

VALORACIÓN DE EMPRESAS: MÉTODOS DE VALORACIÓN¹ BUSINESS VALUATIONS: VALUATION METHODS

Alberto Parra Barrios²

Recepción: Mayo 15 de 2013

Aceptación: Agosto 14 de 2013

Cómo citar este artículo:

Parra B. Alberto. Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, Vol. (2), 87-100.

Resumen

Cuando se piensa en vender una empresa, fusionarla, hacer una escisión o simplemente determinar su valor en una fecha dada, para conocer los directivos la posición frente al sector económico que se comparte, se han utilizado diferentes métodos y herramientas, que en la mayoría de los casos no son los apropiados para el fin que se pretende. En el presente documento se hace una descripción de las metodologías más utilizadas para valorar una empresa, mostrando las ventajas y desventajas de cada una, para orientar a los usuarios en la determinación del valor más cercano a la realidad, que les permita obtener sus objetivos.

Palabras clave

Ebitda, flujo de caja libre, múltiplos financieros, sinergia, valor terminal, tasa de Retorno.

Abstract

When thinking about selling a business, merge, do a split or just determine its value on a given date for managers position against economic sector that is shared, we have used different methods and tools, which in most cases are not appropriate for the intended purpose. This document is a description of the methodologies used to value a company, showing the advantages and disadvantages of each, to guide users in determining the value closest to the reality, that allows them to obtain their goals.

Key words

Ebitda, cash flow, financial multiples, synergy, final value, return rate.

Introducción

En este artículo se tratan algunas metodologías que se han utilizado para determinar el valor de las empresas, comenzando por aquellas que basan el método en la conta-

bilidad hasta llegar a la aplicación del descuento de los flujos de caja, con especial atención a la construcción del flujo de caja libre que tiene una importante acogida en la actualidad entre los directivos y los inversionistas.

1 Artículo resultado del estudio “Aplicación de los métodos de valoración y el desconocimiento de empresarios y analistas, de las ventajas y desventajas al aplicar metodologías tradicionales”.

2 Administrador de Empresas Pontificia Universidad Javeriana, Magister en Finanzas y Mercados Financieros Universidad San Pablo - CEU, MBA © con énfasis en Finanzas Universidad Sergio Arboleda, Especialista en Finanzas Universidad de Los Andes, Docente de posgrado en Escuela de Administración de Negocios, E.A.N. y otras universidades en Bogotá. albertoparra9@yahoo.com

En primer término se hará un acercamiento al concepto de valoración de empresas y se tratarán los posibles motivos que influyen en ella. A continuación, se hace un análisis de las metodologías aplicadas con sus ventajas y desventajas, se recomienda aquella que goza de la mayor aceptación entre los economistas y los financieros estudiosos de este tema, luego se pasa a describir un modelo de valoración de empresas que permite determinar de una forma sencilla y completa el valor de la inversión en una fecha determinada.

¿Qué motiva la valoración de empresas?

El mercado se define como el área en la cual convergen las fuerzas de la oferta y la demanda para establecer un precio único a pagar por el bien o servicio. Si el propósito de valorar una empresa es su venta total o parcial, fusionarla o hacer una alianza estratégica, es importante aclarar ¿Quiénes son los posibles compradores y sus características?, ¿qué motiva a los inversionistas potenciales?, ¿cuáles son los intereses que determinan el nivel de sinergia en una empresa específica? y ¿qué hace evidente la existencia de unos valores diferentes?

Estas sinergias se refieren a los beneficios marginales que lograría un inversionista en otras empresas, como consecuencia de querer controlar la entidad o a los que obtendría en esta misma, en razón a las actividades complementarias que no alcanza en el desarrollo normal de su actividad.

Tipos de Sinergia

Los tipos de sinergia que con mayor frecuencia motivan las adquisiciones, las alianzas, las fusiones o escisiones, se encuentran dentro de las siguientes categorías:

Consolidar una mayor participación del mercado: La proporción con la cual una compañía participa de un mercado afecta la rentabilidad del capital, de la inversión y de la operación. El hecho de ser un competidor cada vez más grande le genera beneficios significativos de diferente calidad o condición, razón por la cual es quizá la de mayor motivación.

Aumentar participación en los mercados es un proceso costoso, lleva tiempo y tiene su riesgo si se tiene en cuenta el crecimiento a un ritmo constante y superior al de una industria, lo que equivale a morder más de la tajada del ponqué donde se encuentran participando los competidores, quienes al sentir que están perdiendo una porción, inician con seguridad la batalla para evitarlo y recuperarse. Una adquisición o una fusión son alternativas que permiten un crecimiento significativo, que los competidores no sienten inmediatamente en el volumen de sus operaciones.

En las consolidaciones se debe destacar que es una figura de preferencia para algunos de los inversionistas, debido a la sensibilidad en el volumen de operaciones. Se puede mencionar que hay empresas con altos costos fijos y amplios márgenes unitarios variables, que necesitan amortizar grandes inversiones en investigación y desarrollo, entre el número de unidades vendidas, antes de que la obsolescencia tecnológica se las lleve por delante.

Otra sinergia importante es la ampliación de la línea de productos: Dentro de una creciente especialización de los mercados a nivel mundial, diferentes competidores encuentran la necesidad de ofrecer una mayor gama de productos, que les permita atender las necesidades de sus clientes.

Este tipo de sinergia puede traducirse en grandes beneficios para un inversionista, que observa un incentivo muy atractivo para complementar con otra organización una línea de productos adecuada.

El acceso a determinada tecnología: Esta sinergia es motivada por el deseo de mantenerse en el mercado al mismo nivel de los competidores. Las fusiones o consolidaciones son muy comunes en economías avanzadas tecnológicamente, donde la adquisición de tecnología entra a ser un factor crítico que puede variar las perspectivas de una empresa.

Las economías de escala: Es un incentivo muy atractivo en economías como la colombiana. Son muy obvios los beneficios económicos que se logran con la reducción de los costos unitarios, como consecuencia de la disminución de los costos fijos en las diferentes áreas funcionales de una empresa, en la inversión publicitaria, en los costos de distribución, en la investigación y desarrollo, en compras y adquisiciones, en producción, etc.

Otros tipos de sinergias están vinculados con la reducción de la inestabilidad en los mercados, los beneficios tributarios, la diversificación o mitigación de riesgos o finalmente el acceso a recursos financieros de bajo costo.

Estas situaciones comentadas como los factores que motivan al inversionista a la fusión o adquisición de una empresa, contribuyen a que se dificulte su valoración o se generen diferentes valores para las organizaciones.

¿Qué se entiende por valoración de empresas?

Es un proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos o hechos económicos, de acuerdo con reglas, con unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente, considerando unas variables que permitan determinar su valor en el tiempo.

Manejar las cifras para valorar empresas es un procedimiento sencillo, se requiere de un conocimiento preciso de las herramientas matemáticas para la aplicación de una metodología, la integración de otros elementos como los planes estratégicos, a partir de un análisis de las debilidades, fortalezas, amenazas, oportunidades asociadas a la empresa, los proyectos a futuro, la capacidad y preparación de los directivos responsables para hacer una gestión adecuada que permita estimar lo mejor posible el retorno del capital, el marketing estratégico, la tasa de costo de capital y una adecuada y confiable información contable.

Para valorar una empresa se hace necesario combinar conocimientos de Ingeniería Financiera, Contabilidad, Administración Financiera, Economía, Derecho, estrategia empresarial, mercados y seguramente el conocimiento de otras ciencias empresariales. Por último, no se debe dejar de lado que la mezcla de los elementos y herramientas mencionados está afectada por el riesgo y por aspectos subjetivos, lo que lleva a resultados diversos que dependen inclusive de quién hace la

valoración. El valor de la empresa no se puede estimar aisladamente de la dimensión del riesgo dada la incertidumbre que puede presentarse sobre el comportamiento de la economía y su impacto en la empresa. El análisis de escenarios permite apreciar el riesgo del negocio.

Es importante resaltar que el valor agregado de las empresas no se encuentra en sus activos físicos, sino en el capital intelectual de sus directivos, en la calidad de la información, en la capacidad para generar fondos y en los planes estratégicos; lo que también dificulta en cierto grado la actividad de la valoración.

Métodos de valoración

Los métodos para valorar empresas se pueden clasificar de diferentes maneras; los más utilizados se pueden dividir en tres grandes grupos: los basados en un concepto del valor de los activos o métodos contables, los múltiples financieros y los fundamentados en el retorno de la inversión.

Métodos basados en el valor de los activos

Como se mencionó, estos están basados en la contabilidad. El sistema contable mide los hechos económicos, comerciales y administrativos, los registra y acumula mostrando una radiografía de la empresa. En el momento de valorarla, los hechos ya son el pasado de la misma; por lo tanto el inversionista se ve en la obligación de tomar una decisión sobre lo ya ocurrido, cuando lo que le interesa es el futuro.

Valor en libros

El uso del método valor en libros o valor patrimonial “constituye un método bastante

impreciso y cuyo resultado puede distar apreciablemente del valor real de la empresa”, (Serrano, 1986:2).

El método parte del balance general de la empresa a una fecha definida. En él se aprecia el valor de los activos fijos a su precio de adquisición disminuidos por la depreciación. No se incluye el good will y los demás activos y pasivos se contabilizan en forma corriente. El valor de la empresa se estima restando al total de los activos el valor de los pasivos, lo que se traduce en que el valor de la misma equivale a la suma del patrimonio contable.

Dos son los aspectos a resaltar en este método. El primero es que el valor del patrimonio contable es usado como el valor de referencia de la empresa. El segundo es la facilidad del cálculo para llevar a cabo la valoración.

Pero al observar el otro punto de vista, se cuenta con factores negativos. Este sistema de valoración fue conceptualizado inicialmente para ser utilizado en economías en las que el nivel de inflación no distorsiona, en el corto plazo, el valor de los activos fijos e inventarios. A pesar de que se parte de un balance general auditado, las normas actuales en nuestro medio permiten distorsiones.

Es el caso del valor contable de algunos activos, especialmente la propiedad, planta y equipo, los inventarios y algunas inversiones que no guardan relación con su valor comercial, limitando aún más el resultado del método de valor en libros para la valoración, para lo cual se toma en cuenta los estudios de valorizaciones, situación que no resuelve la problemática de estos activos.

Este sistema ha sido muy utilizado por administradores y empresarios dada la facili-

dad de cálculo, pero tiene el inconveniente de no reflejar aspectos claves como el desarrollo organizacional, la participación de la empresa en el mercado, la incidencia de la generación de flujos futuros de fondos, la subutilización de activos, la generación de utilidades futuras (Serrano, 1986: 2).

Como este sistema presenta vacíos, se pretende resolver de manera simplista el problema adicionándosele una “prima” al valor del patrimonio contable. La dificultad radica en que esta pretende resumir sin justificación, con la astucia del evaluador, los aspectos constitutivos del valor de una empresa. En la práctica, el valor de la misma termina siendo fruto del “olfato” del evaluador.

Dadas las razones antes expuestas, el método de valor en libros no se considera adecuado para la valoración de empresas, salvo en los eventos en que exclusivamente se vayan a adquirir los activos del ente, como lo recomienda la Cámara de Comercio de Bogotá.

Valoración con ajuste de los activos netos

Este método se conoce también como el valor en libros ajustado, un análisis detallado sobre el procedimiento dado a las cuentas del activo y del pasivo se encuentra en Serrano (1986). El método contempla una estimación del valor comercial de los activos y pasivos en el balance de la empresa, busca corregir la desactualización de los mismos, y calcula el valor de lo que se podría llamar el patrimonio ajustado. Si bien es cierto que trata de resolver algunas de las inconsistencias que la inflación y la obsolescencia tecnológica pueden tener sobre los activos, mantiene los problemas

relacionados con los activos y pasivos no registrados en el balance y con los pasivos laborales subvaluados. No contempla la habilidad o inhabilidad que la empresa tenga para producir resultados económicos con sus activos. Este *know how* como se le conoce a la habilidad referida, normalmente es determinado con el “olfato” del evaluador. De igual manera que el método anterior, la empresa se valora con un criterio subjetivo. Los pasivos no son fácilmente ajustables. En primer lugar, se resaltan los pasivos laborales y contingentes, en segundo, aquellos cuya dificultad radica en la variación de las tasas de interés en el mercado como los títulos en moneda nacional o extranjera y sus rendimientos o el valor presente de la deuda, ya que al tomar la tasa de descuento puede ser diferente a las convenidas en los créditos y puede llevar a que el valor nominal de las obligaciones sea mayor al valor de mercado de la deuda.

Los ajustes referidos han sido aplicados en nuestro país especialmente para los activos fijos, pero al ser mal utilizados por algunas empresas perdieron la confianza del público y de las entidades financieras, ya que lo que se buscaba era lograr un incremento en el patrimonio, reflejando un mayor valor de las empresas beneficiadas por el menor índice de endeudamiento, lo que llevaba a obtener altos créditos bancarios.

Valor de liquidación

Este método desconoce totalmente el uso de activos y pasivos en una empresa, y estima su valor ante una eventual liquidación de la misma. Es claro que activos como las cuentas por cobrar comerciales o los inventarios, entre otros, pueden valer en el evento de una liquidación solo una fracción

del valor que tendrían en una empresa en normal operación. Con respecto a los pasivos se contemplan los ajustes que son muy necesarios en la liquidación de la empresa. El ejemplo más claro es el de los pagos que se deben hacer a los empleados como indemnización. La resultante de restar los pasivos al total de los activos arroja el valor de la empresa.

El problema radica en que las empresas deben ser valoradas considerando la continuación de su operación en el futuro. En estos casos, el valor de liquidación de una empresa puede arrojar sorpresas, al ser comparada con valoraciones que se estimen por otros métodos que ven al ente como una compañía en marcha. La rentabilidad de algunas empresas, cuando coinciden con una estructura del activo, un componente importante de finca raíz o equipos que al poder ser utilizados en otras industrias rentables tienen un valor de liquidación significativo, que puede llevar a que el valor de liquidación de la compañía sea superior al que podría tener la misma como generadora potencial de una rentabilidad futura.

En conclusión, se puede decir que el valor de liquidación tiene importancia en la medida que pueda servir como un parámetro que indique el tope mínimo del valor de una empresa.

Método basado en múltiplos financieros

Se fundamenta en la observación que se hace de una empresa, a través de la aplicación de diversos indicadores, especialmente del mercado de valores de empresas con características similares para obtener un valor asociado a ella.

La sencillez de su uso aunada al desconocimiento de un procedimiento adecuado de valoración de negocios, son las principales causas para que la aplicación de este método se extienda. Sin embargo, es importante tener en cuenta que se parte de una hipótesis viciada al asumir que la empresa analizada va a tener un comportamiento similar a las otras “similares” de su sector.

De su aplicación surgen varios interrogantes. Lo primero es si las empresas son realmente comparables ya que pueden encontrarse en diferentes fases de su desarrollo, los negocios tienen que ser similares y no distintos, no puede compararse una compañía cuyo mercado objetivo sea global con otra que dirija su actividad al mercado local.

Un segundo elemento para reflexión es si existe confianza en los precios del mercado, estos son una variable fundamental al establecer los comparativos. Si bien es cierto que el precio lo determina el mercado y hay que confiar en el valor que este otorga, se debe mirar el largo plazo. La diferencia entre valor y precio hay que tenerla clara, tal como se comentó en el tema sobre definición de valor. Por otro lado, los deseos de comprar o vender y las sinergias que se obtienen son elementos que van a permitir acercarse al precio; es decir pueden existir un valor y muchos precios.

Por esta razón, se recomienda tener los múltiplos como elementos complementarios al aplicar métodos de valoración más actualizados y efectivos como el flujo de caja libre descontado y opciones reales, temas que se tratarán más adelante.

Al aplicar múltiplos se deben considerar dos hipótesis: La primera, que los valores del

mercado sean los apropiados y no se vean afectados por distorsiones entre la oferta y la demanda. La segunda, que la empresa analizada sea idéntica a la que se va a comparar.

Con respecto a los tipos de múltiplos existen dos clases: los de cotización y los de transacción como se clasifican en la nota técnica de la división de investigación de IESE (1999). Los primeros, estiman el valor de mercado de una empresa por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Al aplicar esta metodología es necesario seguir una serie de pasos como el análisis de la empresa objetivo, clasificación de las empresas comparables previo el análisis de las mismas, elección y cálculo de los múltiplos a utilizar, aplicación de resultados y selección de un rango de valoración para la empresa en estudio.

Los segundos, similares a los de cotización, analizan el precio pagado por compañías parecidas, para lograr un estimado del precio de la empresa objetivo.

Modelo de valuación con la fórmula de Gordon y Shapiro

En la valuación de las acciones comunes, la primera aproximación a su valor es recomendable hacerla a partir de la fórmula establecida por Gordon y Shapiro. Esta se interpreta como el valor presente de un flujo esperado de dividendos futuros, con un crecimiento constante de los dividendos a una tasa g . Los profesores Block y Hirt (2001) definen que con este indicador “el precio corriente de las acciones es el valor presente del flujo futuro de dividendos que crece a una tasa constante” (p. 284).

El flujo de dividendos futuros viene a ser equivalente al flujo de caja libre, lo que es igual a los recursos que la empresa libera para retribuir a los accionistas. En otras palabras, es el dividendo potencialmente distribuible sin alterar la estructura financiera de la empresa.

La expresión matemática quedaría de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = E = \frac{FCL}{k - g}$$

Donde:

E: Es el valor de mercado de los fondos propios.

FCL: Es el flujo de caja Libre – dividendos futuros.

k : Es la tasa de retorno esperada.

g : Es la tasa de crecimiento perpetuo.

El flujo de caja libre al equipararse al flujo de dividendos se puede expresar en función de los beneficios como $FCL = B * P$, siendo B el beneficio anual neto y P el factor de pago que resulta de la relación dividendos sobre utilidades del ejercicio.

Al sustituir estos elementos se llega a la fórmula que recoge cuatro factores básicos en la valoración de los activos financieros:

$$P_0 = \frac{B * P}{k - g}$$

La expresión anterior nos indica que una empresa vale en la medida que genere recursos para retribuir a los accionistas. Desde el punto de vista económico el valor no existe si esto no ocurre. Los recursos provienen de las necesidades de inversión,

en asocio al crecimiento esperado que se relaciona con la tasa g . La tasa de retorno, que involucra el riesgo, se encuentra representada por k . En la medida que es alta la esperanza de crecimiento de los recursos, es mayor el valor de la empresa, ante la igualdad de los demás parámetros. Un flujo tiene más valor cuando este tenga certeza, a mayor incertidumbre el inversionista exige una mayor tasa y , por lo tanto, es menor el valor presente del flujo.

PER

Es uno de los múltiplos más empleados, es quizás el índice más importante por cuanto los inversionistas y el mercado le prestan mayor atención a la relación de las dos variables que lo forman, precio por acción (PPA) con respecto al beneficio por acción (UPA). Es un indicador circunscrito al comportamiento bursátil que se identifica comúnmente como relación precio - ganancia (Price to Earnings Ratio).

$$\text{PER} = \frac{\text{PPA}}{\text{UPA}}$$

El PER permite conocer el valor del capital de la empresa. Sin embargo, en la nota técnica de la División de Investigación del IESE, preparada por Cristina Badenes y José María Santos (1999,) supervisada por el profesor Pablo Fernández, recomiendan que al aplicar este índice, “para estimar el valor de toda la empresa se ha de sumar el valor de la deuda neta” (p, 5). Esto quiere decir que el resultado obtenido se encuentra afectado por el nivel de endeudamiento de la empresa.

Así las cosas, si la empresa tiene un bajo endeudamiento, frente a las demás

comparables, se puede adicionar una prima justificada en que la firma en valoración tiene menor riesgo, menor tasa de retorno y consecuentemente un mayor valor.

El PER permite también conocer el tiempo de recuperación de la inversión, interpretado como el número de periodos para el que por medio de las utilidades se logre el valor de mercado de la compañía. Pero desde esta perspectiva, se supone que las utilidades son constantes a perpetuidad y el futuro depara crecimiento puntual, estancamiento o pérdidas.

Como elementos negativos no considera el valor del dinero en el tiempo, tampoco la variación de los rendimientos a largo plazo, aspectos que le quitan fuerza al instrumento como método de valoración.

Otra dificultad al aplicar este indicador es que cuando se trata de empresas sin beneficios contables o con resultados variables entre pérdidas y utilidades, hay que analizar el concepto desde otros puntos de vista. El resultado anual puede no ser el mejor indicador lo que lleva a utilizar el beneficio en otros períodos como mensual, trimestral en entornos cambiantes, o trabajar con medias móviles en lugar de años naturales. Estos inconvenientes llevan a desestimar el PER para la valoración de compañías.

Al analizar el PER inversamente, es decir beneficio / precio, se obtiene un indicador de la rentabilidad. Si la empresa alcanza las utilidades para su nivel de valor es porque el rendimiento esperado por los accionistas coincide con la lograda por ella. La fórmula sería:

$$\frac{B}{P} = K_e = \text{Rentabilidad del accionista}$$

Al mirar de esta manera el resultado, se supone unos beneficios constantes y perpetuos; es claro que esto no es así. Tampoco se ha discutido el perfil de riesgo, dado que la utilidad puede crecer o decrecer y el dinero tiene valor en el tiempo.

Para subsanar los vacíos que presenta el PER algunos autores consideran que se puede encontrar un factor coyuntural que determine las variaciones de las utilidades futuras de la empresa. Este valor adicional se denomina el valor presente de las oportunidades de crecimiento (VPOC), el valor de la empresa estaría dado con base en la siguiente expresión:

$$\text{Precio de la Compañía} = (\text{Utilidad Neta} * \text{PER}) + \text{VPOC}$$

El VPOC es un precio adicional por los factores de crecimiento de la empresa, el cual se encuentra en función del producto de la utilidad neta por un factor que puede ser el good will. El cual es la relación entre la tasa que se espera de las utilidades futuras sobre la diferencia entre la rentabilidad esperada por los accionistas y la tasa de crecimiento de las utilidades.

Hay que tener presente que la utilidad de la empresa no siempre es el reflejo de la riqueza que se tiene. El analista tiene que indagar en los estados financieros para realizar los ajustes del caso.

Si la firma realiza una capitalización, el efecto es un incremento del PER cuando las utilidades siguen siendo las mismas. El rendimiento para los accionistas disminuye porcentualmente en el corto plazo y solo a futuro se estabilizará el indicador.

PSR

Este indicador se conoce como la relación precio sobre ventas. Nuevamente descomponiendo la fórmula de Gordon y Shapiro se sustituye:

$$B = \text{Ventas} * \text{Margen Neto}$$

De esta manera el beneficio es igual a las ventas por el margen y se puede reemplazar en la siguiente expresión:

$$\frac{E}{\text{Ingresos}} = \text{PSR} = \frac{\text{Margen Neto} * P}{k - g}$$

Donde:

- E: Valor de mercado de los fondos propios
- P: Factor de pago que resulta de la relación dividendos sobre utilidades del ejercicio.
- k: Tasa de retorno
- g: Tasa de crecimiento perpetua

Es importante observar que la utilización de este múltiplo supone un margen neto constante. El ratio de precio sobre ventas es idéntico al PER, con la predeterminación del porcentaje de beneficio neto sobre ingresos. Al utilizarse este indicador, además de los análisis hechos, cabe preguntar si el negocio es comparable el margen neto.

Valor en bolsa o de mercado

Consiste en tomar como base la cotización bursátil de las acciones de una empresa en un determinado momento, o su promedio durante un período dado, y calcular el valor de la empresa tomando el número de acciones en circulación multiplicado por el precio de la acción. Tiene aceptación si el mercado presenta alta bursatilidad y volatilidad.

Como desventaja se aplica solo a empresas inscritas en bolsa y el valor bursátil no debe encontrarse sujeto a las distorsiones propias de un mercado de acciones ineficiente. Inclusive en mercados más eficientes se realizan transacciones con base en precios que difieren drásticamente de la cotización bursátil y que reflejan la presencia de diferentes sinergias como las relacionadas anteriormente.

En nuestro medio hay que tener en cuenta que el mercado bursátil es ineficiente, además de precario; solo están inscritas en bolsa una mínima cantidad de las empresas a nivel nacional y la información que permite a los inversionistas tomar decisiones, por el reflejo del valor de las empresas, no es uniforme, ni completa ni está disponible. (Serrano, 1987) y (Vélez, 2002).

A pesar de los estudios que se han realizado en nuestro país en relación con el precio – ganancia de la Q de Tobin y de la relación dividendo / precio, los precios de las acciones continúan siendo manipulados por unos pocos inversionistas, llevando a la concentración de la propiedad accionaria, lo que va en contra de la obtención de los verdaderos valores de las acciones y por ende de las empresas. Desde luego, este método no es aplicable a empresas que no cotizan en la bolsa.

Múltiplo de utilidades o beneficio neto

Las utilidades netas después de impuestos del último ejercicio se multiplican por un múltiplo ponderado con el criterio del evaluador. Su importancia radica en la facilidad del cálculo, aspecto que ha tenido amplia aplicación para fijar rápidamente un parámetro indicativo del valor de una empresa.

Entre las desventajas más significativas encontramos que la valoración se hace con base en la situación que presenta la empresa en un solo año, que puede no ser indicativo de las perspectivas futuras. Al no existir un mercado accionario desarrollado, el múltiplo refleja en última instancia el “olfato” y los intereses específicos del evaluador, nunca las proyecciones económicas de la compañía objeto de la valoración.

Múltiplo EV / EBITDA

La relación valor de la empresa (*Enterprise Value*) sobre beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos se conoce como el múltiplo de EBITDA, y es usado para comparar el valor de una empresa con el importe de otras del mismo sector.

El valor de la empresa mide el valor de las operaciones de una empresa en marcha, esto es, el valor de negocio de una empresa en lugar de medir el valor de la empresa, cuánto costaría comprar un negocio libre de deudas y obligaciones.

El EBITDA hace referencia a los beneficios que genera una empresa como resultado de su explotación más las depreciaciones y amortizaciones del ejercicio.

Al unificar estos dos conceptos se puede expresar que este indicador resulta útil al evaluar la capacidad generadora de fondos de las empresas, sin tener en cuenta la política de financiación, las amortizaciones y el aspecto fiscal. En otras palabras una empresa o el proyecto son rentables hasta aquí; en adelante depende de la gestión de sus directivos.

Como aspectos positivos, el múltiplo EBITDA es un indicador que no se ve afectado por los cambios en la estructura de capital y por lo tanto, hace posible la comparación de empresas con formas de capital diferentes. Elimina el efecto de los gastos no monetarios, que son de menor importancia para los inversionistas.

De manera similar al PER, este índice es también muy aceptado por los analistas e inversionistas, dado que permite comparar el valor de una firma sin deudas con los ingresos.

Múltiplo EV / EBIT

Este indicador resulta de la relación del valor de la empresa sobre el beneficio antes de intereses e impuestos.

El EBIT es el mismo resultado de explotación de la empresa, nos muestra el beneficio obtenido con el desarrollo del negocio proveniente de la diferencia entre los ingresos de operación y los gastos de operación de un período, independiente de cómo se financiaron los activos y del impuesto sobre la utilidad. Es muy útil para comparar la evolución de los resultados de un año a otro y entre empresas de un mismo sector.

Después de analizar los principales múltiplos que se utilizan en la valoración de empresas, no es necesario recomendar actuar con prudencia al aplicar este método. Los llamados múltiplos tienen utilidad como sistema de comprobación, pero tienen un porcentaje de riesgo cuando son usados de manera exclusiva. Al obtener el valor de una compañía a través del flujo de caja libre descontado, resulta útil comparar los resultados con los múltiplos financieros de empresas comparables.

Método basado en el retorno sobre la inversión

Los diferentes métodos enmarcados en el retorno sobre la inversión, incorporan una característica muy importante que los diferencian de aquellos basados en conceptos contables y múltiplos financieros, se trata de la capacidad que tiene el activo para generar fondos futuros, lo que los hace mucho más atractivos y confiables desde el punto de vista financiero.

Valor presente del flujo de utilidades

La técnica que se emplea en este método es proyectar el estado de resultados de la empresa, para conocer sus utilidades netas en los próximos cinco (5) años. Esto exige la estimación de los ingresos, costos y gastos respondiendo a una tendencia del futuro económico, social, político del país, al comportamiento del mercado que se comparte y la demanda prevista. Se considera el crecimiento de la compañía, los indicadores económicos, la aplicación de políticas internas en materia de capital de trabajo, estructura de financiamiento y las capitalizaciones si son necesarias.

En la proyección de los estados de resultados se efectúan simulaciones con distintos escenarios para estudiar diferentes niveles de utilidad bajo riesgo. Estos se estiman según las probabilidades, generalmente acogidos al modelo recomendado por el Instituto de Investigación de Stanford y el Grupo de Boston el cual establece tres escenarios denominados optimista, normativo o probable y pesimista, otorgándole a cada uno la probabilidad de ocurrencia. Determinado el flujo de utilidades netas para los años de proyección, se descuentan a la tasa

de costo de capital o tasa de rendimiento esperada por los inversionistas, la cual incluye el riesgo. La fórmula para calcular el valor de la empresa sería:

$$\text{VPU} = \sum_{j=1}^n \frac{U_j}{(1 + K_e)^j}$$

En donde:

VPU = Valor presente de las utilidades.

U_j = Es el flujo futuro de las utilidades netas estimadas

K_e = Es la tasa de rendimiento anual que esperan los inversionistas.

Este método aplicando escenarios se puede estudiar con mayor detalle en Serrano y Villarreal (1993) y las recomendaciones para proyectar en Serrano (1987).

Algunos autores incluyen en la estimación del flujo probable de utilidades el valor residual o terminal del negocio, sustentado en que la empresa continúa en operación después de los cinco años de proyección. El concepto de valor terminal se explica más adelante; la fórmula quedaría así:

$$\text{VPU} = \sum_{j=1}^n \frac{U_j}{(1 + K_e)^j} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1 + K_e)^j}$$

La dificultad que presenta este método es precisamente la suposición de utilidades futuras, en un horizonte determinado bajo un criterio contable y de causación, y la aplicación probabilística subjetiva del evaluador.

Flujo de caja o efectivo descontado

La aplicación de este método es bastante simple, es el recomendado por la Teoría Financiera Moderna, el cual busca predecir

en el presente una corriente de flujos monetarios de entrada y de salida durante la vida probable de la empresa o un proyecto, que posteriormente se descuentan a la tasa de costo de capital de la empresa, reflejando así el valor del dinero en el tiempo y el grado de riesgo de los flujos.

Un análisis bajo el descuento de flujos de caja proporciona criterios de decisión sistemáticos y claros para todos los proyectos; sin embargo, tiene sus limitaciones:

- El análisis del flujo de caja descontado puede llegar a ser estático, si se supone que el plan del proyecto está congelado y permanece inalterado, que la dirección es pasiva y se ciñe al propósito original, independientemente que se modifiquen las circunstancias. Pero la tendencia de quien estudia el problema y quien decide en la empresa es modificar los planes a medida que las circunstancias cambian y se resuelven las incertidumbres.

- El análisis del flujo de caja descontado asume que los flujos futuros son predecibles y determinados. En la práctica es difícil calcular los fondos, y esta técnica sobrevalúa o subvalúa ciertos tipos de proyectos.

- La mayoría de los análisis del descuento de flujos de caja utilizan como factor de descuento el costo de capital promedio ponderado – CCPP -. Las empresas encuentran una tasa de rentabilidad para toda la empresa que puede no ser representativa de los riesgos reales implícitos en un proyecto específico.

Como las dos primeras limitaciones se suelen presentar al comienzo del proyecto, se puede realizar un nuevo análisis para reflejar las nuevas circunstancias en él; pero

sucede que puede ser tarde para incluirlas en las decisiones tomadas, por cuanto este ya se encuentra en ejecución. La tercera limitación se refiere a que se estiman tasas críticas de rentabilidad para toda la empresa con el propósito de que haya consistencia y evitar calcular una tasa promedio ponderada de capital para cada proyecto.

Se recomienda, para suplir esta deficiencia, un análisis de sensibilidad el cual mejora la información provista. Así se avalúan las consecuencias de los cambios en las variables clave, se resuelven inquietudes con respecto al resultado de diversos escenarios; pero lo que ocurre es que se plantean los supuestos acerca de las futuras contingencias y no se incorporan definitivamente a medida que ocurren.

De acuerdo con este método, una empresa tiene valor en la medida en que es capaz de generar un flujo de caja líquido para sus propietarios. Se entiende entonces que el valor se encuentra en función de los fondos que una compañía puede distraer de su operación para entregarlos a sus accionistas. Al hablar del flujo de caja líquido, el valor de una empresa depende del flujo de efectivo y no de las utilidades que ella es capaz de generar. Aunque en buena parte el flujo generado por una empresa depende de las utilidades que ella produzca, no siempre existe correspondencia entre uno y otra. Se presentan casos en que produce utilidades inclusive en gran volumen pero no puede entregarlas a sus accionistas porque necesita hacer inversiones en propiedad, planta y equipos o en capital de trabajo. De igual manera, puede ocurrir lo contrario, en donde empresas no producen altas utilidades pero las que producen las pueden repartir casi en su totalidad, porque no necesitan realizar inversiones en activo

inmovilizado o en capital de trabajo. Pero lo más grave que puede suceder es que se generen utilidades y por escasez de recursos en efectivo, no puedan entregar dividendos a sus accionistas y recurren al endeudamiento.

Dentro de este contexto, los activos intangibles como el know how o el good will no se valoran con el olfato del evaluador. Se parte en este método que los activos intangibles tienen valor económico solamente si generan resultados económicos para la empresa. Si una organización que posee un excelente nombre comercial vende más o vende con mayores márgenes que si no contara con esa imagen, genera valor económico. Desde este punto de vista los resultados económicos de las empresas dependen de la gestión de sus activos tangibles y los intangibles; esto es, que al valorarla de acuerdo con los resultados económicos, se incluyen la totalidad de estos dos tipos de activos.

Vale también destacar que por este método se ponen en consideración las sinergias a las cuales se hizo referencia en los sistemas de evaluación, diferentes a los de retorno de la inversión, ya que ellas afectan los resultados económicos de las empresas. Es común ver valoraciones realizadas con distintos valores y precios para distintas personas naturales y jurídicas.

Entre las desventajas del método se cuenta con que el cálculo es relativamente complejo y exige que su elaboración se encargue a una persona con un alto nivel de comprensión de la planeación estratégica, de interpretar cómo las variables externas e internas afectan el desenvolvimiento de la compañía, de la afectación de las políticas de capital de trabajo al flujo de efectivo, etc. Quien

proyecta el flujo de caja debe entender que el posible comprador o los directivos quieren una perspectiva promisorio y no desean encontrarse al confrontar sus proyecciones, con el desempeño real de la empresa, que el resultado dista mucho de la realidad.

Al aplicar este método se parte de la necesidad de proyectar las cuentas del balance general y las del estado de resultados. En esta proyección resulta importante que estas se realicen en forma integrada, de tal manera que las cuentas del estado de resultado muestren el impacto de los cambios en la estructura financiera de la empresa, y a su vez el balance asimile los efectos de la mayor o menor rentabilidad de la empresa como lo señala el estado de resultados. El hacer estas proyecciones implica realizar simulaciones con diferentes escenarios para ver el impacto del riesgo en el resultado final.

La complejidad de cálculo que requiere proyectar la operación financiera de una empresa hace indispensable disponer de un modelo sistematizado. Esto viene a ser una ventaja ya que posteriormente se facilita el análisis de sensibilidad sobre las variables críticas o menos previsible. En la práctica el método de flujo de caja descontado permite comprobar, con posterioridad a las negociaciones, el acierto o no, al pagar por los activos de las empresas adquiridas. La fórmula base de proyección y cálculo de valor presente del flujo de caja es la siguiente:

$$FCD = \sum_{j=1}^n \frac{(FEF)_j}{(1 + Ke)^j} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1 + Ke)^j}$$

Donde:

FCD = Es el flujo de caja descontado

FEF = Es el flujo de efectivo estimado en el período considerado

Valor Terminal = Flujos de caja dejados de proyectar

Ke = Tasa de descuento

En este método de valoración se mencionan tres elementos importantes que es necesario definir. El primero, es el flujo futuro de caja o efectivo, el segundo, el valor terminal, y el tercero, la tasa de descuento.

- El flujo futuro de caja

Se conoce también como el efectivo generado en un período futuro. En él se registran los ingresos y egresos que se espera ocurran en el momento en que realmente se reciben o se pagan. Trata de medir la liquidez de la firma o del proyecto. En los estudios de evaluación de proyectos se analizan los diferentes flujos de caja, basados en una estructura general como indica Sapag Chain (1993).

- El valor terminal

El período proyectado supone un escenario coyuntural con el cálculo de los flujos de caja individualizados para cada uno de los años de proyección, en un horizonte donde se incorporan años de corta predicción (cinco años) y un período a largo plazo, basado este en que la empresa está en marcha y no se va a liquidar.

En el momento que se acaba la información relevante porque se termina el análisis coyuntural, se hacen supuestos de comportamiento constante y se aplican idénticos parámetros a perpetuidad, es decir, se complementa el examen con un escenario estructural a largo plazo. Como se carece de información diferencial, se

aplica a partir de la finalización del período coyuntural la tasa de crecimiento del flujo de caja. Siendo esta menor a la exigida, la fórmula converge en el valor terminal. Este límite se calcula como:

$$VAP = \frac{FC * (1 + g)}{k - g}$$

Donde:

VAP = Es el valor a perpetuidad

FC = Es el flujo de caja

k = Es la tasa de descuento

g = Es la tasa de crecimiento a largo plazo

El valor terminal viene a ser el resultado de descontar los flujos de caja generados por la empresa al finalizar el escenario coyuntural y hasta el infinito. Como este valor es el que se estima tendrá la compañía en el año n (final del período coyuntural), se descuenta al momento cero para hallar el valor actual.

$$\text{Valor Actual} = \frac{\text{Valor a Perpetuidad}}{(1+k)^j}$$

Tasa de descuento

Hablar de este tema, como expresa Ezra Solomon (1961) es sin lugar a dudas, el problema principal de la administración financiera. La tasa de descuento es la tasa de costo de oportunidad del dinero o el costo de capital, como deja claro Ignacio Vélez: "mide los costos en que incurre una firma o una persona por utilizar o para obtener fondos que destina a sus inversiones" (Vélez, 2002: 188).

La tasa de descuento o tasa de retorno es aquella que nos trae al presente todos los flujos de fondos de un proyecto o inversión.

Hay que considerar para su cálculo quién es el usuario a fin de obtener la tasa más adecuada junto al riesgo asociado.

La obtención de la tasa de descuento de la empresa, que se define como el costo de capital promedio ponderado – CCPP- viene dada por la siguiente ecuación:

$$CCPP = \frac{E}{E + D} K_e + \frac{D}{E + D} K_d$$

Donde:

CCPP = Es el Costo Medio Ponderado de Capital de la empresa

E = Valor de Mercado de los Recursos Propios

D = Valor de la Deuda

K_e = Es la Tasa de Rendimiento exigida por los accionistas

K_d = Es el Costo de la Deuda de la empresa

Cuando la deuda de la compañía es cero, la segunda parte de la ecuación desaparece y por lo tanto:

$$CCPP = K_e$$

Para el inversionista su tasa de descuento (K_e) es la tasa de interés de oportunidad o tasa de interés mínima exigida. Para el caso del inversor, se recomienda utilizar el modelo de equilibrio de los activos financieros conocido como CAPM. La metodología de cálculo se encuentra muy bien explicada en Jordan, Ross, Westerfield (2006). Esta tasa de interés contiene dos elementos: El valor de interés sin riesgo y la prima de riesgo que a su vez depende del beta y de la prima de riesgo del mercado.

La fórmula es la siguiente:

$$E (R_f) = R_f + B_p (R_m - R_f)$$

Donde:

$E(R_f)$ = Es la Rentabilidad Esperada por el Inversionista

R_f = Es la Tasa de Interés sin Riesgo

R_m = Es la Tasa de Rendimiento del Mercado

B_p = Es el Índice relativo de Riesgo Sistemático o Beta

$R_m - R_f$ = Prima de Riesgo

De esta manera CAPM establece, que la prima de riesgo esperada para el inversionista es igual a la cantidad de riesgo medida por el factor beta, y el precio del mercado con riesgo medido por la prima de riesgo esperada del mercado.

El CAPM supone que el mercado de valores está dominado por inversionistas diversificados que se preocupan por el riesgo del mercado. Los rendimientos de los inversionistas están lógicamente relacionados con el riesgo sistemático en oposición al riesgo total.

Dentro de las dificultades que presentan los métodos de valoración de empresas, es evidente la importancia del método del flujo de caja descontado, ya que es el único que permite sensibilizarse sobre el futuro de la empresa en forma dinámica y, lo que es más importante, toma en consideración de manera explícita las posibles sinergias que constituyen la mayoría de veces la verdadera razón de la compra o ventas de las empresas. Lo que hace el método es localizar activos que maximicen su valor agregado en términos económicos y sociales.

Método del flujo de caja libre

Es la herramienta que nos muestra el flujo de efectivo disponible para los accionistas

generado por una empresa como negocio en sí durante un período. Es el más cercano al flujo de tesorería o de caja. Proviene del EBIT menos el impuesto asociado a las ganancias deducido el servicio de la deuda, los activos fijos de apoyo a la operación y las necesidades de capital de trabajo, considerando la amortización y depreciaciones. Se le llama flujo de caja libre (FCL) porque se encuentra libre de los efectos de la financiación incluyendo el ahorro en impuestos por la cancelación de intereses (Vélez, 2003).

El flujo de caja libre del proyecto o la empresa procede del flujo de tesorería, está relacionado con el flujo de caja del accionista y el de la financiación. Esta correspondencia se da por la misma ecuación contable donde se encuentra que los fondos que se utilizan para adquirir los activos provienen de los pasivos y el patrimonio. Para definir la bondad de un proyecto se evalúa es la capacidad de generación de riqueza de quien lo emprende.

No se incluyen en el flujo de caja libre, por no ser provenientes de la actividad operativa del proyecto o la empresa, los préstamos y los aportes de los socios, los préstamos recibidos y los pagos de amortizaciones de los mismos; la inversión en un proyecto es el valor de los recursos sacrificados en el proyecto, sin importar de donde provengan. Lo que se trata es de evaluar la bondad de un proyecto y medir la capacidad para contribuir a la generación de valor de la empresa (Vélez, 2003).

Al analizar el modelo del flujo de caja libre se observa que tampoco se incluyen en él los intereses pagados, los dividendos o utilidades distribuidas, el ahorro en impuestos por pago de intereses. Estos conceptos ya se han considerado en la tasa

de descuento que mide el costo del dinero. Los dividendos desempeñan el mismo papel de los intereses que se pagan a los acreedores y están incluidos en el costo del dinero. Esto es muy importante tenerlo en cuenta al traer los flujos futuros al presente; al respecto Ignacio Vélez cita:

Por lo tanto si se descuentan los flujos para calcular el Valor Presente y la TIR y además se restan los intereses y las utilidades o dividendos pagados en el Flujo de Caja Libre, se cuenta dos veces el efecto de los intereses y en consecuencia se está subestimando la bondad del proyecto o la empresa (Vélez, 2003:241).

Conclusiones

Los métodos descritos presentan sus ventajas y desventajas. Hoy se utiliza con mayor interés los basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiples de compañías comparables por estar relacionados con la generación de fondos en el futuro de las empresas. Se viene trabajando desde la academia un nuevo concepto que es el modelo de valoración con opciones reales, tema que necesita de otro espacio para su reflexión. De todas maneras, la valoración de empresas depende más de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien hace el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentre el valor del negocio o empresa en marcha.

Referencias bibliográficas

- Block Stanley B. y Hirt Geoffrey A. (2001). "Fundamentos de Gerencia Financiera". McGraw Hill. Novena Edición.
- Jordan, Bradford; Ross, Stephen y Westerfield, Randolph. (2006).

Fundamentos de Finanzas Corporativas. 7ª Edición. McGraw Hill.

Serrano, Rodríguez Javier. (1987). "Valoración de Empresas: Un Marco Teórico para su realización" Monografías. Facultad de Administración de Empresas. Universidad de los Andes.

Serrano, Javier y Villareal, Julio. (1993). Fundamentos de Finanzas. Ed. McGraw Hill. 2ª Edición.

Solomon, Ezra. (1961). Teoría de la Administración Financiera. Ed. Machhi. Buenos Aires – Argentina.

Universidad de Navarra. (1999). Nota Técnica de la División de Investigación del IESE. Barcelona.

Vélez, Pareja Ignacio. (2002). "Decisiones de Inversión: Enfocado a la Valoración de Empresas" Centro Editorial Javeriano. 3ª Edición.