

Como determinar el Valor de la acción de las Empresas en Marcha

Fabricio Cruz Espinosa

*Dirección de Post Grados, Escuela Superior Politécnica del Ejército, Sanqolguí, Ecuador,
fabrimcruz@hotmail.com*

RESUMEN

El objeto del presente artículo es dar a conocer a aquellos valoradores y/o lectores que tienen interés en realizar un análisis que permita determinar el valor de las acciones o participaciones de una empresa, aplicando en empresas en marcha. Si bien es cierto se conoce que existen varias metodologías para obtener la valoración, a través del presente artículo se demostrará que el Método de Descuentos de Flujo de Caja Libres es el más adecuado para valorar a una empresa en marcha, debido a su capacidad de generación flujos futuros. Se realizará una comparación con el Método Contable que considera la valoración desde el punto de vista histórico; y un comparativo con los resultados obtenidos con el Método del Activo Neto Real en base al cual obtendremos un valor actual; por tanto con los resultados obtenidos de éstas tres metodologías se puede decir que finalmente pueden ser consideradas como validas para obtener un piso y un techo para la fijación del precio final con el que podrían negociar las partes interesadas en la compra – venta de las acciones o participaciones de una empresa.

Palabras clave

Valoración, Participación, Compañía, Tasa de interés, Ratio, Rentabilidad, Costo, Utilidad neta, WACC, Flujo de caja, Piso de la valoración, Techo de la valoración.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to present those appraisers and / or readers who are interested in performing an analysis to determine the value of the shares of a company, applied in going concern companies. While it is known that there are several methodologies for assessment, through this paper it will be demonstrated that the Discounted Free Cash Flow Method is the best suited to value a going concern company, due to its ability to generate future cash flows. The result will be compared with the accounting method, which considers the value from the point of view of history, and a comparison with the results obtained with the Real Net Asset Method based on which we obtain an actual value; therefore the results obtained through these three methods can give the values for the floor and roof to determine the final price, with which interested parties could negotiate the purchase - sale of the shares of a company.

Key words

Valuation, participation, company, interest rate, ratio, performance, cost, net income, WACC, cash flow, floor valuation, ceiling valuation.

INTRODUCCIÓN

Podemos definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se espera encontrar la cuantificación de los rubros que constituyen el Equity de una empresa, su actividad, u otra característica de la misma y que sea idónea para ser valorada. De igual manera es importante señalar que cuando hablamos de valorar una empresa no existe un método único de valoración de empresas sino que deben estar relacionados con tres aspectos importantes; así tenemos que el primer punto es el porqué o él para quien se está haciendo la valoración o para que utilizar uno u otro método de valoración; como punto dos tenemos que no es lo mismo hacer la valoración en una empresa que está ya consolidada que realizar la valoración de otra empresa que se encuentra iniciando sus operaciones y finalmente como punto tres el considerar realizar la valoración en una empresa que se encuentra en un entorno de crecimiento empresarial como es Ecuador que actualmente tiene un crecimiento de su PIB en el 5%, que el realizarla en un entorno que no existe un crecimiento o dinamización de su Economía.

Sin embargo de esto, debemos considerar que en la actualidad “los métodos conceptualmente correctos para empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos que consideran a la empresa como un generador de flujos de fondos, y por ello sus acciones y deuda son valorables como otros activos financieros” (Fernández, 2005, p 5)

Si preguntamos ¿Por qué se está realizando la valoración de la empresa Iglesias Tapia Cía., Ltda.? en respuesta tenemos que existe un gran interés en recomprar la participación minoritaria por parte de los accionistas mayoritarios y que son conformados por un grupo familiar siendo su objetivo final obtener el 100% de las mismas.

Si tomamos como punto de partida que nuestra compañía a ser valorada se trata de una empresa en marcha; que involucra que la misma cumple con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA); además, a esto se suma que la empresa tiene planes de mantenerse en el futuro; así como el saber que la compañía actualmente tiene capacidad de generar flujos para cumplir con sus obligaciones, genera rentabilidad, que no tiene planes de liquidación, y que no ha realizado reducciones de capital.

Con los antecedentes citados en el último párrafo, podemos decir que en el desarrollo del documento procederemos a obtener la valoración de la compañía en función del Método de Descuento de Flujos de Caja Libres. Por otro lado es importante señalar que para el desarrollo de la valoración tomaremos como herramienta de investigación al método histórico considerando que será nuestro punto de partida; así mismo tomaremos como otra herramienta al método analítico que se refiere a profundizar en las distintas etapas de la obtención del resultado final luego de analizar sus cifras y relacionarlas entre sí; adicionalmente, tomaremos se realizará la aplicación del Método contable y Método del Activo Neto Real que nos permitirán tener un piso y un techo para la valoración.

Finalmente, el resultado del desarrollo de la aplicación de los métodos tanto de investigación como financieros y matemáticos nos permitirá facilitar a los potenciales compradores de la participación minoritaria un punto de referencia para la fijación del precio al momento de realizar la recompra.

METODOLOGÍA

Los tres métodos que se escogieron para aplicar y obtener la valoración de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. son el Método Contable, Método del Activo Neto Real y Método del Descuento de Flujos de Caja Libres y se detalla a continuación:

1. Método Contable

El valor de la empresa Iglesias Tapia Cía. Ltda. por el método contable es su patrimonio, tal y cual figura en el balance a la fecha del último cierre anual 2012. En una fase inicial, la aplicación de este método consistiría en ir analizando la valoración de cada partida del balance, considerando que en el Ecuador están vigentes las Normas Internacionales de Información Financiera NIF y que por tanto las cifras de los Estados financieros deben reflejar el cumplimiento de dichas normas, las cuales establecen que se deben realizar ciertos ajustes o estimaciones. Las cifras de los diferentes componentes de los estados financieros están sujetas a criterios de valoración claramente definidos en las NIF tal como se menciona a continuación:

- Existencias: se valoran al precio de adquisición, coste de producción o valor neto de realización, el menor.
- Inmovilizado material e inmaterial: se toma en cuenta el precio de adquisición o costo de producción, y se considera cualquier indicio de deterioro.
- Valores negociables: son inversiones temporales o permanentes en renta fija o variable
- Créditos no comerciales: se valorarán por el importe entregado.
- Deudas no comerciales: Las deudas por compra de inmovilizado se valoran inicialmente por su valor nominal.
- Clientes y proveedores: se valoran igualmente por su valor nominal y se evalúa la existencia de intereses implícitos.
- Accionistas por desembolsos no pagados.

2. Método del Activo Neto Real

En lo que se refiere al proceso que se debe realizar para obtener la valoración según el Método del Activo Neto Real se detalla a continuación:

- Realizar los avalúos de propiedad, planta y equipo
- Analizar otras partidas del balance que deben ajustarse, inventarios, cuentas por cobrar, otros.
- Obtener los valores a ser ajustados
- Obtener los saldos de Activos y Pasivos ajustados
- Diferencia entre Activos y Pasivos ajustados = Valoración de empresa

3. Método del Descuento de Flujos de Caja Libres

A continuación se presentan los pasos que deben seguirse en el Método del Descuento del Flujo de Caja Libre, considerando que tendremos tres puntos que se deben desarrollarse:

A. bases para la simulación de la valoración

- Proyección de ventas
- Proyección de Costos y Gastos
- Proyección de la Depreciación y Amortización de la deuda.

- Proyección del Balance de Resultados
- Proyección del Balance General
- B. Estimación de la tasa de Descuento
 - (WACC)
- C. Construcción de los Flujos de Caja Libres y Valoración
 - Obtener la Utilidad Neta proyectada
 - Determinar el Flujo de Caja Libre
 - Obtener el Escudo Fiscal y la perpetuidad
 - Obtener el valor actual de: a) Flujos Proyectados, b) Escudo Fiscal
 - Finalmente la obtención de la valoración de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.

RESULTADOS

A continuación se presenta los resultados que se obtuvieron aplicando cada uno de los métodos utilizados en la valoración de Iglesias Tapia Cía. Ltda. ; considerando que los saldos del Estado de Situación Financiera o Balance General están al 31 de diciembre del 2012:

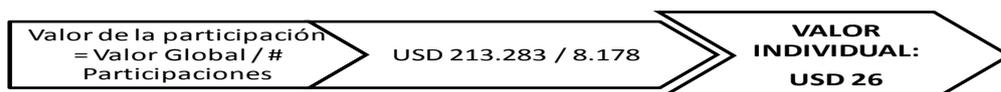
Método Contable

Gráfica No. 1: Resultado de la aplicación del Método Contable

Valoración global



Valoración individual de la participación:



Valoración de la participación minoritaria:



Método del Activo Neto Real

La metodología establece que debemos los activos y pasivos deben ser ajustados de acuerdo a la plusvalía o minusvalías a las que están expuestas cada uno de los bienes que se componen de propiedad, planta y equipo que son los que están sujetos a ajuste y que de hecho son obtenido de la inspección física del bien, entonces tenemos:

Cuadro No. 1: Resumen del Avalúo de Terreno y Construcciones

RESUMEN DEL AVALÚO	
ÁREA DE TERRENO (sin afectación)	3,990.20 m2
VALOR POR m2	52.82 c/m2
ALÍCUOTA	100.00%
VALOR PROPORCIONAL DEL TERRENO	\$ 210,759.89
ÁREA ÚTIL DE CONSTRUCCIÓN PRINCIPAL	2,124.30 m2
VALOR POR m2 DE CONSTRUCCIÓN	132.64 c/m2
VALOR DE LA CONSTRUCCIÓN	\$ 281,763.26
AVANCE DE OBRA A LA FECHA INSPECCIÓN	100.00%
RESUMEN VALORIZACIÓN ECONÓMICA	
VALOR COMERCIAL	\$ 492,523.15
DESCUENTO POR REALIZACIÓN 14.72%	\$ 72,523.15
VALOR DE REALIZACIÓN	\$ 420,000.00

Cuadro No. 2: Resumen del Avalúo y Maquinarias

Resultado del avalúo de las maquinarias

Detalle	Valor	Total
Sistema de filtro de válvulas, compresores, bombas de agua, tableros, equipos de agua, contenedores de derrame	25.000,00	25.000,00
Tubería hidráulica especial para combustible	26.000,00	26.000,00
Tapas protectoras metálicas y protección de corriente estática	13.000,00	13.000,00
Sistema eléctrico comprendido por sistema eléctrico bombas medianas, cableado estructurado, tableros de transferencia, tableros de control y ejecución	55.000,00	55.000,00
TOTAL:		119.000,00

Valoración de los dispensadores:

Cantidad	Valor de reposición (factura)	% de depreciación	Valor actual
8	69.155,07	10%	62.239,56

Valoración de los tanques y accesorios:

Cantidad	Valor de reposición (factura)	% de depreciación	Valor actual
4	26.200,00	10%	23.580,00

Total de la valoración de los equipos: USD 204.819,56

A continuación se presenta el resultado aplicado a propiedad, planta y equipo con saldos al 31 de diciembre 2012, considerando que son los únicos rubros que están sujetos a ajuste:

Cuadro No. 3: Activos valorados por grupo vs Valores Ajustados según Avalúo

DESCRIPCION	VALOR EN LIBROS	AJUSTE AVALUO	COSTO CON AVALUO
TERRENOS	125.500	-	-
EDIFICIO ADMINISTRATIVO	239.800	-	-
CONSTRUCCIONES EN PROCESO	61.179	66.044	492.523
Subtotal Terreno y Construcciones	426.479	66.044	492.523
EQUIPOS DE COMPUTO	6.074	-	-
MUEBLES Y EQUIPO DE OFICINA	6.899	-	-
MAQUINARIA Y EQUIPO	88.556	-	-
EQUIPOS DE SEGURIDAD	1.205	-	-
VEHICULO	31.031	71.055	204.820
Subtotal Equipo, Maquinaria y Vehiculos	133.765	71.055	204.820
TOTALES	560.244	137.099	697.343

Como resultado final para la valoración se presenta a continuación la aplicación del Método del Activo Neto Real.

Cuadro No. 4: Valoración de la empresa por el Método del Activo Neto Real

RESUMEN DEL METODO DE ACTIVO NETO REAL	(USD)
ACTIVO AJUSTADO	1.062.382,53
PASIVO AJUSTADO	712.000,69
VALORACIÓN DE LA EMPRESA - MÉTODO DEL ACTIVO NETO REAL	350.381,84
NUMERO DE PARTICIPACIONES TOTALES	8.178,00
VALOR INDIVIDUAL DE LA PARTICIPACION	42,84
NUMERO DE PARTICIPACIONES SOCIO MINORITARIO	400,00
VALORACIÓN SOCIO MINORITARIO	17.137,78

Método del Descuento de Flujos de Caja Libre

El resultado de la aplicación que está en función de la metodología, partiendo de las premisas para la construcción de los Flujos de Caja Libre, obtenemos el Estado de Resultados y el Estado de situación Financiera proyectados del año 2013 al año 2017

Cuadro No.5: Proyección del Estado de Resultados

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO				
ESTADO DE RESULTADOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ventas Netas	7.743.564	7.873.108	8.002.653	8.132.197	8.261.742
Costo de Ventas	6.949.632	7.065.894	7.182.157	7.298.420	7.414.682
UTILIDAD BRUTA	793.932	807.214	820.496	833.778	847.060
Administración y ventas	466.004	473.800	481.596	489.392	497.188
Depreciaciones y amortizaciones	41.258	51.949	52.639	53.329	54.019
UTILIDAD OPERATIVA	286.669	281.465	286.261	291.057	295.853
Gastos financieros	20.985	24.318	13.083	9.569	4.870
Otros	15.898	16.164	16.429	16.695	16.961
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	281.582	273.311	289.607	298.183	307.944
Participación trabajadores	42.237	40.997	43.441	44.727	46.192
Impuesto a la renta corriente	52.656	51.109	54.157	55.760	57.586
UTILIDAD NETA	186.689	181.205	192.010	197.695	204.167

Cuadro No.6: Proyección del Balance General años 2013 al 2017

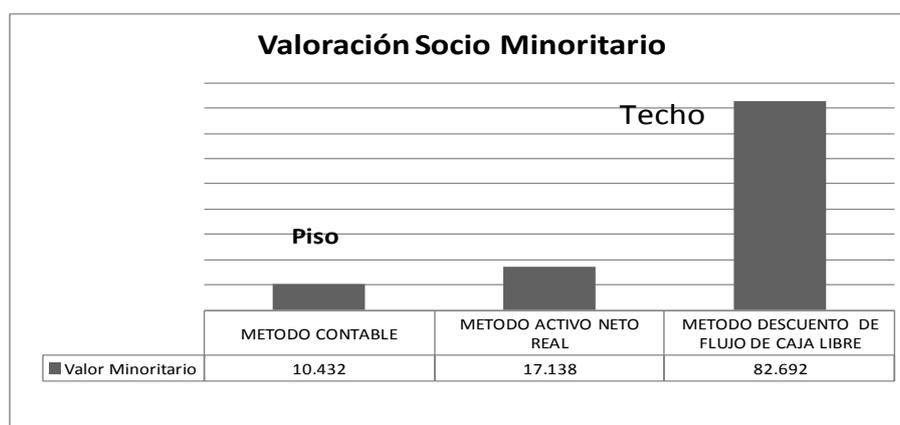
IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.	BALANCE GENERAL PROYECTADO					
BALANCE GENERAL	% / Vtas 2012	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
ACTIVO TOTAL	11,60	903.019	920.671	926.934	1.037.525	1.041.950
Caja y bancos	0,60	46.830	47.613	48.396	105.161	119.963
Inversiones temporales	2,35	181.834	94.081	69.459	82.749	57.556
Cuentas x cobrar total	0,44	33.757	34.322	59.887	95.451	86.016
Otras	1,06	86.429	81.214	76.480	72.182	87.161
Inventario	0,13	10.273	10.445	10.617	10.789	10.961
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	4,58	359.123	267.675	264.839	366.332	361.657
Propiedad, Mobiliario y Equipo	7,02	543.897	652.996	662.095	671.194	680.293
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	7,02	543.897	652.996	662.095	671.194	680.293
PASIVO TOTAL	8,93	653.047	579.495	527.116	593.383	547.011
Porción corriente deuda bancaria	1,25	110.030	50.161	50.000	50.000	50.000
Obligaciones con accionistas y terceros	0,81	62.494	63.540	64.585	65.631	66.676
Otras	0,54	41.550	42.245	42.941	113.636	44.331
Cuentas por pagar	1,73	148.091	151.353	159.567	216.840	257.468
Impuesto a la renta y participacion trabajador	0,07	94.893	92.106	97.598	100.488	103.777
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	4,39	457.059	399.406	414.690	546.594	522.252
Deuda bancaria LP	2,01	50.103	84.205	66.541	46.789	24.759
CXP Accionistas	2,53	145.885	95.885	45.885	0	0
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	4,54	195.988	180.089	112.426	46.789	24.759
Capital social	0,10	8.178	8.178	8.178	8.178	8.178
Reserva legal	0,05	10.034	19.368	28.429	38.029	47.914
Resultados acumulados	2,52	231.760	313.630	363.210	397.935	438.847
TOTAL PATRIMONIO	2,67	249.971	341.177	399.816	444.142	494.939
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	11,60	903.019	920.671	926.934	1.037.525	1.041.950

Luego de la obtención de los Estados Financieros proyectados, a continuación se elabora la construcción de los Flujos de Caja Libres Proyectados 2013 al 2017, sumando los resultados netos aquellas partidas que no representan salida de efectivo y de igual manera sumando o del ser el caso restado al efecto que obtenido de las variaciones del Capital de Trabajo para obtener los Flujo de Caja Libres. Es importante considerar que se determino la perpetuidad de los flujos futuros más allá del horizonte temporal de cinco años para la proyección; posteriormente se trae a Valor Presente los flujos proyectados, así como los del Escudo Fiscal. Para la aplicación del valor presente se aplicó tomando la tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital) que representa el costo promedio ponderado de Capital, es decir, el costo de la Deuda y Patrimonio. La sumatoria de los tres rubros descritos en el párrafo precedente corresponde a la valoración global por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libres aplicable para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. Finalmente, se determinó el valor de la participación del accionista minoritario. El resultado que se obtiene de lo citado a lo largo de ésta explicación se presenta a continuación:

Comparativo de Resultados

Es importante señalar que en toda valoración se debe efectuar la mayor cantidad de escenarios y métodos que sean aplicables a una empresa, que irán en función de las condiciones y resultados de la misma. De ésta manera se obtiene para ser considerados los pisos (valor mínimo) y techos (valor máximo) los cuales servirán como referencia para la fijación del precio final de la compra – venta de las participaciones o acciones. Dicho esto, cabe indicar que se ha tomado como Piso al Método Contable y como Techo al Valor del Descuento de Flujos de Caja Libres; a continuación se muestra los resultados obtenidos:

Gráfica No. 2: Resultados comparativos de la Valoración Iglesias Tapia Cía. Ltda.



DISCUSION

Podemos decir que de los tres métodos con los que se ha utilizado y se ha aplicado, se puede determinar que el que más apropiado corresponde al Método de Descuento de Flujos de Caja Libre, en virtud de que contiene los siguientes aspectos o justificaciones:

- La compañía cumple con las características suficientes para considerarla como una empresa en marcha; esto involucra la generación de flujos.
- Los resultados obtenidos producto de la aplicación del Método Contable, nos sirven como referencia para fijar como valor mínimo o piso de la negociación de compra-venta de las acciones; sin embargo, dicho valor no podría ser tomado como referencia para que el socio minorista, puesto que, no es él quien se encuentra en la posición de venta, y de hecho dejaría de percibir los beneficios futuros que genere la compañía; más al contrario, el interés de adquirir las participaciones es por parte de los accionistas mayoritarios.
- Todos los resultados que se han obtenido por la aplicación de los diferentes métodos de valoración, sirven únicamente como valores referenciales a fin de que las partes involucradas tenga una base para la negociación de la compra – venta de las participaciones o acciones.

TRABAJOS RELACIONADOS

En entrevistas sostenidas con el representante legal de la compañía, se pudo conocer que no existe ningún estudio relacionado a valorar la compañía; en tal virtud se puede decir que los resultados obtenidos constituyen el primer estudio de valoración.

CONCLUSIONES Y TRABAJO FUTURO

Existen muchos métodos de valoración, los cuales se escogen según el objetivo para el cual se la realiza. En el caso de la compañía Iglesias Tapia, el objetivo es conocer el valor de la participación minoritaria de un socio, siendo los accionistas mayoritarios quienes pretenden recomprar sus participaciones. En vista de que la valoración de la empresa es subjetiva y lo que se hace es determinar un piso o valor mínimo, un techo o valor máximo para que las partes tengan con qué negociar y llegar a un precio, podemos concluir apegados a estos criterios que para la negociación el piso se deberá tomar el Método Contable que es por un valor de USD 10.432,00 para la participación minoritaria y de USD 213.283,00 para la valoración global de la empresa; mientras que el techo a través del Método de Descuento de Flujos de Caja Libre es de USD 82.692,00 para la participación minoritaria y de USD 1'690.641,00 para la valoración global.

AGRADECIMIENTOS

El presente artículo definitivamente va dedicado a mi Dios por la fe entregada para llegar a culminar mi objetivo porque nunca me olvidaste y me diste las fuerzas, la sabiduría y las fuerzas para llegar a mi objetivo – terminar la Maestría; a mis padres por su esfuerzo incondicional e incansable e confianza; a mi adorada familia esposa e hijos ya que han dado su apoyo, comprensión y porque me han permitido robarles el tiempo más valioso de su vida. Finalmente a mi compañero Moisés Reza quien con sus conocimientos y apoyo fueron parte pilar para concluir éste trabajo y llegar a la meta final, así como a mi querida ESPE por aceptarme en sus aulas para llegar a dar un paso más en mi preparación académica... Gracias.

REFERENCIAS

- Alonso, R. & Villa, A (2007), *Valoración de Empresas – Teoría y Practicas Aplicadas*, Segunda Edición, Madrid – México D.F. Ediciones Mundi Prensa.
- Avalinco (2013), *Informe de Avalúo a Terreno y Construcciones de la Estación de Servicio Andes Gas – Iglesias Tapia Cía. Ltda*, Quito – Ecuador.
- Berk, Jonathan & De Marzo, Peter (2008), *Finanzas Corporativas*, Primera Edición, México, Pearson – Education de México.
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel (2001), *Fundamentos de Administración Financiera*, Primera Edición, México D.F. Editorial Patria.
- Fernández, Pablo (2000), *Creación de valor para los accionistas: Conceptos Básicos*, Barcelona – España, Temas de Actualidad.
- Fernández, Pablo (2008), *Métodos de Valoración de Empresas*, Barcelona – España. IESE Business School Universidad de Navarra.
- Damodaran, Aswath (1998), *Betas de la Industria / Rendimientos de los TBONDS y de las Acciones del Standard & Poors 500*, Nueva York – Estados Unidos.
Recuperado de: <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Martínez, Marcelo (2007), *Propuesta de Control para la Comercialización de Combustibles del Sector Automotriz*, Quito-Ecuador, Instituto de Altos Estudios Nacionales.
- Sanjurjo, Miguel & Reinoso, Mar (2003), *Guía de Valoración de Empresas – PriceWaterhouseCoopers*, Segunda Edición, Rivera del Loira – Madrid. Editorial Pearson Educación, S. A.