

¿Cómo valorar una Empresa?

Cr. José Luis Arnoletto

Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas



¿Cómo valorar una Empresa?

Introducción Teórica



Objetivos de los directivos de la empresa

- Maximizar el “valor de mercado”, aumentar la “riqueza de los dueños de la empresa”.
- El administrador financiero trabaja para los titulares del capital y por lo tanto el **objetivo de su función es aumentar el valor del mismo.**
- El **Valor** depende de la capacidad del activo de generar flujos futuros de efectivo. El **precio** es el costo de un activo.
- Lo que separa el valor del precio es la **negociación.**



¿Por qué es importante conocer el valor de la empresa?

- Comprar o vender acciones de la empresa.
- Fusión, adquisición o Joint Venture
- Reorganización societaria
- Búsqueda de financiamiento
- Saber si la empresa está creando o destruyendo valor.



¿Por qué Comprar una empresa?

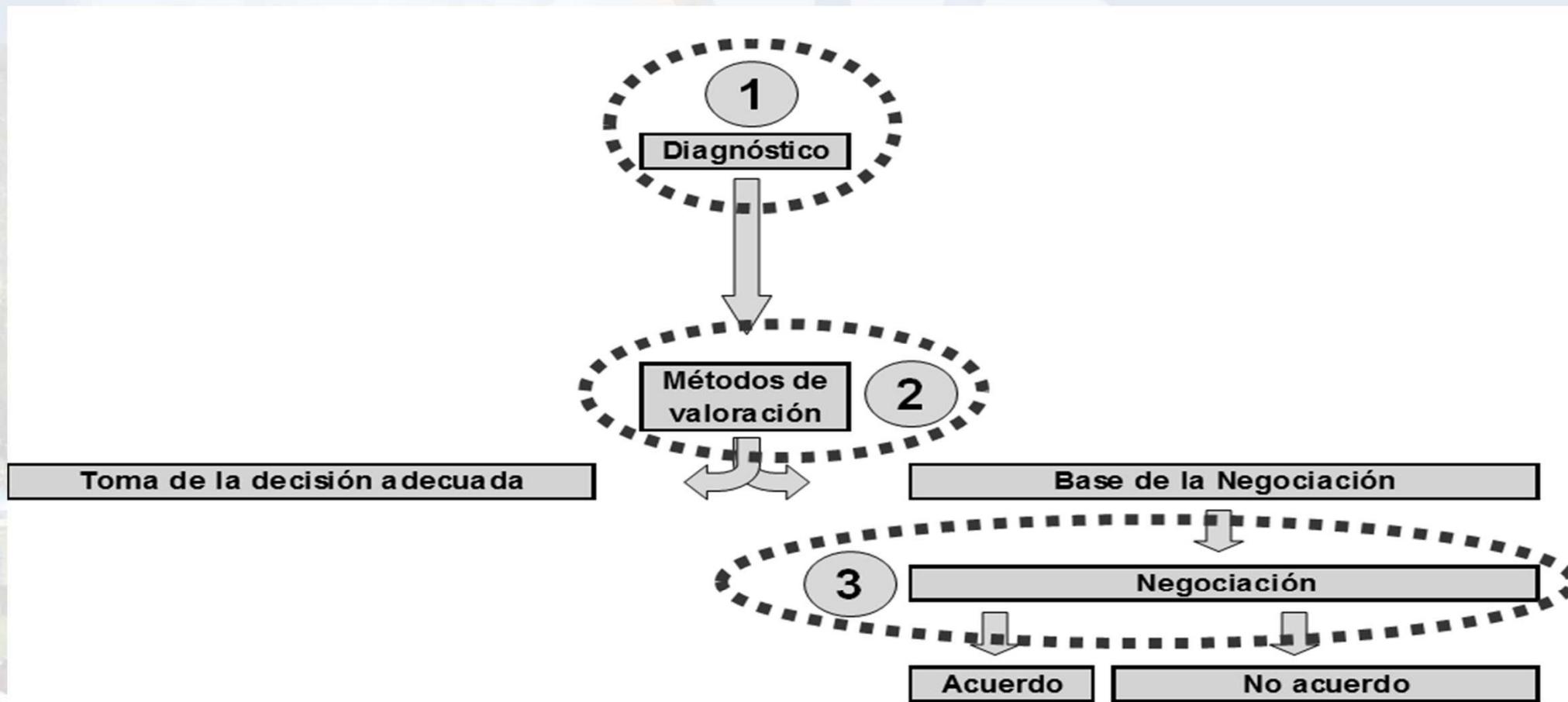
- Acelerar el crecimiento
 - Aumentar la participación de Mercado
 - Acelerar la velocidad de entrada a un nuevo mercado
 - Expandirse a nuevas áreas geográficas
 - Adquirir capacidades o recursos para entrar en mercados de crecimiento más rápido
 - Consolidar el Sector
- Ampliación del modelo de negocios
 - Incorporar nuevos mercados/Productos
 - Ampliar las ventas por medio de cross-selling de productos y servicios
- Fortalecer la posición Competitiva
 - Aumentar la masa crítica (Producción y Clientela)
 - Fortalecer las capacidades de distribución
 - Aumentar la diversidad de consumidores y proveedores.
- Combinar y optimizar recursos complementarios
 - Mejora del talento directivo y técnico
 - Combinación de los esfuerzos de I+D para agregar eficiencia
 - Eliminar activos y costos administrativos y de marketing sobrantes.
- Aprovechamiento de créditos fiscales



¿Por qué Vender una empresa?

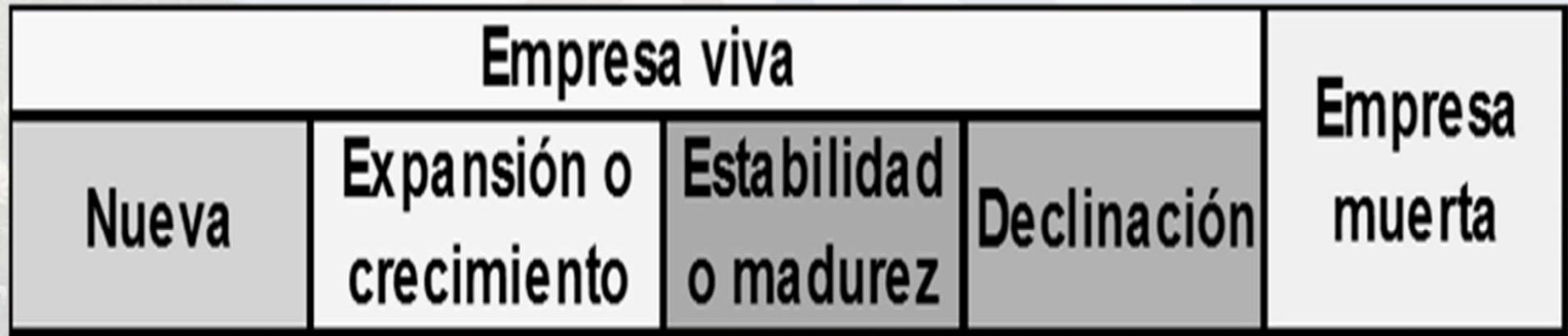
- Razones Internas
 - Dificultades o carencia de una sucesión clara.
 - Problemas con accionistas
- Razones estratégicas
 - Crecientes dificultades para hacer frente exitosamente a la competencia
 - Escaso Tamaño y consecuente carencia de escala económica
 - Incapacidad para incrementar el rendimiento del negocio
 - Comprador dispuesto a pagar un precio superior al valor estimado
 - Falta de encaje estratégico
- Razones Financieras
 - Cashout para los accionistas
 - Falta de Financiación.

Proceso de Valuación





Ciclo de vida de la empresa





Análisis Cualitativo de la empresa

1º análisis cualitativo. (General)

Características generales de la empresa

Régimen Jurídico

Tipo de sociedad
Capital social (atomizado o no)
Accionista principal
Empresas participativas
Holding.

Compromisos Contractuales

Patentes propias
Hipotecas y garantías reales
Contratos duraderos
Acuerdos no corrientes con terceros
Cumplimiento de obligaciones fiscales y soc.
Pólizas de seguros
Pleitos y contenciosos pendientes

Como ente económico

Ubicación

Comunicación
Clima
Servicios Públicos
Asist. social a trabajad.
Viviendas
Carreteras

Dimensión sectorial

Sector Económico
Futuro del sector
Participación en él
Política de precios
Calidad
Servicios

Dimensión general

Por sus inversiones
Por sus ventas
Por su personal
Por sus instalaciones
Por su liderazgo



Análisis Cualitativo de la empresa (cont.)

2º análisis cualitativo. (Humano y laboral)

Factor humano y laboral

Consejo de Administración

Presidente.
Consejeros.
Motivaciones Generales.
Relaciones con otros consejos.
Relaciones con los ejecutivos.

Dirección Ejecutiva

Organigrama. Tipos.
Relación con el Consejo de Administración.
Clima en su seno.
Características de cada miembro. (liderazgo, edad, conocimientos)
Nivel de retribución.
Política de objetivos.

Mandos superiores

Números de ellos.
Organigrama funcional.
Capacidad profesional.
Nivel de remuneración.
Pirámide de edades.
Exigencias de nivel.
Mercado de tal exigencia.
Política de promoción.

Resto del personal

Plantilla
Composición.
Pirámide de edades.
Plan de jubilaciones.
Antigüedad.
Costo medio.

Política laboral

Derechos adquiridos.
Política de retribución.
Nivel de productividad.
Nº de contratos fijos.
Nº de contratos eventuales.

Clima

Relaciones
sindicales.
Sanciones.
Ascensos.
Valoración.
Absentismo.
Accidentes.



3° análisis cualitativo. (Cadena de valor)

Estudio de las características producto / comercialización

Comercialización

Clasificación del producto.

Consumo industrial.
Básico.
Consumo directo.
Etc.

Vida del producto. Evolución.

Número de productos.
Familia de productos.
Evolución y renovación.
Estacionalidad.

Canales de distribución / costo.
Organigrama del departamento.
Condiciones de venta.

Elementos de transporte.

Propios / Costos.
Ajenos / Costos.

Previsión de ventas.

Grados de penetración en el mercado.
Evolución de períodos anteriores.
Tendencia del mercado.
Publicidad y propaganda.
Competencia. Análisis general.
Dependencia de modas y costumbres.

Distribución.

Venta directa.
Agentes propios.
Agentes autónomos.
Delegaciones propias.
Delegaciones autónomas.



Análisis Cualitativo de la empresa (cont.)

3º análisis cualitativo. (Cadena de valor)

Estudio de las características producto / comercialización

Aprovisionamientos

Tipo de suministros.
Proveedores habituales.
Abundantes / Escasos.
Rotación de stocks.
Dependencia del departamento.
Condiciones de compra.
Nivel de negociación.
Exigencias del proveedor.
Disponibilidad de almacenes.
Control de stocks.
Grado de medios de información.
Stock de seguridad. Costo.
Nivel de especulación.
Condiciones de pago.
Habituales / Pronto pago.
Inventario permanente. Valoración.
Exigencias de calidad.

Producción

Tipo de producción.
Alternativo.
Continuado.
Estructura necesaria. Costo.
Medios productivos.
Evolución.
Grado de tecnología.
Satisfacción.
Grado de productividad.
Nivel de calidad (factor humano)
Exigencia de calidad.
Costos de fábrica.
Fijos / Variables
Aplicación y cumplimiento de presupuestos
Estilo de mando.
Organigrama.
Índice de ocupación de m.o. directa.
Turnos de trabajo.



MÉTODOS DE VALUACIÓN



Métodos de Valuación

Basados en el Balance	Múltiplos	Basados en el Goodwill	Descuento de flujos
Valor contable	PER	PN + Fondo de Comercio	FCF
Valor contable Aj.	EBITDA		CCF
Valor liquidación	Ventas		CFA
Valor sustancial	Book Value		DDM
	Otros		



Métodos basados en el Balance

¿Alcanza la contabilidad para valorar empresas?

- El criterio de valorización de activos muchas veces difiere del valor económico.
- No contempla la capacidad de generación de beneficios futuros.
- No incorpora aspectos esenciales en la agregación de valor para el accionista, tales como:
 - Capacidad de gestión.
 - Experiencia de la fuerza laboral.
 - Posicionamiento de la empresa en el mercado.
 - Sinergia desarrollada por el negocio.
 - Valor de una marca, intangibles, etc.
- No toma en cuenta el riesgo asociado.



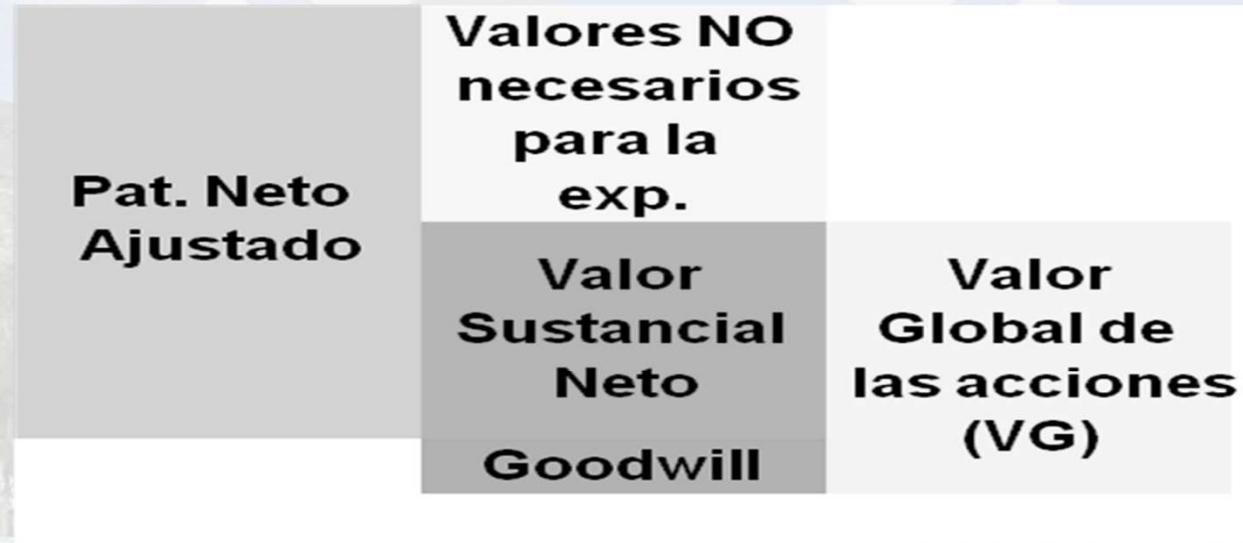
Métodos basados en el Balance

		ACTIVO CONTABLE	Activo Ajustado	PASIVO Ajustado		
Total del Activo	Circulante	Disponible 1.000	Disponible 1.000	Exigible a CP 3.600	Total exigible	Total pasivo
		Realizable 1.500	Realizable 1.470			
		Stocks 1.500	Stocks 1.470	Exigible a LP 2.130		
		Inmovilizado 5.500	Inmovilizado 5.750	Recursos Propios 3.960		
		Total 9.500	Total 9.690	Total 9.690		

Supuesto: Dentro de los \$ 5.750 del inmovilizado, existen \$ 450, que no están afectados a la producción.

Valor Sustancial Bruto =	Activo Ajustado	menos	Valores NO necesarios para la exp.
9.240	9.690	menos	450
Valor Sustancial Neto =	Pat. Neto Ajustado	menos	Valores NO necesarios para la exp.
3.510	3.960	menos	450

Métodos mixtos basados en el Goodwill



Valor Global = VS Neto + Fondo de comercio

$$VG = VS + (n * B) \longrightarrow \text{Industria}$$

$$VG = VS + (z * F) \longrightarrow \text{Comercio minorista}$$

$$W = VG - VS$$



Métodos basados en Múltiplos

- Estima el valor de una empresa a partir del valor conocido de otra empresa de características similares.
- El supuesto básico es que, siendo compañías similares el mercado estará dispuesto a pagar precios similares por cada dólar de beneficios, por cada dólar de Ventas, por cada dólar de EBITDA, etc.

Múltiplos financieros:

Valor de empresa / EBITDA

Valor de empresa / EBIT

Valor de empresa / Ventas

Valor del capital propio / Res. neto

Valor del capital propio / Valor libro

PER

P/B

Múltiplos operativos:

V_L / Cantidad de abonados Cable

V_L / Cantidad de usuarios Celulares

V_L / ton capacidad instalada Cemento

V_L / cantidad de plásticos Tarjetas crédito

V_L / cantidad de capitales Prepagas



Métodos basados en Múltiplos

Firma comparable es aquella similar en términos:

1. Riesgo
2. Oportunidades de crecimiento y
3. Cash flow

En la mayoría de los análisis una firma comparable es **aquella que opera en el mismo sector o industria** de aquella analizada

Problemas:

- Relativamente pocas firmas en el sector
- Las diferencias en riesgo, crecimiento y FF entre las firmas es muy grande



Métodos basados en Múltiplos PER

Este “aprecio” depende de las expectativas que el mercado tiene de la empresa en cuanto a:

- **Crecimiento**
- **Payout**
- **Riesgo**

$$\text{Value of equity} = P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \text{PER} = \frac{\text{Payout Ratio} \times (1 + g)}{K_e - g}$$



Métodos basados en Múltiplos PER

	A	B	C	D	E	F
Rentabilidad exigida a las acciones, K_e	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Patrimonio Neto	100	100	100	100	100	100
Utilidad Neta	10	12	14	16	18	8
ROE	10%	12%	14%	16%	18%	8%
Dividendos	10	12	14	16	18	8
Price earning sin retención de beneficios						
Tasa de reparto	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tasa de retención	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa de crecimiento (ROE x T. de retención)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Valor de mercado de las acciones	100	120	140	160	180	80
Price earning	10	10	10	10	10	10
Price earning con retención de beneficios						
Dividendos	5	6	7	8	9	4
Tasa de retención	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Tasa de crecimiento (ROE x T. de retención)	5%	6%	7%	8%	9%	4%
Valor de mercado de las acciones	100	150	233	400	900	67
Price earning	10	12,5	16,7	25	50	8,3



Métodos basados en Múltiplos Como estimar la tasa de crecimiento

$$\text{Tasa de reparto} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

$$\text{Tasa de retención} = (1 - \text{Tasa de reparto})$$

$$g = \text{ROE} \times \text{Tasa de retención}$$

- Para aumentar el valor de mercado de las acciones, ***no alcanza con retener beneficios, también la rentabilidad de las inversiones debe superar el costo de los recursos.***
- Del mismo modo, ***no alcanza con un ROE elevado para tener un PER alto si no hay crecimiento.***



Métodos basados en el Flujo de Fondos

- Es el método más utilizado en la actualidad en nuestro contexto
- El valor de una Compañía surge de su capacidad de generar flujo de fondos.

Cinco elementos fundamentales en la Valuación

- I. Horizonte de planeamiento
- II. Proyección económica y financiera
- III. Valor residual de la Compañía
- IV. Tasa de descuento
- V. Activos y pasivos no operativos



Cálculo de Flujo de Fondos





I. Horizonte de planeamiento

¿Cuántos años proyectar un cash flow explícito?

- Proyectar hasta que se estabilizan las principales variables del negocio
- Se realiza la proyección económica con un horizonte de tiempo de **5 a 10** años
- En algunos casos particulares se puede proyectar hasta el fin de la vida del negocio
- Es importante tener números *manejables*, (en lugar de analistas manejados por los números)



II. Proyección Económico - Financiera

En la proyección hay 4 elementos claves:

1. Estudio de ingresos
2. Estudio de costos y gastos
3. Plan de inversiones (Capex)
4. Capital de trabajo



III. Estimación del valor residual

- El FF se extiende a lo largo de los períodos incluidos dentro del horizonte de planeamiento.
- Sin embargo, la empresa generalmente continuará funcionando luego de esos períodos.
- Por lo tanto surge el concepto de valor residual
 - Base de liquidación:

Valor neto de impuestos

- Base de continuidad:

Perpetuidad

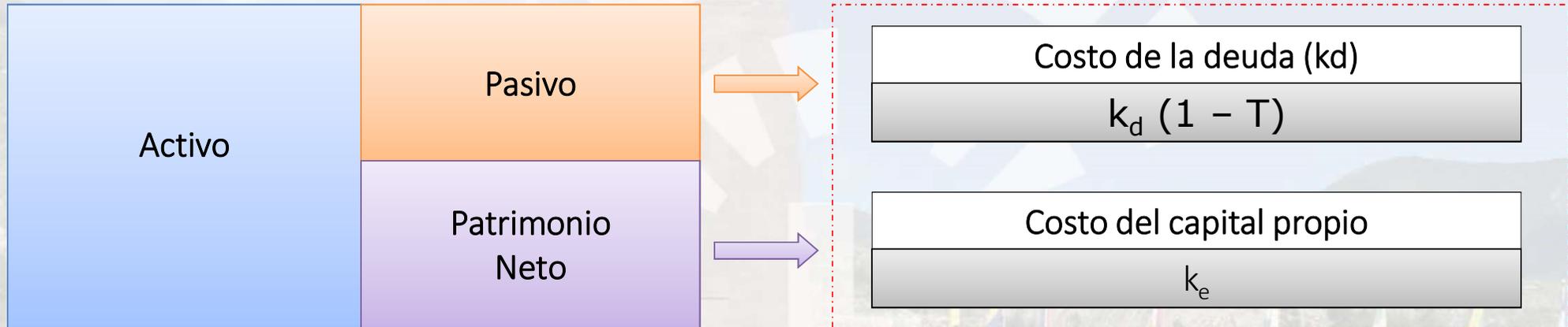
$$V_R = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$



IV. Tasa de descuento

- Buscamos encontrar el rendimiento esperado que compense el riesgo del negocio
- Métodos para estimar la tasa:
 - Modelo de valuación de activos financieros (CAPM)
 - Determinación por parte del accionista
- Debido a las simplificaciones y consideración de supuestos (que en la práctica no se cumplen), resulta **más "sensato" emplear un RANGO de tasas**
- Es preferible descontar los flujos a un rango de, entre 14% y 16%, que usar una tasa del 15,326%

WACC - Weighted Average Cost of Capital



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

Tasa de costo de la deuda después de impuestos

Proporción de la deuda sobre el total del financiamiento

Tasa de costo del capital propio

Proporción del capital propio sobre el total del financiamiento

IV. Tasa de descuento Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Tasa de rendimiento requerida de una acción

Tasa de rendimiento = tasa libre de riesgo + premio por el riesgo

requerida o esperada

no diversificable

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

conociendo el β de una acción, puedo conocer su tasa de retorno requerida y por tanto el costo del capital



IV. Tasa de descuento Tasa libre de riesgo R_f

- Para que una inversión sea libre de riesgo:
 - No default risk
- En mercados emergentes dos problemas:
 - Los bonos soberanos no son “Risk Free”
 - A veces no hay bonos de largo plazo
- La tasa libre de riesgo se ajusta para incluir riesgos específicos de países emergentes
 - El “riesgo país”

$$R_{f_{\text{Emergente}}} = R_{f_{\text{EEUU}}} + R_{\text{país}}$$

IV. Tasa de descuento Coeficiente beta

- Regresión entre los retornos históricos de la acción y los del mercado.

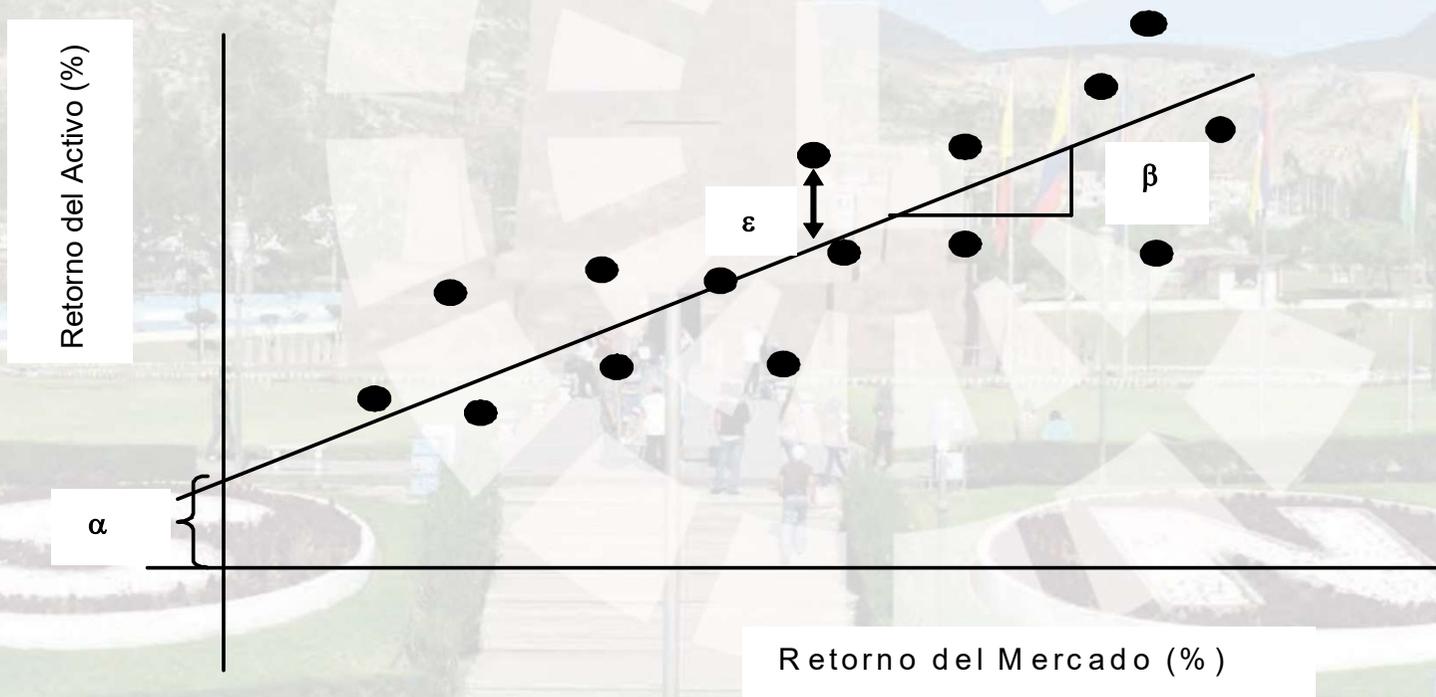
$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m$$

→ Beta de la acción

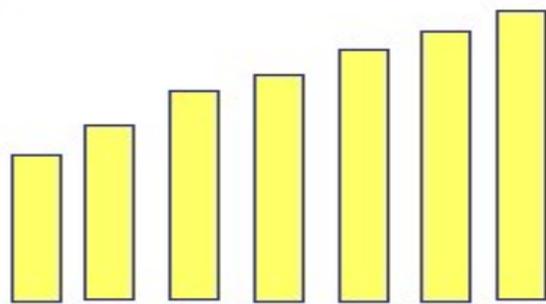
- La pendiente de la regresión corresponde al beta de la acción, y es una medida del **riesgo sistemático** de la misma.

IV. Tasa de descuento Coeficiente beta

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i$$



Flujos de Fondos a Descontar



Cash Flow a 7 años

+



**Valor actual al año 7 de los Cash Flows
A generar del año 7 en adelante**



Valuación por DCF

$$V = \text{PV FCF explícito} + \text{PV Valor continuo}$$

$$V = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1 + WACC)^T} + \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^T}$$

Valor presente del período de proyección explícito

Valor presente con base en la continuidad



Análisis de Riesgo Análisis de Sensibilidad

- Muchas veces los cash flow proyectados no se dan en la práctica y la empresa termina valiendo menos...
- Como se puede evitar este problema?
- Sensibilizando los resultados
- Ver los cambios en el resultado ante cambios en cada una de las variables



Análisis de Riesgo Análisis de Escenarios

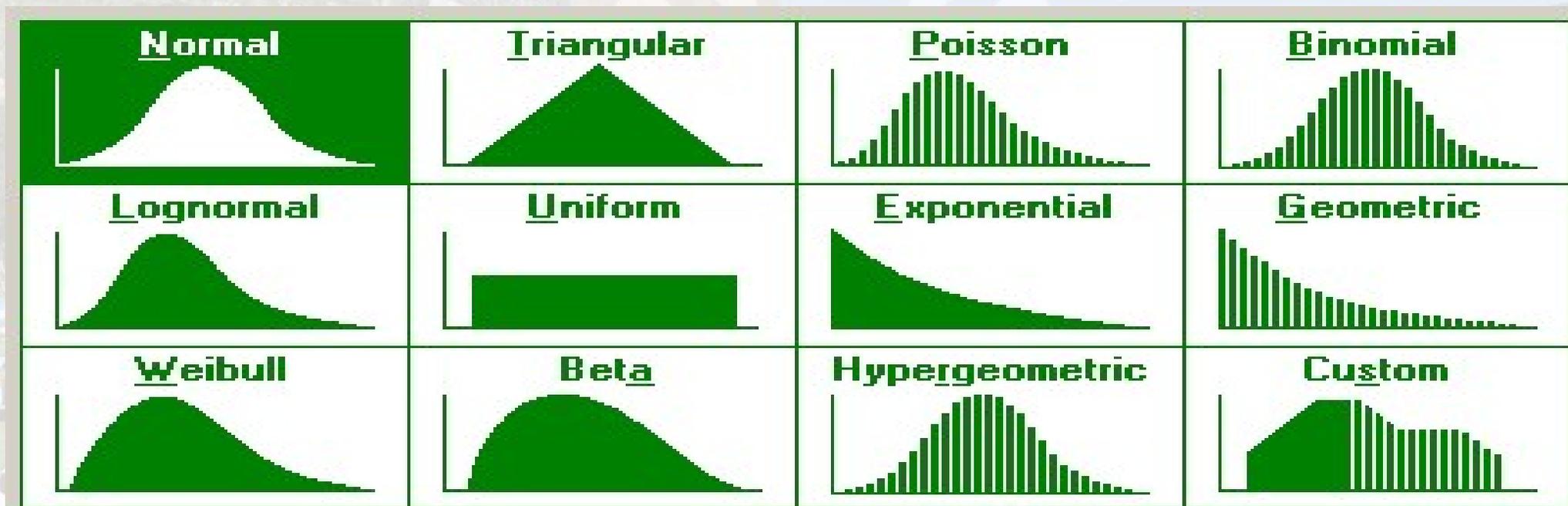
- Muchas veces las variables están interrelacionadas...
- Evalúa distintos escenarios donde cada uno implica una confluencia de factores.
- Generalmente se define un escenario esperado y a partir de este, uno optimista y otro pesimista.
- Número limitado de resultados



Análisis de Riesgo Simulación de Monte Carlo

- Es una extensión del análisis de sensibilidad y de escenarios.
- Simultáneamente toma en cuenta las diferentes distribuciones de probabilidades y los diferentes rangos de los valores para las variables claves.
- Permite la correlación entre variables.
- Genera una distribución de probabilidad de los resultados en vez de un sólo estimado.
- La distribución de probabilidad de los resultados facilita la toma de decisiones.

Distribuciones de probabilidad de variables





NEGOCIACIÓN

Argentina - Bolivia - Colombia - Ecuador - España - Francia - Guatemala - Nicaragua - Perú - Portugal

Negociación

Capacidad para negociar

La Capacidad de Negociación está sustentada por tres pilares:

- **El Poder de Negociación:** Es la Capacidad de persuasión de una parte sobre la otra.
- **La Habilidad Negociadora.**
- **La Información.**





Negociación

Estilos de negociación

SUAVE	DURO
Los participantes son amigos	Los participantes son adversarios
El objetivo es lograr un acuerdo	El objetivo es la victoria
Haga concesiones para cultivar la relación	Exija concesiones como condición
Sea suave con las personas y el problema	Sea duro con el problema y con las personas
Confíe en los otros	Desconfíe de los otros
Cambie su posición fácilmente	Mantenga su posición
Haga ofertas	Amenace
Dé a conocer su última posición	Engañe respecto de su última posición
Acepte pérdidas para lograr acuerdo	Exija ventajas como precio del acuerdo
Busque la única respuesta: la que <i>ellos</i> aceptarán	Busque la única respuesta: la que <i>usted</i> aceptará
Insista en lograr un acuerdo	Insista en su posición
Trate de evitar un enfrentamiento de voluntades	Trate de ganar en un enfrentamiento de voluntades
Ceda ante la presión	Aplique presión



Negociación Elementos a considerar

- 1. Intereses:** Es lo que realmente buscan las partes, sus necesidades, deseos inquietudes y temores.
- 2. Relación:** Las negociaciones más importantes se hacen con las personas con las cuales hemos negociado antes y negociaremos de nuevo.
- 3. Opciones:** Son las posibilidades que tienen las partes de llegar a un acuerdo "sobre la mesa de negociaciones".
- 4. Alternativas:** Son las posibilidades de retirarse que dispone cada parte si no se llega a un acuerdo.
- 5. Compromisos:** Son planteamientos verbales o escritos
- 6. Comunicación:** Un resultado será mejor si se lo logra con eficiencia, sin perder tiempo y esfuerzo.
- 7. Legitimidad:** Un acuerdo es mejor en la medida en la que a cada parte le parezca justo.



Desafíos

- Las empresas Nuevas
- Industrias Nuevas
- Cambio Tecnológico
- Cambios en Comportamiento del Mercado



Contacto

www.facpce.org.ar

@FACPCE_Argentina

@jarnoletto



XXXIV SEMINARIO INTERNACIONAL DE PAÍSES LATINOS EUROPA - AMÉRICA



CILEA
Comité de Integración Latino
Europa-América



Argentina - Bolivia - Colombia - Ecuador - España - Francia - Guatemala - Nicaragua - Perú - Portugal

**ALL YOU NEED IS
ECUADOR
.TRAVEL**



GRACIAS
ARIGATO
SHUKURIA

THANK
YOU
BOLZIN **MERCI**

BIYAN
SHUKRIA

DANKSCHEEN
TASHAKKUR ATU
YAGHAYILAY
SUKSAM
GRAZIE
MEMRIBAN
GOZARASHTA
ICCARBISTO
JUSPAXAR

