



# la clase ejecutiva



## EVALUACIÓN DE PROYECTOS CLASE 6 DE 8



Profesor: Gabriel San Martin M.Sc. Stanford University



Profesor: Patricio del Sol Ph.D. Stanford University

DOMINGO

31 DE MAYO DE 2013

La clase ejecutiva es una alianza entre El Mercurio y la UC fundada en 1998 con el propósito de apoyar la educación ejecutiva en Chile.

## Evaluación volátil

Las valorizaciones pierden vigencia con rapidez porque la información cambia continuamente, lo que obliga a revisar supuestos y recalcular predicciones.

### GANAR POR SUERTE

El texto guía del curso se llama Ganar por Suerte porque la suerte siempre será un factor en el éxito de un proyecto. La crisis *subprime* nos recordó una vez más que por más esfuerzo que dediquemos a la evaluación de un negocio, su valorización siempre será volátil.

El valor de mercado de las empresas en todo el mundo se derrumbó el 2008 y se reconstruyó el 2009. La figura muestra que durante esos dos años, los porcentajes de cambios en los indicadores de las compañías que se transan en las bolsas fueron todos impactantes, rojos el 2008 y azules el 2009.

Desde entonces la amenaza de que una nueva crisis derrumbe los precios otra vez no ha cesado. Hoy, el principal peligro para todo el mundo, y especialmente para Chile, es que los días de alto crecimiento para China se estén terminando, lo que reduciría su demanda por cobre, afectando el precio de este metal tan relevante para las exportaciones chilenas.

Hay mucho nerviosismo. Por ejemplo, hace un par de semanas (23 de mayo) signos de desaceleración en China generaron caídas en los mercados accionarios en todo el mundo incluido Japón (-7,32%), Grecia (-3,91%) e Italia (-3,06), y una baja del precio del cobre de un 2,6%.

### LOS ANALISTAS QUE VALORIZAN

Hay que tenerle respeto a los precios de mercado de las acciones, porque son el resultado del estudio permanente de muchos analistas profesionales. En las acciones más transadas, como las de Falabella, estos analistas incluyen a los de los inversionistas y administradores de fondos (como las AFP), chilenos y extranjeros.

Desde el punto de vista de la teoría financiera, analizar acciones tiene dos objetivos principalmente: conocer la diversificación del riesgo, e identificar las empresas subvaloradas o sobervaloradas donde invertir o desinvertir con buen retorno.

Los analistas sin ventaja competitiva en esta segunda función deberían apuntar a generar valor a través de la diversificación del riesgo en un portafolio de inversión.



Hay mucho nerviosismo. Hace un par de semanas, signos de desaceleración en China generaron caídas en los mercados accionarios mundiales y la baja del precio del cobre.

### EL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS (EN DÓLARES)

	2008	2009
Dow Jones Nueva York	-36%	+20%
FTSE 100 Londres	-51%	+40%
DAX Alemania	-43%	+31%
Nikkei 225 Japón	-28%	+22%
IPGA Santiago	-37%	+87%
MSCI pondera todo el mundo	-45%	+32%

La recomendación es comprar si el VAN es mayor que el precio de la acción multiplicado por el número de acciones, y vender en caso contrario. Con esto cualquier desviación significativa del precio de la acción con respecto a las estimaciones económicas de los analistas es rápidamente eliminada por arbitraje. El valor bursátil de una empresa, corresponde, por así decirlo, al VAN consensuado de todos los analistas que estudian su acción.

En consecuencia, los precios de las acciones son determinados por analistas externos que participan en el mercado de capitales. Ellos deben valorar las empresas utilizando solo información pública. Esta información incluye la relativa al contexto macroeconómico y a la industria, y también la relacionada con la gestión de la empresa que aparece en sus estados financieros, memorias anuales y comunicados de prensa.

cada vez más seguido, mensual, semanalmente e incluso diariamente. Las valorizaciones pierden vigencia con rapidez porque la información cambia continuamente, lo que obliga a revisar los supuestos del modelo y a recalcular sus predicciones.

La reducción de las expectativas del crecimiento de la economía China hace decrecer el valor de las acciones de las mineras. La aprobación de la ley eléctrica que aumenta el precio nudo desencadena una ola de anuncios de planes de inversión en nuevas centrales previamente evaluadas como no rentables.

La entrada de un nuevo competidor al negocio de telefonía móvil, hace caer los precios de las acciones de este sector. La lista de eventos y su impacto en la valoración de las empresas y la rentabilidad de los proyectos, podría continuar en forma indefinida.

### LENATA RESPUESTA ESTRATÉGICA

Lo vivimos el 2008, cuando los cambios en los pronósticos de las variables clave afectaron dramáticamente el valor de la mayoría de los negocios transados en la bolsa. La expectativa de mayor costo de capital afectó de forma negativa a prácticamente todas las valorizaciones. La perspectiva de menor crecimiento del mundo redujo el valor de las exportadoras. El pronóstico de tipo de cambio mayor incrementó el valor de los exportadores al subir sus precios de venta en pesos.

La expectativa de menor precio del cobre afectó negativamente a las productoras de este mineral. La perspectiva de un menor crecimiento en Chile afectó la valorización de empresas cuyos productos son vendidos localmente. La expectativa de menor inflación y menor precio de los combustibles aumentó las valorizaciones al reducir los pronósticos de los costos de los negocios.

En este curso hemos dicho que el valor de mercado de una empresa es igual a la suma de los flujos de dinero actualizados que esta generará en el futuro (VAN). Durante la crisis y volatilidad del 2008, los cambios de los precios de las acciones sí colmaron expectativas por cambios específicos en los pronósticos de algunas variables clave del negocio, originados a partir de las nuevas noticias recibidas. El 2008 y el 2009 fueron años colmados de importantes noticias que afectaron la economía,

de ahí la gran volatilidad de las valorizaciones.

Si el 2008 los pronósticos cambiaron, lo lógico es que también deberían haber cambiado las estrategias. Las valorizaciones deberían haber reflejado no solo las revisiones de los pronósticos de las variables clave que afectaban el valor de la estrategia original.

También debían incorporar las respuestas estratégicas al nuevo escenario, para defenderse de las amenazas y también para aprovechar las oportunidades que siempre existen a río revuelto.

Las revalorizaciones de las empresas que ocurrieron el 2008 deberían haber reflejado las revisiones de los pronósticos de las variables clave y también las respuestas estratégicas con mirado de largo plazo al ajuste de proyecciones.



@patriciodelsol soy un boxeador altruista... ¡¡Prefero dar... que recibir! http://bit.ly/13erF12 Patricio del Sol Director de la clase ejecutiva

Si embargo, nuestra sospecha es que esta respuesta estratégica fue incorporada con bastante rezago. Primero, porque los analistas externos no tienen cómo informarse de los detalles del pensamiento estratégico del gerente general. Y segundo porque, aunque hubieran tenido la información, ciertamente la mayoría de los gerentes generales no había terminado de elaborar, a fines del 2008, una estrategia para responder a la crisis.

Creemos que la reflexión profunda sobre cómo responder a los tiempos difíciles que se avecinaban demoró demasiado. Como resultado lo más probable es que las valorizaciones de las empresas estaban sistemáticamente subestimadas al no incluir el valor de la flexibilidad de reaccionar. Esto explica en parte la recuperación de los precios en 2009.

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



Texto guía sin costo para los matriculados.