

Seminario en Métodos en Valuación de Empresas

Juan Lucas Dapena

Doctor en Ciencias Económicas
(Universidad Nacional de Córdoba)

Master in Social Sciences
(London School of Economics)

1

Hombre Económico Y Administrativo

- Hombre económico: maximiza sus resultados, esto según la teoría económica tradicional,
- Hombre administrativo (el gerente de la vida real): busca un curso de acción que sea satisfactorio o suficientemente bueno

2

Satisfaciente

- Implica ante todo que uno no cuenta con las alternativas sino que debe salir y hurgar por ellas, y uno dispone de medios extremadamente endebles para evaluarlas una vez que las ha encontrado.
- De manera que se buscan alternativas hasta dar con una, que, en términos de la propia experiencia y en términos de lo que razonablemente se puede esperar, se obtendrá un resultado también razonable (Simon,1979).

3

Satisfaciente

- Implica ante todo que uno no cuenta con las alternativas sino que debe salir y hurgar por ellas, y uno dispone de medios extremadamente endebles para evaluarlas una vez que las ha encontrado.
- De manera que se buscan alternativas hasta dar con una, que, en términos de la propia experiencia y en términos de lo que razonablemente se puede esperar, se obtendrá un resultado también razonable (Simon,1979).

4

Toma De Decisiones

- Para la toma de decisiones, los inversores utilizan áreas del cerebro más relacionadas con la intuición que con el raciocinio
- Cualquier inversor, quiera o no, sea torpe, o inteligente y buen analista, siempre, para decidir, pasa por el camino de las emociones
- Este es imposible de "mapear" y es el más variado y sinuoso de todos los que uno puede emprender, no es una autopista

5

Características De Proceso

- Multifacético, emotivo, conservador y sólo parcialmente cognoscitivo (Keen,1981).
- Los sistemas de información en la empresa no contemplan todo el proceso de toma de decisiones como los técnicos presumen.

6

Proceso De Toma De Decisiones

- Reunir información
- Analizar dicha información
- Seleccionar y decidir en que información voy a fundamentar mi decisión
- Entender la situación
- Decidir el curso de acción o la decisión a tomar
- Ejecutar el curso de acción o la decisión a tomar bajo lineamiento del entendimiento de la situación

7

Mercados Financieros Eficientes

- Forma débil
 - Información histórica de precios
- Forma semi fuerte
 - Información pública disponible
- Forma fuerte
 - Todos poseen la misma información

8

Mercados Eficientes

"Un mercado es no eficiente cuando no cuenta con información fidedigna disponible.

El concepto clave de los mercados eficientes es que a mayor información disponible es mayor la eficiencia en el mercado.

La eficiencia de mercado impide arbitrar en base al conocimiento de información privilegiada por parte de algunos operadores"

9

Reformas Corporativas En Los Países

- Modelo anglo sajón
- Mercados emergentes

10

Modelo Anglosajón

- Propiedad dispersa
- Inversores institucionales
- Administrador distinto a propietario
- Alineamiento de incentivos
- Difusión de información
- Equidad entre accionistas
- Mercado de adquisiciones
- Mercado de capitales desarrollado

11

Mercados Emergentes

- Propiedad concentrada
- Familia, bancos y fuentes públicas
- Administrador = propietario
- Incentivos no alineados
- Difusión de información limitada
- Inadecuada protección accionistas
- Mercado de adquisiciones subdesarrollado
- Mercado de capitales subdesarrollado

12

Finanzas

- La meta de la empresa:

“maximizar la riqueza de los accionistas mediante acciones que incrementen el valor actual por acción de la empresa”

13

Análisis Financiero

Valor intrínseco

- Es entendido como el valor que se encuentra justificado por los hechos (por ej los activos, las ganancias, los dividendos, el prospecto de la empresa, etc.)

14

Análisis Financiero

- Factores que inciden en el precio de un valor/empresa
 - Factores del mercado (técnicos, manipulaciones, psicológicos),
 - Factores futuros (Management y reputación, condiciones competitivas y proyecciones, posibles y probables cambios en volumen, precios y costos) que le da
 - Factores intrínsecos (ganancias, dividendos, activos, estructura de capital, condiciones de emisión de la acción, otros)
 - Actitud del público respecto a la acción
 - Ofertas y demanda del valor

15

Valuación

- Herramientas para valuación de empresas
 - Flujo de fondos descontado
 - Herramientas de valuación relativa
 - Herramientas de valuación contingente
 - Herramientas Estadísticas

16

Flujo De Fondos Descontado

- Formula clásica
 - $V = \sum \frac{CF_n}{(1+R)}$
- Valuación de la parte correspondiente a los accionistas
 - $V = \sum \frac{CFE_n}{(1+K)}$

17

Flujo De Fondos Descontado

- Valuación de toda la firma
 - $V = \sum \frac{CF_n}{(1+wacc)}$
- Puntos clave de esta metodología:
 - Definir el flujo de fondos
 - Definir la tasa de descuento

18

Flujo De Fondos Descontado

- Modelos para determinar el retorno apropiado:
 - **CAPM**

$$R_f + \hat{\alpha} \text{ del valor } \times (R_m - R_f) + \hat{\epsilon}$$
 - **Capital ponderado (WACC)**

$$\frac{B}{(S + B)} \times r_b \times (1-t) + \frac{S}{(S+B)} \times r_s$$

19

Riesgo

- Riesgo.
 - **Sistemático.**
Afecta a un elevado número de activos cada uno en mayor o menor medida, como por ejemplo la inflación, las tasas de interés, etc.
 - **No sistemático.**
Es aquel que afecta en forma específica a un solo activo o a un pequeño grupo de activos.

20

Riesgo

No sistemático

Consta de tres componentes principales que son:

- El efecto del tamaño
- El efecto de la minoritariedad de la tenencia accionaria
- El efecto de la iliquidez

21

Beta

- La beta mide la sensibilidad de un valor a los movimientos en una cartera de mercado. Dice en cuanto varía porcentualmente un valor cuando varía en 1 % el mercado.

$$\hat{\alpha} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

Donde:

- $\text{Cov}(R_i, R_m)$ = Es la covarianza entre el rendimiento del activo i y el rendimiento de la cartera de mercado.
- $\text{Var}(R_m)$ = Es la varianza del mercado.

22

Beta

- Beta puede cambiar por:
 - Cambios en las líneas de producto
 - Cambios en tecnología
 - Cambios en el mercado
 - Cambios en la administración

23

Beta

Está determinado por:

- **Naturaleza cíclica de los negocios.**
Mientras más relacionado esté el crecimiento de la empresa con fases de expansión de la economía y la caída de actividad de la empresa con la fases de contracción de la economía, más alta será la beta. Un ejemplo podría ser turismo, alta tecnología, etc. Mientras un ejemplo de actividades no cíclicas serían los servicios públicos.

24

Flujo De Fondos Descontado

- Cuantos años tienen de horizonte el flujo de fondos?
- Que tasa libre de riesgo?
- Qué hago con el valor de rezago?
- Que hago con los intangibles?

25

Valuación Relativa Por Múltiplos

- Cómo es?

Parte de suponer que el valor de un activo puede ser obtenido mediante el valor estimado por el mercado para un activo similar en base a comparar variables comunes a los dos activos.

26

Valuación Relativa Por Múltiplos

Para seleccionar comparables, se debe contestar las siguientes preguntas:

- Qué vende la comparable? (perfil de la oferta producto-servicio)
- A quién vende? (perfil de los clientes, características del mercado y tácticas comerciales)

27

Valuación Relativa Por Múltiplos

- Contra quién compite? (Estructura de la industria y la competencia)
- Qué compra? (Estructura de insumos y costos de operación)
- Cuánto invierte? (Estructura de activos y pasivos)
- Cuánto gana? (Estructura de resultados y otros impulsores de la generación de valor, como flujo de caja y dividendos)

28

Valuación Relativa Por Múltiplos

Pasos del proceso:

- Identificar activos comparables
- Convertir en valores estandarizados
- Comparar el valor de los múltiplos estandarizados y los del activo analizado

29

Valuación Relativa Por Múltiplos

- Múltiplos a utilizar
 - Múltiplos de ganancias
 - Múltiplos de valor libros
 - Múltiplos de ventas
 - Múltiplos específicos de la industria

30

Valuación Relativa Por Múltiplos

- Procedimiento de utilización de los múltiplos
 - Definir el múltiplo
Entender claramente que significa el número arrojado por el múltiplo
 - Describir el múltiplo
Entender cuando un múltiplo es alto, cuando es bajo, cuando el resultado es atípico, etc.

31

Valuación Relativa Por Múltiplos

- Analizar el múltiplo
Entender las variables fundamentales que guían cada múltiplo y la relación entre múltiplo y cada variable
- Aplicación del múltiplo
Definir contra qué se compara. Tener en cuenta que las unidades de medidas sean compatibles

32

Opciones Reales

- Qué es?

Una opción financiera da el derecho, pero no la obligación, de comprar o de vender un activo a un precio dado. Una opción real da el derecho, pero no la obligación, de hacer una potencial inversión que incremente el valor de un proyecto.

33

Opciones Reales

- Areas donde este método ayuda
 - Flexibilidad
Habilidad para diferir, abandonar, expandir o contraer una inversión
 - Contingencia
Inversiones futuras dependen o son contingentes a los resultados de las inversiones presentes. Hacer inversiones hoy hasta con valor presente negativo para acceder a alternativas futuras de inversión rentables

34

Opciones Reales

- Volatilidad.

Son más valiosas cuando mayor volatilidad hay, dado que permite ir decidiendo a medida que se avanza. Además permite fijar certidumbre en un ambiente de incertidumbre.

35

Opciones Reales

- Entradas en la fórmula financiera
 - Valor actual del activo
 - Precio prenegociado
 - Tiempo de expiración
 - Tasa libre de riesgo
 - Varianza del activo en cuestión

36

Opciones Reales

- Entradas en la fórmula para una inversión real
 - Valor presente del flujo de fondos
 - Gastos de inversión
 - Tiempo que la decisión puede ser demorada
 - Valor tiempo del dinero
 - Riesgo del proyecto

37

Opciones Reales

- Metodología
 - Identificar una opción real
 - Utilizar el modelo de opciones
 - Analizar las diferencias

38

Opciones Reales

- Una opción es mas valiosa cuando:
 - El precio prenegociado es menor
 - El valor de mercado del activo es mayor
 - Hay mas volatilidad
 - Es más largo el plazo
 - Es mas alta la tasa libre de riesgo

39

Opciones Reales

- El valor de la empresa bajo esta óptica es una combinación del flujo de fondos descontado de las operaciones de la misma más una cartera de opciones reales que serían las oportunidades de inversión
- $\text{Valor} = \text{NPV} + \text{valor de las opciones asociadas}$

40

Efectos de la incertidumbre en los métodos de valuación

- $\text{Valor} = \text{NPV} + \text{valor de las opciones asociadas}$

El valor del primer componente se reduce al aumentar la incertidumbre por el efecto del mayor riesgo sobre la tasa de descuento. A mayor incertidumbre, mayor es el valor de la opción, es decir que dados los valores del resto de los parámetros, un incremento en incertidumbre tiene un efecto ambiguo

41