

Nacho Díaz Robles

Aplicació d'un model

Leveraged Buyout

Àrea temàtica: Direcció Financera

Grau de Administració i Direcció d'Empreses



FACULTAT D'ECONOMIA i EMPRESA
Universitat Rovira i Virgili

Reus

Curs 2023-24

ÍNDEX

TÍTOL, RESUM I PARAULES CLAU.....	4
Resum.....	4
Resumen.....	4
Abstract.....	5
PRESENTACIÓ	6
INTRODUCCIÓ	7
1. MARC TEÒRIC.....	8
1.1. CONCEPTE D'LBO.....	8
1.2. ORÍGENS I EVOLUCIÓ	8
1.3. INTERVINENTS.....	10
1.3.1. Els compradors.....	10
1.3.2. Els venedors.....	11
1.3.2.1. Tipus de venedors.....	11
1.3.2.2. Procediment de venda.....	11
1.3.2.3. Operacions de <i>public to private</i>	11
1.3.2.4. Reinversió del venedor.....	11
1.3.3. Les entitats finançadores.....	12
1.3.4. Els directius.....	12
1.3.5. Els assessors professionals.....	12
1.4. TIPUS D'LBO	13
1.4.1. Management Buyout (MBO).....	13
1.4.2. Management Buyin (MBI)	13
1.4.3. Buyin Management Buyout (BIMBO)	14
1.4.4. Leveraged Employee Buyout (LEBO)	14
1.4.5. Institutional Buyout (IBO)	14
1.4.6. Owner's Buyout (OBO)	14

1.4.7. Secondary Buyout (SBO).....	14
1.5. FINANÇAMENT DE LES LBO	15
1.5.1. Deute sènior (<i>Senior Notes</i>).....	15
1.5.2. Deute subordinat.....	16
1.5.3. Préstec bancari.....	16
1.5.4. Revolving Credit Facility.....	16
1.5.5. <i>Bridge</i>	16
1.5.6. Bons	17
1.5.7. Mezzanine Debt.....	17
1.5.8. Estructura financera d'un LBO a Espanya.....	17
1.6. MECANISME I VALORACIÓ DELS LBO	18
1.6.1. Característiques de l'empresa <i>target</i>	18
1.6.2. Components d'un LBO.....	19
1.6.3. El procés del LBO	19
1.6.4. Aspectes determinants de la inversió	20
1.6.4.1. La valoració de la societat <i>target</i>	20
1.6.4.2. El palanquejament financer	21
1.6.4.3. El paper de l'EBITDA.....	22
1.7. OPERACIONS DE CAPITAL DE RISC A ESPANYA.....	23
2. METODOLOGIA	24
3. CAS PRÁCTIC: MODEL LBO DE ESTABLIMENTS VIENA S.A.....	26
3.1. CONTEXT	26
3.2. MODEL OPERATIU (THREE STATEMENTS MODEL).....	26
3.2.1. Anàlisis dels estats financers	27
3.2.1.1. Compte de pèrdues i guanys	27
3.2.1.2. Balanç de situació	29
3.2.1.3. Ràtios financeres.....	30
3.2.2. Projeccions financeres	31
3.3. TRANSACCIÓ LBO.....	34

3.3.1. Valoració del preu de compra.....	34
3.3.2. Fonts de finançament.....	35
3.3.2.1. Préstec bancari	35
3.3.2.2. Fons de deute	36
3.3.2.3. Crèdit Revòlver.....	36
3.3.2.4. Inversors Institucionals	37
3.3.2.5. Patrocinador financer	38
3.3.3. Balanç pro-forma	38
3.3.4. Projecció dels nous estaments.....	39
3.3.4.1. Compte de pèrdues i guanys.....	39
3.3.4.2. Balanç de situació	40
3.3.4.3. Fluxos de caixa	41
3.3.5. Retorns dels inversors i anàlisi dels resultats.....	42
3.3.5.1. Préstec bancari	43
3.3.5.2. Fons de deute	43
3.3.5.3. Inversors institucionals	44
3.3.5.4. Patrocinador financer i equip directiu.....	44
3.3.5.5. Taula de sensibilitat	46
3.4. CREATIÓ D'ESCENARIS	46
3.4.1. Cas optimista	46
3.4.2. Cas pessimista.....	47
4. CONCLUSIONS	48
5. REFERÈNCIES BIBLIOGRÀFIQUES	50
6. ANEXOS.....	53

TÍTOL, RESUM I PARAULES CLAU

Títol: Aplicació d'un model *Leveraged Buyout*

Título: Aplicación de un modelo *Leveraged Buyout*

Title: Application of a Leveraged Buyout model

Resum

Aquest treball té com a objectiu principal analitzar l'aplicació dels *Leveraged Buyouts* (LBO) en el context financer actual, posant el focus en la realització d'un cas pràctic sobre l'empresa Establiments Viena S.A. Per fer-ho, es fa una revisió de la literatura i conceptes dels LBO, la seva evolució històrica, els actors involucrats, així com les estratègies de finançament que s'apliquen. El nucli del treball és la creació d'un model financer detallat i la simulació de l'operació LBO per avaluar-ne la viabilitat i la sostenibilitat. Els resultats mostren que les operacions de LBO poden millorar significativament la gestió i el creixement de les empreses adquirides, proporcionant un retorn substancial per als inversors. Aquesta anàlisi contribueix a una millor comprensió tant teòrica com pràctica de les transaccions LBO a l'entorn empresarial actual.

Paraules clau: Leveraged Buyout, finançament, deute, LBO.

Resumen

Este trabajo tiene como objetivo principal analizar la aplicación de los *Leveraged Buyouts* (LBO) en el contexto financiero actual, poniendo el foco en la realización de un caso práctico sobre la empresa Establiments Viena S.A. Para ello, se realiza una revisión de la literatura y conceptos de los LBO, su evolución histórica, los actores involucrados, así como las estrategias de financiación que se aplican. El núcleo del trabajo es la creación de un modelo financiero detallado y la simulación de la operación LBO para evaluar su viabilidad y sostenibilidad. Los resultados muestran que las operaciones de LBO pueden mejorar significativamente la gestión y el crecimiento de las empresas adquiridas, proporcionando un retorno sustancial para los inversores. Este análisis contribuye a una mejor comprensión tanto teórica como práctica de las transacciones LBO en el entorno empresarial actual.

Palabras clave: Leveraged Buyout, financiación, deuda, LBO.

Abstract

The main objective of this paper is to analyze the application of Leveraged Buyouts (LBOs) in the current financial context, focusing on the creation of a case study on the company Establiments Viena S.A. To this end, a review of the literature and concepts of LBOs, their historical evolution, the actors involved, as well as the financing strategies that are applied is carried out. The core of the work is the creation of a detailed financial model and simulation of the LBO operation to assess its feasibility and sustainability. The results show that LBO operations can significantly improve the management and growth of acquired companies, providing a substantial return for investors. This analysis contributes to a better understanding of both theoretical and practical LBO transactions in today's business environment.

Keywords: Leveraged Buyout, financing, debt, LBO.

PRESENTACIÓ

La meua elecció de centrar-me en les operacions de Leveraged Buyout (LBO) en aquest treball de final de grau va ser inicialment inspirada per un vídeo a YouTube que explicava breument com funcionaven aquestes operacions. Aquest vídeo va captivar la meua curiositat i em va motivar a aprofundir més en la complexitat i les dinàmiques d'aquestes estratègies financeres, desvetllant un interès profund pel món de les finances, especialment en la banca d'inversió i el capital risc.

Aquest interès inicial s'ha reforçat i expandit a través de l'estudi en diverses assignatures durant el meu grau d'ADE. En Anàlisi d'Estats Financers, he pogut adquirir coneixements sobre la interpretació dels estats financers i l'anàlisi de ràtios, que són fonamentals per a la valoració financera en els LBO i són crucials per l'enteniment de les partides dels estats financers de l'empresa analitzada. Un altra assignatura a destacar és Fonaments dels Mercats Financers, ja que he pogut aprendre a utilitzar l'Excel per realitzar anàlisis de carteres i modelatge de descomptes de fluxos de caixa, eines molt útils per a l'avaluació d'inversions dels LBO. Addicionalment, les assignatures de l'àmbit de Direcció Financera m'han proporcionat una base sòlida per la valoració d'empreses mitjançant diferents metodologies.

La suma de tots els coneixements adquirits al llarg dels meus estudis del grau ha facilitat la meua comprensió del món de l'empresa i les finances i ha aguditzat les meves habilitats analítiques, motivant-me a explorar, de manera més específica, com els LBO poden servir com a mecanismes per a transformar significativament les empreses des d'un punt de vista financer i operatiu. En definitiva, aquest interès acadèmic, junt amb el desig de comprendre millor les dinàmiques dels mercats financers en operacions d'alta complexitat, ha guiat la meua elecció de tema per aquest treball de final de grau, amb l'objectiu de vincular els coneixements teòrics adquirits amb una aplicació pràctica i realista en el món empresarial.

INTRODUCCIÓ

Les operacions de *Leveraged Buyout (LBO)* han esdevingut una eina financera clau per a les firmes de *private equity*, on l'enginyeria financera es combina amb l'adquisició estratègica. En una transacció LBO, les empreses de capital privat adquireixen empreses utilitzant una quantitat substancial de deute, amb l'objectiu d'incrementar els rendiments aprofitant els actius i els fluxos d'efectiu de l'empresa adquirida. (Manley, 2024)

El present treball de fi de grau té com a objectiu analitzar en profunditat els LBO, des de la seva conceptualització fins a la seva aplicació pràctica en el cas específic d'Establiments Viena S.A. A través d'aquest estudi, es pretén comprendre no només els mecanismes i les estratègies financeres que s'implementen en aquest tipus de transaccions, sinó també avaluar l'impacte que tenen en la gestió, el creixement post-adquisició de l'empresa objectiu i la viabilitat d'aquestes operacions.

En primer lloc, es realitzarà una revisió teòrica del concepte d'LBO, examinant els seus orígens històrics, l'evolució que ha experimentat al llarg dels anys i els diversos agents que intervenen en aquest tipus de transaccions. Seguidament, es detallaran els diferents tipus d'LBO i les estratègies de finançament que se solen aplicar. A més, es discutirà el procés d'avaluació de les empreses objectiu per ser adquirides mitjançant un LBO, destacant les característiques que les fan atractives per a aquestes operacions.

El nucli central d'aquest estudi serà l'anàlisi d'un cas pràctic: l'LBO de Establiments Viena S.A. Aquesta secció inclourà la construcció d'un model financer detallat i la simulació de l'operació, així com l'avaluació dels resultats i la discussió sobre la viabilitat i sostenibilitat del LBO realitzat. Finalment, el treball conclourà amb una sèrie de reflexions i recomanacions basades en els resultats de l'anàlisi empíric, proporcionant així una visió integral sobre la dinàmica i els desafiaments dels LBO en el marc empresarial actual.

Amb aquest treball, es busca no només contribuir a l'enteniment acadèmic dels LBO, sinó també oferir perspectives pràctiques que puguin demostrar el funcionament i la rendibilitat d'aquest tipus d'operacions.

1. MARC TEÒRIC

1.1. CONCEPTE D'LBO

Els LBO formen part de les denominades operacions de *private equity*. És una adquisició palanquejada d'empreses via adquisicions o participacions de la societat titular de l'empresa consistent en finançar part del preu de la compra mitjançant recursos aliens. Per tant, una adquisició palanquejada o LBO és una compra-venda en la qual el comprador adquireix una societat, denominada "SOCIETAT TARGET", o una participació majoritària de la mateixa, mitjançant el finançament d'una part significativa del seu preu de compra mitjançant l'ús de deute, i que pretén amortitzar amb càrrec als recursos patrimonials i fluxos de caixa esperats per al pròpia societat *target* (Serrano, 2018).

Les empreses que són adquirides en una operació LBO no solen cotitzar en borsa, o si ho fan, és freqüent que deixin de fer-ho per gestionar-se de manera més independent. Són en general empreses familiars o empreses amb plans d'expansió que necessiten una reorganització i presenten grans necessitats de finançament (Manzano, 2007).

Les característiques fonamentals que tota operació LBO presenta se sintetitzen en els següents aspectes:

- Elevada proporció de deute. El deute està dissenyat per donar cobertura a la major part del preu de la transacció.
- Incentius. La millora en l'administració i gestió dels problemes d'agència suposaran un dels motors més potents per la generació de valor.
- Propietat privada. La tendència inicial en les operacions LBO consisteix en la privatització de companyies els títols de les quals cotitzaven en mercats organitzats (Brealey, Myers i Allen, 2011).

1.2. ORÍGENS I EVOLUCIÓ

Crawford (1987) estableix els orígens de les operacions LBO a finals dels anys 60 i inici dels 70 del segle passat amb l'aparició d'un tipus de préstecs no garantits (*unsecured lender*), liderats per companyies d'assegurances que es posicionaven dins de l'accionariat d'una companyia (*target*) mitjançant deute subordinat.

En la dècada del 80, amb l'evolució de la indústria i el desenvolupament del mercat del deute, el fenomen de les operacions d'adquisició palanquejada cobra cada cop més protagonisme mitjançant societats especialitzades de *private equity* (Crawford, 1987).

En aquest context d'adquisicions i reestructuracions empresarials, adquireix més pes la figura del banc com a prestador de fons que van començar a desbancar les companyies d'assegurances, conscients de les altes rendibilitats associades amb un risc més elevat.

Fins a finals dels anys 80 la tendència a l'alça de les operacions LBO va ser evident tant en nombre d'operacions com en volum de negociat, arribant a suposar aproximadament el 20% de les operacions d'adquisició entre 1985 i 1987. Com exemple destaca una de les operacions més rellevants que es va produir al desembre de 1988, quan Kohlberg, Kraus, Roberts & co (KKR) adquireix la titularitat i control de la societat RJR Nabisco Inc. per 25 milions de dòlars, la transacció més gran que s'havia produït a Estats Units fins aquell moment, lloc del naixement de dites operacions. Malgrat el rebombori creat per la compra d'aquesta companyia i l'elevat volum invertit, les rendibilitats obtingudes per la compra per a KKR van ser més baixes del que s'esperava, posant sobre la taula els riscos derivats d'una operació LBO (Kaplan, 1989).

Als anys 90 la tendència a l'alça de les operacions LBO es veu frenada per una crisi: el col·lapse del *junk bond market* (Kaplan i Strömberg, 2008) on es va posar de manifest l'excés de deute al mercat malgrat que havia servit com a estímul de recuperació per als països desenvolupats durant els anys 70. Un gran nombre d'operacions LBO que s'havien iniciat els anys previs van resultar en incompliment de pagaments i bancarrota (Kaplan i Andrade, 1988), això va implicar una notable reducció d'operacions per aquesta via.

Amb la crisi dels anys 90 es preveia un futur poc optimista per les operacions LBO, no obstant el sector va obrir noves vies d'expansió cap a l'àmbit privat amb una intenció menys agressiva que les operacions d'anys anteriors, al ser promogudes en molts casos pels propis administradors de la societat *target* (Carretero, 2017).

A partir de 1997 s'observa una millora tant en nombre d'operacions com en volum de negociat, arribant al punt màxim en 1998. L'any 2000 hi ha un nou descens de les inversions provocat per l'esclat de la bombolla tecnològica, per la crisi de les societats .com, per la inestabilitat política i econòmica i per l'atemptat a les torres bessones del 2001 (Carretero, 2017). A partir de 2002 s'observa una nova millora acompanyada d'un creixement accelerat en anys successius fins 2008, moment en el que té lloc la crisi econòmica mundial.

En general es pot observar com al llarg dels anys existeix un comportament cíclic degut als esdeveniments que es van succeint a l'economia mundial.

1.3. INTERVINENTS.

Els LBO són operacions en les que intervenen varis subjectes. Per això, en una operació amb certa complexitat podem trobar les següents parts.

1.3.1. Els compradors.

Aquest tipus d'operacions són freqüentment protagonitzades per patrocinadors financers (inversors financers, patrocinadors financers o *financial sponsors*), particularment per fons de *private equity*, tot i que no necessàriament ja que existeixen operacions promogudes per inversors industrials (Serrano, 2012).

L'operació estarà dirigida per un o dos executius del patrocinador financer, i en funció de la modalitat d'LBO ens podem trobar com a part compradora un altre tipus d'inversors, com poden ser els directius de la pròpia societat *target*, un nou equip de directius o inclús els propis empleats de la societat *target* (Serrano, 2012).

Centrant-nos en els patrocinadors financers, aquests són entitats de *private equity* que obtenen fons de diferents fonts: fons de pensions, bancs, companyies d'assegurances, persones físiques o agències governamentals. Aquests pretenen generar un retorn de la seva inversió d'entre un 15 i un 25%. Aquest retorn s'anomena múltiple TIR (Taxa Interna de Retorn), i per aconseguir-lo utilitzen diverses tècniques (Serrano, 2012):

- La millora de la rendibilitat del negoci. Aquesta s'aconsegueix amb la millora de l'eficiència dels empleats, la reducció de plantilla, o per la millora de termes comercials amb els proveïdors.
- L'expansió de les vendes.
- La combinació de la societat *target* amb altres companyies de la cartera del patrocinador financer.
- La venda d'actius no essencials.

Tot i que la tècnica més important que utilitzen els patrocinadors financers per augmentar el retorn de la seva inversió és generar un efecte de palanquejament, és a dir, augmentar la rendibilitat dels fons propis incorporant més finançament aliè a l'empresa. Així mateix, per al patrocinador financer és fonamental rendibilitzar la seva inversió en la societat *target* en un termini de temps determinat. Normalment els patrocinadors financers aconseguen donar sortida a la societat *target* en els tres o cinc anys següents a l'adquisició, mitjançant la sortida a borsa de la societat *target* o la seva venda a un comprador comercial o a un altre patrocinador financer. Els patrocinadors financers provaran de rendibilitzar la seva inversió mitjançant una recapitalització del negoci o mitjançant la venda d'actius no fonamentals per l'empresa (Serrano, 2012).

És interessant tenir en compte que és cada cop més freqüent que els patrocinadors financers formin consorcis a l'hora d'adquirir una societat *target* el que permet accedir a operacions més grans amb el qual serà més fàcil obtenir finançament aliè i per una altra banda podran realitzar majors aportacions de fons propis per l'execució de l'adquisició.

1.3.2. Els venedors

1.3.2.1. Tipus de venedors

Els principals tipus de venedors que podem trobar són els següents (Serrano, 2012):

- Grans corporacions que venen algunes de les seves divisions a un patrocinador financer.
- Patrocinadors financers que venen la seva empresa a una altre patrocinador financer mitjançant adquisició palanquejada, amb l'objectiu de trobar una sortida.
- Socis fundadors de grans empreses que les venen en la seva totalitat a un patrocinadors financer amb la finalitat de materialitzar la seva riquesa.
- Socis o societats familiars que davant de dificultats en el relleu generacional opten per vendre, aconseguint liquiditat i repartint la riquesa entre les branques familiars en conflicte.

1.3.2.2. Procediment de venda

El procediment de venda d'una societat *target* és molt complex, tant des del punt de vista documental com tècnic. Aquest tipus de pràctiques ha derivat bàsicament en dos tipus de procediments: el *one-to-one* i el procediment de subhasta privada o *beauty contest*. En el procediment *one-to-one* el comprador i el venedor negocien de forma directa la compra de la societat *target*. En la subhasta privada, en general el venedor contracta a un banc d'inversió per a que organitzi un procés de subhasta en el seu nom amb l'objectiu de guanyar interès en el negoci, maximitzar els ingressos de la venda i assegurar-se que la societat *target* en vengui en el termini de temps desitjat (Serrano, 2012).

1.3.2.3. Operacions de *public to private*.

Operació en virtut de la qual un fons de capital risc o un patrocinador financer realitza una oferta pública d'adquisició d'accions (OPA) sobre una societat cotitzada amb l'objectiu d'excloure-la de la borsa. (Revista Española de Capital Riesgo)

1.3.2.4. Reinversió del venedor.

El venedor pot maximitzar el preu principal rebut per una societat *target* reinvertint una part del mateix en el nou projecte, seguint en contacte amb la nova empresa (Serrano, 2012).

1.3.3. Les entitats finançadores

Es poden adquirir empreses sense finançament aliè, però no pot haver-hi una operació LBO sense finançament aliè, aquesta és una característica fonamental d'aquestes operacions, la necessitat de que bona part de l'adquisició es financi amb deute.

En les adquisicions palanquejades s'utilitzen diversos productes per finançar el deute, per exemple: el deute principal o sènior, el deute *second line*, el deute Mezzanine i el finançament pont. Aquest nombre d'entitats finançadores es deu al fet de que es tracta d'operacions de milions d'euros i cap entitat financera està disposada a assumir un risc tan elevat (Serrano, 2012).

1.3.4. Els directius

Un dels requisits clau per a arribar a l'èxit en el negoci consistirà en que el patrocinador financer identifiqui i doni recolzament a un equip directiu amb responsabilitat sobre l'execució del mateix i la gestió diària de la societat *target*. El patrocinador financer podrà conservar l'equip directiu existent o convertir-lo en els seus propis socis, obligant-los a co-invertir, fet que en posaria davant d'una operació tipus MBO, MBI o BIMBO (aquests són tipus l'LBO en funció dels subjectes adquirents a l'operació: els directius als MBO, un equip professional extern a les MBI o un equip directiu més professionals externs a les BIMBO) (Serrano, 2012).

És interessant incentivar els directius via fons propis. Amb això es pretén assegurar la participació i implicació de l'equip directiu tant en els riscos com en les recompenses de l'operació.

1.3.5. Els assessors professionals

Amb la fi que l'LBO tingui èxit és necessari que les diverses parts tinguin assessorament per part de professionals especialitzats, entre els que podem destacar els següents (Serrano, 2012):

- Bancs d'inversió. Gestionaran l'operació i assessoraran estratègicament durant la negociació d'aquesta.
- Empreses de consultoria. És freqüent que el patrocinador financer contracti una consultoria per a que elabori un informe sobre el mercat en el que opera la societat *target*.
- Auditors de comptes i experts comptables. És imprescindible la seva contractació per a que facin un informe (*due diligence*) analitzant la situació financera de la societat *target*, anàlisi del seu EBITDA, de les projeccions financeres i de la probabilitat d'incompliment de les previsions del pla de negoci.

- Assessors fiscals. Encarregats de dur a terme una *due diligence* fiscal (l'anàlisi del correcte i puntual compliment de les obligacions fiscals per part de l'empresa) de la societat *target*, i elaborar un document que estableixi el tractament fiscal de l'adquisició i el seu finançament.
- Advocats dels patrocinadors financers. Són professionals molt implicats en tots els aspectes de l'operació. Duen a terme la *due diligence* legal (l'anàlisi, revisió i estudi dels contractes, temes societaris i possibles litigis de l'empresa), elaboren documents relacionats amb el capital i fons propis de l'operació, negocien el contracte de la societat *target*, negocien contractes de finançament amb els advocats de les entitats financeres i actuen com a advocats del grup de societats resultants després de l'operació.
- Advocats de les entitats financeres. Revisen els informes de *due diligence* elaborats pels diferents assessors de NEWCO (aquest és un terme genèric amb què es designa a la societat vehicle de nova constituïda ad hoc pels inversors per a dur a terme un LBO).
- Auditors mediambientals. Sembla lògic que en una societat cada cop més preocupada pel medi ambient, també a les operacions LBO es tinguin en compte aquests aspectes. Per això és cada vegada més freqüent que el patrocinador financer contracti auditors mediambientals per a que avaluin els diferents riscos que puguin existir en adquirir la societat *target* i verifiquin que es compleixi amb la legislació mediambiental.

1.4. TIPUS D'LBO

En funció dels subjectes adquirents es poden distingir els següents tipus d'LBO.

1.4.1. Management Buyout (MBO)

En aquest cas l'adquisició de la societat *target* es du a terme pels directius de la pròpia societat *target*, que la poden realitzar sols o amb el suport d'un o varis patrocinadors financers. Aquest tipus d'LBO té dos avantatges fonamentals: que s'aprofita l'oportunitat d'adquirir el negoci a un preu més favorable que per altres inversors, i en segon lloc que els directius de la pròpia companyia són qui tenen un coneixement més gran de l'empresa (Serrano, 2014).

1.4.2. Management Buyin (MBI)

En aquest cas l'adquisició de la societat *target* és executada per un equip professional extern a la societat *target*, habitualment seleccionat pel patrocinador o patrocinadors financers. En aquest tipus d'LBO els prestadors no volen recolzar financerament als

directius de les empreses que estan mal dirigides i que desitgen adquirir, ja que suposen que fracassaran en la gestió d'aquestes. Inclús és bastant habitual que les entitats finançadores busquin grups d'executius que puguin aixecar empreses mal gestionades (Serrano, 2012).

1.4.3. Buyin Management Buyout (BIMBO)

BIMBO constitueix una combinació d'un MBI i un MBO. El model segueix el següent esquema: els gestors externs adquireixen el negoci, però no prescindeixen dels directius que ja eren a la companyia. A través d'un BIMBO cal seguir amb els directius preexistents canalitzant la transició amb un directiu extern expert en integracions, que té experiència en integracions. L'estadística demostra que els processos d'MBI solen fracassar més que els MBO. D'aquí que els BIMBO siguin cada vegada més habituals (Cobo, 2020).

1.4.4. Leveraged Employee Buyout (LEBO)

En aquest cas l'adquisició de la societat *target* es du a terme pels propis empleats. L'avantatge en aquest cas és que els treballadors passen a treballar per si mateixos el que comporta un augment de la dedicació, motivació i lleialtat a la tasca que es pot veure reflectit en els resultats en un breu termini (Serrano, 2012).

1.4.5. Institutional Buyout (IBO)

En aquest cas és un inversor institucional qui participa majoritàriament a la inversió (Serrano, 2012).

1.4.6. Owner's Buyout (OBO)

Aquí un dels socis de la societat *target* executa la compra de la participació dels altres socis (Serrano, 2012).

1.4.7. Secondary Buyout (SBO)

En aquesta operació un fons de *private equity* compra a un altre fons *private equity* la seva participació a una empresa prèviament adquirida per aquest.

Per una altra banda, es poden distingir altres modalitats d'LBO (Macias i Saavedra, 2000):

- Segons l'objecte dels LBO podem distingir entre adquisicions palanquejades d'actius (*assets LBO*) i adquisicions palanquejades d'accions o participacions (*stocks LBO*). La seva elecció dependrà dels avantatges fiscals i comptables.
- En funció de l'estructura financera i de com estigui garantida, es pot distingir entre adquisicions palanquejades garantides (*secured LBO*), si els actius de la societat *target* s'utilitzen per al pagament del finançament i adquisicions

palanquejades no garantides (*unsecured LBO*) si el finançament no està recolzat amb garanties sobre els actius de la societat *target*.

- A la pràctica aquestes estructures no tenen transcendència ja que els LBO utilitzen una combinació de finançament garantit i no garantit (Tortuero 2007).
- Es pot distingir també entre LBOs amistosos i hostils en funció de si tots els socis de la societat *target* han acordat alienar la seva participació a dita societat o si algun s'ha oposat a l'operació (Mascareñas, 2005).
- Per últim podem parlar d'una modalitat coneguda com *leveraged build-up (LBU)* que és l'adquisició d'una empresa per a que actuï com a catalitzadora en un procés d'adquisició i integració d'empreses que pretengui una ràpida expansió, utilitzant un endeutament important en el procés de compra.

1.5. FINANÇAMENT DE LES LBO

En aquest apartat és descriuen els tipus d'instruments financers més habituals a les operacions LBO. La composició del deute es divideix en dos grans grups: el deute sènior i el deute subordinat, que a la seva vegada es subdivideixen en diferents instruments segons les seves característiques.

1.5.1. Deute sènior (*Senior Notes*)

El deute sènior constitueix el deute emès amb major qualitat creditícia. Són valors de deute situats en primer lloc en ordre de prioritat sobre la resta de tipologies de deutes davant d'un potencial risc d'incompliment per part de la societat receptora dels fons. Per a qui el concedeix, aquest tipus d'instrument resulta menys rentable ja que porta associat tipus d'interès més baixos en comparació amb altres tipus de deute donat que tenen un menor nivell de risc (Carretero, 2017).

L'elevat endeutament de les operacions LBO posa en alerta les societats prestadores, fet pel qual dissenyen mecanismes davant de situacions que derivin en una falta de reemborsament dels diners prestats. A més d'anar a la sindicació amb altres entitats financeres, han d'idear instruments financers que comptin amb drets preferents de cobrament (per davant del cobrament de dividends, liquidació d'actius en un procés de liquidació o concurs, o davant dels requeriments d'altres prestadors), això és clau per esmorteir la seva exposició al risc, encara que perjudiqui el seu resultat (Carretero, 2017).

El deute sènior pot ser garantit o no garantit. El deute sènior garantit (*secured*) està recolzat per un actiu financer determinat, mentre que en el deute sènior no garantit (*unsecured*) no existeix cap actiu específic que recolzi el deute, per la qual cosa, en el

cas d'un concurs de creditors o liquidació de la companyia, el pagament del mateix es faria mitjançant de la venda dels actius en general de la societat *target* (Carretero, 2017).

1.5.2. Deute subordinat

Aquest és un instrument financer genèric de renda fixa. Ocupa una posició de major risc amb respecte al deute sènior i es basa en un element diferenciador, la "subordinació". Aquesta subordinació ve determinada per la posició que ocupa el titular en l'ordre de prioritats davant d'una eventual falta de liquiditat de l'emissor, és a dir per darrera de tots els creditors ordinaris.

Ofereix una rendibilitat més alta que altres actius de deute a canvi de perdre capacitat de cobrament en cas de liquidació de la societat. En adquirir bons subordinats s'ha d'analitzar el risc de liquidació de l'emissor abans del venciment d'aquest bo i exigir la rendibilitat d'acord amb aquesta anàlisi (Carretero, 2017).

1.5.3. Préstec bancari

Consisteix en el lliurament d'un import fix de fons en favor del prestatari, que s'ha de retornar en un termini determinat més els interessos generats. El préstec bancari ocupa la primera línia en l'ordre de prioritats de cobrament i sol estar assegurat per una sèrie de garanties que se sol·liciten al receptor. Quan arriba la data de venciment acordada, el préstec s'ha de reemborsar a l'entitat bancària. Normalment s'identifica amb lletres (A, B, C, etc.) en funció dels terminis d'amortització (Manzano, 2007).

1.5.4. Revolving Credit Facility

Consisteix en una línia de crèdit atorgada pel banc mitjançant la qual atorguen al prestatari una quantitat màxima a canvi del cobrament d'una quota i elevats interessos. Malgrat aquests, té certs avantatges (Carretero, 2017):

- El prestatari posseeix liquiditat immediata, de la que disposarà segons les seves necessitats.
- Atorga flexibilitat al prestatari, disposa de liquiditat i paga interessos segons la part disposada i no sobre el total del crèdit concedit.
- Mentre es reposi el deute, el límit es tornarà a restablir, i així es podrà utilitzar tantes vegades com sigui necessari, sense necessitat de rebre l'aprovació del banc.
- És útil en moments puntuals en què cal donar cobertura a les necessitats del fons de maniobra.

1.5.5. Bridge

El préstec pont o *bridge loan* és un tipus de préstec a curt termini. Consisteix en reduir l'impacte provocat per la diferència temporal que es pogués originar en dos préstecs a

llarg termini. És a dir, si la societat *target* té un préstec i decideix pagar-lo amb un nou préstec, el *bridge* servirà per amortitzar el primer fins que n'obtingui el segon (Carretero, 2017).

1.5.6. Bons

És un títol de deute que pot ser emès per empreses privades, per l'estat o per institucions supranacionals per obtenir finançament directament del mercat. L'emissor presenta un document en el que indica la quantitat de deute que sol·licita, el temps durant el que pretén disposar de fons, la forma de devolució i altres informacions de la companyia. Tant els bons d'alt rendiment (*high-yield*) com els gran préstecs palanquejats únicament estan disponibles per grans empreses (Carretero, 2017).

1.5.7. Mezzanine Debt

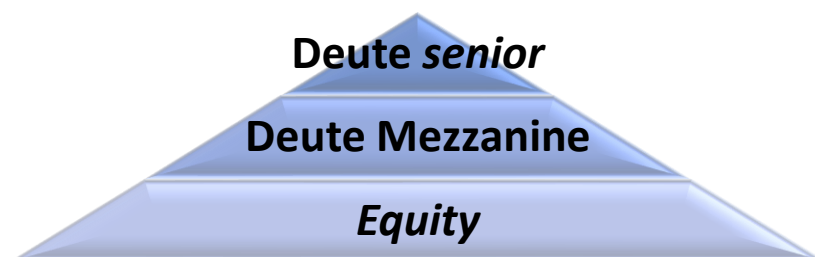
El deute Mezzanine o entresol és un finançament intermedi entre deute i capital, flexible i que s'adapta a les necessitats de cada companyia. Cobreix el deute no cobert pels bancs quan es considera que és excessiu. Les seves característiques són (Carretero, 2017):

- Té un cost financer més gran que el deute convencional, entre un 5 i un 7%.
- La seva devolució es realitza mitjançant un cupó que es paga de manera semestral o anual, o bé capitalitzant els interessos a sis mesos o un any o amb opcions sobre les accions de l'empresa (*warrants*).
- La seva amortització és a venciment i sol ser superior als cinc anys.
- El principal es repaga al venciment, amb el que es redueix la càrrega financera els primers anys.
- Per últim, és un tipus de deute subordinat al deute principal.

1.5.8. Estructura financera d'un LBO a Espanya

L'estructura financera d'un LBO típic a Espanya consisteix en un 20-40% de capital (*equity*), entre un 30-70% de deute bancari preferent (*senior*) i un 10-30% de deute subordinat (Mezzanine) (Erlaiz Cotelo, 2006).

Gràfic 1: Estructura financera d'un LBO a Espanya.



Font: Elaboració pròpia

Aquesta estructura piramidal pretén reflectir una de les característiques dels LBO, que és la jerarquització del deute. És a dir, el fet que uns finançadors tenen preferència sobre altres a l'hora de recuperar les quantitats aportades a l'operació junt amb els rendiments que correspongui en cada cas .

1.6. MECANISME I VALORACIÓ DELS LBO

1.6.1. Característiques de l'empresa *target*

Existeixen una sèrie de característiques que els prestadors desitgen per finançar una empresa per ser candidata a ser adquirida mitjançant una LBO, que són les següents (Mascareñas, 2011):

- Els fluxos de caixa lliure de l'empresa han de ser consistents i estables. Han de ser suficientment grans per poder fer front al servei del deute, el pagament d'interessos i l'amortització financera. A més el seu risc econòmic ha de ser baix per evitar que en algun període hi hagi escassetat de fons. Per aquest motiu, les empreses que pertanyen a sectors d'alt risc no són idònies per als LBO, aquests últims se centren en negocis madurs amb una demanda estable, bona imatge de marca, clientela fidel, contractes de venda a llarg termini.
- Cal que sigui una empresa estabilitzada o de creixement lent. És a dir, l'empresa no ha de ser de ràpid creixement ja que això implicaria la necessitat de liquiditat, fet pel qual no es podrà utilitzar per retornar el deute. Fet que no implica bones perspectives de creixement en el futur.
- Ha de comptar amb un equip directiu experimentat i estable. Els directius han de ser personal experimentat en el negoci, així com ser capaços de treballar en un ambient d'alt risc financer, és a dir, amb altes ràtios.
- Ha de contemplar la possibilitat de reduir despeses i millorar l'eficiència mitjançant la reducció d'empleats, despeses de capital i administratives, eliminació de serveis repetitius i millora dels controls sobre els costos operatius. Tot això impulsaria el valor de l'empresa sempre i quan la reducció de despeses no afecti a les vendes o a l'oportunitat de creixement.
- És aconsellable que els directius siguin accionistes de l'empresa. La implicació dels directius en el capital social de l'empresa oferirà més seguretat als creditors de que el seu deute serà satisfet.
- Baix endeutament previ al LBO. L'empresa haurà de tenir una ràtio d'endeutament petita, és a dir, tenir la seva capacitat d'endeutament infrautilitzada, gràcies a això se la podrà endeutar per ser adquirida mitjançant un LBO. Que l'empresa

tingui un gran palanquejament financer és un sistema defensiu contra una compra hostil ja que això bloquejaria nous endeutaments.

- Possibilitat de venda d'actius. Podem destacar dos tipus d'actius: els que no tenen a veure amb el negoci central de l'empresa, la venda dels quals no afectarà al negoci però si donarà liquiditat per retornar el deute; i els que són necessaris per al negoci bàsic, que podrien ser venuts i adquirits mitjançant un *Leasing* per obtenir liquiditat.

1.6.2. Components d'un LBO

L'LBO és organitzat i efectuat pels promotors, que inclouran un patrocinador i un equip directiu. El patrocinador sol ser un *private equity*, un fons de cobertura, un fons de capital-risc, un fons d'inversió en LBO o un banc d'inversió. A més intervenen els inversors en deute i en accions LBO, i per suposat, els venedors. Els promotors passen informació sobre l'operació al banc d'inversió, que la distribuirà entre els diferents subministradors de fons de l'operació.

En base a això, els inversors trien la quantitat que volen invertir i de quina manera fer-ho. Els inversors, als LBO, col·loquen els seus diners en les diferents capes del finançament de l'operació, és a dir, finançament mitjançant capes verticals (*Vertical Strip Financing*), amb l'objectiu que cada inversor posseeixi una part de cada tipus de finançament, evitant així conflictes que es podrien donar entre diversos prestadors per finançar les diverses capes de deute i accions (Mascareñas, 2011).

1.6.3. El procés del LBO

Esquemàticament, aquests serien els diferents passos en què es descompon un LBO. L'exemple que ve a continuació seria el d'un MBO (Mascareñas, 2011):

- 1r. Es decideix vendre l'empresa o part d'ella.
- 2n. Els directius decideixen adquirir l'empresa.
- 3r. Es realitza una anàlisi financera de l'empresa: veure si l'empresa té la capacitat per suportar nivells de deute necessaris per finançar la seva adquisició.
- 4t. Es determina el preu de compra.
- 5è. Es determina la inversió que directament realitzaran els directius.
- 6è. Es constituirà el grup de prestadors.
- 7è. S'emeten accions de l'empresa amb l'objecte de que siguin adquirides per inversors externs.
- 8è. Es realitza una anàlisi dels fluxos de caixa lliures futurs un cop que s'ha contactat amb els inversors potencials. L'objectiu és saber si els fluxos de caixa que s'espera que proporcioni l'empresa siguin suficients per atendre al servei del deute.

9è. S'arriba a un acord sobre el finançament. Si els fluxos de caixa lliure són suficients, el finançament s'aconseguirà i es durà a terme el tracte.

Les claus del procés són les fonts de finançament del deute i la capacitat de la companyia objectiu per atendre-la.

1.6.4. Aspectes determinants de la inversió

Els patrocinadors financers, a l'hora de decidir si inverteixen o no en una societat *target*, i per tant executen una operació LBO, han de tenir en compte les següents qüestions.

1.6.4.1. La valoració de la societat *target*

La valoració d'empreses s'utilitza per determinar el valor intrínsec d'una companyia amb la fi d'establir una decisió d'inversió. Aquest valor intrínsec ha de recollir el valor de la companyia mesurat mitjançant la capacitat d'aquesta de generar diners per als propietaris d'accions o participacions.

Pel que fa a les adquisicions palanquejades d'empreses, els mètodes utilitzats són (Mascareñas, 2011):

- Valorant els LBO aplicant el mètode de múltiples de transaccions comparables respecte als ingressos. Aquest mètode consisteix en analitzar el preu pagat en transaccions anteriors per companyies similars a l'empresa objectiu, per a obtenir una estimació del preu que es podia estar disposat a pagar per ella. Aquest mètode aporta un valor aproximat de referència però no una anàlisi exhaustiva del valor de l'LBO ja que no incorpora les característiques dels fluxos de caixa que componen el veritable valor de l'empresa.
- El mètode de descompte de fluxos de caixa (DFC) o mètode de flux de caixa lliure descomptat analitza l'estructura financera de l'LBO i la seva capacitat per fer front als requeriments del deute. També es pot utilitzar per valorar l'LBO com a mètode complementari al dels múltiples i per estimar el rendiment esperat dels promotors segons els diversos preus d'adquisició presos en consideració.
- En algunes ocasions, i com a taxa de descompte dels fluxos de caixa lliures estimats, se sol utilitzar el cost del capital mitjà ponderat. No obstant, aquest mètode presenta nombrosos dubtes ja que l'estructura financera de l'LBO varia d'any a any.
- Per últim, el mètode que té major acceptació entre els experts és el del càlcul del valor actual ajustat (VAA), un mètode que considera el valor d'una empresa amb i sense palanquejament. Aquest mètode es basa en el DFC, és a dir, parteix del càlcul de la capacitat de l'empresa de generar caixa. A l'igual que en el DFC, les

variables a determinar són l'evolució dels ingressos i dels marges, les inversions necessàries i la política d'amortitzacions.

- El flux de caixa lliure indicarà els recursos financers que es poden repartir als accionistes i els creditors. Si el flux de caixa lliure de deute (flux de caixa lliure - devolució del deute de cada any = flux de caixa lliure de deute) és positiu indica que l'empresa pot suportar l'estructura financera plantejada, i si és negatiu haurà de reduir el nivell de deute.
- El mètode VAA obté el valor de l'empresa mitjançant la suma del valor que tindria l'empresa sense deute (VU o *Value Unleveraged*) i del valor del desgravació fiscal (VAF o valor d'estalvi, també conegut com VEF o valor d'escut fiscal).
- A la valoració de l'LBO cal prestar molta atenció al risc, que consisteix en projectar els fluxos de caixa que s'espera que generi la companyia i ratificar que són suficients per a pagar els interessos del deute i l'amortització del principal.

1.6.4.2. El palanquejament financer

Per què és interessant endeutar-se per dur a terme l'adquisició d'una societat *target*? La resposta s'obté entenent la figura del palanquejament financer, així com els avantatges que se'n poden derivar, sempre i quan es donin una sèrie de assumpcions economicofinanceres.

El palanquejament financer respon a reestructuracions financeres que consisteixen en una notable increment de recursos aliens de l'empresa, sota la forma d'endeutament bancari, tot i que també és possible que es doni com emissions de bons o altres instruments (González-Galarza, 2008). Dit això, el palanquejament financer és l'efecte que es produeix en la rendibilitat de l'empresa com a conseqüència de l'ús de deute en la seva estructura de finançament (López Lubicán, 1998). És l'increment de rendibilitat que experimenten els fons propis a mesura que s'incorpora més deute a l'empresa (Mascareñas, 2011).

L'impacte del palanquejament financer s'ha de realitzar tenint en compte dos aspectes: la relació entre el deute i els capitals propis i l'efecte de les despeses financers sobre el marge ordinari. Aquest palanquejament financer és positiu si amb l'ús del deute és possible incrementar la rendibilitat financera d'una inversió. El deute genera un cost (interessos), però si la inversió genera un ingrés més gran que els interessos a pagar, l'excedent passa a augmentar el benefici de l'empresa.

$\text{Rendiment de l'actiu} > \text{cost del deute} = \text{Palanquejament financer positiu}$
--

Per tant, l'ús apropiat del palanquejament financer és una via per millorar i augmentar la rendibilitat sobre els recursos propis de la companyia i al mateix temps crear un valor addicional per als inversors o accionistes. Però per a que l'operació tingui èxit és vital gestionar la quantitat de deute assumit, així com al natura del mateix (moneda nacional o divisa; la jerarquia del mateix, si és subordinat o no; el cost real del deute; la natura del tipus d'interès, si és fixe o variable; les garanties exigides en el seu cas; i per últim la seva activitat davant del risc) (Serrano, 2014).

En funció de l'anterior un patrocinador financer tractarà de maximitzar l'import de finançament de deute i minimitzarà l'import de fons propis utilitzats per adquirir la societat *target*. Això és degut a que la quantitat a pagar a l'amortització del deute no fluctua en referència al valor del negoci (Serrano, 2014)..

1.6.4.3. El paper de l'EBITDA

EBITDA és l'acrònim de *Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization*, en altres paraules, és el benefici operatiu, és a dir la xifra que s'obté a partir de l'estat de resultats o estat de pèrdues o guanys d'una empresa. És un dels grans protagonistes a les operacions d'LBO.

En general l'EBITDA és una mesura acceptada dels beneficis i utilitzada pels patrocinadors financers i les entitats finançadores a les operacions d'adquisicions palanquejades perquè exclou la depreciació i l'amortització i interessos i pagaments impositius. Per tant, l'EBITDA ofereix una representació més fidel dels fluxos de caixa lliures i els guanys de les societats *target* que el benefici d'exploació o l'EBIT.

Tant patrocinadors financer com entitats finançadores estaran molt centrades en l'EBITDA històric de la societat *target*, concretament en el període que correspon als últims dotze mesos, per al qual es disposa de xifres.

Estrictament, l'import de finançament de deute ofert per una adquisició ve determinat pels nivells de deute que poden suportar els fluxos de caixa de la societat *target* i no pel valor dels actius de la mateixa. Per això, les entitats finançadores calcularan el volum de deute com un múltiple sobre la xifra més recent de l'EBITDA disponible de la societat *target* (12 mesos) amb la fi d'establir múltiples de palanquejament respecte al deute sènior, al deute total i al deute els interessos del qual siguin pagats en efectiu (*cash pay debt*), en contraposició al deute els interessos del qual siguin capitalitzables (Serrano, 2014).

Convé tenir present que se sol prestar a nivell de deute sènior entre tres i quatre vegades l'EBITDA de la societat *target*, tot i que en èpoques d'abundància pot ser un múltiple més alt.

1.7. OPERACIONS DE CAPITAL DE RISC A ESPANYA

L'inici de l'activitat del capital de risc a Espanya se situa a la dècada de 1970 promoguda per les administracions públiques. A la meitat del 80 es va incrementar el cicle inversor en el que van ser molt importants els inversors estrangers. El període de 1992-1996 va suposar una estabilització en el nombre de participants en la indústria del capital de risc. Entre 1997 i 2001 el sector va experimentar un segon cicle de creixement en consonància amb el patró europeu. Des de 2003 l'activitat de capital de risc ha anat creixent de manera important arribant a xifres rècord d'inversió el 2005. Des de 2004 el mercat espanyol dels *buyouts* ha augmentat significativament amb la realització de diversos tipus d'operacions (PtoP i MBO) i amb un augment significatiu de la mida d'aquestes. El 2005 es van dur a terme 48 operacions de *buyout* i a 41 d'elles van intervenir empreses de capital de risc. De fet, les 10 majors transaccions van comptar amb la participació d'inversors de capital de risc (Ruiz Martín, 2006).

Des de l'any 2008 fins l'actualitat es produeixen una sèrie d'alts i baixos al sector. En un principi la crisi econòmica del 2008, deguda a l'esclat de la bombolla immobiliària, deriva en una desacceleració econòmica, una augment de la inflació, escassetat de finançament, caigudes en el consum i increment de l'atur. Però és a partir de 2009, quan es comencen a notar les conseqüències de la crisi a les activitats de capital de risc, arribant a mínims històrics (ASCRI, 2013).

Fins 2012 el període va estar caracteritzat per la inestabilitat i la recessió. Però a partir de llavors el govern va realitzar grans ajustaments per reduir el deute públic i facilitar el crèdit a emprenedors i pimes. A partir de 2014, amb la millora del creixement econòmic, el capital de risc va tornar a adquirir la seva rellevància com a font de finançament. De fet, a partir d'aquest moment s'inicia un creixement en les inversions amb un record històric el 2022 de 9238 milions d'euros (SpainCap, 2023).

Cal ressaltar que en els últims anys, entre els fons de *private equity* s'han disparat els *secondary buyout* (SBO). És a dir, cada cop més fons de capital de risc espanyols s'estan palanquejant en altres fons internacionals per vendre millor els seus actius. També coneguts com "adquisició palanquejada secundària", els SBO van moure el 2022 més de 7.000 milions d'euros a Espanya (Urrutia, 2023).

2. METODOLOGIA

Per a la realització de la part pràctica del TFG, analitzar l'aplicació d'un Leveraged Buyout (LBO) a l'empresa Establiments Viena S.A, s'aplica la metodologia detallada a continuació.

En primer lloc, s'han recollit dades financeres històriques de l'empresa, incloent els estats financers dels darrers cinc anys (compte de resultats, balanç de situació i fluxos de caixa). Aquesta informació es pot obtenir de la base de dades SABI (Sistema de Anàlisis de Balances Ibèrics). Això permet obtenir una visió clara de la situació financera de l'empresa abans de la transacció. La transacció es realitza l'any 2022 degut a que la informació financera disponible només arriba fins a aquest any.

A continuació, es realitza una anàlisi detallada dels estats financers per identificar les principals fonts d'ingressos, despeses i beneficis. Aquesta anàlisi pretén entendre en profunditat la situació financera de l'empresa.

Un cop s'ha realitzat l'anàlisi dels estats financers, es desenvolupa un model operatiu integrat conegut com a *Three Statement Model*, que projecta l'estat de resultats, el balanç de situació i el flux de caixa a futur. Aquest model financer és la base per construir models addicionals, com el model de compra palanquejada (LBO). Aquest model inclou projeccions dels tres estats financers principals a set anys vista. Tota la modelització i anàlisi es fa utilitzant Microsoft Excel, el que permet una manipulació i simulació detallada de les dades financeres.

Seguidament, es determina l'estructura financera de la transacció LBO. Això inclou la proporció de capital (*equity*) que està compost per un patrocinador financer (empresa de *private equity*) i l'equip directiu, i la proporció de deute (*debt*) necessària per finançar la compra que està compost per un fons de deute, inversors institucionals, un préstec bancari a termini i un crèdit de tipus revòlver. Per arribar a la valoració de l'empresa s'utilitzen múltiples de l'EBITDA comparables.

A continuació es realitza una simulació detallada de la transacció LBO per avaluar la seva viabilitat. En aquesta simulació, actuo com a analista, avaluant els escenaris financers basats en diferents supòsits de creixement d'ingressos, costos de finançament i condicions econòmiques generals.

Més endavant s'avalua la rendibilitat esperada del LBO. S'utilitzen càlculs com la Taxa Interna de Retorn (TIR) i el Múltiple del Capital Invertit (MOIC) o *cash to cash* per mesurar la rendibilitat.

Cal tenir en compte algunes limitacions durant aquest procés. No es disposa d'informació completa sobre les expectatives de creixement futur de l'empresa ni sobre els detalls complets de la transacció i finançament del LBO. Per tant, durant el procés de modelització, s'han de realitzar certes assumpcions basades en dades històriques i estimacions raonables. S'ha de remarcar que quan parlem de l'equip directiu en el cas pràctic s'estaran realitzant suposicions.

Finalment, s'elaboren les conclusions basades en l'anàlisi empíric i les simulacions realitzades. Aquesta metodologia busca oferir una comprensió exhaustiva del procés de realització d'un LBO, així com de les implicacions financeres i estratègiques associades.

3. CAS PRÁCTIC: MODEL LBO DE ESTABLIMENTS VIENA S.A.

3.1. CONTEXT

Establiments Viena, S.A. és una societat Anònima construïda el 10 de gener de 1894. El seu domicili social es troba a Terrassa (Barcelona), carrer Vinyals número 61. Establiments Viena, S.A consta de 54 centres situats al voltat de Catalunya.

L'objecte social i activitats principals de la societat, consisteix en l'explotació d'establiments del ram d'hostaleria, fabricació, elaboració i comercialització de productes de fleca, pastisseria i elaboració i comercialització d'embotits i productes carnis i comercialització de productes alimentaris en general.

Establiments Viena és una de les empreses líders dintre del sector *fast food* a Catalunya. L'impacte del COVID-19 va suposar una caiguda de les ventes del 40% portant a pèrdues els anys 2020 i 2021, tot i així l'any 2022 ha pogut apropar-se molt als anys prepanidèmia.

Assumpcions:

- Els socis de la companyia volen vendre les seves participacions (100%) i han contractat a un reconegut banc d'inversió per liderar el procés de venda.
- Els directius de la companyia volen mantenir-se en el dia a dia però volen un programa d'incentius per beneficiar-se del creixement, per això el tipus d'operació que es realitzarà es un MBO.
- Els socis estan disposats a vendre la companyia a un múltiple EBITDA de 10.0x preCOVID-19.
- Des del fons de capital de risc "Fons ABC" han traslladat al banc d'inversió l'interès de compra de la companyia i s'ha treballat un pla de negoci amb la companyia i el seu equip gestor.
- El "Fons ABC" ha demanat analitzar els estats financers de la companyia i crear un model operatiu a 7 anys, ja que s'espera que sigui el moment de sortida, a més de la transacció LBO per veure la viabilitat de l'operació.

3.2. MODEL OPERATIU (THREE STATEMENTS MODEL)

El model operatiu o *3-statements financial model*, és un model integrat que projecta els estats de resultats, el balanç de situació i els estats de flux d'efectiu d'una organització a futur. És la base sobre la qual podem construir models addicionals (i més avançats).

Aquests inclouen models de fusió, models de descompte de fluxos de caixa, models de compra palanquejada (LBO) i altres tipus de models financers (Azhar.M, 2024).

3.2.1. Anàlisi dels estats financers

Per començar a realitzar les projeccions financeres s'han de conèixer molt bé els estats financers de l'empresa.

3.2.1.1. Compte de pèrdues i guanys

A continuació s'analitzarà l'estat de compte de pèrdues i guanys. A la taula 1 podem observar el resultat en el període 2019-2022.

Taula 1. Compte de pèrdues i guanys període 2019-2022

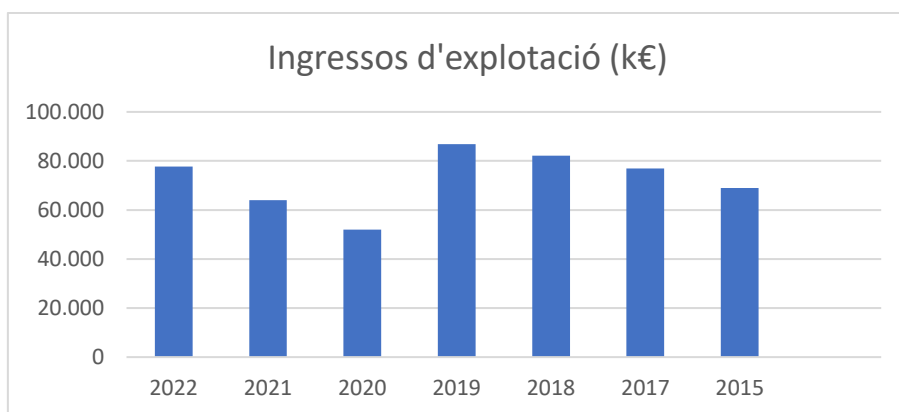
Compte de pèrdues i guanys	k€	2019	2020	2021	2022
Ingressos d'explotació		86.907	52.055	63.987	77.773
% variació anual			-40%	23%	22%
COGS		20.478	12.403	14.099	18.213
% sobre ingressos		24%	24%	22%	23%
Marge Brut		66.429	39.652	49.888	59.560
Costos de personal		36.105	24.945	27.623	31.359
% sobre ingressos		42%	48%	43%	40%
Despeses d'explotació		21.290	15.016	16.542	21.671
% sobre ingressos		24%	29%	26%	28%
EBITDA		9.034	-309	5.723	6.530
Amortitzacions		5.367	5.604	5.248	4.857
(EBIT)		3.667	-5.913	475	1.673
Ingressos financers		420	1	0	685
Despeses financeres		385	635	801	736
Resultat financer		35	-634	-801	-51
(BAT)		3.702	-6.547	-326	1.622
Impostos		817	-1.656	-99	234
%taxa impositiva		22%	25%	30%	14%
BN		2.885	-4.891	-227	1.388

Font : Elaboració pròpia a partir de dades de SABI

Ingressos d'explotació

Com s'observa a la gràfica 2 es veu una tendència creixent dels ingressos des de 2015 fins al 2019, a partir d'aquí podem observar com degut al COVID-19 l'empresa va sofrir una caiguda del 40% en els seus ingressos. Al 2021 i 2022 van créixer en un 22,9% i un 21% apropant-se així als ingressos preCOVID-19.

Gràfica 2: Ingressos d'exploració d'Establiments Viena S.A



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades obtingudes a SABI

COGS

S'observa que els COGS o cost dels béns venuts és manté al voltant del 22-24% sobre els ingressos.

Marge brut

El marge brut es manté molt similar durant el 4 anys, això es degut a que els COGS s'han mantingut. És un punt positiu que Establiments Viena hagi aconseguit mantenir constant aquest marge, ja que indica que presenta una gestió eficaç de les despeses d'aprovisionament.

Despeses de personal

S'observa com les despeses de personal van disminuir considerablement l'any 2020 però en percentatge sobre els ingressos van augmentar, això va ser per causa del COVID-19. L'any 2022 s'han pogut reduir les despeses de personal en comparació amb els ingressos indicant una gestió eficient d'aquestes.

Despeses d'exploració

En quant a les despeses d'exploració s'observa com durant el període s'han mantingut constats respecte als ingressos.

Amortitzacions

Les amortitzacions es van mantenir relativament estables durant el període, amb una lleugera disminució el 2022. Això suggereix una base d'actius fixa que s'està depreciant consistentment.

Benefici Net

El benefici net va mostrar una recuperació el 2022, tornant a ser positiu després de les pèrdues del 2020 i 2021.

3.2.1.2. Balanç de situació

A continuació s'analitzarà el balanç de situació d'Establiments Viena S.A. A la taula 2 podem observar el resultat en el període 2019-2022.

Taula 2. Balanç de situació període 2019-2022

Balanç de situació	k€	2019	2020	2021	2022
Actiu no corrent		64.979	63.778	58.947	55.934
Immobilitzat intangible		773	692	239	173
Immobilitzat material		61.229	58.569	54.295	51.685
Inversions financeres		2.977	4.517	4.413	4.076
Actiu corrent		9.104	21.521	23.817	23.631
Existències		3.605	2.900	2.289	2.488
Clients		551	437	239	383
Tresoreria		4.948	18.184	21.289	20.760
Actius totals		74.083	85.299	82.764	79.565
Fons propis		35.978	31.086	30.858	32.245
Capital subscrit		576	576	576	576
Altres fons propis		35.402	30.510	30.282	31.669
Passiu no corrent		21.411	38.982	34.428	26.672
Deutes a ll/t		20.374	37.920	33.468	25.705
Altres passius no corrents		1.037	1.062	960	967
Passiu corrent		16.694	15.231	17.478	20.648
Deute a c/t		6.480	10.098	10.158	11.574
Proveïdors		5.058	2.479	3.469	3.925
Altres passius corrents		5.156	2.654	3.851	5.149
Total passiu i fons propis		74.083	85.299	82.764	79.565

Font : Elaboració pròpia a partir de dades de SABI

Actiu No Corrent

Es pot comprovar com la partida principal de l'actiu no corrent són els immobilitzats materials. S'observa una disminució d'aquest actiu, probablement deguda a la desinversió o depreciació durant els últims quatre anys. També es pot veure com l'immobilitzat intangible representa una quantitat molt reduïda de l'actiu no corrent total

i es pot veure la mateixa tendència que als immobilitzats materials. Per últim, trobem les inversions financeres a llarg termini, que aporten ingressos financers a l'empresa.

Actiu Corrent

L'actiu corrent es compon d'existències, clients i tresoreria. S'observa que la partida més destacable és la tresoreria, que ha anat augmentant durant el període ressenyat.

Fons Propis

Podem veure que es compon per capital, que es manté constant al llarg dels anys i per altres fons propis que inclouen principalment reserves. S'observa com l'any 2020, degut al COVID-19, hi va haver una reducció de fons propis en general degut a les pèrdues que es van patir els anys 2020 i 2021.

Passiu No Corrent

Aquest està compost principalment per deutes a llarg termini. Aquí s'observa que l'any 2020 es van haver de demanar més préstecs, però que els següents anys, aquests es van anar pagant.

Passiu Corrent

Per últim parlarem dels passius no corrents. S'observa com els deutes a curt termini augmenten durant els quatre anys, principalment degut a la necessitat de finançament durant els anys de crisi. Trobem com a segona partida més important els proveïdors, aquests es van reduir l'any 2020 degut a la disminució del període de pagament d'aquests, que va passar de 90 a 73 dies. Els anys 2021 i 2022 la durada d'aquest període es va recuperar.

3.2.1.3. Ràtios financeres

A la taula 3, es veuen les principals ràtios financeres que va presentar l'empresa durant aquest període.

Taula 3. Principals ràtios financeres

Any	2019	2020	2021	2022
Liquiditat	0,55	1,41	1,36	1,14
Endeutament	1,06	1,74	1,68	1,47
ROA	3,9%	-5,7%	-0,3%	1,7%
ROE	8,0%	-15,7%	-0,7%	4,3%
Rotació d'existències (dies)	64	86	59	50
Període mitja de cobrament (dies)	2	3	1	2
Període mitja de pagament (dies)	90	73	90	79

Font: Elaboració pròpia a partir de dades de SABI

La liquiditat és una ràtio que ens mostra la diferència que existeix entre els actius i els passius corrents, i si aquests darrers podrien ser pagats amb els actius corrents. Com s'observa, la major part d'anys aquesta ràtio és superior a 1, el que indica que l'empresa és capaç de pagar la totalitat dels seus passius financers amb actius corrents.

L'endeutament mostra la relació entre els passius i els fons propis de l'empresa, veiem com l'any 2020 aquesta ràtio va augmentar, principalment degut a l'increment dels deutes financers. Tot i així es pot observar que aquesta ràtio no és excessiva i no presenta un endeutament exagerat.

El ROA (Return on Assets) o rendibilitat econòmica, mostra els beneficis de l'empresa en base al total dels seus actius. Es veu com els anys 2020 i 2021 aquesta ràtio va ser negativa degut a que hi van haver pèrdues durant aquests exercicis.

El ROE (Return on Equity) o rendibilitat financera, mostra els beneficis de l'empresa en base als seus fons propis. S'observa que segueix la tendència del ROA.

Per últim, s'analitzen tres aspectes: la rotació d'existències, el període de cobrament i el de pagament. Es veu com la rotació d'existències es redueix any rere any, indicant que les existències de què es disposa surten més ràpidament. Pel que fa als períodes de cobrament i pagament es veuen unes ràtios molt positives degut a que l'empresa cobra de manera pràcticament immediata, i té un període mitjà de pagament de quasi tres mesos.

3.2.2. Projeccions financeres

Els directius de la companyia són optimistes amb el creixement dels ingressos i creuen que l'empresa podrà créixer un 10% durant els 3 primers anys i un 8% durant el següents 4.

Les despeses dels bens venuts (COGS) s'han mantingut entre un 22-24% sobre els ingressos, no és preveu una variació d'aquestes despeses, per tan és mantindran en un 23% durant els 7 anys.

Les despeses de personal han estat entre el 40-48% sobre els ingressos, veiem com durant l'any del COVID-19 el costos van augmentar significativament. Els directius preveuen que és mantindran bastant costats per tant es fixarem aquestes despeses en un 40% sobre els ingressos.

En quant a les despeses d'explotació és mantindran en un 27% respecte als ingressos seguint la línia de l'any 2022.

Un cop projectat aquestes resultats s'arriba a l'EBITDA podem veure com l'any 2019 ja hi havia pèrdues en aquest resultat. L'any 2022 encara no ha aconseguit arribar als nivells pre COVID-19 però s'espera que en els pròxims exercicis s'aconsegueixi.

El CAPEX (Capital expenditure, o despesa en capital), es refereix a la inversió que una empresa fa per comprar, mantenir o millorar els seus actius fixos, com fàbriques, maquinària o vehicles, els quals solen ser fonamentals per al funcionament i creixement de l'empresa (Abellán, 2024). Per calcular les amortitzacions a futur es tindrà en compte aquest valor i representarà 1,05 vegades el CAPEX. S'ha decidit fixar el CAPEX en un 6% sobre els ingressos.

L'immobilitzat material depèn del CAPEX i de les amortitzacions. Per calcular-lo s'ha de realitzar la següent operació: $\text{Immobilitzat material } n = (\text{Immobilitzat material } n-1) + \text{CAPEX} - \text{Amortitzacions}$.

Degut a la poca variació de l'immobilitzat intangible s'ha decidit mantenir-lo fix durant els 7 anys.

En quant a les inversions financeres, aquestes també es mantindran fixes degut a que no s'espera realitzar cap tipus d'inversió que no sigui material.

Es creu que el període de rotació d'existències es mantindrà al voltant de 50 dies i que durant els pròxims anys anirà millorant. Per calcular les existències s'utilitzaran dues operacions: la primera d'elles serà trobar el percentatge de dies sobre els COGS, d'aquesta manera, multiplicant el percentatge obtingut pel total de COGS obtindrem les existències en l'any desitjat. S'utilitzarà la mateixa metodologia de càlcul pels clients i els proveïdors. Es decideix que el període mitjà de cobrament, en base als històrics, serà de dos dies, i que el període mitjà de pagament serà de 86.

Pel que fa als deutes a llarg termini, es preveu que l'empresa pugui començar a liquidar aquest deute. S'ha decidit fixar un pagament anual del 5%, amb uns interessos del 2,5%. En quant als deutes a curt termini, no es preveu que es realitzin pagaments i es mantindran constants durant els 7 anys, amb uns interessos del 3%.

Per últim, les partides d'altres passius no corrents i altres passius corrents es mantindran constants durant tots els anys.

A la taula 6 s'observen les projeccions financeres a 7 anys.

Taula 4: Projeccions financeres

Compte de pèrdues i guanys								
k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'explotació	77.773	85.550	94.105	103.516	111.797	120.741	130.400	140.832
% variació anual	22%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%
COGS	18.213	19.677	21.644	23.809	25.713	27.770	29.992	32.391
% sobre ingressos	23%							
Marge Brut	59.560	65.874	72.461	79.707	86.084	92.970	100.408	108.441
Costos de personal	31.359	34.220	37.642	41.406	44.719	48.296	52.160	56.333
% sobre ingressos	40%							
Despeses d'explotació	21.671	23.099	25.408	27.949	30.185	32.600	35.208	38.025
% sobre ingressos	28%							
EBITDA	6.530	8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
Amortitzacions	4.857	5.390	5.929	6.521	7.043	6.339	6.846	7.394
(EBIT)	1.673	3.165	3.482	3.830	4.136	5.735	6.194	6.690
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Despeses financeres	736	951	913	874	836	797	759	720
Resultat financer	-51	-266	-228	-189	-151	-112	-74	-35
(BAT)	1.622	2.899	3.254	3.641	3.986	5.623	6.121	6.655
%								
Impostos	234	580	651	728	797	1.125	1.224	1.331
%taxa impositiva	14%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
BN	1.388	2.319	2.603	2.913	3.189	4.499	4.896	5.324
Balanç de situació								
Actiu no corrent	55.934	55.677	55.395	55.084	54.749	54.447	54.121	53.769
Immobilitzat intangible	173	173	173	173	173	173	173	173
Immobilitzat material	51.685	51.428	51.146	50.835	50.500	50.198	49.872	49.520
Inversions financeres	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Actiu corrent	23.631	25.376	27.169	29.374	31.804	35.547	39.732	44.450
Existències	2.488	2.695	2.957	3.131	3.381	3.500	3.769	4.082
Clients	383	469	514	567	613	662	713	772
Tresoreria	20.760	22.212	23.698	25.676	27.810	31.386	35.249	39.596
Actius totals	79.565	81.053	82.564	84.458	86.554	89.994	93.853	98.219
Fons propis	32.245	34.564	37.168	40.080	43.269	47.768	52.664	57.988
Capital subscrit	576	576	576	576	576	576	576	576
Altres fons propis	31.669	33.988	36.592	39.504	42.693	47.192	52.088	57.412
Passiu no corrent	26.672	25.130	23.587	22.045	20.503	18.961	17.418	15.876

Deutes a ll/t	25.705	24.163	22.620	21.078	19.536	17.994	16.451	14.909
Altres passius no corrents	967	967	967	967	967	967	967	967
Passiu corrent	20.648	21.359	21.809	22.333	22.781	23.266	23.770	24.355
Deute a c/t	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574
Proveïdors	3.925	4.636	5.086	5.610	6.058	6.543	7.047	7.632
Altres passius corrents	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149
Total passiu i fons propis	79.565	81.053	82.564	84.458	86.554	89.994	93.853	98.219
Fluxos de caixa								
EBITDA:		8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
(-) Impostos		(580)	(651)	(728)	(797)	(1.125)	(1.224)	(1.331)
(-) Capex		(5.133)	(5.646)	(6.211)	(6.708)	(6.037)	(6.520)	(7.042)
(+/-) Working capital		418	143	297	153	317	184	213
Flux de caixa sense palanquejament	-	3.260	3.256	3.709	3.828	5.230	5.479	5.924
(+/-) Despeses financeres		(266)	(228)	(189)	(151)	(112)	(74)	(35)
Flux de caixa amb palanquejament	-	2.994	3.028	3.520	3.677	5.118	5.406	5.889
(-) Pagament deutes		(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)
Flux de caixa lliure	-	1.452	1.486	1.978	2.135	3.575	3.864	4.346
(-) Dividends		0	0	0	0	0	0	0
(+/-) Variacions de capital		-	-	-	-	-	-	-
Variació de tresoreria	-	1.452	1.486	1.978	2.135	3.575	3.864	4.346
Tresoreria BoP	21.289	20.760	22.212	23.698	25.676	27.810	31.386	35.249
(+/-) Variació de tresoreria	-	1.452	1.486	1.978	2.135	3.575	3.864	4.346
Tresoreria EoP	20.760	22.212	23.698	25.676	27.810	31.386	35.249	39.596

Font: Elaboració pròpia a partir de SABI.

3.3. TRANSACCIÓ LBO

Un cop ja finalitzades les projeccions financeres es pot començar a realitzar el model LBO.

3.3.1. Valoració del preu de compra

Com hem vist anteriorment en el marc teòric existeixen varies metodologies per determinar el preu de compra d'una empresa. El més utilitzat en aquest tipus d'operació és el VAA, el valor actual ajustat, per utilitzar aquesta valoració fa falta calcular el WACC (taxa de descompte), però degut a la manca d'informació, resulta molt complicat determinar aquesta taxa. Per això s'utilitzarà el múltiple comparable EBITDA.

El múltiple EBITDA d'una empresa proporciona una ràtio normalitzada per a les diferències en l'estructura de capital, la fiscalitat i l'immobilitzat i compara les disparitats d'operacions en diverses empreses. La ràtio pren el valor empresarial d'una empresa (que representa la capitalització borsària més el deute net) i el compara amb els

beneficis abans d'interessos, impostos, deprecacions i amortitzacions (EBITDA) d'un període determinat (Team CFI, 2024).

Un estudi de múltiples de valoració l'any 2021 de M&A (fusions i adquisicions) per part de la companyia *Ernst & Young*, va determinar el múltiple EBITDA de les companyies de consum del sector alimentari i begudes a Espanya en 8,9x l'any 2021 i una mitjana de 10,4x durant els últims 10 anys.

Per la valoració d'Establiments Viena S.A. es prendrà un múltiple de 10x i un EBITDA de 9 milions d'euros prenent com a referència l'EBITDA de l'any 2019. Amb això es pot determinar el valor de l'empresa, que serà de 90 milions d'euros.

Per determinar el valor de compra cal descomptar al valor de l'empresa tots el deutes, altres passius que es vulguin liquidar i sumar la tresoreria. A més s'ha fixat en 5 milions d'euros l'efectiu mínim que tindrà sempre l'empresa.

Taula 5: Preu de compra

Preu de compra	Unitats	
EBITDA:	k€	9.000
X Múltiple EBITDA:	x	10,0x
Valor de l'empresa:	k€	90.000
(-) Deutes a ll/t:	k€	(25.705)
(-) Altres passius:	k€	(6.116)
(-) Deutes a c/t:	k€	(11.574)
(+) Tresoreria:	k€	20.760
(-) Efectiu mínim:	k€	(5.000)
Valor patrimonial	k€	62.365
		100,0%
Preu de compra	k€	62.365

Font: Elaboració pròpia

3.3.2. Fonts de finançament

Un cop s'ha determinat el preu de compra, es poden fixar les fonts de finançament que donaran suport a aquesta operació. S'ha decidit finançar-se amb 5 tipus de fonts de finançament.

3.3.2.1. Préstec bancari

El préstec bancari o *Term Loan* serà el deute sènior i principal de l'operació. S'ha decidit contractar un *Term Loan A*. Aquest préstec es caracteritza per pagar-se a través del sistema d'amortització lineal.

La quantitat de deute s'ha fixat en 4x l'EBITDA de la compra, és a dir 36 milions d'euros amb uns interessos de 5,5% més EURIBOR (fixat a un 2% durant tots els anys) i un cost de finançament de 2% sobre el préstec. El préstec es completarà en 6 anys.

Taula 6: Préstec bancari

Préstec bancari	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-
(-) Pagaments obligatoris	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	-
EoP	k€	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-	-
% taxa d'Interessos	%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Interessos	k€	(2.475)	(2.025)	(1.575)	(1.125)	(675)	(225)	-

Font: Elaboració pròpia

3.3.2.2. Fons de deute

El fons de deute forma part del deute subordinat. S'ha decidit realitzar un préstec *bullet* a 6 anys amb un import 1,5x EBITDA, és a dir 13,5 milions d'euros. Aquest deute és més car que el sènior degut a la preferència dels pagaments, per això s'ha decidit fixar uns interessos 10% i un 3,5% anual de PIK (*payment-in-kind notes*), un tipus préstec que permet als prestataris pagar interessos amb deute addicional, en lloc d' efectiu. El pagament d'aquest deute es realitzarà de manera completa l'any 2028 i tindrà un cost de finançament d'un 3,5% sobre el préstec.

Taula 7: Fons de deute

Fons de deute	Units	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	-
(-) Pagament obligatori	k€	-	-	-	-	-	(16.034)	-
(+) PIK	k€	473	489	506	524	542	-	-
EoP	k€	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	-	-
% taxa impositiva	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Interessos	k€	(1.374)	(1.422)	(1.471)	(1.523)	(1.576)	(802)	-

Font: Elaboració pròpia

3.3.2.3. Crèdit Revòlver

El crèdit Revòlver és un tipus de deute que una empresa pot emetre segons les seves necessitats de finançament. S'ha decidit contractar aquest crèdit a 3,5% d'interès més EURIBOR i un màxim de 50 milions anuals.

Per determinar la quantitat de deute que cal emetre és necessari calcular un nou flux de caixa que no tingui en compte el crèdit, així es podran determinar les necessitats de finançament tant per emetre nou deute com per pagar-lo i poder quadrar els balanços. La tresoreria BoP (*before of period*) es calcula en el punt 3.2.4.

Taula 6: Flux de caixa i crèdit revòlver

Flux de caixa sense revòlver	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:	k€	8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
(-) Impostos	k€	–	–	–	–	(29)	(294)	(959)
(-) Capex	k€	(5.133)	(5.646)	(6.211)	(6.708)	(6.037)	(6.520)	(7.042)
(+/-) Working Capital	k€	418	539	338	188	355	223	258
Flux de caixa lliure sense palanquejament	k€	3.840	4.303	4.478	4.660	6.363	6.448	6.341
(+) Ingressos financers		685	685	685	685	685	685	685
(-) Interessos	k€	(3.999)	(3.882)	(3.743)	(3.587)	(3.371)	(2.692)	(2.582)
(-) Pagaments de deute	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(22.034)	(20.818)
Flux de caixa lliure amb palanquejament	k€	(5.474)	(4.894)	(4.579)	(4.242)	(2.323)	(17.592)	(16.373)
(-) Tresoreria mínima	k€	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)
Flux de caixa lliure amb palanquejament i tresoreria mínima	k€	(10.474)	(9.894)	(9.579)	(9.242)	(7.323)	(22.592)	(21.373)
Tresoreria BoP	k€	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.059	5.589
Crèdit Revòlver	Units	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Flux de caixa	k€	(10.474)	(9.894)	(9.579)	(9.242)	(7.323)	(22.592)	(21.373)
BoP	k€	–	5.474	10.369	14.948	19.190	21.513	39.046
(+/-) Emissió/ Re pagament	k€	5.474	4.894	4.579	4.242	2.323	17.534	15.784
EoP	k€	5.474	10.369	14.948	19.190	21.513	39.046	54.831
% taxa impositiva	%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interessos	k€	(151)	(436)	(696)	(939)	(1.119)	(1.665)	(2.582)

Font: Elaboració pròpia

S'observa que degut a l'incapacitat de generar suficients fluxos de caixa, l'empresa haurà d'emetre préstecs revòlver durant tots els anys per tal de poder finançar totes les seves operacions i mantenir la caixa mínima.

3.3.2.4. Inversors Institucionals

Els inversors institucionals formaran part del deute subordinat. S'ha decidit optar per un préstec *bullet* a 7 anys amb un import de 1x EBITDA, és a dir 9 milions d'euros. Aquest préstec es farà a través de la metodologia PIK que és fixarà a un 15% anual. També tindrà un cost de finançament inicial del 3,5% sobre l'import del préstec.

Taula 7: Deute dels inversors institucionals

Inversors institucionals	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818
(-) Pagaments obligatoris	k€	-	-	-	-	-	-	(20.818)
(+) PIK	k€	1.350	1.553	1.785	2.053	2.361	2.715	-
EoP	k€	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	-

Font: Elaboració pròpia

3.3.2.5. Patrocinador financer

El patrocinador financer és la figura que aporta capital i per tant és el principal propietari de l'empresa, en aquest cas es tracta d'una firma de *private equity*. Per calcular la inversió del patrocinador cal veure totes les fonts de finançament i tots els usos. La diferència entre aquests dos determinarà el capital que aportarà el patrocinador.

Taula 8: Fonts i usos de finançament

Fonts i usos					
Unitats: k€					
Fonts	Total	xEBITDA	Usos	Total	xEBITDA
Patrocinador financer:	35.708	4,0x	Preu de compra:	62.365	6,9x
Crèdit Revòlver:	-	0,0x	Re finançament del deute	43.395	4,8x
Préstec bancari:	36.000	4,0x	Despeses de transacció:	2.700	0,3x
Fons de deute :	13.500	1,5x	Despeses financeres :	1.508	0,2x
Inversors institucionals:	9.000	1,0x			
Excés de caixa	15.760	1,8x			
Total Fonts:	109.968	12,2x	Total Usos:	109.968	12,2x

Font: Elaboració pròpia

Les despeses de transacció seran les despeses en assessorament financer, que correspondran a un 2% respecte el valor de l'empresa i l'assessorament legal que serà un 1%.

3.3.3. Balanç pro-forma

Un cop realitzada la compra és el moment de realitzar els ajustaments necessaris per crear el nou balanç l'any de l'adquisició. Serà necessari calcular el fons de comerç que sortirà de la diferència entre el preu de compra i els fons propis. Podem veure el resultat a la taula 9.

Taula 9: Càlcul fons de comerç

Fons de comerç	
Unitats: k€	
Preu de compra (100%)	62.365
Fons propis	(32.245)
Excés de valoració:	30.120

Font: Elaboració pròpia

Taula 10: Balanç pro-forma

Blanç pro-forma		Unitats: k€		
	Pre.	Debit	Crédit	Post.
Actiu no corrent	55.934			86.054
Immobilitzat intangible	173			173
Immobilitzat material	51.685			51.685
Inversions financeres	4.076			4.076
Fons de comerç			30.120	30.120
Actiu corrent	23.631			7.871
Existències	2.488			2.488
Clients	383			383
Tresoreria	20.760	-15.760		5.000
Actius totals	79.565			93.925
Fons propis	32.245	-36.453	35.708	31.500
Passiu no corrent	26.672			58.500
Deutes a ll/t	25.705	-25.705		0
Altres passiu a ll/t	967	-967		0
Préstec bancari a termini			36.000	36.000
Fons de deute			13.500	13.500
Inversors institucionals			9.000	9.000
Passiu corrent	20.648			3.925
Deute a c/t	11.574	-11.574		0
Proveïdors	3.925			3.925
Altres passius corrents	5.149	-5.149		0
Crèdit Revòlver				0
Total passiu i fons propis	79.565			93.925
Check	0			0

Font: Elaboració pròpia

3.3.4 Projecció dels nous estaments

Una vegada ja realitzat el nou balanç i calculades les fonts de finançament ja es poden crear els nous estats financers. L'avantatge d'haver creat un model operatiu prèviament és que tenint modelitzades quasi totes les partides només s'han que modelitzar les noves partides de fons propis, fons de comerç i deute.

3.3.4.1. Compte de pèrdues i guanys

Es començarà creant el nou compte de pèrdues i guanys on s'hauran d'afegir els pagaments d'interessos financers de les diferents fonts de finançament tenint en compte

els interessos i els PIK anuals en els cas del fons de deute i inversors institucionals. En la taula 11 és pot observar el nou compte de pèrdues i guanys.

Taula 11: Compte de pèrdues i guanys post transacció

Compte de pèrdues i guanys k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'explotació	77.773	85.550	94.105	103.516	111.797	120.741	130.400	140.832
% variació anual	22%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%
COGS	18.213	19.677	21.644	23.809	25.713	27.770	29.992	32.391
Marge Brut	59.560	65.874	72.461	79.707	86.084	92.970	100.408	108.441
Despeses de personal	31.359	34.220	37.642	41.406	44.719	48.296	52.160	56.333
Despeses d'explotació	21.671	23.099	25.408	27.949	30.185	32.600	35.208	38.025
EBITDA	6.530	8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
Amortitzacions	4.857	5.390	5.929	6.521	7.043	6.339	6.846	7.394
(EBIT)	1.673	3.165	3.482	3.830	4.136	5.735	6.194	6.690
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver		-151	-436	-696	-939	-1.119	-1.665	-2.582
Interessos Préstec a termini		-2.475	-2.025	-1.575	-1.125	-675	-225	0
Interessos- Fons de deute		-1.846	-1.911	-1.978	-2.047	-2.118	-802	0
Interessos Inv. institucional		-1.350	-1.553	-1.785	-2.053	-2.361	-2.715	0
Resultat financer	685	-5.137	-5.239	-5.349	-5.479	-5.589	-4.722	-1.897
(BAT)	2.358	-1.971	-1.757	-1.519	-1.342	146	1.472	4.793
Impostos	234	0	0	0	0	-29	-294	-959
% taxa impositiva	10%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Benefici net	2.124	-1.971	-1.757	-1.519	-1.342	175	1.766	5.751

Font: Elaboració pròpia

S'observa que es començarà a obtenir beneficis a partir del 5è any, això és degut principalment a elevada quantitat d'interessos que la companyia haurà de pagar i a que el benefici operatiu no serà prou elevat.

3.3.4.2 Balanç de situació

A la taula 12 es pot observar el balanç pro forma després de la transacció, que mostra com evolucionaran els diferents actius, passius i fons propis de l'empresa durant els anys següents.

Taula 12: Balanç complet després de la transacció

Balanç de situació	k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Actiu no corrent		86.054	85.797	85.515	85.204	84.869	84.567	84.241	83.889
Immobilitzat intangible		173	173	173	173	173	173	173	173
Immobilitzat material		51.685	51.428	51.146	50.835	50.500	50.198	49.872	49.520
Inversions financeres		4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Fons de comerç		30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120
Actiu corrent		7.871	8.164	8.075	8.262	8.522	8.711	9.522	11.177
Existències		2.488	2.695	2.957	3.131	3.381	3.500	3.769	4.082
Clients		383	469	118	130	141	152	164	177
Tresoreria		5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.059	5.589	6.917
Actius totals		93.925	93.962	93.590	93.466	93.392	93.278	93.763	95.066
Fons propis		31.500	29.529	27.772	26.253	24.910	25.086	26.852	32.603
Passiu no corrent		58.500	54.323	50.364	46.656	43.233	40.136	20.818	0
Préstec bancari		36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	0	0
Fons de deute		13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	0	0
Inversors institucionals		9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	0
		0							
Passiu corrent		3.925	10.110	15.454	20.558	25.248	28.056	46.094	62.462
Crèdit Revòlver			5.474	10.369	14.948	19.190	21.513	39.046	54.831
Proveïdors		3.925	4.636	5.086	5.610	6.058	6.543	7.047	7.632
Total passiu i fons propis		93.925	93.962	93.590	93.466	93.391	93.277	93.763	95.066
Check		0	0	0	0	0	0	0	0

Font: Elaboració pròpia

3.3.4.3. Fluxos de caixa

A la taula 13 es poden observar els fluxos de caixa projectats després de la transacció. Els ingressos operatius (EBITDA) augmenten, reflectint el creixement esperat. El flux de caixa lliure sense palanquejament augmenta constantment, mentre que el flux de caixa lliure amb palanquejament inicialment és negatiu a causa de l'elevada càrrega d'interessos i el pagament de deutes. Aquesta situació millora a partir del 2027, quan l'empresa comença a generar fluxos de caixa positius. El crèdit revòlver s'utilitza per cobrir necessitats de finançament a curt termini, la dependència disminueix a mesura que milloren els fluxos de caixa, també s'observa que en els últims dos anys l'emissió de revòlver augmenta degut a que s'han de liquidar els deutes.

Taula 13: Fluxos de caixa LBO

Fluxos de caixa k€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:	8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
(-) Impostos	0	0	0	0	29	294	959
(-) Capex	-5.133	-5.646	-6.211	-6.708	-6.037	-6.520	-7.042
(+/-) Working Capital	418	539	338	188	355	223	258
Flux de caixa sense palanquejament	3.840	4.303	4.478	4.660	6.421	7.037	8.259
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver	-151	-436	-696	-939	-1.119	-1.665	-2.582
Interessos Préstec a termini	-2.475	-2.025	-1.575	-1.125	-675	-225	0
Interessos Fons de deute	-1.374	-1.422	-1.471	-1.523	-1.576	-802	0
Interessos Inv. institucional	0	0	0	0	0	0	0
Resultat financer	-5.137	-5.239	-5.349	-5.479	-5.589	-4.722	-1.897
Flux de caixa amb palanquejament	-1.297	-936	-871	-819	832	2.315	6.362
Emissió/ Pagament Crèdit Revòlver	5.474	4.894	4.579	4.242	2.323	17.534	15.784
Emissió/ Pagament Préstec bancari	-6.000	-6.000	-6.000	-6.000	-6.000	-6.000	
Emissió/ Pagament Fons de deute						-16.034	
Emissió/ Pagament Inv. Institucional							-20.818
Pagaments totals	1.297	936	871	819	-774	-1.785	-5.033
Variació de caixa	0	0	0	0	58	530	1.329
Tresoreria BoP	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.059	5.589
(+/-) Variació de caixa	0	0	0	0	58	530	1.329
Tresoreria EoP	5.000	5.000	5.000	5.000	5.059	5.589	6.917

Font: Elaboració pròpia

3.3.5. Retorns dels inversors i anàlisi dels resultats

Una vegada projectats tots els estats financers és hora de calcular els retorns que obtindran els diferents inversors. S'utilitzaran dos indicadors per mesurar la rendibilitat dels inversors.

Es calcularà la taxa interna de retorn (TIR), indicador que mesura la rendibilitat d'una inversió, indicant el percentatge d'ingressos que generarà de forma anual (Romero, 2024). Per calcular-la s'utilitzarà la fórmula d'Excel =TIR.NO.PER(.) amb la qual, seleccionant el resultat a cada any i la filera d'anys, obtindrem la rendibilitat de la inversió.

També es calcularà el múltiple MoM (*Multiple of Money*) que és una mesura crítica dels rendiments dins de la indústria del *private equity*, juntament amb la taxa interna de retorn. Molt utilitzat en les operacions LBO, el múltiple de diners (MoM) és la relació

entre el total d'entrades d'efectiu rebudes i les sortides totals d'efectiu des de la perspectiva de l'inversor (Kim, 2024).

$$\text{MoM} = \text{Entrades d'efectiu} / \text{Sortides d'efectiu}$$

3.3.5.1. Préstec bancari

A la taula 14 es presenta el càlcul del *Multiple of Money* (MoM) i la Taxa Interna de Retorn (TIR) del préstec bancari. Els resultats mostren que el préstec inicial amb despeses de finançament del 2% genera fluxos d'efectiu positius anuals degut als pagaments obligatoris i als interessos. El MoM és d'1,25x, indicant que l'empresa recupera 1,25 vegades la inversió inicial, i la TIR és del 7,2%, reflectint una rendibilitat moderada per aquest tipus de finançament.

Taula 14: Càlcul Mom i TIR del préstec bancari

Préstec bancari k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(36.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	2,0%	720	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	2.475	2.025	1.575	1.125	675	225	-
Pagaments	-	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	-
Fluxos d'efectiu totals	(35.280)	8.475	8.025	7.575	7.125	6.675	6.225	-
Returns								
MoM	1,25x							
TIR	7,2%							

Font: Elaboració pròpia

3.3.5.2. Fons de deute

A la taula 15 es mostra el càlcul del MoM i la TIR del fons de deute. El MoM és d'1,83x, indicant que es recupera 1,83 vegades la inversió inicial, i la TIR és del 13,34%, reflectint una rendibilitat elevada per aquesta font de finançament.

Taula 15: Càlcul Mom i TIR del fons de deute

Fons de deute k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(13.500)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	473	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	802	-
Pagaments	-	-	-	-	-	-	16.034	-
Fluxos d'efectiu totals	(13.028)	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	16.835	-
Returns								
MoM	1,83x							
TIR	13,34%							

Font: Elaboració pròpia

3.3.5.3. Inversors institucionals

A la taula 16 es presenta el càlcul del MoM i la TIR dels inversors institucionals. El MoM és de 2,35x, indicant que es recupera 2,35 vegades la inversió inicial, i la TIR és del 13,29%, reflectint una rendibilitat elevada per aquests inversors.

Taula 16: Càlcul MoM i TIR dels inversors institucionals

Inversors institucionals k€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(9.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	315	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagaments	-	-	-	-	-	-	-	20.818
Fluxos d'efectiu totals	(8.685)	-	-	-	-	-	-	20.818
Returns								
MoM	2,35x							
TIR	13,29%							

Font: Elaboració pròpia

3.3.5.4. Patrocinador financer i equip directiu

Per poder determinar la rendibilitat s'ha de començar sabent el valor de la empresa i el valor patrimonial a l'any de sortida. Per poder fer això s'utilitzarà el *Equity Value to Enterprise Value Bridge* que il·lustra la relació entre el valor patrimonial d'una empresa i el valor empresarial i quins factors contribueixen a la diferència neta (Kim, 2024).

El valor de l'empresa és determinarà de la mateixa manera que s'ha calculat a l'hora de la compra, és a dir a 10x EBITDA. A la taula 17 es mostra el càlcul del valor patrimonial.

Taula 17: *Equity bridge*

Equity Bridge k€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
xMultiple de sortida	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
Valor de l'empresa	85.550	94.105	103.516	111.797	120.741	130.400	140.832
(-) Préstec revòlver	-5.474	-10.369	-14.948	-19.190	-21.513	-39.046	-54.831
(-) Préstec bancari	-30.000	-24.000	-18.000	-12.000	-6.000	0	0
(-) Fons de deute	-13.973	-14.462	-14.968	-15.492	-16.034	0	0
(-) Inversors institucionals	-10.350	-11.903	-13.688	-15.741	-18.102	-20.818	0
(+) Tresoreria	5.000	5.000	5.000	5.000	5.059	5.589	6.917
Valor patrimonial	30.754	38.373	46.912	54.375	64.151	76.125	92.919

Font: Elaboració pròpia

Un cop calculat el valor patrimonial es pot determinar l'incentiu que rebrà l'equip directiu. S'ha decidit que si l'empresa obté un EBITDA d'entre 9-15 milions d'euros, l'equip

directiu rebrà part de capital de l'empresa establert en un màxim de 10% anual. A la taula 18 es pot observar l'incentiu que ha rebut l'equip directiu.

Taula 18: Incentius de l'equip directiu

Pla de l'equip directiu		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
k€								
EBITDA		8.555	9.411	10.352	11.180	12.074	13.040	14.083
Capital mínim	0%							
Capital màxim	10%							
EBITDA mínim	9.000							
EBITDA màxim	15.000							
%capital	0,00%	0,0%	0,7%	2,3%	3,6%	5,1%	6,7%	8,5%
Valor del capital		-	263	1.057	1.975	3.287	5.126	7.872

Font: Elaboració pròpia

Ja calculat l'incentiu de l'equip directiu es pot determinar el valor patrimonial del patrocinador financer i la seva rendibilitat. Com s'observa a la taula 19, el valor patrimonial del patrocinador és la diferència entre el valor total patrimonial i el capital que adquireixen els directius.

Taula 19: Valor patrimonial del patrocinador

Patrocinador financer	K€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Valor patrimonial		30.754	38.373	46.912	54.375	64.151	76.125	92.919
(-) Equip directiu		-	(263)	(1.057)	(1.975)	(3.287)	(5.126)	(7.872)
Valor patrimonial del Patrocinador		30.754	38.110	45.856	52.399	60.864	70.999	85.047

Font: Elaboració pròpia

La taula 20 presenta les rendibilitats obtingudes pel patrocinador financer. S'observa que obtindrà un MoM de 2,38x, això reflecteix que al moment de la venda obtindrà 2,38 vegades més el capital invertit inicialment. En quant a la TIR, s'obté un bon resultat, amb una rendibilitat anual del 13,19%, valor que està en la mitjana d'aquest tipus d'operacions.

Taula 20: Càlcul MoM i TIR del patrocinador financer

Patrocinador	K€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inversió inicial		(35.708)	-	-	-	-	-	-	-
Fons propis al moment de la sortida		-	-	-	-	-	-	-	85.047
Fluxos d'efectiu totals		(35.708)	-	-	-	-	-	-	85.047
Retorns									
MoM	2,38x								
TIR	13,19%								

Font: Elaboració pròpia

3.3.5.5. Taula de sensibilitat

Per últim s'han creat taules de sensibilitat per veure les rendibilitats que s'obtidrien en el cas d'escollir un preu de compra i un múltiple d'EBITDA diferent. A la taula 21 és mostren les taules de sensibilitat amb el MoM i la TIR.

Taula 21: Taules de sensibilitat

Preu de compra & Múltiple d'entrada					
MoM					
2,38x	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x
8.000	1,99x	2,40x	3,03x	4,09x	6,30x
8.500	1,77x	2,13x	2,69x	3,63x	5,59x
9.000	1,57x	1,89x	2,38x	3,22x	4,95x
8.500	1,77x	2,13x	2,69x	3,63x	5,59x
8.000	1,99x	2,40x	3,03x	4,09x	6,30x
TIR					
13%	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x
8.000	10,3%	13,3%	17,1%	22,3%	30,0%
8.500	8,5%	11,4%	15,1%	20,2%	27,8%
9.000	6,6%	9,5%	13,2%	18,2%	25,7%
8.500	8,5%	11,4%	15,1%	20,2%	27,8%
8.000	10,3%	13,3%	17,1%	22,3%	30,0%

Font: Elaboració pròpia

S'observa que quan menor és el múltiple d'entrada y el preu de compra, majors seran les rendibilitats.

3.4. CREACIÓ D'ESCENARIS

Per poder obtenir un visió més clara de la transacció és necessari crear diferents escenaris i així poder determinar amb major claredat la viabilitat de l'operació. S'ha decidit crear un escenari optimista i un pessimista apart del creat per l'equip directiu.

Degut a la creació d'un model dinàmic a l'Excel s'ha aconseguit que canviant les assumpcions es pugui crear un nou escenari de manera ràpida. Els càlculs i les taules es poden trobar als annexos 2 i 3.

A continuació és mostraran els retorns obtinguts en els dos casos.

3.4.1. Cas optimista

Els resultats del càlcul del *Multiple of Money* (MoM) i la Taxa Interna de Retorn (TIR) del préstec bancari mostren que aquest préstec obté un MoM de 1,22x, indicant que l'empresa recupera 1,22 vegades la inversió inicial, i la TIR és del 6,3%, reflectint una rendibilitat moderada per aquest tipus de finançament.

La rendibilitat del fons de deute i dels inversors institucionals es mantenen constants en aquest escenari optimista degut a que els interessos són els mateixos i no els afecta l'EURIBOR.

El patrocinador financer obté uns resultats molt positius gràcies al fort creixement de l'EBITDA. Amb una inversió inicial de 35,7 milions d'euros, el patrocinador financer veu un retorn significatiu, amb un MoM de 4,05x i una TIR del 22,08%, reflectint una rendibilitat molt elevada gràcies als bons resultats operatius de l'empresa. Això demostra que el patrocinador financer es beneficia enormement de la millora en el rendiment financer de l'empresa.

3.4.2. Cas pessimista

Els resultats del càlcul del Multiple of Money (MoM) i la Taxa Interna de Retorn (TIR) del préstec bancari mostren que aquest préstec obté un MoM de 1,22x, indicant que l'empresa recupera 1,22 vegades la inversió inicial, i la TIR és del 6,3%.

La rendibilitat del fons de deute i dels inversors institucionals es mantenen constants igual que als dos casos anteriors.

En aquest escenari, el patrocinador financer obté uns resultats negatius a causa d'un creixement insuficient i un increment en les despeses. Amb una inversió inicial de 35,7 milions d'euros, el MoM és d'1,00x, indicant que només es recuperarà la inversió inicial, i la TIR és del -0,07%, reflectint una rendibilitat negativa. Això demostra que el patrocinador financer obtindrà pèrdues en aquest escenari.

4. CONCLUSIONS

Aquest estudi ha permès conèixer en profunditat les operacions LBO i veure com es poden aplicar en un cas real. A continuació es presenten les conclusions tant positives com negatives que s'han pogut extreure de l'aplicació dels conceptes teòrics i pràctics.

1. Les operacions LBO, tot i ser arriscades per naturalesa, poden oferir rendiments molt elevats si s'executen correctament. Des del punt de vista teòric, els LBO permeten adquirir empreses utilitzant una combinació de capital propi i deute, cosa que pot multiplicar els beneficis del capital invertit si l'empresa adquirida millora el seu rendiment. En la pràctica, s'ha vist que en escenaris optimistes o amb una gestió eficient, la rendibilitat per al patrocinador financer pot ser molt alta, destacant el potencial d'aquestes operacions per generar valor significatiu.
2. Per una altra banda, s'ha confirmat la necessitat per part de l'equip directiu de la empresa de realitzar una millora operativa per generar fluxos de caixa suficients per als pagaments del deute. En la pràctica, tot i que en el nostre cas l'optimització de les despeses operatives no va ser significativa, s'ha identificat que una millor gestió d'aquestes podria resultar en una millora considerable dels resultats financers de l'empresa adquirida. Això posa de manifest la importància d'una gestió operativa eficaç per a l'èxit d'una operació de LBO, ja que s'ha demostrat que sense aquesta reestructuració, l'empresa no és capaç de generar beneficis i fluxos de caixa suficients.
3. Els LBO també permeten als patrocinadors diversificar les seves inversions, adquirint empreses de major grandària que d'altra manera serien inaccessibles. L'estructura de finançament utilitzada en el cas d'Establiments Viena S.A. va permetre l'adquisició d'una empresa més gran, diversificant així el portafolis d'inversions del patrocinador. Aquesta diversificació pot ser beneficiosa per a reduir riscos específics d'inversió.
4. No obstant això, aquestes operacions també tenen punts negatius. S'ha constatat que les operacions LBO són altament dependents del flux de caixa de l'empresa adquirida per pagar el deute. A la pràctica, en el nostre cas, l'empresa no va generar suficient efectiu en els primers anys després de l'adquisició, fet que va obligar a emetre més deute, incrementant el risc financer. Aquesta situació subratlla la necessitat d'assegurar que l'empresa adquirida tingui una capacitat adequada per generar efectiu des del principi. Davant les dificultats per generar fluxos de caixa positius, seria recomanable reduir la quantitat de deute demanada i aportar més capital propi, tot i que això disminueixi la TIR. També s'ha de tenir en compte la temporalitat de l'operació, ja que si s'estén durant més

anys, les rendibilitats poden ser més altes, ja que els deutes principals estarien tots liquidats.

5. Seguint el punt anterior, en la part pràctica, s'ha observat com en situacions on els resultats operatius no són els esperats com hem vist, és a dir, en el cas pessimista, un alt nivell de deute pot portar l'empresa a situacions d'insolvència, posant en risc tota la inversió. Això ens ensenya que és crucial gestionar adequadament els fluxos de caixa i mantenir un nivell de deute sostenible.
6. Una altre punt destacable en aquest tipus d'operacions és la rellevància del preu de compra de l'empresa, ja que determinarà en gran mesura la rendibilitat de l'operació. Si l'empresa es compra a un preu molt alt, els costos del deute i la necessitat de generar alts fluxos de caixa s'incrementaran. S'ha observat que un preu de compra elevat pot comprometre seriosament la rendibilitat futura, dificultant l'obtenció de retorns positius. Per tant, és essencial avaluar acuradament el preu d'adquisició.
7. Per últim cal remarcar que les dades de treball han estat limitades fet que fa que els resultats obtinguts en aquesta anàlisi s'hagin pogut veure afectats. Les projeccions i models utilitzats estan basats en supòsits que poden no reflectir completament la realitat futura de l'empresa adquirida. Tot i així s'ha pogut veure com la pràctica no s'allunya e de la teoria.

En resum, les operacions de LBO presenten tant avantatges com desavantatges. Tot i que ofereixen la possibilitat d'alta rendibilitat i oportunitats de millora operativa, també comporten un alt nivell de risc financer i la possibilitat d'insolvència. Això ens indica que l'empresa compradora ha de realitzar una anàlisi molt exhaustiva abans d'embarcar-se en una operació d'aquest tipus, considerant tant els possibles beneficis com els riscos implicats, per assegurar que la decisió sigui la més adequada en funció de la situació financera i operativa de l'empresa objectiu.

5. REFERÈNCIES BIBLIOGRÀFIQUES

Abellán, J. L. (2024, 19 abril). CAPEX: Qué es, tipos y ejemplos. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/capex.html>

Ares, M., & De la Hoz, C. (2022, 25 abril). Informe sobre fusiones y adquisiciones en el sector consumo 2021. https://www.ey.com/es_es/strategy-transactions/informe-fusiones-adquisiciones-sector-consumo-2021

ASCRI. (2013). Informe 2013 «Venture Capital & Private Equity en España». <https://spaincap.org/storage/documents/July2023/mluGS5vuSsiEGBGp2SHh.pdf>

Azhar, M. (2024, 5 abril). What Is The 3 Statement Model? - Vena Solutions. Vena Solutions. <https://www.venasolutions.com/blog/three-statement-financial-model/>

Baker, H. K., Filbeck, G., & Kiyamaz, H. (2015). Private equity: Opportunities and Risks. Financial Markets and Investment. pp. 65-83

Capital Corporate. (2023). *Informe anual de private equity & venture capital en España*. https://www.capitalcorporate.com/ResourcesUser/IFAESCAPITALCORP/documentos/Informes/Informe_Anual_PE_VC_2022.pdf

Carretero Pires, A. (2017). *Operaciones de la compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de las estructuras financieras* [Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos]. Repositorio de tesis de la Universidad Rey Juan Carlos. <https://burjcdigital.urjc.es/handle/10115/14711>

Cobo Aragonés, J. L. (2020, 21 diciembre). Cómo adquirir una Compañía: LBO, MBO, MBI, BIMBO. ILP Abogados. <https://www.ilpabogados.com/como-adquirir-una-compania-lbo-mbo-mbi-bimbo/>

Garayalde Niño, M. L. (2007, octubre-diciembre). El impacto de las adquisiciones apalancadas en la eficiencia de las compañías: el caso español. *Revista Española de Capital de Riesgo*. Nº 4, <https://www.recari.es/numeropublicado.php?id=9>

Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal Of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>

Kim, J. (2024). Multiple of Money (MoM). Wall Street Prep. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/multiple-of-money-mom/>

Kim, J. (2024). Equity Value to Enterprise Value Bridge. Wall Street Prep.
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/equity-value-to-enterprise-value-bridge/>

LevBuyOut Corporate Finance. (s.f.). LevBuyOut Corporate Finance.
<https://levbuyout.thinkific.com/>

Manzano, M. C., (2007, noviembre). La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Estabilidad Financiera / Banco de España*, 13, p. 34-52,
<https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11542>

Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (2011), *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. (5a ed.) Ecobook-Editorial del Economista.

Mascareñas, J. i González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *Revista Universitaria europea*.19, pp. 87-112.

Manley, J. (2024, 8 maig). Unpacking Leveraged Buyouts (LBOs): How PE Firms Engineer Growth through Debt. Altvia. [https://altvia.com/unpacking-leveraged-buyouts/#:~:text=Leveraged%20buyouts%20\(LBOs\)%20are%20a,company's%20assets%20and%20cash%20flows.](https://altvia.com/unpacking-leveraged-buyouts/#:~:text=Leveraged%20buyouts%20(LBOs)%20are%20a,company's%20assets%20and%20cash%20flows.)

Public to Private (P2P): Revista Española de Capital Riesgo. (s. f.).
<https://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=3&id=115&lang=en>

Romero, A., & Romero, A. (2024, 30 març). Qué es la TIR (Tasa Interna de Retorno) y cómo se calcula. *Autónomos y Emprendedores*.
<https://www.autonomosyemprendedor.es/articulo/guias-de-emprendimiento/tasa-interna-rentabilidad-tir/20240328190000035339.html>

Ruiz Martín, M. (2006, diciembre). Actividad de las entidades de capital de riesgo en España. *CNMV*, Monografía nº 16, p. 41-44
https://www.cmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2006_16.pdf

SABI: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos. (2003). SABI Informa [base de datos]
<https://sabi.informa.es/>

Serrano Acitores, A. (2018, setembre). *¿Qué es un LBO? Las compraventas apalancadas de empresas*. Antonio Serrano Acitores.
<https://www.antonioserranoacitores.com/que-es-un-lbo/>

Serrano Acitores, A. (2012) *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operaciones de capital de riesgo*, [Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos]. Repositorio de tesis de la Universidad Rey Juan Carlos.

<https://burjcdigital.urjc.es/bitstream/handle/10115/12301/TESIS%20DOCTORAL%20ANTONIO%20SERRANO.pdf?sequence=1&isAllowed=i>

Serrano Acitores, A. (2014, agost-setembre). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts. *Revista de Contabilidad i tributación CEF*, 377-378, p. 172-

181. <https://revistas.cef.udima.es/index.php/RCyT/article/view/6251/5733>

SpainCap (2023). Informe de actividad 2023 «Venture Capital & Private Equity en España».

<https://spaincap.org/storage/documents/September2023/cXNCWzGjxyWIKq0po4We.pdf>

Urrutia, M. (2023, 13 diciembre). *Los secondary buyout (SBO) se disparan en España*.

Confianz - Asesoría Integral De Empresas. <https://www.confianz.es/actualidad/los-secondary-buyout-sbo-se-disparan-en-espana/>

6. ANNEXOS

ÍNDEX D'ANNEXOS

ANNEX 1. ASSUMPCIONS	54
ANNEX 2. CAS PESSIMISTA	56
BLOC 1: PROJECCIONS FINANCERES	56
BLOC 2: CÀLCUL DE DEUTE LBO	58
BLOC 3: ESTATS FINANCERS LBO	60
BLOC 4: RETORNS DELS INVERSIONISTES	62
ANNEX 3. CAS OPTIMISTA	65
BLOC 1: PROJECCIONS FINANCERES	65
BLOC 2: CÀLCUL DE DEUTE LBO	67
BLOC 3: ESTATS FINANCERS LBO	69
BLOC 4: RETORNS DELS INVERSIONISTES	71

ANNEX 1: ASSUMPCIONS

Casos	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos							
Ingressos	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Cas optimista	15%	15%	15%	13%	13%	13%	13%
Cas equip directiu	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%
Cas pessimista	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
COGS							
	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Cas optimista	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Cas equip directiu	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Cas pessimista	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Despeses de personal							
	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Cas optimista	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Cas equip directiu	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Cas pessimista	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Despeses d'explotació							
	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Cas optimista	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Cas equip directiu	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Cas pessimista	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Interessos							
Deutes a l/t	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Cas optimista	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Cas equip directiu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Cas pessimista	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Deutes a c/t	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Cas optimista	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Cas equip directiu	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Cas pessimista	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Euribor							
Deutes a c/t	2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Cas optimista	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Cas equip directiu	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Cas pessimista	2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Capex							
CapEx	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Cas optimista	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
Cas equip directiu	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
Cas pessimista	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Working Capital							
Existències	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Cas optimista	46	46	46	46	46	46	46
Cas equip directiu	50	50	48	48	46	46	46
Cas pessimista	52	52	52	52	52	52	52
Clients	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Cas optimista	1	1	1	1	1	1	1
Cas equip directiu	2	2	2	2	2	2	2
Cas pessimista	3	3	3	3	3	3	3
Proveïdors	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Cas optimista	90	90	90	90	90	90	90
Cas equip directiu	86	86	86	86	86	86	86
Cas pessimista	80	80	80	80	80	80	80

ANNEX 2: CAS OPTIMISTA

BLOC 1: PROJECCIONS FINANCERES

Compte de pèrdues i guanys	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'explotació	77.773	89.439	102.855	118.283	133.660	151.036	170.670	192.857
% variació anual	22%	15%	15%	15%	13%	13%	13%	13%
COGS	18.213	20.571	23.657	27.205	30.742	34.738	39.254	44.357
% sobre ingressos	23%							
Marge Brut	59.560	68.868	79.198	91.078	102.918	116.297	131.416	148.500
Despeses de personal	31.359	35.776	41.142	47.313	53.464	60.414	68.268	77.143
% sobre ingressos	40%							
Despeses d'explotació	21.671	24.149	27.771	31.936	36.088	40.780	46.081	52.071
% sobre ingressos	28%							
EBITDA	6.530	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
% variació anual		37%	15%	15%	13%	13%	13%	13%
Amortitzacions	4.857	5.635	6.480	7.452	8.421	7.929	8.960	10.125
(EBIT)	1.673	3.309	3.806	4.376	4.945	7.174	8.107	9.161
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Despeses financeres	736	715	684	653	622	591	561	530
Resultat financer	-51	-30	1	32	63	94	124	155
(BAT)	1.622	3.280	3.807	4.408	5.008	7.268	8.231	9.316
%								
Impostos	234	656	761	882	1.002	1.454	1.646	1.863
% taxa impositiva	14%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
BN	1.388	2.624	3.045	3.527	4.007	5.814	6.585	7.453

Balanç de situació	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Actiu no corrent	55.934	55.666	55.357	55.002	54.601	54.224	53.797	53.315
Immobilitzat intangible	173	173	173	173	173	173	173	173
Immobilitzat material	51.685	51.417	51.108	50.753	50.352	49.975	49.548	49.066
Inversions financeres	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Actiu corrent	23.631	26.128	28.685	31.915	35.652	41.287	47.844	55.521
Existències	2.488	2.593	2.973	3.429	3.874	4.378	4.934	5.590
Clients	383	490	562	648	732	828	933	1.057
Tresoreria	20.760	23.045	25.149	27.838	31.046	36.082	41.978	48.874
Actius totals	79.565	81.794	84.042	86.917	90.254	95.511	101.641	108.836

Fons propis	32.245	34.869	37.914	41.441	45.447	51.262	57.847	65.300
Capital subscrit	576	576	576	576	576	576	576	576
Altres fons propis	31.669	34.293	37.338	40.865	44.871	50.686	57.271	64.724
Passiu no corrent	26.672	25.130	23.587	22.045	20.503	18.961	17.418	15.876
Deutes a ll/t	25.705	24.163	22.620	21.078	19.536	17.994	16.451	14.909
Altres passius no corrents	967	967	967	967	967	967	967	967
Total Short-Term Liabilities	20.648	21.795	22.540	23.431	24.303	25.289	26.376	27.660
Deute a c/t	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574
Proveïdors	3.925	5.072	5.817	6.708	7.580	8.566	9.653	10.937
Altres passius corrents	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149
Total passiu i fons propis	79.565	81.794	84.042	86.917	90.253	95.511	101.641	108.836

Flux de caixa	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:		8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
(-) Impostos		(656)	(761)	(882)	(1.002)	(1.454)	(1.646)	(1.863)
(-) Capex		(5.366)	(6.171)	(7.097)	(8.020)	(7.552)	(8.534)	(9.643)
(+/-) Working Capital		936	292	349	342	387	426	504
Flux de caixa sense palanquejament	-	3.857	3.645	4.199	4.687	6.485	7.314	8.284
(+/-) Interessos		(30)	1	32	63	94	124	155
Flux de caixa palanquejat	-	3.828	3.646	4.231	4.750	6.578	7.438	8.439
(-) Pagament de deutes		(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)
Equity Free-Cash Flow	-	2.285	2.104	2.689	3.207	5.036	5.896	6.897
Variació de tresoreria	-	2.285	2.104	2.689	3.207	5.036	5.896	6.897
Tresoreria BoP	21.289	20.760	23.045	25.149	27.838	31.046	36.082	41.978
(+/-) Variació de tresoreria	-	2.285	2.104	2.689	3.207	5.036	5.896	6.897
Cash EoP	20.760	23.045	25.149	27.838	31.046	36.082	41.978	48.874

BLOC 2: CÀLCUL DE DEUTE LBO

Deute								
Flux de caixa sense revòlver	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:	k€	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
(-) Impostos	k€	-	-	-	-	(427)	(818)	(1.655)
(-) Capex	k€	(5.366)	(6.171)	(7.097)	(8.020)	(7.552)	(8.534)	(9.643)
(+/-) Working Capital	k€	1.181	545	426	417	471	519	614
Flux de caixa lliure sense planquejament	k€	4.758	4.659	5.157	5.763	7.595	8.235	8.601
(+) Ingressos financer		685	685	685	685	685	685	685
(-) Interessos	k€	(3.612)	(3.457)	(3.287)	(3.085)	(2.820)	(1.988)	(1.570)
(-) Pagaments de deute	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(22.034)	(20.818)
Flux de caixa lliure amb planquejament	k€	(4.169)	(4.113)	(3.445)	(2.637)	(539)	(15.101)	(13.101)
(-) Tresoreria mínima	k€	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)
Flux de caixa lliure amb planquejament i tresoreria mínima	k€	(9.169)	(9.113)	(8.445)	(7.637)	(5.539)	(20.101)	(18.101)
Tresoreria BoP	k€	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.854	6.635
Crèdit Revolver	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Flux de caixa	k€	(9.169)	(9.113)	(8.445)	(7.637)	(5.539)	(20.101)	(18.101)
BoP	k€	-	4.169	8.282	11.727	14.364	14.903	29.150
(+/-) Emisió/ Repagament	k€	4.169	4.113	3.445	2.637	539	14.247	11.465
EoP	k€	4.169	8.282	11.727	14.364	14.903	29.150	40.615
% taxa impositiva	%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Interessos	k€	(94)	(280)	(450)	(587)	(659)	(991)	(1.570)
Préstec bancari	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-
(-) Pagaments obligatoris	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	-
EoP	k€	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-	-
% taxa d'Interessos	%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Interessos	k€	(2.145)	(1.755)	(1.365)	(975)	(585)	(195)	-

Fons de deute	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	-
(-) Pagament obligatori	k€	-	-	-	-	-	(16.034)	-
(+) PIK	k€	473	489	506	524	542	-	-
EoP	k€	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	-	-
% taxa impositiva	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Interessos	k€	(1.374)	(1.422)	(1.471)	(1.523)	(1.576)	(802)	-
Inversors institucionals								
	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818
(-) Mandatory Payment	k€	-	-	-	-	-	-	(20.818)
(+) PIK	k€	1.350	1.553	1.785	2.053	2.361	2.715	-
EoP	k€	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	-

BLOC 3: ESTATS FINANCERS LBO

Compte de pèrdues i guanys	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'exploració	77.773	89.439	102.855	118.283	133.660	151.036	170.670	192.857
% variació anual	22%	15%	15%	15%	13%	13%	13%	13%
COGS	18.213	20.571	23.657	27.205	30.742	34.738	39.254	44.357
Marge Brut	59.560	68.868	79.198	91.078	102.918	116.297	131.416	148.500
Despeses de personal	31.359	35.776	41.142	47.313	53.464	60.414	68.268	77.143
Despeses d'exploració	21.671	24.149	27.771	31.936	36.088	40.780	46.081	52.071
EBITDA	6.530	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
Amortitzacions	4.857	5.635	6.480	7.452	8.421	7.929	8.960	10.125
(EBIT)	1.673	3.309	3.806	4.376	4.945	7.174	8.107	9.161
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver		-94	-280	-450	-587	-659	-991	-1.570
Interessos Préstec a termini		-2.145	-1.755	-1.365	-975	-585	-195	0
Interessos- Fons de deute		-1.846	-1.911	-1.978	-2.047	-2.118	-802	0
Interessos Inv. institucional		-1.350	-1.553	-1.785	-2.053	-2.361	-2.715	0
Resultat financer	685	-4.750	-4.813	-4.893	-4.977	-5.038	-4.018	-885
(BAT)	2.358	-1.441	-1.008	-517	-32	2.136	4.089	8.276
Impostos	234	0	0	0	0	-427	-818	-1.655
% taxa impositiva	10%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Benefici net	2.124	-1.441	-1.008	-517	-32	2.563	4.906	9.931

Balanç de situació	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Actiu no corrent	86.054	85.786	85.477	85.122	84.721	84.344	83.917	83.435
Inmovilitzat intangible	173	173	173	173	173	173	173	173
Inmovilitzat material	51.685	51.417	51.108	50.753	50.352	49.975	49.548	49.066
Inversions financeres	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Fons de comerç	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120
Actiu corrent	7.871	7.838	8.038	8.503	8.959	10.328	11.676	14.022
Existències	2.488	2.593	2.973	3.429	3.874	4.378	4.934	5.590
Clients	383	245	65	75	84	95	107	122
Tresoreria	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.854	6.635	8.310
Actius totals	93.925	93.623	93.515	93.625	93.680	94.671	95.593	97.457
Fons propis	31.500	30.059	29.052	28.535	28.503	31.066	35.973	45.904

Passiu no corrent	58.500	54.323	50.364	46.656	43.233	40.136	20.818	0
Prestec bancari	36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	0	0
Fons de deute	13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	0	0
Inversors institucionals	9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	0
	0							
Passiu corrent	3.925	9.241	14.099	18.435	21.944	23.469	38.803	51.553
Crèdit Revolver		4.169	8.282	11.727	14.364	14.903	29.150	40.615
Proveïdors	3.925	5.072	5.817	6.708	7.580	8.566	9.653	10.937
Total passiu i fons propis	93.925	93.623	93.515	93.625	93.680	94.671	95.593	97.457
Check	0	0	0	0	0	0	0	0

Fluxos de caixa	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
(-) Impostos	-	-	-	-	427	818	1.655
(-) Capex	(5.366)	(6.171)	(7.097)	(8.020)	(7.552)	(8.534)	(9.643)
(+/-) Working Capital	1.181	545	426	417	471	519	614
Unl. Free-Cash Flow	4.758	4.659	5.157	5.763	8.450	9.871	11.912
Ingresos financers	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver	(94)	(280)	(450)	(587)	(659)	(991)	(1.570)
Interessos Préstec a termini	(2.145)	(1.755)	(1.365)	(975)	(585)	(195)	
Interessos Fons de deute	(1.374)	(1.422)	(1.471)	(1.523)	(1.576)	(802)	
Interessos Inv. institucional							
Resultat financer	(2.927)	(2.772)	(2.602)	(2.400)	(2.135)	(1.303)	(885)
Levered Free-Cash Flow	1.831	1.887	2.555	3.363	6.315	8.568	11.027
Emissió/ Pagament Crèdit Revòlver	4.169	4.113	3.445	2.637	539	14.247	11.465
Emissió/ Pagament Préstec bancari	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	-
Emissió/ Pagament Fons de deute						(16.034)	-
Emissió/ Pagament Inv. Institucional							(20.818)
Pagaments totals	(1.831)	(1.887)	(2.555)	(3.363)	(5.461)	(7.787)	(9.352)
Variació de caixa	0	0	(0)	0	854	781	1.675
Tresoreria BoP	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.854	6.635
(+/-) Variació de caixa	0	0	(0)	0	854	781	1.675
Tresoreria EoP	5.000	5.000	5.000	5.000	5.854	6.635	8.310

BLOC 4: RETORNS DELS INVERSIONISTES

Equity Bridge	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
x Múltiple de sortida	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
Valor de l'empresa	89.439	102.855	118.283	133.660	151.036	170.670	192.857
(-) Préstec revòlver	(4.169)	(8.282)	(11.727)	(14.364)	(14.903)	(29.150)	(40.615)
(-) Préstec bancari	(30.000)	(24.000)	(18.000)	(12.000)	(6.000)	-	-
(-) Fons de deute	(13.973)	(14.462)	(14.968)	(15.492)	(16.034)	-	-
(-) Inversors institucionals	(10.350)	(11.903)	(13.688)	(15.741)	(18.102)	(20.818)	-
(+) Tresoreria	5.000	5.000	5.000	5.000	5.854	6.635	8.310
Valor patrimonial	35.947	49.209	64.901	81.064	101.851	127.338	160.552
Pla de l'equip directiu	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	8.944	10.285	11.828	13.366	15.104	17.067	19.286
Capital mínim	0%						
Capital màxim	10%						
EBITDA mínim	9.000						
EBITDA màxim	15.000						
%capital	0,00%	0,0%	2,1%	4,7%	7,3%	10,0%	10,0%
Valor del capital	-	1.054	3.059	5.899	10.185	12.734	16.055
Patrocinador financer	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Valor patrimonial	35.947	49.209	64.901	81.064	101.851	127.338	160.552
(-) Equip directiu	-	(1.054)	(3.059)	(5.899)	(10.185)	(12.734)	(16.055)
Valor patrimonial del Patrocinador	35.947	48.154	61.841	75.165	91.666	114.604	144.497

Retorns								
Préstec bancari								
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(36.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	2,0%	720	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	2.145	1.755	1.365	975	585	195	-
Pagaments voluntaris	-	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	-
Fluxos d'efectiu totals	(35.280)	8.145	7.755	7.365	6.975	6.585	6.195	-
Retorns								
MoM	1,22x							
TIR	6,3%							
Fons de deute								
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(13.500)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	473	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	802	-
Pagaments	-	-	-	-	-	-	16.034	-
Fluxos d'efectiu totals	(13.028)	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	16.835	-
Retorns								
MoM	1,83x							
TIR	13,34%							
Inversors institucionals								
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute	(9.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	315	-	-	-	-	-	-
Interessos	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagaments	-	-	-	-	-	-	-	20.818
Fluxos d'efectiu totals	(8.685)	-	-	-	-	-	-	20.818
Retorns								
MoM	2,35x							
TIR	13,29%							

Patrocinador	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inversió inicial	(35.708)	-	-	-	-	-	-	-
Fons propis al moment de la sortida	-	-	-	-	-	-	-	144.497
Fluxos d'efectiu totals	(35.708)	-	-	-	-	-	-	144.497
Returns								
MoM	4,05x							
TIR	22,08%							

Preu de compra & Multiple d'entrada					
MoM					
4,05x	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x
8.000	3,21x	3,87x	4,87x	6,58x	10,14x
8.500	2,92x	3,52x	4,44x	5,99x	9,23x
9.000	2,66x	3,21x	4,05x	5,47x	8,42x
8.500	2,92x	3,52x	4,44x	5,99x	9,23x
8.000	3,21x	3,87x	4,87x	6,58x	10,14x
TIR					
22%	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x
8.000	18,1%	21,3%	25,4%	30,9%	39,2%
8.500	16,5%	19,7%	23,7%	29,1%	37,3%
9.000	15,0%	18,1%	22,1%	27,4%	35,5%
8.500	16,5%	19,7%	23,7%	29,1%	37,3%
8.000	18,1%	21,3%	25,4%	30,9%	39,2%

ANNEX 3: CAS PESSIMISTA

BLOC 1: PROJECCIONS FINANCERES

Compte de pèrdues i guanys	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'explotació	77.773	82.439	87.386	92.629	98.187	104.078	110.322	116.942
% variació anual	22%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
COGS	18.213	18.961	20.099	21.305	22.583	23.938	25.374	26.897
% sobre ingressos	23%							
Marge Brut	59.560	63.478	67.287	71.324	75.604	80.140	84.948	90.045
Despeses de personal	31.359	32.976	34.954	37.052	39.275	41.631	44.129	46.777
% sobre ingressos	40%							
Despeses d'explotació	21.671	23.083	23.594	25.010	26.510	28.101	29.787	31.574
% sobre ingressos	28%							
EBITDA	6.530	7.420	8.739	9.263	9.819	10.408	11.032	11.694
Amortitzacions	4.857	5.194	5.505	5.836	6.186	6.557	6.950	7.367
		14%	18%	6%	6%	6%	6%	6%
(EBIT)	1.673	2.226	3.233	3.427	3.633	3.851	4.082	4.327
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Despeses financeres	736	1.304	1.257	1.211	1.165	1.119	1.072	1.026
Resultat financer	-51	-619	-572	-526	-480	-434	-387	-341
(BAT)	1.622	1.607	2.661	2.901	3.153	3.417	3.695	3.986
%								
Impostos	234	321	532	580	631	683	739	797
%taxa impositiva	14%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
BN	1.388	1.286	2.129	2.321	2.523	2.734	2.956	3.189

Balanç de situació	0,144266	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Actiu no corrent	55.934	55.687	55.425	55.147	54.852	54.540	54.209	53.858
Inmovilitzat intangible	173	173	173	173	173	173	173	173
Inmovilitzat material	51.685	51.438	51.176	50.898	50.603	50.291	49.960	49.609
Inversions financeres	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Actiu corrent	23.631	23.853	24.939	26.272	27.827	29.628	31.672	34.018
Existències	2.488	2.701	2.856	3.035	3.217	3.410	3.605	3.832
Clients	383	452	478	508	538	570	603	641
Tresoreria	20.760	20.700	21.606	22.729	24.071	25.647	27.464	29.545
Actius totals	79.565	79.539	80.363	81.418	82.679	84.167	85.881	87.876

Fons propis	32.245	33.531	35.660	37.981	40.503	43.237	46.193	49.381
Capital subscrit	576	576	576	576	576	576	576	576
Altres fons propis	31.669	32.955	35.084	37.405	39.927	42.661	45.617	48.805
Passiu no corrent	26.672	25.130	23.587	22.045	20.503	18.961	17.418	15.876
Deutes a ll/t	25.705	24.163	22.620	21.078	19.536	17.994	16.451	14.909
Altres passius no corrents	967	967	967	967	967	967	967	967
Total Short-Term Liabilities	20.648	20.879	21.116	21.393	21.673	21.970	22.269	22.618
Deute a c/t	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574	11.574
Proveïdors	3.925	4.156	4.393	4.670	4.950	5.247	5.546	5.895
Altres passius corrents	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149	5.149
Total passiu i fons propis	79.565	79.539	80.363	81.418	82.679	84.167	85.880	87.875

Flux de caixa								
EBITDA:		7.420	8.739	9.263	9.819	10.408	11.032	11.694
(-) Impostos		(321)	(532)	(580)	(631)	(683)	(739)	(797)
(-) Capex		(4.946)	(5.243)	(5.558)	(5.891)	(6.245)	(6.619)	(7.017)
(-)Others		-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Working Capital		(51)	57	67	68	72	72	84
Flux de caixa sense palanquejament	-	2.101	3.021	3.192	3.364	3.551	3.746	3.965
(+/-) Interessos		(619)	(572)	(526)	(480)	(434)	(387)	(341)
Flux de caixa palanquejat	-	1.482	2.448	2.666	2.885	3.118	3.359	3.624
(-) Pagament de deutes		(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)	(1.542)
Equity Free-Cash Flow	-	(60)	906	1.123	1.342	1.575	1.817	2.081
Variació de tresoreria	-	(60)	906	1.123	1.342	1.576	1.817	2.081
Tresoreria BoP	21.289	20.760	20.700	21.606	22.729	24.071	25.647	27.464
(+/-) Variació de tresoreria	-	(60)	906	1.123	1.342	1.576	1.817	2.081
Cash EoP	20.760	20.700	21.606	22.729	24.071	25.647	27.464	29.545

BLOC 2: CÀLCUL DE DEUTE LBO

Deute								
Flux de caixa sense revòlver	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:	k€	7.420	7.865	8.337	8.837	9.367	9.929	10.525
(-) Impostos	k€	-	-	-	-	-	-	(66)
(-) Capex	k€	(4.946)	(5.243)	(5.558)	(5.891)	(6.245)	(6.619)	(7.017)
(+/-) Working Capital	k€	(277)	596	86	88	93	94	109
Flux de caixa lliure sense planquejament	k€	2.196	3.217	2.865	3.033	3.215	3.403	3.551
(+) Ingressos financers		685	685	685	685	685	685	685
(-) Interessos	k€	(4.046)	(4.587)	(3.985)	(3.935)	(3.873)	(3.400)	(3.513)
(-) Pagaments de deute	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(22.034)	(20.818)
Flux de caixa lliure amb planquejament	k€	(7.165)	(6.685)	(6.435)	(6.216)	(5.973)	(21.345)	(20.094)
(-) Tresoreria mínima	k€	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)
Flux de caixa lliure amb planquejament i tresoreria mínima	k€	(12.165)	(11.685)	(11.435)	(11.216)	(10.973)	(26.345)	(25.094)
Tresoreria BoP	k€	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Crèdit Revolver	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Flux de caixa	k€	(12.165)	(11.685)	(11.435)	(11.216)	(10.973)	(26.345)	(25.094)
BoP	k€	-	7.165	13.849	20.284	26.500	32.473	53.818
(+/-) Emisió/ Repagament	k€	7.165	6.685	6.435	6.216	5.973	21.345	20.094
EoP	k€	7.165	13.849	20.284	26.500	32.473	53.818	73.912
% taxa impositiva	%	5,5%	7,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interessos	k€	(197)	(735)	(939)	(1.287)	(1.622)	(2.373)	(3.513)
Préstec bancari	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-
(-) Pagaments obligatoris	k€	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	-
EoP	k€	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	-	-
% taxa d'Interessos	%	7,5%	9,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Interessos	k€	(2.475)	(2.430)	(1.575)	(1.125)	(675)	(225)	-

Fons de deute	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	–
(-) Pagament obligatori	k€	–	–	–	–	–	(16.034)	–
(+) PIK	k€	473	489	506	524	542	–	–
EoP	k€	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	–	–
% taxa impositiva	%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Interessos	k€	(1.374)	(1.422)	(1.471)	(1.523)	(1.576)	(802)	–
Institutional Investors	Unitats	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
BoP	k€	9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818
(-) Mandatory Payment	k€	–	–	–	–	–	–	(20.818)
(+) PIK	k€	1.350	1.553	1.785	2.053	2.361	2.715	–
EoP	k€	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	–

BLOC 3: ESTATS FINANCERS LBO

Compte de pèrdues i guanys	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingressos d'exploració	77.773	82.439	87.386	92.629	98.187	104.078	110.322	116.942
% variació anual	22%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
COGS	18.213	18.961	20.099	21.305	22.583	23.938	25.374	26.897
Marge Brut	59.560	63.478	67.287	71.324	75.604	80.140	84.948	90.045
Despeses de personal	31.359	32.976	34.954	37.052	39.275	41.631	44.129	46.777
Despeses d'exploració	21.671	23.083	24.468	25.936	27.492	29.142	30.890	32.744
EBITDA	6.530	7.420	7.865	8.337	8.837	9.367	9.929	10.525
Amortitzacions	4.857	5.194	5.505	5.836	6.186	6.557	6.950	7.367
(EBIT)	1.673	2.226	2.359	2.501	2.651	2.810	2.979	3.157
Ingressos financers	685	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver		-197	-735	-939	-1.287	-1.622	-2.373	-3.513
Interessos Préstec a termini		-2.475	-2.430	-1.575	-1.125	-675	-225	0
Interessos- Fons de deute		-1.846	-1.911	-1.978	-2.047	-2.118	-802	0
Interessos Inv. institucional		-1.350	-1.553	-1.785	-2.053	-2.361	-2.715	0
Resultat financer	685	-5.183	-5.944	-5.592	-5.827	-6.091	-5.430	-2.828
(BAT)	2.358	-2.957	-3.584	-3.091	-3.176	-3.281	-2.451	330
Impostos	234	0	0	0	0	0	0	-66
% taxa impositiva	10%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Benefici net	2.124	-2.957	-3.584	-3.091	-3.176	-3.281	-2.451	396

Balanç de situació	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Actiu no corrent	86.054	85.807	85.545	85.267	84.972	84.660	84.329	83.978
Inmovilitzat intangible	173	173	173	173	173	173	173	173
Inmovilitzat material	51.685	51.438	51.176	50.898	50.603	50.291	49.960	49.609
Inversions financeres	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076	4.076
Fons de comerç	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120	30.120
Actiu corrent	7.871	8.379	8.020	8.210	8.403	8.607	8.813	9.185
Existències	2.488	2.701	2.856	3.035	3.217	3.410	3.605	3.832
Clients	383	678	165	175	186	197	208	221
Tresoreria	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.132
Actius totals	93.925	94.186	93.565	93.477	93.375	93.267	93.142	93.163
Fons propis	31.500	28.543	24.958	21.868	18.692	15.411	12.960	13.355

Passiu no corrent	58.500	54.323	50.364	46.656	43.233	40.136	20.818	0
Prestec bancari	36.000	30.000	24.000	18.000	12.000	6.000	0	0
Fons de deute	13.500	13.973	14.462	14.968	15.492	16.034	0	0
Inversors institucionals	9.000	10.350	11.903	13.688	15.741	18.102	20.818	0
	0							
Passiu corrent	3.925	11.320	18.242	24.954	31.450	37.720	59.365	79.807
Credit Revolver		7.165	13.849	20.284	26.500	32.473	53.818	73.912
Proveïdors	3.925	4.156	4.393	4.670	4.950	5.247	5.546	5.895
Total passiu i fons propis	93.925	94.186	93.565	93.477	93.375	93.267	93.142	93.163
Check	0	0	0	0	0	0	0	0

Fluxos de caixa		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA:		7.420	7.865	8.337	8.837	9.367	9.929	10.525
(-) Impostos		-	-	-	-	-	-	66
(-) Capex		(4.946)	(5.243)	(5.558)	(5.891)	(6.245)	(6.619)	(7.017)
(+/-) Working Capital		(277)	596	86	88	93	94	109
Unl. Free-Cash Flow	-	2.196	3.217	2.865	3.033	3.215	3.403	3.683
Ingresos financers	-	685	685	685	685	685	685	685
Interessos Crèdit Revòlver		(197)	(735)	(939)	(1.287)	(1.622)	(2.373)	(3.513)
Interessos Préstec a termini		(2.475)	(2.430)	(1.575)	(1.125)	(675)	(225)	-
Interessos Fons de deute		(1.374)	(1.422)	(1.471)	(1.523)	(1.576)	(802)	-
Interessos Inv. institucional								-
Resultat financer	(3.245)	(3.361)	(3.902)	(3.300)	(3.250)	(3.188)	(2.715)	(2.828)
Levered Free-Cash Flow	(634)	(1.165)	(685)	(435)	(216)	27	689	856
Emissió/ Pagament Crèdit Revòlver		7.165	6.685	6.435	6.216	5.973	21.345	20.094
Emissió/ Pagament Préstec bancari		(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	-
Emissió/ Pagament Fons de deute							(16.034)	-
Emissió/ Pagament Inv. Institucional								(20.818)
Pagaments totals		1.165	685	435	216	(27)	(689)	(724)
Cash Variation		0	0	0	0	(0)	(0)	132
Tresoreria BoP	-	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
(+/-) Variació de caixa		0	0	0	0	(0)	(0)	132
Tresoreria EoP	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.132

BLOC 4: RETORNS DELS INVERSIONISTES

Equity Bridge	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	7.420	7.865	8.337	8.837	9.367	9.929	10.525
x Múltiple de sortida	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
Valor de l'empresa	74.195	78.647	83.366	88.368	93.670	99.290	105.248
(-) Préstec revòlver	(7.165)	(13.849)	(20.284)	(26.500)	(32.473)	(53.818)	(73.912)
(-) Préstec bancari	(30.000)	(24.000)	(18.000)	(12.000)	(6.000)	-	-
(-) Fons de deute	(13.973)	(14.462)	(14.968)	(15.492)	(16.034)	-	-
(-) Inversors institucionals	(10.350)	(11.903)	(13.688)	(15.741)	(18.102)	(20.818)	-
(+) Tresoreria	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.132
Valor patrimonial	17.708	19.434	21.427	23.635	26.061	29.654	36.468
Pla de l'equip directiu	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	7.420	7.865	8.337	8.837	9.367	9.929	10.525
Capital mínim	0%						
Capital màxim	10%						
EBITDA mínim	9.000						
EBITDA màxim	15.000						
%capital	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,5%	2,5%
Valor del capital	-	-	-	-	159	459	927
Patrocinador financer	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Valor patrimonial	17.708	19.434	21.427	23.635	26.061	29.654	36.468
(-) Equip directiu	-	-	-	-	(159)	(459)	(927)
Valor patrimonial del Patrocinador	17.708	19.434	21.427	23.635	25.902	29.195	35.541

Retorns									
Prestec bancari									
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deute		(36.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	2,0%	720	-	-	-	-	-	-	-
Interessos		-	2.475	2.430	1.575	1.125	675	225	-
Pagaments voluntaris		-	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	-
Fluxos d'efectiu totals		(35.280)	8.475	8.430	7.575	7.125	6.675	6.225	-
Retorns									
MoM		1,26x							
TIR		7,5%							
Fons de deute									
Deute		(13.500)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	473	-	-	-	-	-	-	-
Interessos		-	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	802	-
Pagaments		-	-	-	-	-	-	16.034	-
Fluxos d'efectiu totals		(13.028)	1.374	1.422	1.471	1.523	1.576	16.835	-
Retorns									
MoM		1,83x							
TIR		13,34%							
Inversors institucionals									
Deute		(9.000)	-	-	-	-	-	-	-
Despeses de finançament	3,5%	315	-	-	-	-	-	-	-
Interessos		-	-	-	-	-	-	-	-
Pagaments		-	-	-	-	-	-	-	20.818
Fluxos d'efectiu totals		(8.685)	-	-	-	-	-	-	20.818
Retorns									
MoM		2,35x							
TIR		13,29%							

Patrocinador								
Inversió inicial	(35.708)	-	-	-	-	-	-	-
Fons propis al moment de la sortida	-	-	-	-	-	-	-	35.541
Fluxos d'efectiu totals	(35.708)	-	-	-	-	-	-	35.541
Retorns								
MoM	1,00x							
TIR	-0,07%							

Preu de compra & Multiple d'entrada						
MoM						
1,00x	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x	
8.000	0,98x	1,18x	1,48x	2,00x	3,09x	
8.500	0,81x	0,97x	1,23x	1,65x	2,55x	
9.000	0,66x	0,79x	1,00x	1,34x	2,07x	
8.500	0,81x	0,97x	1,23x	1,65x	2,55x	
8.000	0,98x	1,18x	1,48x	2,00x	3,09x	
TIR						
0%	12,0x	11,0x	10,0x	9,0x	8,0x	
8.000	-0,3%	2,4%	5,8%	10,4%	17,5%	
8.500	-3,0%	-0,4%	2,9%	7,5%	14,3%	
9.000	-5,9%	-3,3%	-0,1%	4,3%	10,9%	
8.500	-3,0%	-0,4%	2,9%	7,5%	14,3%	
8.000	-0,3%	2,4%	5,8%	10,4%	17,5%	