

¿Cuánto vale esta empresa?

William Baeza
Enero de 2018

El precio es lo que pagas y el valor es lo que recibes. Por ello, si quieres asociarte con otros emprendedores, vender tu empresa, comprar a un competidor, entrar a una industria donde no tienes experiencia, o incluso eres un ejecutivo que se quiere independizar comprando y gestionando una empresa, tu foco estará puesto en el valor.

En la compra y venta de empresas (M&A en jerga financiera), las asimetrías de información y la mala aplicación de técnicas de valoración de empresas, son fuentes de mucha frustración. El paso del tiempo hace visible “lo que recibimos”.

1. ¿Todas las empresas se valoran de la misma forma?
2. ¿Qué técnicas existen?
3. ¿Hay una técnica recomendada?
4. ¿Y cuáles son los errores típicos que comenten los analistas de las Auditoras, Corredoras de Bolsa, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, AFPs, Compañías de Seguros, Family Offices, incluso Académicos de renombre —a los que llamaremos los *Valoradores*—, que suelen emitir sus opiniones e informes sobre el valor de empresas o transacciones?

A continuación, daremos una breve respuesta a cada pregunta.

¿Todas las empresas se valoran de la misma forma? No, ya que algunas empresas además de sus operaciones, tienen proyectos en construcción y proyectos de desarrollo. **Para este tipo de proyectos, se debe incorporar el valor asociado a la flexibilidad.** Por ejemplo, esperar para tener mayor información sobre los costos o la demanda. O acelerar el proceso de construcción si las condiciones de mercado hoy son más favorables que lo estimado previamente. También se puede abandonar el proyecto, si los resultados preliminares del producto o servicio no son promisorios o bien no se obtienen los permisos necesarios para seguir adelante. Sin duda, un start-up es un tipo de empresa que no se puede valorizar por técnicas convencionales, dado que nueva información o eventos pueden cambiar las decisiones originales, lo que a su vez da lugar a nuevos resultados.

¿Qué técnicas existen? El pan con mantequilla o el helado de vainilla, corresponde a la **valoración por flujo de caja descontado**. Pese a su ubicuidad, tiene “mala fama” ya que se le usa inapropiadamente de forma sistemática. Más sobre eso a continuación. También se usan **múltiplos** de empresas comparables que transan en bolsa o de **transacciones** similares recientes. ¿Pero qué significa empresas comparables o similares? Lo que hacen los *Valoradores* es buscar datos de empresas del mismo sector, en lo posible del mismo país o región, ideal si tienen las mismas líneas de negocio y tamaño. No obstante, los determinantes de “comparabilidad o similitud” son (1) la rentabilidad, (2) el crecimiento, (3) y el riesgo. Empresas similares en esas dimensiones, deberían valer lo mismo. Lo más perturbador, es que los *Valoradores* jamás hacen explícito que los múltiplos de empresas que transan en bolsa y los de transacciones recientes tienen letra chica, es decir, no se pueden mirar así en el vacío ¿los *Valoradores* sabrán que existe esa letra chica? Un criterio ampliamente utilizado, tanto por los *Valoradores* como al interior de las empresas, es la tasa interna de retorno, **TIR**, que tiene tantos problemas que prácticamente requiere una columna solo para ese tema. Solamente mencionar que no se pueden comparar proyectos con distinto tamaño de inversión, ni tampoco permite comparar la bondad de proyectos de distinta vida útil ¿es mejor un proyecto de 3 años con TIR de 25% que un proyecto a 15 años con TIR de 20%? ¿elijo aquel proyecto de mayor TIR y punto? También, en la práctica corporativa se evalúan proyectos con deuda y se usa esa TIR para tomar decisiones. En general la deuda tiene el efecto de “inflar” la rentabilidad o TIR. Es decir, se podría aprobar un proyecto solamente porque con deuda luce atractivo ¿Si yo tuviese que colocar de mi bolsillo todo el dinero que se necesita para el proyecto, lo haría? Por ello la relevancia de calcular la TIR para el proyecto “puro”, es decir, sin deuda. Por último, la forma de valorar la flexibilidad es usar la técnica conocida como **opciones reales**. Dada esta interdependencia entre información-eventos-decisiones-resultados, es llamativo que prácticamente no se utilizan en Chile en la valoración de empresas.

¿Hay una técnica recomendada? Sí, la **valoración por flujo de caja descontado**, que mide cuánto valor o riqueza me agrega a mí como accionista o dueño, un proyecto o empresa. No obstante, existen varios métodos dentro de la familia de flujo de caja descontado ¿lo sabían? Los más populares son:

1. Método a partir del flujo de caja al accionista y de la rentabilidad exigida a las acciones.
2. A partir del flujo de caja libre y del WACC.
3. A partir del flujo de caja al capital y del WACC antes de impuestos.
4. Valor Presente Ajustado (VPA).
5. A partir del flujo de caja libre ajustado al riesgo del negocio y la rentabilidad exigida a los activos.
6. A partir del beneficio económico y la rentabilidad exigida a las acciones.
7. A partir del EVA y del WACC.

Todos los métodos proporcionan siempre el mismo valor, ya que analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis. Solo difieren en los flujos que toman como punto de partida para la valoración. Y esta es la parte para llorar: si le piden a cualquiera de los *Valoradores* que use 2 métodos entre los 7 de arriba, con probabilidad uno, en decir, en el 100% de los casos, les entregará 2 valores distintos.

Entonces ¿cuáles son los errores típicos que comenten los *Valoradores*? Acá entramos a temas técnicos, que como es usual, son los puntos relevantes y que hacen la diferencia:

1. **Iterativo #1** Los *Valoradores* calculan la tasa de descuento WACC utilizando valores contables de la deuda y el patrimonio. No obstante, el valor del patrimonio depende del WACC y el WACC depende del valor del patrimonio. Por ello, ambas variables se deben determinar simultáneamente.
2. **Iterativo #2** También estos ‘expertos’ olvidan el aumento de las necesidades operativas de fondos (NOF) al calcular los flujos esperados. El Estado de Resultados no está conectado con “la forma de hacer negocios” que se refleja en el Balance (inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar). **El modelo no cierra.** Y para que cierre, el Balance sabemos que depende de las utilidades retenidas para calcular el endeudamiento, mientras las utilidades dependen de los gastos financieros que dependen del nivel de deuda. Así, se debe resolver este problema de circularidad. Es usual encontrar modelos de gente ‘seria’, donde la caja se hace negativa un par de años hacia delante en sus proyecciones. **Eso es mala modelación. Y lo que es peor, mala asesoría. En una frase: pésimas decisiones.** A ti esto no te puede ocurrir. [Contáctanos](#).
3. Utilizar una tasa de crecimiento de los flujos a perpetuidad insostenible.
4. Suponer que la relación Deuda / Patrimonio es constante cuando no lo es.
5. Que distintos métodos de flujos de caja descontados den valores distintos, en función de si son flujos a los accionistas, flujos de caja libre, antes de impuestos, etc.

En resumen, desde mi punto de vista valorar una empresa es emitir una opinión basada en técnicas y supuestos relevantes, que considero apropiados para obtener un rango de valor justo.

Para que la compra-venta de una empresa sea una transacción win-win (ganar-ganar), tú debes estar bien asesorado. Nosotros sabemos cómo ayudarte. [Contáctanos](#).

Saludos cordiales,

William Baeza
wbaeza@gibak.cl
www.gibak.cl

| Socio Líder | M&A y Estrategia
| Cel.: +56 9988 79801

Gibak