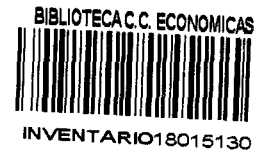


UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

TG-MAF
658-15
C793
EJ-3

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA



VALORACION DE EMPRESAS NO COTIZADAS

Trabajo de Graduación
Presentado por:

JOSE FERNANDO CORCIO LOVATO

Para optar al Grado de:
Maestría en Administración Financiera

NOVIEMBRE DE 1998.
San Salvador, El Salvador, Centro América



18030021

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : DR. JOSE BENJAMIN LOPEZ GUILLEN

SECRETARIO GENERAL : LIC. ENNIO ARTURO LUNA

**DECANO DE LA FACULTAD
DE CIENCIAS ECONOMICAS : LIC. JOSE ADOLFO ORELLANA SIGÜENZA**

**SECRETARIO DE LA FACULTAD
DE CIENCIAS ECONOMICAS : LIC. ALBA BERTIZ MARTINEZ RIOS**

TRIBUNAL EVALUADOR : ING. WALDO HUMBERTO JIMENEZ RIVAS
LIC. OSCAR ARMANDO VALDEZ IRAHETA
LIC. GLADYS EDITH CARMONA

NOVIEMBRE DE 1998

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMERICA

INDICE

CONTENIDO	PAG.
Introducción	1
Métodos tradicionalmente utilizados para la Valoración de empresas	3
Valoración de empresas utilizando el concepto de valor actual	6
La valoración de empresas: Algo mas que números	18
El proceso de valoración	20
Aplicación del modelo de crecimiento de dividendos para valorar empresas no cotizadas	21
Conclusiones	25
Bibliografía	

VALORACION DE EMPRESAS NO COTIZADAS



“El mejor valor es un concepto abstracto que puede resultar muy difícil de determinar ”¹

INTRODUCCION

La valoración de empresas puede responder a muchas interrogantes que frecuentemente los propietarios de acciones o inversionistas, acreedores, directores, gerentes y empleados se hacen. En este artículo se estudiará la problemática de la valoración de empresas que no cotizan en bolsa, partiendo de los métodos y modelos más comúnmente utilizados, en los mercados de capitales, para establecer el valor de las empresas que ofrecen sus acciones en dichos mercados.

Es importante aclarar que a diferencia de lo que sucede con las empresas que cotizan sus acciones en bolsa, las que no lo hacen pueden ser de todos los tamaños imaginables: grandes, medianas o pequeñas; lo que dificulta la elección del método valoración a utilizar, pero esto se debe, en la mayoría de casos, a la falta de información apropiada para la aplicación de los modelos.

Son muchos los motivos por los cuales las empresas se rehusan a cotizar en bolsa, pero a veces, aunque lo deseen muchas no llenan los requisitos mínimos exigidos por las leyes y las Casas de Bolsa.

¹ Tomado del artículo publicado por: David L. Wenner y Richar W. Leber, “El método verdadero para medir los rendimientos de la empresa”, Harvar Business Review, 1990.

“La valoración de una empresa la podemos definir como la forma de medir la eficiencia de la gestión realizada por la misma².”

Toda valoración es en definitiva una estimación, no se puede pretender calcular un valor único, lo que se persigue con la aplicación de cada método o modelo, es determinar un valor objetivo y razonable para las partes interesadas, ya que, *“el mejor valor es un concepto abstracto que puede resultar muy difícil de determinar³”*.

Entre las interrogantes más comunes de la problemática en discusión, siempre se encuentra la siguiente: ***¿ Cuánto vale mi NEGOCIO?***

Con el propósito de contribuir a dar respuesta a esa interrogante y discutir algunos términos técnicos que se pueden utilizar para valorar empresas que no están siendo ofrecidas públicamente en la bolsa de valores, se ha tratado de hacer esta revisión bibliográfica del concepto de valor actual y de los métodos de valoración más comúnmente utilizados por los profesionales de las finanzas, para calcular el valor de las acciones de una compañía y como consecuencia el precio justo a que estas pueden ser colocadas en el mercado.

Se pretende que este trabajo ayude a identificar cuando una compañía esta siendo cotizada a un precio que permita al inversionista obtener una rentabilidad mayor a la que podría obtener invirtiendo en títulos de riesgo similar; es decir obtener una rentabilidad mayor al costo de oportunidad de su inversión.

Finalmente se propone la aplicación del modelo de crecimiento de dividendos para valorar las empresas que no cotizan en bolsa, el cual se considera puede ser de mucha utilidad en el mercado accionario de El Salvador.

² Juan Mascareñas Pérez, “Manual de Fusiones y Adquisiciones”, capítulo 4.

³ ver cita 1

MÉTODOS TRADICIONALMENTE UTILIZADOS PARA LA VALORACION DE EMPRESAS

La problemática de valorar un negocio con frecuencia presenta la dificultad de no poder decidir que método o modelo es el más conveniente aplicar en determinada circunstancia, lo anterior es por la razón de que los métodos utilizados producen distintas apreciaciones; la conveniencia de la utilización de cualquier método, depende en gran medida de las expectativas del evaluador⁴, ya que dependiendo de sus necesidades escogerá el método que mejor las satisfaga. A continuación se revisarán algunos modelos que pueden ser de ayuda para introducirse en el complejo trabajo de valorar empresas.⁵

Método del Valor del Activo

La forma más fácil de valorar una empresa es a su valor en libros, lo cual es una situación llena de variables e incógnitas, pero proporciona un punto de partida concreto. Sin embargo, no debe olvidarse que solo se trata de un punto de partida.

Las prácticas contables de la compañía, entre otros elementos, pueden tener un efecto significativo en el valor en libros de la empresa. Por ejemplo, si la estimación para pérdidas por cuentas a cobrar es muy baja con relación al riesgo de incobrabilidad, se sobrestimará el valor en libros; en forma semejante, el tratamiento que se da a las cuentas del activo como gastos de investigación y costos de desarrollo, patentes, gastos de organización y otros, varía ampliamente de una empresa a otra. No obstante lo anterior, el

⁴ Artículo, " Formas de evaluar un negocio en marcha", INCAE, Ref.05-74-99-1735

valor en libros suministra el punto de partida cuando se está valorando la empresa no cotizada.

Método del valor en libros ajustado

Un refinamiento obvio del valor en libros, discutido anteriormente, es ajustar cuando existen grandes discrepancias entre lo que se afirma en libros y el valor de mercado del activo tangible, como es el caso de edificios y equipos que se han estado depreciando por debajo del precio que tiene en el mercado, o cuando se trate de terrenos a los cuales se les había dado un precio estimado que era substancialmente superior al valor en libros, en donde se refleja su costo original.

Un ajuste a valor de mercado de ese tipo de bienes probablemente también reduciría a cero el valor en libros del activo tangible, a menos que ya tengan un valor de mercado. Por tanto, la cifra que resulta de estos ajustes debería representar en una forma más precisa el valor de los activos de la compañía.

Método del valor de liquidación

Este otro paso más allá del valor en libros ajustado, es el de considerar el monto de dinero efectivo que pudiera recibirse si la compañía se realizara en una venta rápida y todas las deudas fuesen pagadas o llevadas a un acuerdo. Este valor tomaría en consideración que en muchos activos, especialmente en los inventarios y bienes inmuebles, no se recaudaría tanto como si la compañía siguiese operando o si la venta fuese con más calma. También, el cálculo de un valor de liquidación tomaría en cuenta los costos que resultarían de efectuar una venta de liquidación.

⁵ Los métodos que a continuación se desarrollarán están tomados de los artículos: a) Valuation Techniques, preparado por Michael J. Roberts, Harvard Business School, 1988. b) Valuing a Business acquisition

El valor de liquidación, debe observarse, que solamente es una indicación de lo que se podría recibir si la firma fuera liquidada inmediatamente.

El valor de liquidación de una compañía casi nunca es de importancia para el comprador, quien está más bien interesado en que los intereses de la misma sigan marchando. Podría asumirse que el valor de liquidación representaría algo así como el nivel mínimo de precio, por debajo del cual el vendedor no estaría dispuesto a vender, porque él mismo podría liquidar la empresa.

Método del valor de reemplazo

El costo actual de reemplazar los activos tangibles de un negocio puede ser a veces importante, en cuanto a que puede existir la alternativa de crear una nueva compañía para entrar en los negocios.

A veces sucede que el valor de mercado para las instalaciones existentes es considerablemente inferior al costo de construir una planta y comprar de otra fuente un equipo igual. En la mayoría de los casos, sin embargo, este método es usado más como punto de referencia que como una posibilidad de ser considerado seriamente, al valorar la empresa.

VALORACION DE EMPRESAS UTILIZANDO EL CONCEPTO DE VALOR ACTUAL

El valor actual de un título, un negocio, una propiedad raíz o cualquier activo, se define como la suma de todos los futuros flujos de caja estimados (cash flows), que se obtendrán año con año durante la vida de la inversión, actualizados a una tasa de descuento para cada uno de esos años.

La valoración requiere siempre la comparación de los beneficios y costos asociados con la decisión de invertir y se debe interpretar siempre bajo la óptica de cómo maximizar el valor de las acciones de los propietarios del capital social.

Es importante definir el hecho que una compañía crea valor para sus accionistas sólo si el retorno sobre la inversión es mayor que el costo de oportunidad de invertir en títulos de riesgo similar en el mercado⁶; cuando se trata de mercados eficientes.

Trataremos a continuación cómo es que se valoran las empresas utilizando el concepto de valor actual.

Modelo de crecimiento de dividendos

Las acciones comunes usualmente se clasifican en dos tipos, lo cual en nuestro medio quizás resulte diferente, pero es importante que sean discutidas ya que en cualquier momento se tendrá que familiarizar con el concepto de acciones de crecimiento y acciones de renta:

⁶ Tomado del artículo "Valuing Companies", The Economist, agosto 1997.

Las acciones de crecimiento son aquellas que los inversionistas prefieren por dos objetivos. El primero, porque le proporcionará al inversionista una renta en concepto de dividendos; y el segundo, porque en el mediano o largo plazo, al venderla le proporcionará una ganancia de capital.

Las acciones de renta son aquellas que los inversionistas prefieren por la alta tasa de rentabilidad, ajustadas por el riesgo que ofrecen.

De cualquier forma, podemos expresar que todas las acciones por su naturaleza son arriesgadas, unas más que otras⁷.

¿Cómo es que las acciones remuneran a sus propietarios?

Anteriormente establecimos dos tipos de acciones, si nos remitimos a ello nos daremos cuenta que las acciones remuneran a sus propietarios de dos formas.

- a. En forma de dividendos
- b. En forma de ganancias

La rentabilidad generalmente se mide como un porcentaje del valor de la inversión realizada, es decir, a una tasa de capitalización que se conoce como Tasa de Capitalización de Mercado. De allí que la rentabilidad esperada por los accionistas esté de acuerdo a expectativas reales de mercado y que nadie esté dispuesto a pagar más de lo que vale un negocio.

¿Qué es la rentabilidad esperada?

La rentabilidad esperada de la acción se define en función de los dividendos esperados y el precio que se paga por la acción. En los mercados de capitales eficientes todos los títulos de riesgo similar están valorados de manera que ofrezcan la misma rentabilidad esperada, lo que representa la verdadera condición de equilibrio y lo que los hace mercados competitivos.

La fórmula que permite obtener la rentabilidad esperada de una acción es:

$$r = \frac{\text{Div}_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

Donde:

r = Tasa de capitalización de mercado

Div_1 = Dividendo del próximo año

P_1 = Precio del próximo año

P_0 = Precio actual

Esta fórmula resulta básica para conocer cuál es el valor actual de una acción, es decir, despejando "Po" de la fórmula anterior obtenemos que:

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1 + P_1}{(1 + r)}$$

De igual forma, se puede entonces expresar el precio actual de una acción como una corriente de dividendos perpetua, que se representa de la siguiente forma:

⁷ Los conceptos expresados anteriormente están tomados del capítulo 4 (Valor Actual de Acciones y Obligaciones), del libro "Principios de Finanzas Corporativas", Richard A. Brealey y Stewart C. Myers, cuarta edición, 1993.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Div. } t}{(1+r)^t}$$

Lo cual no es más que la fórmula del flujo de tesorería descontado (FTD) para obtener el valor actual de cualquier activo, es decir, sencillamente se descuentan los flujos de tesorería, para el caso la corriente de dividendos, utilizando la tasa de capitalización de mercado.

¿Qué sucede con la rentabilidad esperada si se estima que los dividendos crecerán a una tasa constante?

Llamemos “g” a la tasa de crecimiento constante de los dividendos y expresemos de nuevo el precio de la acción:

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1}{r - g}$$

Tenemos una perpetuidad con una tasa de crecimiento “g”, con la única restricción de que esta tasa siempre debe ser menor que “r”; que es la tasa de costo de capital, y que a medida que “g” se aproxime a ella, el precio de nuestra acción tenderá al infinito, pero es de considerar también que “r” siempre debe ser mayor que “g”, si realmente el crecimiento que estamos proyectando es constante y es por ello que se debe tener mucho cuidado al estimar las tasas de crecimiento de las utilidades y dividendos de la empresa.

Pero, ¿a qué es igual “r”, cuando los dividendos de la empresa se estima crecerán a una tasa constante?. Resolvemos para “r” la fórmula y se obtiene que:



$$r = \frac{\text{Div. 1}}{P_0} + g$$

Esto expresa que la tasa de capitalización de mercado cuando el dividendo crece a una tasa constante, es igual al dividendo esperado para el año 1, dividido por el precio actual más la tasa de crecimiento.

Es importante mencionar que este primer modelo por su naturaleza se conoce como **“Modelo de Crecimiento de los Dividendos”**.

¿De dónde se obtiene “g” ?

Una línea de razonamiento parte del ratio de distribución de dividendos y los beneficios por acción, pero primero se debe identificar si la Compañía tiene una política de distribución y retención de utilidades. Es importante que la empresa tenga una política claramente establecida del porcentaje de las utilidades disponibles o después de impuestos que año con año pagará a sus accionistas, y la puede establecer de la siguiente forma:

Tasa de retención = 1 - Tasa de reparto

Tasa de retención = 1 - $\frac{\text{Div.}}{\text{BPA}}$

De donde, el Beneficio por Acción (BPA) es igual a las utilidades disponibles del período divididas por el número de acciones en circulación.

Ahora bien, la fórmula que define la tasa de crecimiento toma en cuenta no sólo la tasa de retención, sino también la rentabilidad sobre el capital propio (ROE= return on equity), el cual es igual a:

$\text{ROE} = \frac{\text{BPA}}{\text{VCA}} \rightarrow \frac{\text{Beneficio por Acción}}{\text{Valor contable por Acción}}$

Entonces, $g = \text{Tasa de Retención} \times \text{ROE}$

¿Qué sucede si una empresa no retiene utilidades?

En el caso que hemos discutido, la empresa promete pagar una parte de los beneficios al final del año; pero si una empresa distribuye todas sus utilidades, el precio de sus acciones es igual a una perpetuidad que toma de base los beneficios por acción entre la tasa de capitalización de mercado o tasa de costo de capital.

$$P_0 = \frac{BPA}{r}$$

$$r = \frac{BPA}{P_0}$$

En resumen, si las acciones son de crecimiento se debe siempre calcular la tasa de crecimiento de los dividendos, para encontrar el precio de la acción. Pero si la empresa es generadora de efectivo, es decir que no tiene una política de retención de dividendos, entonces debe valorarse como una perpetuidad dividiendo los beneficios por acción entre la tasa de capitalización de mercado.

Modelo de crecimiento de los dividendos avanzados

Este modelo consiste en considerar el precio de una acción como la suma de dos valores actuales, es decir, como la suma del valor de una acción generadora de efectivo más el valor actual de las oportunidades de crecimiento (VAOC) que es el valor actual de invertir las utilidades retenidas, lo cual se representa con la siguiente fórmula:

$$P_0 = \frac{BPA_1}{r} + VAOC$$

Donde, la primera parte es una perpetuidad o el valor de una acción de renta, y la segunda parte, el valor actual neto de reinvertir las retenciones de dividendos. El VAOC se obtiene de la siguiente fórmula:

$$VAOC = \frac{V A N_1}{r - g}$$

$V A N_1$ = Valor actual neto de la inversión de los dividendos retenidos⁸.

Modelo de flujos de caja libre para el capital

El modelo de flujos de caja libre para el capital es definido como los flujos que la empresa puede generar para el pago de dividendos. Muchas compañías no pagan el total de sus flujos de caja en concepto de dividendos, por lo que el modelo de crecimiento de dividendos no podría proporcionar cual es la verdadera capacidad de la empresa para generar flujos para el accionista. El modelo de flujos de caja libre para el capital, es un modelo de valoración que estima el valor presente de los futuros flujos de caja libre o disponible para el accionista.

La definición general del modelo es:

$FCFE^9$ = Flujos de caja de operaciones - Gastos de crecimiento. Lo cual se expresa de la siguiente forma:

$FCFE$ = Utilidad Neta +(Depreciación y Amortizaciones) - Gastos de Capital + Cambios en el capital de trabajo¹⁰

⁸ El modelo de crecimiento de los dividendos y el modelo de crecimiento de los dividendos avanzado está tomado del capítulo 4 del libro citado en la nota 7.

⁹ FCFE, por la definición en el Idioma Inglés de FREE CASH FLOW TO EQUITY.

¹⁰ Capital de trabajo = Total de activos corrientes - Total de pasivos corrientes

Variaciones en el Capital de Trabajo = Capital de trabajo corriente - Capital de trabajo año anterior

Cuando los gastos de capital y las variaciones en el capital de trabajo son financiados con deuda de largo plazo y los pagos de principal son efectuados con nueva deuda entonces la definición de los FCFE es:

$$\text{FCFE} = \text{Utilidad Neta} - (1 - \text{Deuda/Capital}) (\text{Gastos de capital} - \text{Depreciación y Amortizaciones} + \text{Cambios en el capital de trabajo})$$

Si se toma de base los FCFE de la empresa, esta se puede valorar partiendo del concepto de valor actual así:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$\text{donde: } P_n = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{r - g_n}$$

De esa forma se puede estimar el precio de las acciones para fases de alto crecimiento seguidas de una fase de crecimiento estable, y los pasos que se deben seguir para la aplicación del modelo son:

1. Definir el horizonte del periodo de alto crecimiento
2. Para estimar FCFE, deben hacerse estimaciones de los gastos de capital, depreciación y amortizaciones, variaciones en el capital de trabajo y la razón de endeudamiento (Deuda/Capital).
3. Debe obtenerse la tasa de retorno requerida por los accionista o costo de capital.
4. Finalmente debe estimarse el precio final en el período de alto crecimiento basados en los FCFE para el período de crecimiento estable y la tasa de retorno requerida por los accionistas después del período de alto crecimiento.

Estimación de los FCFE en los períodos de alto crecimiento

Para ello se debe comenzar por estimar las utilidades netas para el período, luego la tasa de crecimiento de las utilidades, seguidamente ajustar la utilidad con los gastos netos de capital, estimar las necesidades de capital de trabajo y necesidades de endeudamiento adicional.

En este periodo los gastos netos de capital y las necesidades de capital de trabajo podrían ser altas pero las altas tasas de crecimiento podrían mantenerse. Normalmente los períodos de alto crecimiento de la firma son de alto riesgo y resulta difícil endeudarse a tasas razonables, por lo que la mayoría de los ratios financieros son bajos.

Bajo este método el precio final de las acciones debe estimarse estableciendo flujos de caja para cada período, lo cual requiere ser consistente en las proyecciones numéricas.

El método de FCFE podría producir resultados diferentes a otros modelos si las retenciones de ganancias no se presume serán invertidas óptimamente. Por ejemplo, si se proyecta que los fondos serán invertidos con VAN negativo el método podría proveer altas estimaciones de valor. Por otro lado, si se pagan altas cantidades de dividendos, entonces podría ser que las deudas en las proyecciones estén siendo usadas para financiar el pago de dividendos.

Modelo de flujos de caja libre para la firma

El modelo de flujo de caja libre para la firma (FCFF)¹¹, se define como la suma de flujos de caja para todas las obligaciones de la firma, y se expresa así:

$$\text{FCFF} = \text{Utilidad Neta (1-tasa de impuestos)} + \text{Depreciación} - \text{Gastos de Capital} - \text{Variación en el Capital de Trabajo.}$$

La diferencia entre FCFF y FCFE surge de asociar los flujos de caja con la deuda (Pago de intereses, pagos del principal y nuevos gastos por deuda) y otras obligaciones de capital como los dividendos por acciones preferidas.

El valor de las Acciones por el modelo de flujos de caja libre para la firma es igual:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{VALOR_n}{(1+r)^n}$$

Donde Valor $n = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_{n+1}}{r-g_n}$



Los pasos para la aplicación del modelo son los siguientes:

1. Definir qué tan largo es el periodo de alto crecimiento
2. Estimar las variables fundamentales usando FCFE
3. Estimar la tasa de retorno requerida por los accionistas
4. Finalmente debe estimarse el precio al final del periodo de alto crecimiento, basado en estimaciones de crecimiento estable, los flujos de caja libre para la firma y la tasa de retorno requerida después del periodo de alto crecimiento.

Las dos técnicas proveen una valoración similar, pero la valuación de flujos de caja descontados podría no ser apropiada, o podría presentar dificultades en algunos casos como los siguientes:

1. Empresas con flujos de caja negativos:

En las empresas con flujos de caja negativos, estos modelos podrían dar como resultado un valor negativo para la firma.

¹¹ FCFF, por la definición en el Idioma Inglés FREE CASH FLOW TO THE FIRM.

2. Empresas en proceso de reestructuración: Estas empresas pueden tener problemas similares a las anteriores, además, la estructura de los activos y la estrategia de negocios puede cambiar.

3. Empresas cíclicas: Para estos casos es necesario hacer predicciones de la economía como un todo, lo cual puede ser muy difícil estimar.

En qué consiste la razón Precio/ Beneficio

En el modelo de crecimiento de los dividendos no descontamos los Beneficios por Acción, sin embargo, sí lo hacemos cuando valoramos a través del valor actual de las oportunidades de crecimiento, y la razón es porque este modelo da paso a un ratio que resulta sumamente importante en los mercados de capitales, pues los analistas financieros lo relacionan mucho con el precio de las acciones, depositando en él mucha confianza.¹²

La determinación del índice Precio/Beneficio es la siguiente:

$$\frac{\text{Ratio Precio}}{\text{Beneficio}} = \frac{P_0}{BPA_1} = \frac{\text{Precio Actual}}{\text{Beneficios del próximo año}}$$

¿Es posible aplicar estos modelos de valoración a empresas no cotizadas en El Salvador?

Muchos de estos modelos de valoración son de amplia aplicación en nuestro país; aunque resulta un poco difícil por no tener un mercado de capitales desarrollado que nos suministre la información adecuada para la utilización del modelo, como por ejemplo: la tasa de capitalización de mercado o el precio de una acción de riesgo similar dentro de la industria.

¹² Tomados del capítulo 5, del libro "Finanzas Corporativas", Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jeffe, tercera edición, y el artículo "Is Your Stock Worth Its Market Price", Thomas R. Piper and William E. Fruhan, Harvard Business Review, 1981.

Pero se considera que en un futuro muy cercano, esta teoría será aplicable en toda su capacidad¹³. Por ahora sólo podemos atrevernos a la adaptación de los modelos para medir la eficiencia de la gestión realizada por las empresas no cotizadas; que son la mayoría en El Salvador.

¹³ Se considera en nuestro País que, con la creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, el mercado de capitales pasará a jugar un papel muy importante dentro de la economía, permitiendo así el desarrollo de dicho mercado en un corto plazo.

LA VALORACION DE EMPRESAS: ALGO MAS QUE NUMEROS

Todas las acciones son riesgosas y unas más que otras; y se sabe que una acción genera valor a su propietario sólo si la rentabilidad obtenida es mayor que el costo de oportunidad de invertir en el mercado en títulos de riesgo similar. Asimismo se debe tener claro que un resultado numérico no es totalmente la base para tomar una decisión de invertir o no en una determinada empresa o industria. Existen otros aspectos que deben ser discutidos e incluidos en el análisis de la valoración de un negocio, como son el riesgo de mercado, la posición y condiciones dentro de la industria, la calidad de administración, la competencia, el grado de satisfacción de sus clientes, los procesos de la organización, la razonabilidad de los planes de corto y largo plazo. Todo esto es la base del futuro comportamiento financiero de la empresa y no puede ser ignorado cuando se trata de valorar las acciones de determinadas empresas.

La valoración de empresas es un arte incierto, el valor de la empresa conlleva el análisis de una serie de factores como son el valor de mercado de sus activos, las ganancias pasadas, actuales y futuras, las patentes, el crédito mercantil y otros. Cual de esos factores debe ser considerado en mayor o menor medida dependerá de una serie de condiciones que rodean la situación específica; la conveniencia del uso de un método determinado depende en gran medida de las perspectivas del evaluador, ya que dependiendo de sus necesidades y en algunos casos de sus principios éticos, así enfocará los problemas¹⁴.

Se quiere enfatizar en que no se debe depositar toda nuestra confianza en un solo aspecto de la valoración de empresas, de hecho puede ser fatal hacerlo. Todos los aspectos

¹⁴ Tomado del artículo citado en la nota 4.

cualitativos que rodean la empresa pueden ser de importancia al momento de valorar una acción, ya que ese precio debe ser siempre el que el mercado está dispuesto a pagar.

La valoración de empresas que no cotizan en bolsa, al igual que toda valoración, es una estimación. Como anteriormente se mencionó no se puede pretender encontrar un valor verdadero y definitivo, la valoración persigue establecer un valor objetivo que sirva de base para negociar el precio que una de las partes está dispuesta a recibir y la otra a pagar.

La valoración de empresas es un proceso, nunca la aplicación de una fórmula financiera y en cualquier caso, los valores a manejar deben estar claramente conceptualizados y definidos¹⁵.

¹⁵ Tomado del Libro citado en la nota 2.

EL PROCESO DE VALORACIÓN



El proceso de valoración comprende las siguientes etapas:

- a) Conocer la empresa y su cultura organizativa. Conocer la cultura organizativa implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver los problemas, para ello se debe visualizar a la empresa como un todo, entrevistar a sus miembros, recabar información de personas e instituciones ajenas a la empresa pero que se relacionen con ella por motivos de trabajo, proveeduría y ventas.
- b) Conocer a los responsables de la administración y puestos directivos, con el propósito de determinar si se continuará o no con ellos después de efectuada la compra de la compañía.
- c) Conocer el tipo de negocio y su entorno, lo cual implica conocer su evolución histórica y su situación financiera actual con el fin de evaluar su salud, su clientela, sus proveedores, sus competidores, se debe analizar la economía del país en que desarrolla su actividad.
- d) Debe preverse el futuro. Esto consiste en calcular los flujos de caja que se estima será capaz de generar la empresa en mediano y largo plazo.
- e) Debe calcularse el precio de las acciones. Esto implica seleccionar y aplicar el método que más satisfaga nuestras expectativas de valoración.

APLICACION DEL MODELO DE CRECIMIENTO DE DIVIDENDOS PARA VALORAR EMPRESAS NO COTIZADAS

Para poder valorar una empresa no cotizada, como son la mayoría de El Salvador, se pueden utilizar los modelos estudiados partiendo de la premisa de que nadie está dispuesto a vender sus acciones a un precio menor al valor en libros o valor contable de las mismas; es más, quizás todo mundo quiere un valor mayor, por ello lo que se pretende saber es, cuánto más del valor en libros vale el negocio.

Con lo anteriormente expuesto se ha establecido una premisa con relación al “Po”, es decir que el valor en libros puede ser tomado como el valor mínimo que el poseedor de una acción de una empresa no cotizada pudiera estar dispuesto a aceptar, solo nos falta determinar el costo de capital (“r”), que para el caso a manera de ejemplo se utilizará la tasa de 25.5%. Existen diferentes modelos para calcular el costo de capital propio y que van desde el modelo de valoración de activos de capital, hasta la propia experiencia y expectativas del inversionista interesado en invertir en una determinada industria, como es el caso de El Salvador.

Una segunda situación sería conocer; para la empresa objeto de la valoración, la política de dividendos que establezca el porcentaje que anualmente deberá pagarse a los accionistas.

Definido lo anterior, podemos ejercitar de la siguiente forma:

Nombre de la Empresa : La Valoración, S.A. de C.V.
 Industria : Distribución de Electrodomésticos
 Participación en la industria : 3°. Lugar
 Porcentaje de participación : 22.00 %
 en el mercado
 No. De sucursales : 4
 No. De empleados : 100
 Capital en libros : ¢1.200.000.00
 Acciones comunes : 10,000
 Valor contable por acción : ¢120.00
 Costo de capital : 25.50 %
 Política de distribución
 de dividendos : 70.00 %
 Dividendos por acción
 proyectados : ¢30.80
 B. P. A. : ¢44.00

1°. Obtener la rentabilidad sobre el capital propio:

$$\text{ROE} = \frac{\text{BPA}_1}{\text{VCA}}$$

$$\text{ROE} = \frac{44.00}{120}$$

$$\text{ROE} = 36.67 \%$$

2°. Obtener la tasa de crecimiento:

$$\text{Tasa de Retención} = 1 - \text{Tasa de reparto}$$

$$\text{Tasa de Retención} = 1 - 0.70 = 0.30$$

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

$$g = 0.30 \times 0.3667$$

$$g = 0.11$$

3°. Obtener el precio de la acción con crecimiento constante:

$$P_0 = \frac{\text{Div.}}{r - g}$$

$$P_0 = \frac{30.8}{0.255 - 0.11} = \frac{30.8}{0.1450} = 212.41$$

4°. Obtener Ratio Precio Beneficio:

$$P/B = \frac{212.41}{44.00} = 4.8275$$

Si nos basamos en lo anteriormente desarrollado, esta empresa debería estar cotizando sus acciones a un precio de €212.41, lo que es igual a decir 4.83 veces más sus beneficios por acción proyectados para el próximo año, y como puede observarse el valor a que pueden ser colocadas sus acciones en el mercado es mayor al valor contable; cosa que no siempre es

así, sin embargo se puede concluir que el valor actual nos proporciona una aproximación más objetiva del verdadero valor de una empresa y nos puede servir de mucha ayuda para tomar mejores decisiones de inversión.

CONCLUSIONES



La condición fundamental de este trabajo es resumir una serie de conceptos básicos, que son el soporte teórico de la valoración de empresas, y que en el mundo financiero son los que prevalecen cuando se trata de calcular el precio de un negocio.

Se establece que la valoración requiere siempre la comparación de los beneficios y costos asociados a la inversión. Asimismo, se hace énfasis que la importancia de la valoración radica en entender que el objetivo es maximizar el valor de la inversión de los accionistas.

Se define que la valoración de activos, utilizando el concepto de valor actual; requiere el descuento de los flujos de caja futuros, en nuestro caso, los dividendos prometidos por la empresa, utilizando una tasa de descuento apropiada.

Finalmente se propuso el modelo de crecimiento de los dividendos para valorar empresas no cotizadas en EL Salvador. Este método es más fácil de aplicar y se encuentra relacionado con otros aspectos más cualitativos. Por tanto, nos permite basar nuestra decisión de invertir en algo más que el análisis de números.

BIBLIOGRAFIA

Davis L. Wwnner, Harvard Business Review, 1990

(El método verdadero para medir los rendimientos de la empresa.)

Geraldine E. Willigan , Harvard Business Review, 1990

(Una concepción Ruptista y eficaz de la dirección financiera.)

John Willinge, Harvard Business Review, 1996

(A note on valuation in privete equity settings.)

Michael I. Roberts, Harvart Business Review, 1988

(Valuation Techniques.)

Nancy A. Nichols, Harvard Business Review, 1993

(Las nuevas teorías Financieras a debate.)

Thomas R. Piper and Willian E. Fruhan, Jr., Harvard Business Review, 1981

(Is your Stock worth it's market price.)

Timothy A. Luerhrman, Harvard Business Review, 1997

(What's it worth?. A general manager's, guide to valuation.)

Timothy A. Luerhrman, Harvard Business Review, 1994

(Note on valuing equity cash flow.)

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Cuarta edición.

(Principios de Finanzas Corporativas).

Roberts Kaplan, Harvard Business Review, 1992
(Evaluación de resultados: Algo más que números.)

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, Tercera edición.
(Finanzas Corporativas.)