabilizando parte de la inversión y con expectativas de rentabilizar una futura venta del resto del negocio.

7. MEDICION DE LA CREACIÓN DE VALOR A TRAVÉS DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Al fijar el Método de Descuento de Flujos como piedra angular de la valoración, hay que preguntarse ¿Cómo impactan dichas estrategias en la valoración a través del DFC?

Partiendo de la premisa que DFC = ∑ FCF / WACC, existen dos posibilidades de actuar sobre esta ecuación, numerador o Gestión de los Flujos de Caja, o denominador u Optimizar el Coste de Capital.

Una buena combinación y gestión de estos dos factores será vital para mejorar sustancialmente el valor de la empresa.

7.1 LA GESTIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA

Los Planes Estratégicos descritos en el punto anterior, se aplicarán e irán maximizando la generación de caja de la empresa, incrementando la cantidad desde la entrada de la empresa de PE.

El incremento de actividad tiene impacto directo en el EBIT o resultado operativo antes de impuestos. Este nos muestra la actividad operativa de la empresa, sin tener en cuenta su modelo de financiación o actividades extraordinarias. Incluyendo tanto los ingresos como los costes asociados a la actividad ordinaria (coste de ventas, personal o gastos generales).

Muchas de las estrategias llevadas a cabo por el PE buscan maximizar este resultado. La búsqueda de aumento de tamaño mediante el crecimiento de ingresos impactará directamente en un mayor EBIT. Por el contrario, la búsqueda de sinergias y optimización operativa supondrá una reducción de costes.

Una vía eficiente de gestión de los costes es la de las necesidades operativas de financiación de su activo circulante. Es importantísimo saber cobrar de tus clientes, y esto tiene un impacto directo en si los clientes tardan en pagar un plazo mayor al que se paga a los proveedores, por lo que habrá un descalce o *missmatch* que hay que cubrir mediante financiación en circulante y con el consiguiente coste de financiación. Mientras que, si el tiempo de cobro es menor al de pago, ganamos liquidez y autofinanciación, siempre que el coste sea menor al bancario. La reducción de esta partida impacta directamente en la generación de caja, y es aquí donde el PE intenta trabajar de la manera más óptima posible.

Otra vía para atacar es la inversión en activo fijo o *Capital Expenditure* (Capex). Una gestión proactiva, resultaría necesaria ya que esta genera salida de caja pues las empresas necesitan invertir en activos para su actividad o producción. Lo importante es que dicha inversión en activos sea menor a lo que puedan llegar a generar con ella.

El PE está muy especializado en tener una gestión eficiente en todos los sentidos, lo que como hemos visto se traduce en una mayor generación de caja.

7.2 OPTIMIZACION DEL WACC

La optimización del coste medio ponderado de capital o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), significa adentrarse en la gestión de la financiación, pues se obtiene de la estructura de capital. Por tanto, será necesario gestionar la tasa de descuento o actualización del flujo de caja.

Hay que tener en cuenta que "La estructura de capital de los proyectos varía según las características propias de cada uno. No hay dos proyectos iguales ni existen posibilidades de repetir con exactitud una financiación de un proyecto a otro. " [10]

Al encontrase en el denominador, cuanto más bajo sea, mayor valor actualizado será el flujo de caja. El PE siempre suele tener un mayor apalancamiento o niveles de endeudamiento, pues aprovecha la potencia financiera de empresas que ya se encuentran en funcionamiento y poseen bajos niveles de endeudamiento.

Otra manera para reducir el coste de la deuda radica en la posibilidad de acudir al mercado de capitales en vez de al mercado bancaria, por ejemplo, mediante la emisión de bonos.

La idea esencial es conseguir una estructura de capital lo más óptima posible, a través del equilibrio entre el Equity y la Deuda.

10 Libro "Financiación global de proyectos", autores Diego Gómez Cáceres y Juan Ángel Jurado Madico

8. CASO PRÁCTICO:

A continuación, vamos a poner en práctica lo anteriormente analizado. La idea de este caso práctico es hacer la valoración mediante el descuento de flujo de caja de una empresa, aplicando una serie de hipótesis en el caso de que el mismo equipo gestor continuara con la gestión de forma ininterrumpida más allá del 2018.

Posteriormente, valoraremos esta misma empresa mediante el mismo método, pero aplicando unas hipótesis en base a las estrategias comunes de la actividad del PE. La implementación de estas estrategias provoca unas proyecciones y valoraciones diferentes en la empresa. De esa manera, podremos ver la diferencia en la valoración de una empresa según las estrategias y acciones que se lleven a cabo, mostrando como impacta cada una de ellas y sobre todo, cómo genera valor la firma de capital riesgo con su gestión diferencial.

8.1 EL PORQUE DE LA EMPRESA SELECCIONADA

La empresa que hemos seleccionado ha sido Naturgy Energy Group, S.A., (en adelante, Naturgy). Se trata de una empresa española histórica que opera en el sector eléctrico y gasista a nivel mundial. En España es una de las líderes del mercado junto a Endesa e Iberdrola, quienes dominan el 90% del mercado eléctrico nacional. Su actividad está enfocada al aprovisionamiento, generación, distribución y comercialización de electricidad y gas natural. Desde el 2000 cotiza en la bolsa de Madrid.

Los principales motivos por los que hemos seleccionado esta empresa son por la entrada en su accionariado en 2018 de un PE de referencia, controlando el 20% del total de sus acciones y porque la empresa ha presentado en 2018 un nuevo plan estratégico para los próximos 4 años, donde sin duda, ha tenido mucho que ver el PE.

La empresa fue fundada en 1843, con el espíritu de llevar por primera vez el alumbrado público a las calles de Barcelona. Desde entonces, la empresa ha ido evolucionando, adquiriendo y fusionándose con otras empresas para formar un grupo de mayor tamaño. Su actividad y mercado también han variado desde entonces, expandiéndose nacionalmente e introduciéndose en otros mercados dentro del sector energético, como la generación de electricidad con ciclos combinados a gas, la exploración, producción y licuefacción de gas natural y la generación de energía eólica, entre otros.

Esta expansión continúa con el salto al mercado internacional. La internacionalización del grupo se inició en 1992, cuando adquirió una empresa en

Argentina para introducirse en el mercado. A partir de aquí, el grupo empezó a expandirse por otros países, especialmente por Latinoamérica.

En 2008 se produce una fusión por absorción con Unión Fenosa y Unión Fenosa Generación, dando lugar a la creación de la primera compañía integrada de gas y electricidad de España y Latinoamérica y una de las diez primeras *utilities* europeas. Esto la convierte en una empresa más eficiente, competitiva y globalizada.

Hoy en día, el grupo tiene presencia en más de 30 países y cuenta con más de 18 millones de puntos de suministro.

El grupo, que empezó operando bajo el nombre Sociedad Catalana para el Alumbrado por Gas (SCAG), ha ido adquiriendo diferentes nombres hasta que en 2018 modificó su denominación social a Naturgy Energy Group, S.A. Este nombre, que busca un significado más corto, global y energético, es fruto del lanzamiento de su nuevo plan estratégico 2018-2022 que responde a una nueva estrategia tras la salida de Repsol de su accionariado.

Repsol, que llevaba 27 años siendo accionista de Naturgy, decidió en 2018 vender el 20,1% que tenía de su accionariado. Esta participación fue adquirida por Rioja Bidco, un vehículo inversor repartido entre el fondo de inversión británico CVC (74,3%) y Corporación Financiera Alba (25,7%).

Esta transacción nos parece muy interesante ya que, como hemos mencionado a lo largo del trabajo, se trata de algo inusual que un PE invierta en una empresa cotizada. Veremos diferentes estrategias que puede aplicar un PE en una empresa tan consolidada. Además, ha entrado de la mano de Corporación Financiera Alba, el brazo inversor de la familia March, una de las más importantes del ámbito nacional. Esto se debe a que, al tratarse de un PE extranjero, ha preferido unirse a un jugador nacional para tener más poder de decisión. El capital social del grupo después de dicha venta estará repartido principalmente entre Criteria Caixa (24,4%), CVC y Alba (20,1%) y GIP (20%).

La realización de este plan estratégico también responde a la necesidad de darle un lavado de imagen a la compañía, cambiando su nombre y priorizando el enfoque en las energías renovables. Justo ahora que el cambio climático, la sostenibilidad y las energías renovables está en boca de todas las personas, nos parece buen momento para analizar esta empresa y ver cómo va a evolucionar en los próximos años, una industria que se encuentra en plena transición.

Los principales objetivos financieros establecidos en este plan es alcanzar un EBITDA de 5.000 Mill € y un beneficio neto de 1.800 Mill € en 2022. Asimismo, la compañía se compromete a aumentar el dividendo por acción un mínimo de un 5% anual a partir de 2018, alcanzando los 1,59 euros por acción en 2022. Naturgy tiene

previsto invertir 8.400 Mill € durante el periodo 2018-2022, de los cuales 5.300 Mill € serán destinados a inversiones de crecimiento.

En los siguientes puntos haremos una modelización financiera de los estados financieros de Naturgy y la valoración de esta.

8.2 MODELIZACION FINANCIERA

El objetivo de la modelización financiera es mostrar la evolución futura de la empresa en un modelo abstracto a través del cual podremos tener una imagen global de la situación de una empresa. El modelo financiero se basa en el Balance, cuenta de Pérdidas y Ganancias y el control de Flujos de Caja de la compañía. La idea principal es proyectar todas estas partidas en el largo plazo basándose en datos históricos y en el desarrollo del mercado, tomando en consideración las expectativas de evolución en el futuro. Este modelo te permite definir diferentes escenarios en función de las variables e hipótesis que se tengan en cuenta.

Obviamente, no se trata de una ciencia exacta y hay riesgos de que no se cumplan los proyectos, ya sea por el planteamiento de unas hipótesis falsas o la simplicidad en exceso de la realidad. No obstante, se intenta que las hipótesis sean lo más realista y objetivas posibles.

La duración ideal de las proyecciones es de diez años, pues este periodo abarca las fluctuaciones cíclicas que la mayoría de los mercados y negocios sufren a lo largo del tiempo. En el lado contrario, cualquier error en las hipótesis podrá tener un mayor impacto en la valoración de la empresa. En base a esto, hemos preferido limitar nuestro periodo de proyección a 7 años y posteriormente procederemos a calcular el valor residual de la compañía para el resto de los años, así obtendremos una valoración completa de la empresa.

8.2.1 Cuenta de resultados

En este caso, hemos empezado la modelización financiera a partir de las cuentas de Pérdidas y Ganancias de cada unidad de negocio. A raíz del nuevo plan estratégico presentado en junio de 2018, Naturgy busca simplificar su estructura organizativa, dotando de más autonomía y poder a cada unidad de negocio.

La nueva estructura de la organización y manera de reportar los datos está compuesta por las unidades de negocio de Gas y Electricidad, actividad en EMEA, Latinoamérica Norte y Latinoamérica Sur. Cada una de ellas incluye los diferentes mercados y negocios en los que están presentes.

Puesto que la evolución de los ingresos a nivel global depende de la evolución del mercado y competencia, entre otros, de cada sector, hemos creído conveniente

modelizar el resultado de explotación de cada una de ellas. Las proyecciones de cada división dentro de cada unidad de negocio se realizan partiendo desde la cifra de negocio y el resto de las variables evolucionarán en función de ésta, hasta llegar al EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). Este dato es muy importante ya que muestra el resultado operativo de la empresa sin entrar en suposiciones contables. De esta manera, podremos realizar hipótesis más exactas, realistas y coherentes con el mercado en el que operan. Dependiendo de su localización la evolución de los ingresos, costes y márgenes variará, llegando a un margen de EBITDA respecto a los ingresos diferente en cada mercado.

A continuación, vamos a detallar la organización estructural de la compañía, especificando el negocio e hipótesis tomadas en cada una de ellas:

Gas y Electricidad, que incluye:

- Comercialización gas, electricidad y servicios: tiene como objetivo gestionar un nuevo modelo comercial integrado tanto para gas, electricidad y servicios, maximizando el valor del portfolio a través de focalizarse en el cliente y con alto potencial de crecimiento en servicios y soluciones.

  Las hipótesis llevadas a cabo prevén una mejora de los precios y volúmenes, lo que provoca una recuperación y mejora de los márgenes año a año, viéndose positivamente afectados con los planes de eficiencia previstos.

- Comercialización internacional de GNL: incluye tanto la comercialización del gas natural licuado como la actividad de transporte marítimo.

  Durante los últimos años esta división se ha visto perjudicada por la bajada del precio del Brent. Sin embargo, se espera una recuperación de los precios de cara al futuro, lo que lo que impacta en una mejora de márgenes en esta división. Nuestras previsiones de crecimiento son positivas.

- Generación electricidad España: incluye tanto la generación convencional (centrales hidráulicas, carbón, nuclear y ciclos combinados) como la generación renovable (eólica, minihidráulica, solar y cogeneración), todo ello en el ámbito de España actualmente.

  Se espera un fuerte crecimiento de esta división tal como viene detallado en su plan estratégico, que está enfocado en el crecimiento de las energías renovables pues se espera un mayor desarrollo e importancia de este sector.

- Generación electricidad Internacional: incluye el parque de generación de electricidad de Global Power Generation (GPG) que está situado en Latinoamérica (Brasil, Chile, Costa Rica, México, Panamá, República

Dominicana y Puerto Rico, este último integrado por el método de participación a través de la sociedad EcoEléctrica y en Australia.

En línea con el negocio anterior, se espera potenciar esta actividad mediante la expansión en nuevos mercados internacionales.

Infraestructuras EMEA incluye:

- Distribución gas España: engloba el negocio regulado de distribución de gas en España. Tiene un limitado crecimiento debido a la regulación del sector, con la cual se verá desfavorecida. Se espera un peso menor cada año de esta división.
- Distribución electricidad España: engloba el negocio regulado de distribución de electricidad en España. El periodo de regulación está llegando a su fin, lo que provocará la entrada de nuevos competidores y una caída tanto de su volumen de negocio como la rentabilidad.
- Infraestructuras Magreb: Gestiona el gasoducto Magreb – Europa. Se trata de un negocio muy especializado y cuenta con un contrato a largo plazo, por tanto, se mantendrá constante durante estos años.

Infraestructuras Latinoamérica Zona Sur:

- Distribución de gas y electricidad en Argentina. Se espera una mayor adquisición de cuota de mercado, tanto sus volúmenes como márgenes se verán incrementados
- Distribución de gas en Brasil. Tiene potencial de crecimiento, debería crecer de manera constante durante los próximos años.
- Distribución y comercialización de gas y distribución de electricidad en Chile. En este país se ha llevado a cabo un cambio regulatorio que va a entrar en vigor a partir de 2020, su actividad se verá beneficiada lo que impactará en un crecimiento de sus cuentas.
- Distribución de gas en Perú. Su posicionamiento de mercado es limitado, no se esperan un crecimiento del volumen.

Infraestructuras Latinoamérica Zona Norte:

- Distribución de gas en México. Actualmente su negocio en este territorio es muy bajo, aumentará su negocio con altos porcentajes de crecimiento, pero en realidad su cuota de mercado seguirá siendo baja
- Distribución de electricidad en Panamá. Al igual que en México, su cuota de mercado sigue siendo baja.

- Resto. Incluye básicamente la actividad de Unión Fenosa Gas (consolidada por el método de participación) y la actividad de almacenamiento de gas. No consideramos cambios en esta división.

Una vez se ha modelizado por división, el sumatorio de cada unidad nos mostrará el EBITDA total de la compañía. En base a los cálculos realizados, la compañía incrementa su EBITDA desde los 4.019 Mill € en 2018 hasta los 5.380 Mill € en 2025, es decir una mejora del 33.86%.

EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gas & Electricidad	1.360	1.302	1.409	1.525	1.648	1.781	1.924	2.079
Infrastructure EMEA	1.802	1.711	1.620	1.528	1.437	1.345	1.253	1.162
Infrastructure LatAm North	232	261	296	338	389	447	513	587
Infrastructure LatAm Sourth & Resto	625	865	947	1.040	1.145	1.263	1.399	1.553
TOTAL	**4.019**	**4.139**	**4.273**	**4.431**	**4.619**	**4.836**	**5.088**	**5.380**

A partir de este punto, la modelización continúa de manera consolidada hasta obtener el Resultado del Ejercicio global del grupo, manteniendo las diferentes partidas en los mismos porcentajes que periodos anteriores.

PERDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CIFRA DE NEGOCIO	24.339	25.560	26.929	28.442	30.116	31.936	33.918	36.081
Crecimiento	4,88%	5,02%	5,35%	5,62%	5,89%	6,04%	6,21%	6,38%
APROVISIONAMIENTO	-17.723	-18.713	-19.822	-21.047	-22.400	-23.870	-25.466	-27.205
MARGEN BRUTO	**6.616**	**6.847**	**7.107**	**7.395**	**7.715**	**8.066**	**8.451**	**8.876**
Margen respecto Ventas	27,18%	26,79%	26,39%	26,00%	25,62%	25,26%	24,92%	24,60%
GASTOS OPERATIVOS	-1.363	-1.471	-1.573	-1.679	-1.786	-1.892	-1.997	-2.101
GASTOS DE PERSONAL	-1.010	-1.032	-1.056	-1.080	-1.106	-1.133	-1.161	-1.190
OTROS INGRESOS DE EXPLOTACION	166	185	185	185	185	185	185	185
TRIBUTOS	-390	-390	-390	-390	-390	-390	-390	-390
EBITDA	**4.019**	**4.139**	**4.273**	**4.431**	**4.619**	**4.836**	**5.088**	**5.380**
Margen respecto Ventas	16,51%	16,19%	15,87%	15,58%	15,34%	15,14%	15,00%	14,91%
AMORTIZACION Y PERDIDAS POR DETERIORO	-6.186	-1.681	-1.709	-1.737	-1.765	-1.795	-1.824	-1.854
EBIT	**-2.167**	**2.458**	**2.564**	**2.694**	**2.854**	**3.042**	**3.264**	**3.526**
RESULTADO FINANCIERO	-685	-612	-610	-608	-605	-602	-597	-591
RESULTADO METODO DE PARTICIPACION	-513	15	15	15	15	15	15	15
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	**-3.365**	**1.861**	**1.969**	**2.102**	**2.263**	**2.455**	**2.682**	**2.950**
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	779	-372	-394	-420	-453	-491	-536	-590
PESO RELATIVO (%)	-23,15%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%
RDO OP ININTERRUMPIDAS	-10	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DEL EJERCICIO	**-2.596**	**1.489**	**1.576**	**1.681**	**1.811**	**1.964**	**2.145**	**2.360**
MINORITIES	-226	-298	-315	-336	-362	-393	-429	-472
PESO RELATIVO (%)	8,71%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%
RESULTADO NETO	**-2.822**	**1.191**	**1.260**	**1.345**	**1.448**	**1.571**	**1.716**	**1.888**

8.2.2 Balance de situación

El siguiente paso será proyectar el Balance de Situación. Estas partidas se modelizan para el conjunto de la empresa y tomando como hipótesis la continuación

y regularidad del modelo de negocio. Es decir, tanto los periodos de cobro y pago de sus necesidades operativas como los niveles de deuda se mantienen año tras año. Las inversiones en Capex y las amortizaciones se mantienen constantes con los datos históricos obtenidos y los dividendos crecen en línea con los años previos.

Por último, sacaremos la generación de flujo de caja a partir de las Pérdidas y Ganancias y el Balance. Se toma en consideración que el flujo de caja generado año a año irá destinado a incrementar la liquidez de la compañía, el cual podrá ser utilizado para invertir a corto plazo y obtener una pequeña rentabilidad de los excedentes. Con este último paso el balance quedaría cuadrado.

Las proyecciones indican que el balance total de la compañía incrementará desde los 40.631 Mill € en 2018 hasta los 47.087 Mill € en 2025, lo que supone un incremento del 13%. En línea con este crecimiento, se produce una mejora de la solvencia con un patrimonio neto del 40% en 2025 respecto al total del balance cuando en 2018 suponía el 36%.

Balance de situación	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo No Corriente	32.700	33.107	33.520	33.942	34.370	34.807	35.251
Activo Corriente	8.674	9.063	9.494	9.977	10.513	11.128	11.837
Total Activo	**41.374**	**42.170**	**43.015**	**43.919**	**44.883**	**45.935**	**47.087**
Patrimonio Neto	15.241	15.783	16.348	16.942	17.570	18.257	19.012
Pasivo No Corriente	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919
Pasivo Corriente	7.214	7.468	7.748	8.058	8.394	8.759	9.156
Total PN + Pasivo	**41.374**	**42.170**	**43.015**	**43.919**	**44.883**	**45.935**	**47.087**

8.3 VALORACION ANTES DE LA ENTRADA DEL PRIVATE EQUITY

A lo largo del trabajo hemos visto el método de valoración a través del descuento de flujo de caja. Tras la modelización de los estados financieros llevada a cabo en el punto anterior, hemos extraído los datos necesarios para proceder con la valoración de la empresa.

8.3.1 Flujo de caja libre

Lo primero que debemos hacer es obtener el flujo de caja libre, que es con lo que cuenta la empresa para hacer frente a sus pagos de deuda y remuneración a los accionistas. El proceso de obtención es partir del EBIT (Beneficios antes de intereses e impuestos), al que habrá que añadirle o restarle, según proceda, los impuestos, amortizaciones, inversiones en capital y necesidades de financiación operativas. Estas partidas se sacan del modelo financiero, no hay lugar a hipótesis para estos cálculos.

En el caso de Naturgy, la generación de caja crece año a año, en línea con el crecimiento de su negocio y EBITDA a lo largo de los años.

FLUJO DE CAJA LIBRE	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	2.458	2.564	2.694	2.854	3.042	3.264	3.526
IMPUESTOS OPERATIVOS	(492)	(513)	(539)	(571)	(608)	(653)	(705)
TASA FISCAL EFECTIVA	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
NOPAT	1.967	2.052	2.156	2.283	2.434	2.611	2.820
DOT. AMORTIZACION	1.681	1.709	1.737	1.765	1.795	1.824	1.854
CAPEX	(2.080)	(2.115)	(2.150)	(2.186)	(2.223)	(2.261)	(2.299)
INV. CIRCULANTE	(98)	(88)	(98)	(108)	(118)	(130)	(142)
FLUJO DE CAJA LIBRE	**1.469**	**1.557**	**1.644**	**1.753**	**1.886**	**2.045**	**2.234**

8.3.2 WACC

Para el cálculo del WACC sí que es necesario realizar hipótesis, pues tanto el coste de la deuda como de capital varía a lo largo del tiempo.

Hemos considerado que la rentabilidad de la deuda exigida se mantiene constante para todos los años, pues no se espera entrar en nuevos mercados ni tampoco incrementar los niveles de deuda de la compañía. Es por eso que consideramos que la deuda se va a mantener constante en torno al 3,9%.

Para el cálculo de la rentabilidad exigida por los socios, deberemos estimar la tasa libre de riesgo, la beta y la prima de mercado (diferencia entre tasa libre de riesgo y prima de riesgo)

La tasa libre de riesgo se estima en función de aquellos activos financieros que no deben tener riesgos asociados. Los activos que se suelen considerar son las letras del tesoro, bonos y obligaciones del Estado. En nuestra hipótesis hemos tomado en consideración una hipótesis del 4%.

Respecto a la Beta, consideramos que las variaciones que pueda haber en el mercado no deben de afectarles tanto al tratarse de una empresa muy madura y consolidada, por tanto, hemos aplicado un 0,8.

La prima de mercado es la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo. Este rendimiento lo hemos estimado mediante la media de las rentabilidades históricas de la Bolsa de Madrid. Finalmente, la prima de mercado ha sido 5%.

Una vez se han calculados los costes asociados a la estructura de capital, podemos hallar el coste global de la empresa teniendo en cuenta la proporción entre recursos propios y ajenos existente, que quedaría de la siguiente manera:

WACC	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
COSTE DE LA DEUDA (KD)	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
(1- TASA FISCAL EFECTIVA)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
DEUDA / DEUDA + EQUITY	58%	58%	57%	57%	57%	56%	56%
COSTE DEL EQUITY	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
EQUITY / DEUDA + EQUITY	42%	42%	43%	43%	43%	44%	44%
RISK FREE	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
BETA	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
PRIMA DE MERCADO (Rm - Rf)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	**5,15%**	**5,17%**	**5,20%**	**5,22%**	**5,24%**	**5,26%**	**5,29%**

8.3.3 Valor residual

Tras la estimación de los flujos de caja libre y del coste de la estructura de capital, el siguiente paso será calcular el valor residual de la compañía.

Para este cálculo es necesario hallar previamente la tasa de crecimiento media a perpetuidad, que viene representada con la "G". En nuestro caso, la estimación del crecimiento a perpetuidad ha sido del 0.25%, que representa un crecimiento bajo pero constante ya que el negocio de Naturgy está muy consolidado. Posteriormente aplicaremos la fórmula del valor residual, que nos dará un resultado del 44.473 Mill €.

VALOR RESIDUAL	2025
FCL X+10	2.234
WACC X+10	5,29%
CRECIMIENTO PERPETUO (g)	0,25%
VALOR RESIDUAL	**44.473**

8.3.4 Valoración

Una vez ya hemos hecho todos los cálculos, será el momento de traer a valor presente los flujos de caja libre y el valor residual en función de la tasa de actualización obtenida, es decir el WACC

El sumatorio de estos valores descontados resulta en la valoración de la compañía, que asciende a 41.338 Mill €. No obstante, deberemos sustraerle la deuda financiera neta actual del grupo para llegar al valor real de la compañía. Una vez hecho este proceso, el valor de la compañía es de 25.651 Mill €, que supone un 25,63€ por acción pues su capital social cuenta con 1.001 Mill de acciones.

ENTERPRISE VALUE	41.338
DEUDA FINANCIERA NETA	15.687
EQUITY VALUE	**25.651**

Nº acciones	1.001
Precio accion	25,63

8.4 ESTRATEGIAS Y CAMBIOS IMPLEMENTADOS POR EL PRIVATE EQUITY

A continuación, hemos planteado una serie de cambios y decisiones típicos del PE que tomarían en caso de invertir en la compañía valorada anteriormente. De hecho, el plan estratégico presentado por Naturgy incluye algunos de estos cambios, pues el PE que entró en su accionariado en 2018 implementó algunas de estas. No obstante, las siguientes estrategias planteadas son suposiciones de los autores del trabajo. En ellas tenemos en cuenta la situación real de la compañía y del mercado para que sean lo más relista posibles.

8.4.1 Corto plazo

- Reducción del Comité de dirección con el objetivo de simplificar la gobernanza y el control. Es importante poder llegar a acuerdos de manera sencilla cuando en periodos de negociación, en caso contrario no podremos implementar las estrategias deseadas en base a los impedimentos del resto de participantes.
- Incentivos a la dirección para alinear los intereses de todas las partes:
  - Bonus anual focalizado en la evolución del Free Cash Flow y en la rentabilidad de las inversiones.
  - Participación en un esquema de acciones compartido a largo plazo, para hacerle partícipe de los futuros beneficios.
- Cambio de la estructura de control y reporting. Creación de un grupo más horizontal, dotando de mayor poder operativo a las diferentes unidades de negocio y un control centralizado. Se haría una recolocación de las funciones corporativas de manera que se evite una estructura duplicada y desde donde se pueda monitorizar a cada unidad.

8.4.2 Medio plazo

- Mejoras operativas: gestión del día a día de manera más eficiente. Se cuenta con que la evolución de la facturación de cada unidad de negocio se potencie mediante acciones comerciales más agresivas, de manera que los ingresos de la compañía aumentarán. Por otro lado, y más importante, se reducirán los gastos operativos de la empresa, bien por recortes, bien por la digitalización de las tareas. Esto implicará directamente un aumento del EBITDA consolidado de la compañía, es decir la rentabilidad del negocio será mayor.
- Reducción de las inversiones de capital: se mantendrán niveles inferiores de inversión a los llevados hasta ahora, limitando la salida

de caja de la compañía. Esta acción, junto con la anteriormente explicada, son vitales para una mayor generación de flujos de caja.

- Optimización de la estructura financiera: renegociación con la banca de los tipos de interés para conseguir un coste de la deuda menor. Se dará prioridad a la financiación ajena, pues es más barata e implicará una reducción del WACC a la hora de valorar la compañía.
- Diversificación de las vías de financiación: se priorizará la financiación en el mercado de capitales y no tanto el mercado bancario. Conseguiremos ampliar los deudos de la compañía reducción nuestros costes de financiación.
- Generación de valor para el accionista: nueva política de dividendos, incrementando la ratio de pago año a año, hasta llegar a unos niveles mayores que los mantenidos históricamente. De esta manera, no solo obtendremos mayores flujos de caja de cara a nuestra rentabilidad de la operación, sino que también mantendremos contentos al resto del accionariado.

8.4.3 Largo plazo

- Posicionamiento estratégico de la compañía. Diversificación de los sectores y actividad, reduciendo la fuerte dependencia del mercado gasista y potenciando el mercado de las energías renovables. Reducción del número de países con presencia, pues algunos de ellos no son rentables y la cuota de mercado es muy baja. Por el contrario, enfocarse en aquellos países con un potencial de revalorización y crecimiento. De esta manera, se conseguirá un crecimiento a largo plazo en el mercado internacional controlado y rentable.
- Búsqueda constante de oportunidades de mercado para la estrategia de integración, tanto vertical como horizontal. Deberá estar atento a las posibles oportunidades que surjan, bien para introducirse en nuevos negocios o mercados, o bien para incrementar su penetración o márgenes.
- Aunque a lo largo del trabajo se ha hecho hincapié en la importancia de la salida del accionariado, se considera que el PE busca una inversión a largo plazo, pues el desembolso ha sido muy alto y se espera rentabilizarla a través de los dividendos. El plan estratégico se materializará en el largo plazo, pues el tamaño de la empresa es considerable y no es lo mismo que aplicarlo en una pequeña compañía donde el impacto suele ser más rápido.

8.5 VALORACION POSTERIOR O DE SALIDA DEL PRIVATE EQUITY

Las anteriores implementaciones tienen su impacto directo en los estados financieros de la compañía, generando un retorno vía flujos de caja mayores. Según la modelización que hemos llevado a cabo, se pueden identificar las mejoras que se producen con la nueva gestión de la compañía, lo que implica una mayor valoración.

8.5.1 EBITDA por unidad de negocio

El incremento de penetración en el mercado y las mejoras operativas implican un fuerte crecimiento de la cifra de negocio de la compañía y los niveles de volumen y márgenes.

El programa de eficiencia optimiza los gastos operativos de la empresa, tanto gastos de explotación como de aprovisionamiento, y cada mejora se traslada en un resultado de explotación mayor.

Variacion %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CIFRA DE NEGOCIO	0,45%	0,86%	1,30%	1,78%	2,30%	2,88%	3,53%
MARGEN BRUTO	0,20%	0,29%	0,38%	0,48%	0,59%	0,76%	0,99%
GASTOS OPERATIVOS	-4,06%	-7,09%	-10,16%	-13,31%	-11,96%	-10,30%	-8,32%

El EBITDA alcanza los 5.637 Mill € en 2025, siendo un 15% respecto a ventas, mientras que si la gestión se hubiera mantenido ininterrumpida, como en el modelo financiero anterior, hubiera representado el 14% respecto a las ventas, es decir un EBITDA total en 2025 de 5.380 Mill € un 14%.

GENERACIÓN DE EBITDA									
Gestión histórica									
EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Gas & Electricidad	1.360	1.302	1.409	1.525	1.648	1.781	1.924	2.079	
Infrastructure EMEA	1.802	1.711	1.620	1.528	1.437	1.345	1.253	1.162	
Infrastructure LatAm North	232	261	296	338	389	447	513	587	
Infrastructure LatAm Sourth & Resto	625	865	947	1.040	1.145	1.263	1.399	1.553	
TOTAL	4.019	4.139	4.273	4.431	4.619	4.836	5.088	5.380	33,86%
Estrategía PE									
EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Gas & Electricidad	1.360	1.343	1.480	1.629	1.793	1.906	2.026	2.154	
Infrastructure EMEA	1.802	1.735	1.668	1.599	1.530	1.460	1.390	1.320	
Infrastructure LatAm North	232	264	301	347	403	468	542	627	
Infrastructure LatAm Sourth & Resto	625	869	950	1.041	1.142	1.256	1.386	1.536	
TOTAL	4.019	4.211	4.399	4.616	4.869	5.090	5.344	5.637	40,25%

El incremento de EBITDA desde el 2018 al 2025 es de un 40,25%, que viene dado por una media de crecimiento anual del 4,01%.

Variación %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Media
Gas & Electricidad	3,11%	4,76%	6,41%	8,07%	6,54%	5,02%	3,47%	**5,34%**
Infrastructure EMEA	1,38%	2,86%	4,43%	6,12%	7,93%	9,88%	11,99%	**6,37%**
Infrastructure LatAm North	0,87%	1,71%	2,55%	3,46%	4,40%	5,38%	6,41%	**3,54%**
Infrastructure LatAm Sourth & Resto	0,43%	0,32%	0,10%	-0,21%	-0,58%	-0,87%	-1,08%	**-0,27%**
TOTAL	**1,71%**	**2,87%**	**4,01%**	**5,13%**	**4,99%**	**4,79%**	**4,55%**	**4,01%**

8.5.2 Pérdidas y ganancias

Es en la primera parte de las cuentas de PyG donde más acciones puede tomar el PE, mientras que en la continuación las hipótesis se mantendrían en línea con lo anteriormente planteado.

PERDIDAS Y GANANCIAS

Gestión histórica

Perdidas y Ganancias	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	**4.139**	**4.273**	**4.431**	**4.619**	**4.836**	**5.088**	**5.380**
AMORTIZACION Y PERDIDAS POR DETERIORO	(1.681)	(1.709)	(1.737)	(1.765)	(1.795)	(1.824)	(1.854)
COSTES FINANCIEROS	(597)	(595)	(593)	(590)	(587)	(582)	(576)
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	(372)	(394)	(420)	(453)	(491)	(536)	(590)
RESULTADO DEL EJERCICIO	**1.489**	**1.576**	**1.681**	**1.811**	**1.964**	**2.145**	**2.360**
MINORITIES	(298)	(315)	(336)	(362)	(393)	(429)	(472)
RESULTADO NETO	**1.191**	**1.260**	**1.345**	**1.448**	**1.571**	**1.716**	**1.888**

Estrategía PE

Perdidas y Ganancias	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	**4.211**	**4.399**	**4.616**	**4.869**	**5.090**	**5.344**	**5.637**
AMORTIZACION Y PERDIDAS POR DETERIORO	(1.251)	(1.265)	(1.280)	(1.295)	(1.311)	(1.328)	(1.346)
COSTES FINANCIEROS	(484)	(482)	(478)	(471)	(462)	(447)	(427)
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	(495)	(531)	(572)	(620)	(663)	(714)	(773)
RESULTADO DEL EJERCICIO	**1.981**	**2.122**	**2.287**	**2.482**	**2.654**	**2.855**	**3.091**
MINORITIES	(396)	(424)	(457)	(496)	(531)	(571)	(618)
RESULTADO NETO	**1.585**	**1.698**	**1.830**	**1.985**	**2.123**	**2.284**	**2.473**

Las mejoras operativas de la empresa suponen un resultado del ejercicio mayor, que asciende a 2.473 Mill € en 2025, un 30% superior a la otra gestión alternativa.

Variacion %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CIFRA DE NEGOCIO	0,45%	0,86%	1,30%	1,78%	2,30%	2,88%	3,53%
MARGEN BRUTO	0,20%	0,29%	0,38%	0,48%	0,59%	0,76%	0,99%
GASTOS OPERATIVOS	-4,06%	-7,09%	-10,16%	-13,31%	-11,96%	-10,30%	-8,32%

8.5.3 Balance de situación

En este modelo el balance de la compañía mantiene su tendencia creciente. A diferencia que en la gestión habitual, este también ve optimizado su proceso operativo. Por ejemplo, la rotación de existencias es más frecuente, que significa un menor tiempo de las existencias en sus almacenes. Esta mejora supone impacta de

manera positiva en el corto plazo, sin necesidad de acudir a la financiación extraordinaria para cubrir la diferencia entre los activos y pasivos corrientes.

BALANCE

Gestión histórica

Balance de situación	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo No Corriente	32.700	33.107	33.520	33.942	34.370	34.807	35.251
Activo Corriente	8.674	9.063	9.494	9.977	10.513	11.128	11.837
Total Activo	**41.374**	**42.170**	**43.015**	**43.919**	**44.883**	**45.935**	**47.087**
Patrimonio Neto	15.241	15.783	16.348	16.942	17.570	18.257	19.012
Pasivo No Corriente	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919
Pasivo Corriente	7.214	7.468	7.748	8.058	8.394	8.759	9.156
Total PN + Pasivo	**41.374**	**42.170**	**43.015**	**43.919**	**44.883**	**45.935**	**47.087**

Estrategía PE

Balance de situación	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo No Corriente	32.815	33.345	33.899	34.478	35.084	35.717	36.378
Activo Corriente	8.709	9.155	9.688	10.345	11.153	12.154	13.395
Total Activo	**41.524**	**42.500**	**43.587**	**44.824**	**46.237**	**47.870**	**49.773**
Patrimonio Neto	15.384	16.065	16.841	17.731	18.763	19.977	21.416
Pasivo No Corriente	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919	18.919
Pasivo Corriente	7.220	7.516	7.827	8.174	8.555	8.974	9.438
Total PN + Pasivo	**41.524**	**42.500**	**43.587**	**44.824**	**46.237**	**47.870**	**49.773**

El PE limita las inversiones en activos para evitar la salida de caja. La eficiencia operativa provoca una necesidad menor de financiación operativa. Ambas mejoras suponen un recorte anual del 16% de la caja destinada a la financiación de inversiones.

CÁLCULO DE CAPEX

Gestión histórica

FLUJO DE CAJA DE INVERSIONES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	2.080	2.115	2.150	2.186	2.223	2.261	2.299
Inversion circulante	98	88	98	108	118	130	142
TOTAL	**2.179**	**2.203**	**2.248**	**2.295**	**2.342**	**2.390**	**2.441**

Estrategía PE

FLUJO DE CAJA DE INVERSIONES	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	1.764	1.795	1.834	1.874	1.917	1.961	2.007
Inversion circulante	43	71	98	109	120	133	147
TOTAL	**1.808**	**1.867**	**1.932**	**1.983**	**2.036**	**2.093**	**2.155**

Variación %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Total	-21%	-18%	-16%	-16%	-15%	-14%	-13%	**-16,15%**

Por último, la agresiva política de dividendos que aplican reduce considerablemente la caja disponible de la compañía. Es cierto que supone una salida

de fondos de la compañía, que va en contra de los principios del PE, pero la realidad es que en este caso ellos son los propios accionistas de la compañía, por lo que se ven beneficiados por el pago de dividendos.

Todos los cambios introducidos, han significado una mejora general de las métricas, como en la gestión de las existencias, menores necesidades de caja y mejora en los acreedores.

8.5.4 Flujo de caja libre y WACC

Debido a que los flujos de caja parten desde el EBIT, en este caso su resultado inicial será mayor en base a la mayor generación de EBITDA de la compañía. Las siguientes partidas también ofrecen una mejora, pues como hemos dicho la gestión del PE va encaminada en la mejora del Capex y NOF. El Capex se ve reducido en comparación con los años anteriores, pues no se desea una salida de caja de la compañía para nuevas inversiones.

Respecto a sus necesidades operativas de financiación, la gestión eficiente del PE hace que las entradas y salidas de caja estén alineadas y las necesidades sean menores.

CÁLCULO FREE CASH FLOW

Gestión histórica

FLUJO DE CAJA LIBRE	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	2.458	2.564	2.694	2.854	3.042	3.264	3.526
IMPUESTOS OPERATIVOS	(492)	(513)	(539)	(571)	(608)	(653)	(705)
TASA FISCAL EFECTIVA	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
NOPAT	1.967	2.052	2.156	2.283	2.434	2.611	2.820
DOT. AMORTIZACION	1.681	1.709	1.737	1.765	1.795	1.824	1.854
CAPEX	(2.080)	(2.115)	(2.150)	(2.186)	(2.223)	(2.261)	(2.299)
INV. CIRCULANTE	(98)	(88)	(98)	(108)	(118)	(130)	(142)
FLUJO DE CAJA LIBRE	**1.469**	**1.557**	**1.644**	**1.753**	**1.886**	**2.045**	**2.234**

Estrategia PE

FLUJO DE CAJA LIBRE	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	2.960	3.134	3.337	3.574	3.779	4.016	4.291
IMPUESTOS OPERATIVOS	(592)	(627)	(667)	(715)	(756)	(803)	(858)
TASA FISCAL EFECTIVA	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
NOPAT	2.368	2.507	2.669	2.859	3.023	3.213	3.433
DOT. AMORTIZACION	1.251	1.265	1.280	1.295	1.311	1.328	1.346
CAPEX	(1.764)	(1.795)	(1.834)	(1.874)	(1.917)	(1.961)	(2.007)
INV. CIRCULANTE	(43)	(71)	(98)	(109)	(120)	(133)	(147)
FLUJO DE CAJA LIBRE	**1.811**	**1.906**	**2.018**	**2.171**	**2.298**	**2.448**	**2.624**

Variacion %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
FLUJO DE CAJA LIBRE	19%	18%	18%	19%	18%	16%	15%	**17,73%**

En la estrategia del PE es esencial la gestión del Free Cash Flow libre, pues impactará directamente en la valoración de la empresa, y que en nuestro caso supone un incremento de media anual del 17%.

Adicionalmente, su estructura de financiación es más óptima. La renegociación del coste de la deuda y acceso al mercado de capitales permite a la compañía bajar su coste de endeudamiento. Teniendo en cuenta que el porcentaje de deuda es mayor al de capital, pues es más barato, su coste de financiación se verá reducido.

CÁLCULO WACC							
Gestión histórica							
WACC	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
COSTE DE LA DEUDA (KD)	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
(1- TASA FISCAL EFECTIVA)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
DEUDA / DEUDA + EQUITY	58%	58%	57%	57%	57%	56%	56%
COSTE DEL EQUITY	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
EQUITY / DEUDA + EQUITY	42%	42%	43%	43%	43%	44%	44%
RISK FREE	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
BETA	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
PRIMA DE MERCADO (Rm - Rf)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	**5,15%**	**5,17%**	**5,20%**	**5,22%**	**5,24%**	**5,26%**	**5,29%**

Estrategía PE

WACC	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
COSTE DE LA DEUDA (KD)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
(1- TASA FISCAL EFECTIVA)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
DEUDA / DEUDA + EQUITY	58%	58%	57%	56%	56%	54%	53%
COSTE DEL EQUITY	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
EQUITY / DEUDA + EQUITY	42%	42%	43%	44%	44%	46%	47%
RISK FREE	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
BETA	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
PRIMA DE MERCADO (Rm - Rf)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
WACC	**4,83%**	**4,86%**	**4,89%**	**4,93%**	**4,98%**	**5,04%**	**5,11%**

Variacion %	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	
WACC	-7%	-7%	-6%	-6%	-5%	-4%	-3%	**-5,45%**

Una vez entra el PE, la fuerza financiera que respalda a la compañía, le permite la renegociación del coste de la deuda bancaria, en nuestro caso tomando un coste de la deuda desde el 3,90% al 3,20%. Esta mejora en el coste de la deuda impacta en una reducción media del 5% del WACC.

Vemos como el PE ha conseguido un incremento del flujo de caja y reducción del WACC, lo que mejorará la valoración a realizar de los flujos de caja.

8.5.5 Valor residual

El principal parámetro que mide el valor residual es acertar con el crecimiento perpetuo de la empresa. En esta nueva valoración, consideramos que el crecimiento es mayor ya que la estrategia del PE es potenciar sus ventas a largo plazo mediante la apertura de nuevos negocios y mercados. Es por ello que la G asciende de 0,25% a 0,80%.

CÁLCULO VALOR RESIDUAL	
Gestión histórica	
VALOR RESIDUAL	**2025**
FCL X+10	2.234
WACC X+10	5,29%
CRECIMIENTO PERPETUO (g)	0,25%
VALOR RESIDUAL	**44.473**

Estrategía PE	
VALOR RESIDUAL	**2025**
FCL X+10	2.624
WACC X+10	5,11%
CRECIMIENTO PERPETUO (g)	0,80%
VALOR RESIDUAL	**61.305**

Se ve un fuerte incremento del valor de la empresa a perpetuidad por la búsqueda de crecimiento continuado.

8.5.6 Valoración

En los puntos anteriores hemos visto como cada decisión ha modificado las cuentas de la compañía. El resultado de todo esto, realizando la valoración de la misma manera que explicamos en la valoración anterior, es que el valor final de la empresa pasa a ser de 25.651 Mill € a 40.633 Mill €.

VALORACION			
Gestión histórica			
ENTERPRISE VALUE	41.338		
DEUDA FINANCIERA NETA	15.687	Nº acciones	1.001
EQUITY VALUE	**25.651**	Precio accion	25,63

Estrategía PE			
ENTERPRISE VALUE	56.236		
DEUDA FINANCIERA NETA	15.603	Nº acciones	1.001
EQUITY VALUE	**40.633**	Precio accion	40,59

Las estrategias aplicadas por el PE impactan en un potencial de revalorización de las acciones de la empresa del 58%, por el cual consideramos que sus acciones deberían cotizar a 40,59€ por acción.

8.6 IDENTIFICACION DE LA CREACIÓN DE VALOR

La creación de valor la podemos plasmar en varios bloques.

El PE modifica la estructura de capital presente hasta ese momento. Sabe que es vital un coste menor de financiación y que esto lo puede alcanzar mediante el uso de la deuda, sensiblemente menor al coste del capital. Por ello busca enfocar la nueva estructura al abaratamiento de los costes.

Hay una gestión más ambiciosa del proyecto, por lo que hay una búsqueda constante de maneras de crecer, tanto orgánicamente como inorgánicamente. El objetivo claro es aumentar su negocio y tamaño, manteniéndolo en el largo plazo hasta alcanzar el liderato de su sector. Tiene la posibilidad de incorporar nuevas compañías al grupo, generando beneficios extras y sinergias. En base a esto el crecimiento perpetuo es mayor a largo plazo.

La generación de flujos de caja de las nuevas estimaciones va a ser mayores por la diferente gestión y política de inversión llevada a cabo. Hemos visto como la mayoría de sus acciones van destinada a la creación de valor de la compañía mediante la mejora de los flujos de caja generados. Es una gestión mucho más organizada, profesionalizada y optimizada con el objetivo claro de mejorar la rentabilidad de la empresa.

Las mejoras y crecimientos de la compañía van directamente relacionadas con la creación de valor de los accionistas. No obstante, esto se ve apoyado por la agresiva política de retribución de dividendos, que verá como sus accionistas y potenciales inversores estarán más interesados en la compañía. Como consecuencia de la gestión del PE se producen la creación de valor tanto de la propia compañía como la de sus accionistas, viéndose beneficiado por ambos lados.

9. CONCLUSIONES DEL TRABAJO:

El presente trabajo Fin de Máster ha tratado de explicar las principales estrategias de inversión de los fondos de PE, analizando una a una las diferentes gestiones que se aplican en las empresas participadas y enfocándose en las estrategias de *Build Up* y *Break Up* que buscan la creación de valor para la obtención de una mayor rentabilidad en comparación con otras posibles alternativas.

Con la realización del caso práctico buscamos traspasar la teoría a la realidad de una empresa, de tal manera que nos mostrará como cada cambio y toma de decisión de los gestores del PE impacta directamente en la valoración de una empresa, y por ende en la futura rentabilidad que obtenga el PE a lo largo de su inversión.

Las conclusiones que hemos extraído son las siguientes:

- El sector del PE está sufriendo un fuerte crecimiento por ser una forma de inversión basada en la eficiencia de las empresas participadas. Los retornos esperados son mayores a otros modelos de inversión, no obstante, el riesgo asumido también es mayor. En un momento en el que el mercado cada vez es más competitivo y exigente, hay que tener en cuenta que la política de inversión es a largo plazo, por lo tanto, es importante mantener una postura fría y acorde a la estrategia planeada. Cualquier decisión errónea que se tome en las diferentes etapas del PE se verá directamente reflejada en la rentabilidad a la finalización del proyecto, por eso es debe tener una estrategia clara y transparente desde el inicio del proceso.

- Existen diferentes medios para la valoración de empresas, cada uno enfocado en distintas partidas financieras pero todos ellos compatibles, por eso es necesario saber entender el significado de estos. La rentabilidad del PE se ve materializada en la venta de la empresa participada, de modo que será vital la valoración de esta empresa. Debido a la operativa del PE, consideramos que el método que mejor encaja es el Descuento de Flujos de Caja (DFC), que se basa en la potencial generación de flujo de caja y una óptima estructura de capital. Por eso la gestión empresarial del PE irá encaminada a la maximización del flujo de caja y a la máxima eficiencia en su coste de capital, pues la valoración será mayor y su rentabilidad se verá incrementada.

La estrategia del PE sobre las empresas participadas va enfocadas a la generación de valor de los accionistas. Existe una larga lista de posibles acciones entre las que destacamos:

- Alineación de los intereses entre los inversores, los gestores del fondo (PE) y los directivos, en búsqueda de un beneficio común.

- Internacionalización de la empresa para expandirse a nuevos mercados y productos, obteniendo un mayor incremento de facturación y cuota de mercado.
- Optimización de los recursos operativos y financieros para ser más productivos y eficientes.
- Crecimiento inorgánico mediante integraciones verticales y horizontales con el objetivo de maximizar el valor de la empresa y obtener mayores márgenes.
- Estrategia clara de salida o desinversión de la empresa participada pues es un momento clave donde se obtiene la mayoría de la rentabilidad del proyecto.

Una de las estrategias más empleadas es la de *Build Up.* Esta estrategia se basa en el crecimiento inorgánico, es decir la adquisición de nuevas compañías para integrarlas y formar un grupo empresarial mayor. Las nuevas compañías pueden ir desde pequeños competidores hasta empresas con una relación comercial como pueden ser los proveedores o distribuidores. Gracias a estas fusiones se generarán sinergias entre unas y otras, economías de escala y eficiencias, lo que se traslada en un aumento de valor agregado de las mismas y maximización de su valor.

Naturgy tiene un potencial de revalorización claro con la entrada de un PE con un alto porcentaje de participación en su accionariado. El nuevo plan estratégico presentado en 2.018, en el que claramente ha influido su nuevo socio, muestra las acciones tratadas a lo largo del trabajo: incremento de la cuota de mercado, diversificación de negocios, reducción de costes operativos, mejoras de márgenes y creación de valor para el accionista mediante la subida de dividendos.

En base a todos los puntos anteriores, consideramos que el presente trabajo ha logrado el objetivo inicial planteado, que consistía en explicar, analizar y poner en práctica la valoración de empresas y las estrategias de creación de valor desde la perspectiva del Private Equity.

10. PRINCIPALES PUNTOS DE APRENDIZAJE Y EMPLEABILIDAD:

La realización de este trabajo ha supuesto una buena oportunidad para sus autores de aprender y mejorar el conocimiento sobre una industria que era de su interés y en paralelo, para la puesta en práctica de los conocimientos adquiridos durante el máster.

Los dos autores del trabajo cuentan con una trayectoria profesional enfocada principalmente en el sector bancario, en las divisiones de banca comercial y financiación de activos, caracterizadas actualmente por un entorno de tipos de interés muy bajos y la dificultad de obtener una buena rentabilidad. Hemos aprendido un método diferente de inversión, aplicable en otras áreas, con un protagonismo cada vez mayor debido a su modelo de gestión eficiente y obtención de altas rentabilidades.

Este modelo se basa en la profesionalización, alineación de intereses de todos los partícipes y la gestión eficiente de las empresas. Lo interesante, es que se pueden aplicar en cualquier empresa y sector, lo que supone un interesante campo de actuación futuro para nuestro desarrollo profesional. La oportunidad de estudiar en profundidad este sector y realizar entrevistas a expertos sectoriales nos ha proporcionado un punto de vista real del marco teórico.

Se ha realizado un exhaustivo estudio de la valoración de empresas mediante el descuento de flujo de caja que nos ha enseñado a analizar el futuro de las empresas, tanto a nivel global como por unidades de negocio. Esto nos permite identificar los puntos fuertes de cada actividad empresarial y cuáles son las principales palancas de generación de valor en las empresas. Hemos conseguido tener una visión general de las compañías para detectar las diferentes líneas que deben ser mejoradas o potenciadas y que podemos aplicar en cualquier empresa o departamento.

Además, hemos analizado en detalle el Plan Estratégico 2018-2022 de Naturgy para adquirir un mayor conocimiento del sector y las nuevas tendencias que están surgiendo, especialmente de las energías renovables, con un futuro esperanzador a nivel mundial. Hemos aprendido como está estructurado el sector, los diferentes jugadores y líneas de negocio. Todo esto se ve reflejado en la estructura organizativa de la compañía, que nos da una visibilidad mayor sobre la manera de gestionar una empresa.

Nos proporciona adicionalmente, una base sólida para la realización futura de un plan de negocio o estratégico, abarcando los diferentes departamentos de las compañías como puede ser el comercial, financiero o administrativo y que esperamos en un futuro poder desarrollar profesionalmente.

11. BIBLIOGRAFIA

Alcázar, J.L. (2.018) *EY Global Private Equity Watch 2018* [En línea] <https://www.ey.com/es/es/home/ey-global-private-equity-watch-2018>

ASCRI Asociación Española de Capital, Crecimiento en Inversión (2.019) 'Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)' en Qué es el Capital Privado [En línea] disponible en <https://www.ascri.org/que-es-el-capital-riesgo/> [20 marzo 2.019]

ASCRI Asociación Española de Capital, Crecimiento en Inversión (2.017) 'NP-Resultados Venture Capital & Private Equity en España en 2017' en Noticias [En línea] disponible en <https://www.ascri.org/np-resultados-venture-capital-private-equity-en-espana-en-2017/> [30 mayo 2.018]

Barber, F. y Goold, M. (2.007) '*The Strategic Secret of Private Equity' en Financial Manangement* [En línea] disponible en <https://hbr.org/2007/09/the-strategic-secret-of-private-equity> [2.007]

Engert, H. (2.018) '*Can private markets boom if public markets bust?'* en Report [En línea] disponible en <https://www.ey.com/es/es/home/ey-global-private-equity-watch-2018> [2.018]

Fernández, P. (2.008) '*Documento de Investigación DI-771'* en Report [En línea] disponible en <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf> [noviembre 2.008] IESE Business School – Universidad de Navarra

Feld, B., Mendelson, J., (2.015) *Cómo cerrar rondas de financiación con éxito, Una guía práctica para operaciones de capital riesgo*. Editor: Cabecera [23 de septiembre de 2.015]

Gómez, D., Jurado, J.A., (2.001) *Financiación global de proyectos: Project finance.* Editor: ESIC Editorial; Edición: 1 [1 de septiembre de 2.001]

MacArthur, H. (2.017) *'Bain & Company's Global Private Equity Report 2018'* en Report [En línea] disponible en <https://www.bain.com/insights/global-private-equity-report-2018/> [26 febrero 2.018]

Morales, J.I., Martínez, J. (2.006) *Valoración y análisis sectorial*. Editorial: Ariel Economía [11 de abril de 2.006]

Moran, J. (2.019) Apuntes Corporate Finance. Documentación interna CUNEF

Naturgy, Web Corporativa Conócenos, Accionistas e inversores [En línea] disponible en <https://www.naturgy.com/inicio>

Naturgy Energy Group, Web Corporativa Cuentas Anuales Auditadas Individuales y Consolidadas de Naturgy Energy Group, S.A. desde el 2014 hasta el 2018. [En línea] disponible en <https://www.naturgy.com/inicio>

Nazca Capital SGEIC (2.011) '*Strategy Case Acens'* en Strategy [En línea] disponible en <https://www.nazca.es/en/strategy/case-acens-technologies> [2.011]

Renta 4 Banco SA (2.018) *Valoración de Naturgy* [27 de Noviembre de 2.018]

Peiro, A. (2.015) '*Capital Riesgo – Private Equity*' en Definiciones, Finanzas [En línea] disponible en <https://economipedia.com/definiciones/capital-riesgo.html> [2.015]

Vause, B. (2.005) *Análisis y Valoración de empresas*. Editorial: Expansión [2.005]