

ANEXO CAPÍTULO III CRITERIOS DE VALUACIÓN

COMPARACIÓN DE LOS PROCEDIMIENTOS DE VALUACIÓN

FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO:

Concentraremos nuestra atención en el Enfoque Basado en los Flujos de Efectivos Descontados. El procedimiento requiere de la preparación de un buen pronóstico de los flujos de efectivo esperados a futuro y de una estimación teórica sólida de la tasa de descuento ajustada por el riesgo que sea coherente con la definición de flujos de efectivo. Para esto, vamos a considerar EL VALOR DE MERCADO DE UNA COMPAÑÍA como el valor máximo de tres alternativas

VALOR DE MERCADO = MAX (Liquidación, negocio en marcha y venta a una tercera parte)

EL VALOR DE LIQUIDACIÓN: Es el monto que puede obtenerse si un activo o grupo de activos se vende en forma separada de la organización que lo utilizaba.

EL VALOR DEL NEGOCIO EN MARCHA: Es el valor de la compañía cuando ésta es operada al valor "tal cual" por la administración actual.

VENTA A UNA TERCERA PARTE: Es el valor que puede exceder al valor tal cual, si dicha tercera parte está dispuesta a pagar más, presumiblemente porque considere que podrá mejorar la forma en la que el negocio es operado.

El valor de una empresa es igual a la suma de sus infinitos flujos de caja descontados por el costo del capital (WACC). Este método plantea dos cuestiones iniciales que son la definición de:

- a) Los flujos de caja (inversión)
- b) La tasa de descuento o actualización (financiación)

A este flujo inicial hay que deducirle las inversiones que sean precisas tanto en activo fijo como en circulante. Es por ello que, el cash-flow total saldrá del cálculo siguiente:

$\text{Cash-flow total} = \text{Beneficio de explotación después de impuestos} + \text{Amortizaciones} - \text{Inversiones adicionales en activo fijo} - \text{inversiones adicionales en activo circulante}$

Una vez definida la forma de calcular el cash-flow, nos preguntamos por el número de años que se utilizan. Se podría tener la tentación de creer que solo se debe definir estos flujos durante un periodo de tiempo prudencial para no sentirse incómodos con las previsiones.

Ello no es correcto puesto que no hay que olvidar que los métodos dinámicos no tienen en cuenta el balance actual y solo valorarán los flujos futuros de la empresa. Por este motivo, aunque pueda parecer sorprendente, se deben calcular los infinitos flujos futuros. Sin embargo, como estos flujos futuros serán actualizados tienden a una suma finita. Dicho de otro modo, un flujo de dinero dentro de veinticinco años tiene hoy un valor pequeño.

Por ello en las valoraciones se suelen distinguir dos periodos:

- a) Una primera fase donde se individualizan los flujos de caja y que suele durar entre 5 y 10 años.
- b) Una segunda fase, donde se incorporan todos los infinitos flujos restantes, que se denomina valor terminal.

Es práctica común proyectar *cash flows* año tras año hasta que el nivel de inseguridad en las proyecciones incomoda tanto a la Dirección que no sigue más adelante. Aunque en la práctica varía con el sector, la política de gestión, y las circunstancias especiales de la adquisición, cinco o diez años parece ser una duración de las proyecciones utilizada en muchas

situaciones. Una mejor aproximación sugiere que la duración de las proyecciones de los *cash flows* debería continuar mientras la tasa de retorno esperada sobre la inversión marginal requerida para soportar el crecimiento previsto de ventas exceda el costo del capital. La fórmula de matemática financiera que nos permite calcular el valor actual de una renta perpetua cuyo primer capital es C , que crece a una tasa de crecimiento g y que debemos actualizar a un tipo de interés i es:

$$\text{Valor actual} = C / (i - g)$$

El segundo problema es la tasa de actualización. Esta se define como el costo de capital de la empresa. Es decir, hay que ver la forma en que la empresa financiará sus inversiones. Hay que destacar que esta estructura debe ser la que tendrá la compañía en el futuro y la valoración de los fondos propios y ajenos debe realizarse a precios de mercado, evitando los valores contables.

Para conocer el costo de los fondos propios y ajenos hay que partir de una premisa básica que dice que la rentabilidad que un inversor exige a un activo financiero siempre es la suma de una tasa sin riesgo más una prima ajustada en función del riesgo.

Es decir:

$$\text{Rentabilidad exigida} = \text{Tasa sin riesgo} + \text{Prima por riesgo}$$

La tasa sin riesgo es la rentabilidad que ofrecen las emisiones del estado. El cálculo de la prima de riesgo suele ser el punto más delicado, existiendo diversos modelos que se aplican para resolverlo. El más conocido es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). En todo caso, si nos planteamos cuál de las dos fuentes debe ser más cara, sin duda responderemos que los fondos propios.

Una vez conocidos los flujos de caja y la tasa de actualización sólo faltará restar la deuda financiera existente en el momento de la valoración para hallar el valor de los fondos propios. El calcular la deuda es necesario ya que los flujos de caja se han calculado en el supuesto de inexistencia de deuda. Luego la fórmula fina será:

$$\text{Valor de acciones} = N_{t-1}^n \frac{\text{Flujo de efectivo}_t}{(1+WACC)} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1+WACC)^n} - \text{Deuda}$$

El valor terminal se calcula a partir del flujo del año $n+1$, como una renta perpetua constante o con una tasa de crecimiento moderada. La determinación de esta tasa de crecimiento suele ser otro punto clave en las valoraciones. No se debe perder de vista que no se puede aceptar un crecimiento en los beneficios de una empresa si no existe una inversión en activos, ya sean fijos o circulantes, que debe estar recogida en el flujo de caja que apliquemos en el valor residual.

MÉTODOS DE LOS DIVIDENDOS

- Tiene en cuenta los resultados futuros de la empresa.
- Representa un flujo neto para el accionista y por lo tanto es después de la retribución de la deuda.
- Se utiliza en empresas maduras, que pagan dividendos, desde la óptica del inversor particular.

Este método es recomendado para empresas financieras dada su estructura de Balance y Cuenta de Resultados. No se lo emplea en PyMes.

Es el segundo método en importancia dentro de los dinámicos. La mecánica es idéntica a la de los flujos de caja descontados. La diferencia estriba en que los flujos que se descuentan son los dividendos. Ello tiene varias implicaciones importantes. La primera es que, para conocer los dividendos, primero hay que descontar los gastos financieros y aplicar los impuestos sobre el beneficio después de los intereses y no sobre el beneficio de explotación como en el punto anterior. La segunda es que la tasa a la que debemos actualizar los dividendos no es el WACC sino exclusivamente el costo de los fondos propios. En este método también pueden establecer varias fases de proyección de dividendos. Cada fase puede tener crecimientos distintos y acabar en el valor terminal con un crecimiento moderado. En cualquier caso, si se supone el caso más simple de tasa de crecimiento g constante desde el inicio de la valoración y un costo de los fondos propios de k_e , la fórmula a utilizar sería:

$$\text{Valor acciones} = \text{Dividendo Año 1} / (k_e - g)$$

Aunque esta fórmula puede parecer muy simple respecto al método de los flujos de caja descontados, en la práctica requiere efectuar exactamente las mismas hipótesis y cálculos de las cuentas de resultados completas, las inversiones en activo fijo y en activo circulante y la estructura financiera que tendrá la empresa en el futuro.