



PATRICIO DEL SOL
Ph.D. Universidad de Stanford.
Profesor Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas de la UC.
Director de la clase@ejecutiva.
Director y consultor de empresas.



¿PRECIOS DE MERCADO, MÚLTIPLOS O VAN?

ES RECOMENDABLE COMPARAR LAS CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LAS DISTINTAS FUENTES DE INFORMACIÓN Y MÉTODOS DE ANÁLISIS.

DONDE ESTÁN LOS DATOS

Innumerables son las fuentes y medios de información que pueden utilizarse para realizar una evaluación de proyectos. La información puede originarse en la misma empresa, en su competencia, en los proveedores, en los clientes, o en observadores

como la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) que recolecta y distribuye información del mercado de capitales chilenos a través de la FICU (Ficha Estadística Codificada Uniforme). Algunos observadores proveen de información sectorial, por ejemplo, de las tecnologías exitosas en el mundo de la telefonía móvil, de las tarifas reguladas en el

De Twitter



@PatricioDelSol: Gracias a los muchos que al hacer RT de la #ClaseEjecutiva se están sumando a la tarea de mejorar la gestión chilena en todos los ámbitos

sector eléctrico, y de la evolución del precio del cobre. Pronósticos macroeconómicos de Chile y el mundo pueden obtenerse del Banco Central de Chile y de

organismos internacionales, como el Banco Mundial o el FMI.

Los medios pueden ser, entre muchos otros, estados financieros, encuestas, estadísticas, memorias anuales, publicaciones, documentos, entrevistas, listas de precios, cotizaciones, o publicidad. Es recomendable utilizar las fuentes de información más eficientes y directas.



Las fuentes y medios de información son innumerables.

TRES MÉTODOS PARA VALORAR

1. Precios de mercado. De toda la información disponible, la que no puede olvidarse es la de los precios de mercado. Es vital utilizar al máximo la información que contiene, la que en muchos casos es más rica de lo que parece a primera vista. A veces el uso de estos precios puede permitir evaluar un proyecto sin tener que calcular sus flujos de caja.

El 29 de junio del 2007, Falabella podía valorarse en aproximadamente 12,4 mil millones de dólares, simplemente multiplicando el número total de acciones de Falabella (2.389.433.140) por el precio de la acción ese día (\$2.730).

Los importantes volúmenes que son transados todos los días garantizan que los US\$ 12,4 mil millones son una muy buena estimación del valor actualizado neto (VAN) de Falabella.

Muchos analistas profesionales están permanentemente examinando esta acción, entre otras cosas, usando modelos sofisticados para calcular el VAN de sus proyecciones.

Estos analistas incluyen los de las AFP, todas con relevantes inversiones en Falabella. Más de 100 inversionistas extranjeros tienen contacto permanente con el área de Investor Relations de Falabella, incluyendo UBS, Bear Stearns, Schroeders y Fidelity.

Como Falabella se encuentra presente en más de 50 índices accionarios, tanto nacionales como internacionales, su acción es continuamente analizada por administradores de fondos en todo el mundo.

Bancos de inversión como Bci, BanChile, Itaú, Deutsche Bank, Santander Investment, Penta, Security, LarraínVial y Fit Research recomiendan comprar, si el VAN por ellos estimado es mayor que el precio de la acción por el número de acciones, y vender en caso contrario. Cuidado: no todo esto hace que cualquier desviación significativa del precio de la acción con respecto a sus fundamentos económicos sea rápidamente eliminada por arbitraje.

2. Valoración por múltiplos. Los precios de las acciones pueden ser una fuente muy útil para valorar un negocio aun cuando sus acciones no se transen en la bolsa. Considere por ejemplo el método de valorización por múltiplos, el cual evalúa los proyectos o negocios sobre la base de múltiplos de valores de mercado (transacciones reales de compra/venta) de empresas comparables.



Cálculo de múltiplos empresas retail

(Valores en miles de millones de pesos)

	Patrimonio Bursátil 12/31/09, 2010	Deuda Financiera 12/31/09, 2010	Valor Empresa (VE)	Utilidad 2008	Ánodo 2008	Valor Libro Fines 2008	VE... Ánodo	Precio Utilidad	Precio Valor Libro
Fams S.A.	169	-10	151	12	19	78	7,92	13,70	2,06
S.A.C.I. Falabella	5.961	1.541	7.728	202	434	1.753	17,82	29,51	3,40
Concesos S.A.	3.412	1.541	4.953	160	447	2.331	11,09	21,31	1,46
La Polar S.A.	586	279	865	37	91	227	9,53	15,68	2,58
Ripley Chile S.A.	766	361	1.127	28	98	681	11,55	27,80	1,12
						Promedio	11,58	21,60	2,13

En la práctica se utiliza una amplia variedad de múltiplos o índices, los que dependen de variables financieras, comerciales u operacionales.

Uno de los más conocidos es la relación Precio/Utilidad que resulta de dividir el precio de mercado de la acción por la utilidad por acción. Un negocio puede ser valorado multiplicando su utilidad por este múltiplo.

Como el nivel de endeudamiento de un negocio afecta sus utilidades, se han definido otros múltiplos que comparan las empresas como si no estuvieran endeudadas. Tres ejemplos de múltiplos de este tipo son Valor Empresa/Ventas, Valor Empresa/Ebitda y Valor Empresa/Capex.

En éstos el Valor Empresa es igual a la suma del patrimonio de mercado más el valor de la deuda neta total que paga intereses. El Ebitda (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) es igual a las utilidades de la empresa antes del pago de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones. Son los flujos de caja antes de impuestos que tendría la empresa si no estuviera

El Valor Empresa/Clientes es un ejemplo de un múltiplo utilizado en sólo algunas industrias, como las sanitarias. Dado que las empresas sanitarias tienen un área de influencia específica, el número de clientes es un buen indicador del tamaño y potencial de su negocio. Otro ejemplo de un múltiplo sectorial es Valor Empresa/Mega Watts de Capacidad utilizado para valorar generadoras eléctricas. La figura 1 presenta un cálculo de los múltiplos de cinco empresas de retail que se transan en la bolsa. Son múltiplos de las valorizaciones asociadas a los precios de sus

DIPLOMADOS UC

la clase@ejecutiva

Director Patricio Del Sol (Ph.D.)

12 DIPLOMADOS 2011 - 2012

- Desarrollo Organizacional
- Gestión Estratégica
- Project Management
- Administración de Negocios
- Gestión de la Construcción
- Administración de Operaciones
- Negociación
- Derecho para los Negocios
- Marketing Estratégico
- Control de Gestión (Balanced Scorecard)
- Evaluación de Proyectos
- Gestión Financiera

acciones al 13 de noviembre de 2007 respecto a los valores de los estados financieros contables del año 2008.

Estos múltiplos nos permiten estimar cuánto valían ese 13 de noviembre otras empresas de retail que no se transaban en la bolsa como Lápiz López o Abcdin.

Esta valoración se puede hacer multiplicando la utilidad, el Ebitda o el valor libro del 2008 de la empresa por el promedio de los múltiplos de las compañías más comparables. Normalmente se deben hacer ajustes para incorporar diferencias, como por ejemplo el que la empresa valorada no se transa en la bolsa, por lo que es menos líquida.

El método de valorización por múltiplos es simple y directo. El utilizar la información del mercado permite encontrar rangos de posibles valores de un negocio.

El precio a poder bajar cuando la información de mercado se refiere a empresas menos comparables, y cuando los múltiplos son menos representativos y capaces de ajustar adecuadamente las diferencias.

Tipicamente no es un sustituto al método de flujo de caja descontado sino que un complemento. Permite tener de una manera simple y directa un punto de partida de análisis para chequear los resultados obtenidos con el método de flujo de caja.

Valorizar empresas es una tarea difícil que casi siempre enfrenta incertidumbre y falta de información. Todos los datos y métodos son imperfectos, en mayor o menor grado; por tanto, al realizar una evaluación de proyecto, lo recomendable

es verificar los datos y las estimaciones comparando las conclusiones que se obtienen de las distintas alternativas de fuentes y medios de información, y de métodos de análisis.

3. Valorización por VAN. Una empresa o proyecto vale la suma de los flujos de dinero (positivos y negativos) que generará.

Una dificultad radica en que muchas veces estos flujos de dinero ocurren en distintos momentos, por tanto, antes de sumar los flujos debemos hacerlos comparables. El método de Valor Actualizado Neto (VAN) consiste en primero mover todos los flujos al momento que se inicia el proyecto; esto se llama actualizar.

¿Cómo actualizar los flujos? La observación básica es que \$1 recibido hoy vale más que \$1 recibido un año después, porque el primero se puede invertir a un interés anual.

Si el interés es 15%, \$1 de hoy se transforma en \$1,15 en un año, y \$1/1,15 de hoy se transforma en \$1 en un año. Por esto último, decimos que el valor actualizado de \$1 que se recibirá en un año plazo es \$1/1,15. De esta manera, los pesos futuros pueden ser convertidos en pesos actuales.

La idea es simple de generalizar. Si el interés obtenido en el mercado de capitales, el llamado costo del capital, es 15%, el valor actualizado de \$1 pagadero a dos años es \$1/1,15² y el de \$1 pagadero a diez años es \$1/1,15¹⁰.

Luego lo único que queda para determinar el valor de la empresa o proyecto es sumar estos flujos actualizados.

¡Hasta el domingo! ¡Siguen abiertas las matrículas!

El curso se dicta con la colaboración del profesor Pedro Silva, director de la carrera de Ingeniería Industrial de la Universidad del Desarrollo.

Este curso es parte de los diplomados UC en Gestión Estratégica, Gestión Financiera, Evaluación de Proyectos y Administración de Proyectos.

MATRÍCULAS ABIERTAS

CONTACTO:

(2) 354 5917

6596 0488

contacto@claseejecutiva.cl

vrando20ing@ucp.cl

SIGUENOS

twitter.com/PatricioDelSol

www.claseejecutiva.cl

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE
FACULTAD DE INGENIERÍA
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y DE SISTEMAS

Pedro Felipe Silva, Centro
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL Y DE SISTEMAS