

METODOLOGÍA DE VALORACION PARA EMPRESAS PEQUEÑAS

Valuation methodologies for small businesses

RESUMEN

La valoración de empresas es un tema de interés a todo nivel y en todo momento, ya sea para vender la totalidad del negocio, parte de él o para liquidarlo, por esta razón se propone una metodología clara y sencilla que comienza con el análisis del desempeño pasado y sus proyecciones a futuro para seguir con la valoración propuesta por medio de la herramienta flujo de caja descontado colocando interés en la determinación del costo de capital de la firma como punto clave para lograr la valoración propuesta.

PALABRAS CLAVES: Desempeño, Diagnóstico, Pronóstico, Valoración.

ABSTRACT

The valuation of enterprises is a topic of interest at all levels and at all times, either to sell the entire business, part of it or to liquidate, which is why it proposes a clear and simple methodology that begins with an analysis of past performance and its projections for future to proceed with the proposed assessment tool on the discounted cash flow by placing interest in determining the capital cost of signing as key to achieving the valuation proposal.

KEYWORDS: Performance, Diagnosis, Prognosis, Poll.

LEONEL ARIAS MONTOYA

Ingeniero Industrial, M. Sc.
Profesor Asistente
Universidad Tecnológica de Pereira
leoarias@utp.edu.co

LILIANA MARGARITA PORTILLA

Administradora Financiera,
Candidata a M. Sc.
Profesor Auxiliar
Universidad Tecnológica de Pereira
lilipor@utp.edu.co

SERGIO AUGUSTO FERNÁNDEZ HENAO

Ingeniero Industrial,
Candidato a M. Sc.
Profesor Auxiliar
Universidad Tecnológica de Pereira
sfernandez@utp.edu.co

1. INTRODUCCIÓN

Es común encontrar personas con la necesidad de determinar cual es el valor de una empresa, ya sea de su propiedad o por deseo de invertir en ella, y cuando se trata de de empresas de tamaño pequeño y mediano se presenta el inconveniente de no tener una herramienta o metodología apropiada y asequible que les pueda brindar esta estimación del valor.

Una valoración se realiza por varias razones como pueden ser: vender parte o la totalidad de la empresa, cuando se trata de la primera opción se puede dar para capitalizarla o para llevar el dinero a la cuenta personal del actual propietario, sin embargo en ambos casos los procedimientos que se utilizan son los mismos, ya que el valor de la misma lo determina su desempeño anterior, no queriendo decir que sus proyecciones futuras sean menos importantes, sino que estas dependen directamente de su comportamiento histórico, sin desconocer las políticas gubernamentales y aquellos aspectos inherentes al mercado.

El valor de un bien esta determinado por la oferta y la demanda que se presente en el mercado del mismo, y se pueden presentar varios valores dependiendo de su utilización: valor comercial o de mercado, valor histórico o de compra y valor de reposición o de adquisición del bien nuevo en la actualidad, y el valor que se tome depende primordialmente del destino o utilización del dicho costo. [1]

2. VALORACION DE LA EMPRESA

La contabilidad financiera adopta el costo histórico como criterio de estimación de valor, por esta razón no se puede tomar el costo reflejado en el balance general como el valor de mercado, lo que indica que el valor reflejado en el patrimonio del mismo estado financiero no corresponde al verdadero valor de las participaciones de los propietarios en la empresa. Esta situación hace necesario realizar una estimación del valor de la empresa con criterios diferentes a los utilizados por la contabilidad tradicional, donde se muestren valores reales y actuales acordes a la situación presente de la empresa.

Una empresa se acerca a la quiebra cuando es incapaz de cumplir con sus demandas de efectivo por falta de recursos de caja, razón por la cual el análisis de la caja brinda información suficiente para una buena valoración, y más aun cuando se trata de empresas de tamaño pequeño [2].

Comprara cualquier tipo de activo es similar a comprar una empresa, al fin y al cabo ésta también es un activo, y lo que crea interés en la adquisición es el flujo de caja que se espera genere, de éste depende su rentabilidad y permanencia en el futuro.

El procedimiento propuesto a seguir se puede dividir en tres pasos:

1. Análisis del desempeño actual del negocio
2. Diagnóstico y pronóstico financiero
3. Valoración de la empresa

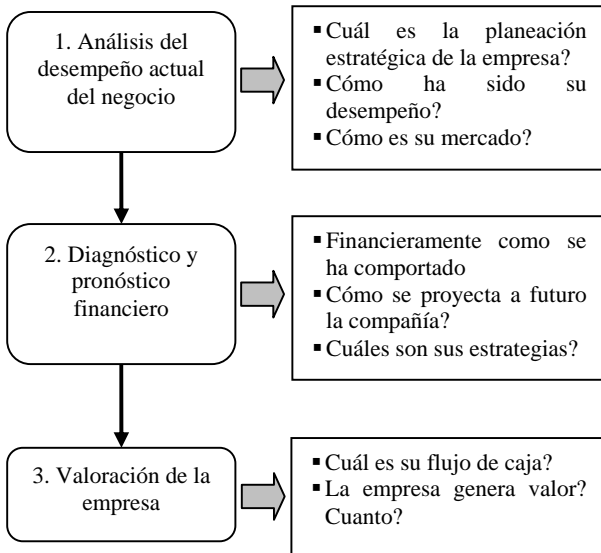


Figura 1. Pasos para valorar una mediana empresa

2.1. Análisis del desempeño actual del negocio

Es el primer paso en la valoración de cualquier empresa, es conocerla, para lograr este cometido se deben realizar varios análisis a saber:

- a. Se comienza por la determinación de el tipo de negocio, a que se dedica, cual es la conformación de su patrimonio, cuanto factura, cual es su punto de equilibrio por cada producto, su margen de contribución y la participación porcentual, durante los últimos años ha tenido crecimiento en ventas y de cuánto por periodo.
- b. Quiénes son su competencia y como están posicionados, como se encuentra y se comporta frente al sector, cual ha sido el crecimiento de la industria.
- c.Cuál es la reglamentación gubernamental y que cambios futuros al respecto se prevén.
- d. Que capacidad instalada cuenta, cual es el porcentaje de utilización de la misma, que inversiones ha realizado en el último año.

Todo este análisis se resume en una descripción de las diferentes ventajas y desventajas competitivas, ellas muestran el comportamiento pasado y el que se espera presente en un futuro la compañía analizada.

2.2. Diagnóstico y Pronóstico Financiero

Consiste en analizar la información financiera de los últimos años para obtener una idea del desempeño del negocio y su posición financiera, información que se

complementa con la estrategia que presenta el negocio a futuro.

2.2.1. Diagnóstico: Un diagnóstico se puede hacer con diferentes herramientas, entre las que se encuentran: razones financieras, punto de equilibrio, estado de fuente y aplicación de fondos (EFAF) y valor económico agregado (EVA). Todas estas se complementan y muestran de manera apropiada el desempeño de la empresa. Hecho este análisis se termina con un resumen o conclusión de la situación de la misma.

2.2.2. Pronóstico: de acuerdo a la estrategia trazada, se deben hacer proyecciones financieras a varios periodos para determinar el futuro que le espera al negocio. Para lograr este cometido, se debe proyectar Balance General, Estado de Resultados y Flujo de Caja como mínimo. Estas proyecciones determinan la capacidad de endeudamiento, la capacidad de pago de intereses y de dividendos, entre otros. De estos, el flujo de caja pasa ser determinante porque muestra la capacidad de generar faltantes o excedentes de efectivo, necesarios y básicos para el normal funcionamiento de cualquier empresa.

2.3. Valoración de la empresa

Superadas las etapas anteriores y con una visión del desempeño de la empresa y su expectativa futura se debe adentrar en la valoración en sí, para lo cual por el tipo de empresa lo más recomendado es utilizar la metodología de flujo de caja descontado, que parte del flujo operacional EBITDA¹ que se resta de la utilidad operacional más los costos y gastos que no afectan la caja (depreciación y amortización de diferidos) [1], y se le resta el cambio en el capital de trabajo (Clientes + inventarios – proveedores), se resta el incremento de activos fijos y el impuesto de renta estimado[2]:

$$\begin{array}{r}
 \text{Utilidad operacional} \\
 + \text{ Depreciaciones} \\
 + \text{ Amortizaciones} \\
 = \text{ EBTDA} \\
 - \text{ Variación en capital de trabajo} \\
 - \text{ Inversión en activos fijos bruta} \\
 - \text{ Impuesto} \\
 = \text{ Flujo de caja libre}
 \end{array}$$

Como se observa, el flujo de caja libre operacional de la empresa brinda como resultado el efectivo generado por la compañía antes de pagar intereses, amortización de deuda y pago de dividendos, razón por la cual los interesados en el son los acreedores y accionistas de la misma.

¹ EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

El valor de una empresa en la práctica se realiza por medio de una división en el período de valoración así:

$$V. Empresa = VP Flujo de caja + Valor continuidad$$

El valor de la firma se descompone en dos partes:

- La primera correspondiente al valor aportado por los flujos de caja esperados durante los primeros n períodos en los cuales se pueden hacer proyecciones explícitas con relativa certeza. Este valor se conoce como el valor de la firma durante el período explícito de n años. Normalmente el período de gran crecimiento.
- La segunda corresponde al valor generado por los flujos de caja esperados a perpetuidad a partir de un período n+1. El valor generado por continuar atendiendo el mercado a perpetuidad.

Según este criterio, la empresa presenta un crecimiento alto durante los primeros periodos, mientras que transcurridos estos, el crecimiento se establece a perpetuidad, razón que hace necesario valorar la empresa en dos etapas:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + CCPP)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{FCL_t}{(1 + CCPP)^t}$$

Se puede demostrar que si la empresa entra en un período de crecimiento estable del flujo de caja libre, a partir del año n+1, en el segundo término de la ecuación anterior, el FCL_t se puede simplificar así:

$$Vc = \frac{FCL_{n+1}}{(CCPP - g)} = \frac{FCL_t \times (1 + I) \times (1 + g)}{CCPP - ((1 + I) \times (1 + g) - 1)}$$

- Siempre que $g < CCPP^2$

Donde:

- g: tasa de crecimiento constante del flujo de caja libre durante el período de continuidad.
- I: tasa anual esperada de inflación.

Por lo tanto:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + CCPP)^t} + \frac{Vc}{(1 + CCPP)^t}$$

Obsérvese que el valor de continuidad se estima en el período n y por lo tanto debe ser convertido en valor presente para poderlo sumar al valor explícito al inicio del período 1.

Se debe determinar con mucha precisión el periodo n de alto crecimiento, para garantizar los flujos de caja

pronosticados, demás se debe tener en cuenta que lograr un crecimiento perpetuo en un ambiente de competencia, puede resultar bastante difícil, porque está tiende a disminuir los márgenes dificultando la obtención de rentabilidades atractivas. Existe una fuerte correlación entre los altos crecimientos y el riesgo. Como precaución debe existir una correspondencia entre las tasas de descuento y de crecimiento y los flujos empleados. Flujos reales con tasas reales, flujos nominales con tasas nominales [3].

2.3.1. La tasa de descuento: se utiliza el Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP) o su sigla en ingles: WACC³ [4], y debe incluir una ponderación del costo de capital de los acreedores y los accionistas. Solo interesa la parte de la estructura financiera de la empresa que incluye fondos con costo financiero, lo que excluye algunos pasivos de corto plazo como proveedores, salarios por pagar, impuestos por pagar, etc.

Es el costo de capital promedio ponderado de todas las fuentes de financiamiento empleadas en la financiación del activo.

$$CCPP = \frac{K_p \times P}{D + P} + \frac{K_d(1 + T) \times D}{D + P}$$

Donde:

- D: Valor de mercado de la deuda
- P: Valor de mercado del patrimonio
- K_p: Costo de capital de patrimonio
- K_d: Costo de la deuda
- T: Tasa marginal de impuestos

En la figura 2, se muestra el comportamiento de los diferentes costos financieros de la empresa y como el CCPP aumenta a medida que la deuda disminuye.

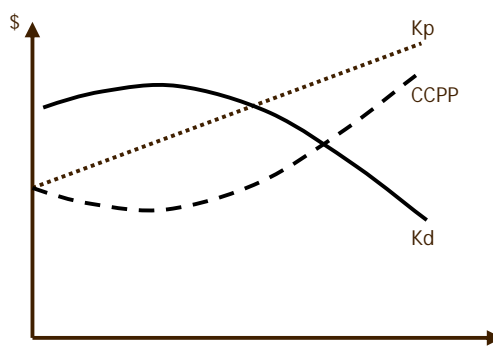


Figura 2. CCPP y costo de la deuda

² CCPP: Costo de capital Promedio Ponderado

³ WACC: weighted average cost of capital.

Costo de la deuda financiera: dado que los intereses causados son deducibles de impuestos, se debe descontar de esta tasa ese beneficio fiscal existente en Colombia, lo que hace que el costo de la deuda (K_d) sea:

$$K_d = K_{d1} (1-T)$$

K_d = Costo de la deuda después de impuestos

K_{d1} = Costo de la deuda en contratos (instrumentos)

T = Tasa impositiva de impuesto de renta

Para la determinación de K_{d1} , se deben ponderar las tasas de interés pactadas en instrumentos físicos o contratos de cada uno de los pasivos con costo financiero.

Costo del capital: se trata de la tasa de oportunidad requerida por los accionistas (K_p), que no es más que el rendimiento que ellos esperan de su inversión, y para este tipo de empresas se puede calcular de la siguiente manera:

$$K_p = \text{Rendimiento mínimo} + \text{prima riesgo país} + \text{prima de liquidez.}$$

- Rendimiento mínimo: se refiere al rendimiento mínimo que esperan los accionistas de la empresa por su inversión, se puede tomar como base el rendimiento mínimo esperado por un inversionista en empresas del sector o en su defecto, el rendimiento de los bonos del tesoro [3].
- Prima riesgo país: se estima como la diferencia entre la tasa de interés a la cual el País capta en dólares en el exterior a largo plazo, frente a la tasa que paga la tesorería de los Estados Unidos (bonos del tesoro) para plazos semejantes.
- Prima de liquidez: como no cotiza en bolsa, es normal establecerla en la mitad aproximada de la prima riesgo país, de acuerdo a su comportamiento observado en otras empresas.

Obtenido el valor de la empresa, se puede obtener el valor del patrimonio de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} & \text{Valor de la empresa} \\ - & \text{Total pasivos} \\ + & \text{Otros beneficios} \\ = & \text{Valor del patrimonio} \end{aligned}$$

Por otros beneficios se tienen activos no utilizados o demasiado subutilizados, diferencia de valor de mercado y valor en libros de activos no operacionales.

3. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Se deben utilizar metodologías reconocidas que se adecuen al tipo de negocio evaluado de acuerdo a sus características para lograr obtener un valor muy acorde al mercado o real.

Una valoración bien investigada y bien hecha permanece en el tiempo. Una valoración es altamente dependiente de la información disponible por lo tanto debe ser actualizada cada que se produzca nueva información.

Una buena valoración proporciona una estimación precisa del valor. Aún cuando sea el resultado de un proceso riguroso. Siempre existe la incertidumbre propia del futuro.

Mientras más cuantitativo sea un modelo, mejor es el resultado de la valoración. En general la calidad de una valoración es proporcional al tiempo invertido en la recolección de información y al conocimiento de la firma.

Si el resultado de una valoración difiere del precio de mercado, la presunción debe ser que el mercado valora correctamente pues de otro modo un analista tendría que convencer a todos de que su valoración es la correcta.

El producto de una valoración, el valor, es lo importante, el proceso no. El proceso de valoración revela una gran cantidad de información sobre los determinantes del valor.

Para definir los objetivos de un proceso de valoración se pueden hacer las siguientes preguntas:

- ¿Quién se ve afectado por los resultados?
- ¿Qué se busca con la valoración?
- ¿Para que se van a utilizar los resultados?
- ¿Cuáles son las metodologías de valoración aplicables?
- ¿Que grado de sofisticación tiene el cliente en términos financieros?

Todos los modelos de valoración conducen siempre a escoger de tres variables: el tipo de flujo de caja, la tasa de crecimiento esperada y la tasa de descuento usada para descontarlos. En términos de flujos de caja solo hay tres opciones: Dividendos, Flujo de caja para las acciones y Flujo de caja libre para la firma, los dos primeros se emplean para valorar el patrimonio y el tercero para valorar la firma. En términos de tasa solo hay dos opciones: Costo de Oportunidad del Patrimonio y Costo de Capital Promedio Ponderado.

4. BIBLIOGRAFÍA

- [1] P. Fernández. Valoración de Empresas. Gestión 2000.
- [2] O. Amat. EVA, Valor Económico Agregado.. Ed Norma.
- [3] O. L. García S.. Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA.

- [4] T. Copeland, T. Koller and J. Murri. Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. Second edition, Willey.
- [5] J. M. Mctarggart, P. W. Kontes and M. C. Mankins. The Value Imperative, Managing for Superior Shareholder Returns. Ed The Free Press.
- [6] J. Faus. Valoración de Empresas, un enfoque pragmático. Biblioteca IESE Ed Folio.
- [7] A. Ehrber. EVA, The Real Key to Creating Wealth. Ed Wiley.
- [8] A. Damodaran. Damodaran on Valuation. Ed John Wiley & Sons, Inc.
- [9] J. Salinas. Análisis de Decisiones en entornos inciertos, cambiantes y complejos. Universidad del Pacífico, Lima Perú.
- [10] J. M. Stern y J. S. Shiely. El Desafío del EVA. Grupo Editorial Norma.