

semp!.

Guía práctica de Valoración de Empresas

Cómo valorar tu empresa, uno de los
indicadores más importantes



¿Qué es valor?

Desde la perspectiva económica, el valor es el grado de utilidad que un bien proporciona.

Ahora bien, **¿Sabes cuál es el valor de tu empresa? ¿Podrías calcular el valor de ella?** De hecho, la valoración de empresas es uno de los indicadores más importantes e incrementarlo tendría que ser uno de los objetivos clave de los administradores de cualquier negocio.

¿Qué es valoración de empresas?

Es el proceso de **estimación del valor económico o de mercado de una compañía** utilizando criterios técnicos y financieros. Y hablamos de valor del mercado porque el valor de una empresa va más allá del monto estimado de sus locaciones, máquinas, muebles y equipos, entre otros, es determinado también por su potencial de generar efectivo, ventas y valor a lo largo del tiempo; o en términos más técnicos, por su capacidad de generar flujo de caja.

Por otro lado, un error que no debemos cometer es confundir el **valor** de una empresa con su precio. El precio no necesariamente es el valor que se está asignando. El precio de una empresa es una contraprestación monetaria acordada resultado de la oferta y la demanda en el mercado.



*"Price is what
you pay
Value is what
you get"*

-Warren Buffett-

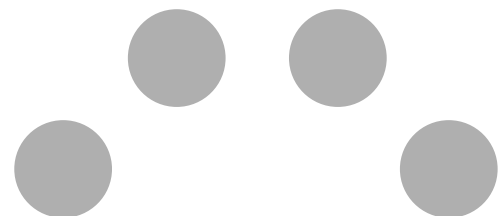
Como dice Warren Buffett **“el precio se puede identificar como aquello que yo pago mientras que valor es aquello que yo recibo por lo que pago”**, esto llevado al mundo empresarial implica que normalmente el precio que se está pagando por las empresas no necesariamente es el valor que está recibiendo el comprador. Un comprador estratégico puede llegar a conseguir mucho más valor del precio que está pagando.

Cuando tomamos el rol de vendedor, debemos entender que no necesariamente el comprador está asignando un precio relacionado con lo que va a recibir. Al final, las empresas valen por lo que el comprador está dispuesto a pagar y eso es una realidad para asumir.

Para realizar la valoración de una empresa es importante además de contar con amplios conocimientos financieros, **entender el mercado, el modelo de negocio, la estrategia y sus aspectos de creación de valor.**

¿Para qué sirve una valoración?

Existen diferentes razones por las cuales toma importancia la valoración de empresas, pero podemos enmarcarlas en tres bloques sin necesidad que uno sea más importante que otro.





La capacidad de medir los direccionadores de valor y su impacto en la compañía

¿Cómo podemos identificar cuáles son los direccionadores de valor?, cuando hacemos escenarios, construimos análisis de sensibilidad y tenemos la capacidad de identificar que una variable bien sea de precio, de costo o de inversión genera mayor o menor valor en la compañía, y ese bloque nos permitirá identificar cuáles son los value-drivers de la compañía.

Identificar los requerimientos de capital en el corto y largo plazo

Para ello, es recomendable realizar proyecciones de valoración en horizontes de tiempo que permitan identificar ese valor y también que permitan identificar mes a mes o trimestre a trimestre cuánta caja va necesitando la compañía. Muchas valoraciones se realizan en **flujos de caja** anual pero la invitación es construirlos de manera **mensual o trimestral**.

Conocer un rango de precio frente a una transacción con un tercero

Constantemente vemos pequeñas compañías que involucran nuevos accionistas o quizás algunas venden participación accionaria dentro del crecimiento que demanda la compañía, y eso de alguna manera requerirá por parte del grupo directivo, inversionistas o accionistas líderes generar una valoración que establezca un **rango de precio**, y la palabra rango es muy importante porque cuando hablamos de valor de compañía dependiendo del comprador se podrá dar entre un **piso y un techo** sin necesidad de que haya un valor único

Dato

La palabra valoración en países como Chile o Argentina es denominada **Valuación**, en inglés **Valuation**.

Las empresas valen hoy por la foto actual, que incluye su capacidad de generar caja en el futuro



Un concepto clave que tenemos que saber es que **las empresas valen hoy por su foto actual** y no necesariamente por lo que van a llegar a ser. Esa foto actual sin duda incluye la **capacidad de generar flujo de caja futuro**, pero no necesariamente por lo que será en 5 o 10 años.

¿Quién participa en la valoración de una empresa?

Existen diferentes actores que participan en la valoración de empresas, entre ellos:

- Administradores y directivos.
- Socios o propietarios.
- Compradores, fondos, inversores.
- Asesores de fusiones y adquisiciones.



Antes de entrar a hablar de los diferentes métodos para calcular la valoración de una empresa es importante validar que los **datos financieros históricos disponibles sean precisos**, ya que esto nos garantizará una proyección fiable, y por ende una valoración de calidad, de lo contrario se recomienda hacer curaduría de los datos antes de lanzarse a realizar la proyección.

Componentes de una valoración

En la siguiente **Figura 1.** se muestra los componentes que representan el valor de una compañía.

- Caja
- Valor de la empresa
- Valor de la deuda
- Valor del patrimonio (equity)

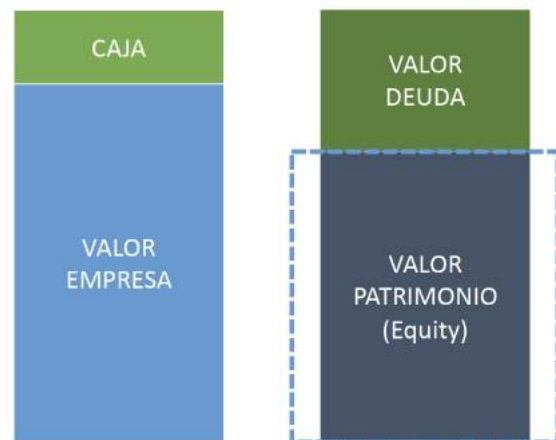
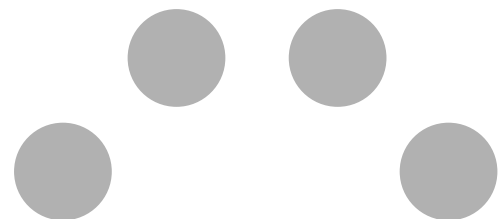


Figura 1.

En este ejercicio vemos como la (barra azul) representa un determinado **valor de una empresa**, asociado a la capacidad de generar flujos de caja futuros, pero eventualmente puede tener **caja y/o activos no operacionales** o algunas inversiones que no están relacionadas con la empresa (barra verde); esto ocurre normalmente en compañías familiares que tienen o han adquirido por ejemplo, un lote y éste se encuentra dentro de la compañía registrado en el activo como una inversión. Cuando nos encontramos con esas situaciones es importante diferenciar que una porción equivale al valor de la empresa y la otra es aquella que aquí llamamos caja, pero que también puede incluir activos no operacionales que están dentro de la compañía.



Ahora, de acuerdo al tercer bloque del por qué se realiza una valoración (vinculación de nuevos accionistas e inversionistas) tenemos que identificar que no es lo mismo el valor de la empresa que el **valor del patrimonio o del equity** de la compañía, para este caso tendríamos que restar el **valor de la deuda** al valor de la empresa, si ésta llegara a tener deuda; en algunos casos los niveles de endeudamiento están asociados al crecimiento de la compañía, por ello hay que restarle este rubro y entender que el valor de la empresa incluye la deuda pero el valor del patrimonio no lo incluye.

Ejemplo: Supongamos que una empresa tiene un valor de US\$2.000.000, que tiene un lote no operativo por valor de US\$ 300.000, y una deuda por valor de US\$100.000. En este caso, el valor del patrimonio (equity) sería de US\$2.200.000.

Valor del Equity = Valor de la Empresa + Caja - Deuda



¿Cuánto vale el dinero de un nuevo inversionista en la empresa?

Si invitamos a un inversionista a nuestra compañía la pregunta principal es **¿cuánto vale su dinero?**, y aquí hay un error bastante común por parte de los empresarios en hacer una matemática con el **Pre-money** y no con el **Post-money**.

¿Qué es esto y por qué es un error?

Normalmente la valoración del patrimonio está asociada con el **Pre-money**, que quiere decir antes de que entren nuevos recursos de inversión.

En la **Figura 2**, analizamos un ejemplo con una valoración Pre-money de US\$1.000.000

Supongamos que va a ingresar un inversionista o accionista por un valor de US\$500.000, en este caso sería un error ofrecer el 50%, pues los requerimientos de capital harían que se incremente el valor de la compañía en lo que se conoce como la **valoración**

Post-money, es decir, US\$1.500.000.

Entonces, el cálculo de la participación del nuevo accionista se ejecuta con base a la valoración Post-money, en este ejemplo, tendría una tercera parte, US\$500.000 que esta entrando versus US\$1.500.000 de valoración Post-money, equivaldría a un 33%.



Figura 2.

Estos son conceptos generales que debemos tocar antes de entrar en profundidad en valoración y que son casi mandatorios al momento de hacer una negociación

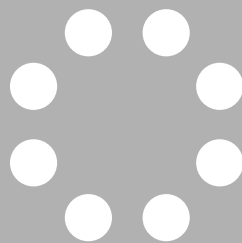
Semántica

•**Pre-Money:** Es la cifra inicial, lo que consideramos que vale nuestra empresa antes de que entre el nuevo inversor.

•**Post-Money:** lo que la empresa pasa a valer una vez que el inversor ha realizado su aportación económica.



METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN



Existen múltiples metodologías para **calcular el valor de una empresa**, aquí mencionamos algunas de ellas en tres bloques

Múltiplos	Flujo de Caja Libre Descontado	Otras ...
<ul style="list-style-type: none">• Ingresos, EBITDA, Price/Earnings, Price-to-Book Value	<ul style="list-style-type: none">• Levantar 2-3 escenarios (testear supuestos)	<ul style="list-style-type: none">• Transacciones recientes• Indicadores comparables• Costo de adquisición• Valor de liquidación• Método Venture Capital...

Otras metodologías

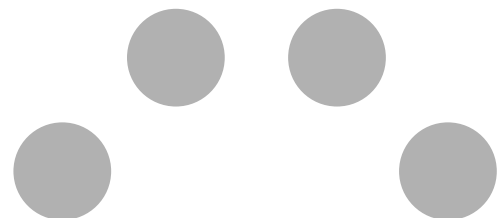
En el bloque **"Otras"** encontramos metodologías muy especiales que se usan para casos puntuales:

Transacciones recientes

Como mencionábamos anteriormente las empresas valen por lo que el comprador está dispuesto a pagar por ellas, y una **transacción reciente** refleja precisamente este concepto, la entrada de un nuevo accionista en la compañía o la valoración de un competidor de la misma industria puede determinar cuánto un comprador estaría pagando por ella, lo que conoceríamos como un juego de oferta y demanda.

Indicadores comparables

Esta metodología es muy utilizada en industrias como telecomunicaciones o tecnología, en la que se paga **un valor** en dólares **determinado por el número de clientes o usuarios suscritos**.





Costo de adquisición

Esta metodología se utiliza mucho para **compañías que están en etapa temprana** (entre uno a dos años de vida) y cuyas inversiones aún no reflejan su valor, éste está asociado exclusivamente con aquello que pagó el primer inversionista.

Valor de liquidación

En Colombia y otros países de América Latina, cerca de 4 a 5 compañías al cabo de 5 años fracasan, y muchas de ellas entran en un proceso de liquidación, y este valor está asociado con la capacidad de **hacer líquido esos activos corrientes o activos de mayor salida** como, por ejemplo, los inventarios, la caja, las cuentas por cobrar, menos las deudas financieras de corto plazo que tenga la compañía. La suma de los activos corrientes menos los pasivos corrientes sería un buen indicador de valor de liquidación.

Método de Venture Capital

Considerado **un poco arbitrario** y que no aplicaría para compañías que tienen una generación de flujo de caja estable pero sí con validez en empresas que se encuentran en etapa temprana. Cuando entra un inversionista de capital de riesgo (venture capital) a una empresa, se plantea un retorno alto frente a un riesgo importante que puede oscilar entre el 40% y 80% y en función de ese target de retorno estimado, y conociendo que va a invertir una cuantía determinada, fácilmente va a calcular qué porcentaje le permitiría adquirir en la compañía para obtener ese retorno esperando que en 4 o 5 años pueda vender su participación accionaria, teniendo en cuenta que para ese entonces podría vender la compañía

Ver artículo de Forbes para ejemplo

Aquí

Las metodologías de valoración de empresas más comunes son: **Valoración por múltiplos** y **Flujo de Caja Libre Descontado**.

En este e-book brindaremos tips y pautas iniciales para su cálculo.

Valoración por múltiplos

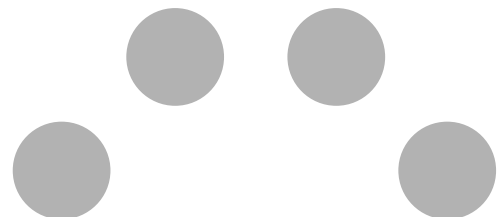
Se llama valoración por múltiplos ya que se utilizan **múltiplos de diferentes magnitudes presentes en la cuenta de resultados** y su objetivo es **valorar activos** basándose en el valor actual o precio de mercado de activos similares. Esta valoración relativa utilizando medias o medianas de empresas comprables (dentro de la misma industria) asume implícitamente que el mercado es eficiente asignando precios al conjunto de comprables e ineficiente en la asignación individual de los precios.

Para esta valoración, listamos las siguientes **recomendaciones**:

- **Usar múltiplos recientes**: preferiblemente **con menos de un año, máximo dos** desde su emisión ya que los mercados evolucionan.
- **Que sean efectivamente de industrias relacionadas**: Ser **lo más específico posible** comparando datos con nichos de la misma industria.
- **Que no sean de una transacción específica**: es importante tener **pluralidad en los múltiplos**, cuando se tiene una sola operación puede estar sesgada por una situación especial, endeudamiento, pago de primas entre otras.
- **Buscar consistencia y uniformidad**: Procurar usar **datos consistentes y uniformes**, si bien es claro que en América Latina no existe una actividad potente de compra y venta de compañías, podemos encontrar en países desarrollados principalmente en Estados Unidos, Europa y en Asia transacciones a través de **Yahoo finanzas, Bloomberg**, entre otras fuentes confiables y públicas.

- **Preferiblemente de geografías cercanas**

- **Usar sentido común**



Ejemplo Valoración por múltiplos

	Valor 2020 (USD) (*)	Multiplo Industria	Valoración (USD)
Ingresos	696.374	1,5	1.044.561
EBITDA	121.767	7,1	864.545
Price/Earnings	88.890	10,2	906.677
Price-to-Book Value	521.092	1,3	677.420

Promedio
USD 873.301

Figura 3.

Existen diferentes ejemplos de múltiplos usados para valorar empresas con este método, los más utilizados están relacionados con, **múltiplos de ingresos**, **múltiplos de EBITDA**, en algunos casos **P/E: Price-to-Earnings** (precio que se paga por las utilidades que está generando la compañía) o el **P/BV: Price to Book Value** (valor del patrimonio contable que tiene la compañía).

En la **Figura 3**, observamos el ejemplo del estado de resultados y balance general actual de una empresa en función de cuáles son los ingresos, su EBITDA (magnitud de generación de valor operacional que incluye las utilidades operativas antes de los de los impuestos, de los intereses y de las depreciaciones), utilidades y valor patrimonial en libros.

Ahora, **tomamos de las fuentes de información los múltiplos** en lo que está valorada la industria que se encuentra esta empresa, para el presente ejemplo, suponemos que las compañías se valoran en 1,5 veces el valor de los ingresos, en 7,1 el valor del EBITDA, en 10,2 el P/E, y en 1,3 el P/BV.

Para calcular la valoración realizamos una simple matemática con estos datos, multiplicamos el valor de los **ingresos** (US\$ 696.374) por el **múltiplo de la industria** (1,5) y así con cada uno de los valores y múltiplos que nos darán una orden de magnitud. Algunos resultados serán valores bajos y otros altos, al final lo que se realiza es una ponderación dándole más relevancia a los **ingresos** o al **EBITDA** que son los más utilizados. El EBITDA en compañías de etapa temprana no son muy utilizados, ya que equivale a un valor muy bajo o en algunos casos negativos.

Tip de vocabulario

Cuando se investigan los múltiplos en las diferentes fuentes de información nos encontramos con la sigla TTM (Trailing twelve months), que se refiere a los últimos 12 meses, no necesariamente es el valor del último corte a diciembre

Flujo de caja libre descontado (FCLD)

Es el método de mayor uso y el que cuenta con mayor profundidad, que basa su metodología en **proyectar los Flujos de Caja Libre de la empresa**, y estimar si el efecto de las estrategias empresariales a largo plazo genera o destruye valor.

Semántica

Flujo de caja: se conoce como flujo de efectivo o cash flow al estado de cuenta que refleja cuánto dinero queda después de los gastos, los intereses y el pago al capital, es un estado contable que presenta información sobre los movimientos de efectivo.

Flujo de caja descontado: es un método que se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura.

Para calcularlo seguimos los siguientes pasos:

Paso 1. Diagnóstico y análisis fundamentales

Es importante antes de realizar los ejercicios matemáticos, **revisar el estado actual de la empresa**, analizando las variables e información disponible de cuatro aspectos principales que afectan el negocio hoy y que lo afectarán en el futuro:

Debemos entender cuál es el **modelo de negocio donde estamos**, conocer el entorno competitivo y la dinámica de ese modelo y cómo un mayor número de ingresos o de unidades vendidas van a implicar una mayor participación en el **mercado**. También debemos saber cuáles son esos indicadores **financieros** que están afectando a la compañía, cómo son los roadmap de desarrollo **operativo**, de producto y **tecnológico**, además, cuáles son las inversiones asociadas a ese crecimiento que se está esperando.

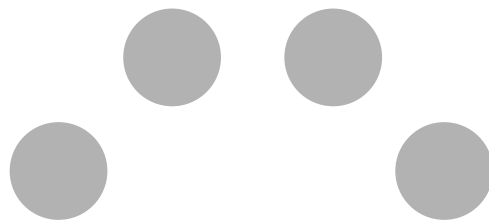
Estos cuatro aspectos presentan elementos cuanti-cualitativos, pero a la vez fundamentales para empezar a realizar una valoración bajo este método.

Paso 2. Dimensionamiento de estructura de costos

El segundo paso del flujo de caja libre descontado tiene que ver con el entendimiento y dimensionamiento de la cadena de agregación de valor dentro de la **estructura de costos de la empresa**, para así evidenciar cuáles son los márgenes brutos y operacionales que nos lleven a medir muy claramente cuáles son los costos fijos y variables, además de entender especialmente **cuáles son los puntos de equilibrio operacionales**.

Paso 3. Estructura Financiera

El tercer paso del flujo de caja libre descontado tiene que ver con la **estructuración financiera**, en él que numeramos supuestos claves que permiten incorporar todas las variables relacionadas con el negocio.



-
- *Factores macroeconómicos e Identificación del precio y/o diversos mecanismos de cobro*, es muy importante cuando hacemos una proyección, visualizar que el **precio** que se tiene hoy no necesariamente va a ser el mismo precio en uno, cuatro o cinco años, porque va a estar afectado por la **inflación** o factores macroeconómicos como la **devaluación** o también puede estar afectado por un **entorno competitivo** que haga que los precios bajen debido a la mayor oferta. Igualmente es necesario saber cómo son los mecanismos de cobro y las fechas de recaudo (30, 60, 90 días, según el sector de la empresa).
 - *Medición de magnitud de unidades de comercialización y/o producción*, de acuerdo a la **capacidad operativa y productiva** de la empresa.
 - *Dimensionamiento de participaciones de mercado estimada.*
 - *Dimensionamiento de capacidades y requerimientos de recursos humanos, técnicos y tecnológicos.*
 - *Identificación y medición de costos asociados con acceder a mercados.*
 - *Identificación y medición de costos y gastos asociados con diseño de productos/servicios, producción, innovación, mercadeo, administración, soporte, entre otros.*
 - *Identificación y medición de inversiones en activos fijos*, como lo puede ser la compra de una maquinaria
 - *Medición de políticas de capital de trabajo.*



Paso 4. Cálculo del flujo de caja libre descontado

Bloque 1: Estado de Resultados

Estado de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos	900	990	1.089	1.198	1.318
Costos Mercancía Vendida	- 495	- 545	- 599	- 659	- 725
Utilidad Bruta	405	446	490	539	593
Gastos Administrativos	- 205	- 221	- 239	- 258	- 279
Utilidad Operativa	200	224	251	281	314
No Operativos	- 20	- 21	- 22	- 23	- 24
Utilidad Antes de Impuestos	180	203	229	258	290
Impuestos	- 59	- 67	- 76	- 85	- 96
Utilidad Neta	121	136	153	173	194

Figura 4.

Entrando en los cálculos matemáticos, para hacer una valoración por flujo de caja libre descontado debemos **proyectar un estado de resultados** que refleje los **ingresos, los costos, los gastos** y por supuesto tener en cuenta esa incorporación de supuestos y entendimiento del negocio.

En la **Figura 4**, tenemos el ejemplo de una compañía con ingresos de US\$ 900.000 en el año 2019 y con expectativas de crecimiento al cabo de 5 años de US\$1.318.000.

Tiene una estructura de costos de mercancía vendida del 55% y consecuentemente la utilidad o margen brutos es del 45%.

Por la naturaleza, muchas compañías no necesariamente tienen ingresos y egresos no operacionales, en este ejemplo si los incluimos.

Nota

Muchas empresas llevan el **4x1000** (gravamen a los movimientos financieros que surgen de transacciones bancarias) al gasto no operativo. Este rubro es cada vez más estándar y algunas empresas lo están contabilizando en los gastos o incluso en costos dependiendo de su actividad y cantidad de transacciones.

Bloque 2: Inversiones y Depreciaciones

Inversiones & Depreciaciones	2019	2020	2021	2022	2023
Inversiones CAPEX	- 30	- 33	- 36	- 40	- 44
Años anteriores	5	5	5	5	
.2019	6	6	6	6	6
.2020		7	7	7	7
.2021			7	7	7
.2022				8	8
.2022					9
Total Depreciaciones	11	18	25	33	37

Figura 5.

En el segundo bloque, como muestra la **Figura 5**, se debe realizar un ejercicio de **proyección de inversiones en activos fijos operativos** que normalmente se conoce con sus siglas en inglés **CAPEX** (capital expenditure). Una vez conocidas esas inversiones y tener dimensionado la proyección de depreciaciones actuales construimos una tabla de depreciación año tras año, para este ejemplo la valoración es anual, pero la recomendación como mencionamos inicialmente es que se realice de **forma mensual o al menos trimestral**.

¿Por qué es importante calcular estos dos conceptos?

Es importante porque las inversiones son una salida de caja y las depreciaciones nos ayudan a identificar dentro de la estructura de utilidades operativas que componente no es flujo de caja (las depreciaciones no son flujo de caja).

Bloque 3: Inversiones de capital de trabajo

Inversiones Capital de Trabajo	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo (30 días gastos)	17	18	20	21	23
Cuentas x Cobrar (45 días cartera)	111	122	134	148	162
Inventario (30 días CMV)	41	45	49	54	60
Cuentas x Pagar (25 días proveedores)	- 34	- 37	- 41	- 45	- 50
Total Capital de Trabajo	135	148	162	178	195
128 Inversión Capital de Trabajo	- 7	- 13	- 14	- 16	- 17

Figura 6.

En el tercer bloque hacemos el cálculo de las **inversiones que se requieren en capital de trabajo** que es fundamental incorporarlo en todo tipo de compañías.

El capital de trabajo está asociado como vemos en la **Figura 6**, por 4 rubros.

- **Efectivo:** Cuánto dinero debo mantener en **efectivo** para tener un nivel de tranquilidad y de cobertura de gastos en un corto plazo.

En el ejemplo vemos que esta compañía debería mantener 30 días de gastos en efectivo. **¿Cómo lo calculamos?**

Tomamos el valor de gastos administrativos del estado de resultados anterior. (**Figura 4.**) y hacemos la siguiente ecuación:

$$\text{Efectivo} = \frac{\text{Gastos Administrativos}}{365 \text{ días del año}} \times (\text{x}) \text{ días de gastos en efectivo requeridos}$$

Ejemplo con los datos Figura 6 y Figura 4

$$\frac{\text{US\$ 205.000}}{365 \text{ días del año}} \times 30 \text{ días} = \text{US\$ 17.000}$$

- **Cuentas por cobrar:** o **cartera** que se calcula de manera similar al efectivo.

En el ejemplo vemos que esta compañía tiene un promedio de 45 días de cartera, para ello hacemos el siguiente cálculo tomando de nuevo del estado de resultados, **los ingresos.**

$$\text{Cuentas por cobrar} = \frac{\text{Ingresos}}{365 \text{ días del año}} \times (\text{x}) \text{ días de cartera}$$

Ejemplo con los datos Figura 6 y Figura 4

$$\frac{\text{US\$ 900.000}}{365 \text{ días del año}} \times 45 \text{ días} = \text{US\$ 111.000}$$

• **Inventario:** si la empresa es productiva está asociado con el costo de la **mercancía vendida**.

En este caso, nuevamente consultamos el estado de resultados y hacemos el cálculo con el costo de la mercancía vendida y 30 días de requerimiento de inventario.

$$\text{Inventario} = \frac{\text{Costo de la mercancía vendida}}{365 \text{ días del año}} \times (\text{x}) \text{ días de inventario}$$

Ejemplo con los datos Figura 6 y Figura 4

$$\frac{\text{US\$ 495.000}}{365 \text{ días del año}} \times 30 \text{ días} = \text{US\$ 41.000}$$

Estos 3 rubros son requerimientos de ciclo operativo, de caja, crecimiento de cartera y requerimientos de inventarios, pero adicionalmente una empresa tiene la capacidad de apalancarse o financiarse con proveedores.

• **Cuentas de pagar:** Supongamos que esta compañía ejemplo (**Figura 6**) tiene una política de pago a sus proveedores de 25 días, entonces volvemos a su estado de resultados y realizamos el cálculo con su costo de mercancía vendida.

$$\text{Cuentas por pagar} = \frac{\text{Costo de la mercancía vendida}}{365 \text{ días del año}} \times (\text{x}) \text{ días de inventario}$$

Ejemplo con los datos Figura 6 y Figura 4

$$\frac{\text{US\$ 495.000}}{365 \text{ días del año}} \times 25 \text{ días} = \text{US\$ 34.000}$$

Ahora para calcular el **total de Capital de Trabajo** hacemos la siguiente matemática:

+ Efectivo	17
+ Cuentas por cobrar (Cartera)	111
+ Inventario	41
- Cuentas por pagar	<34>
= Valor de Capital de Trabajo	135

El total de capital de trabajo es el valor que debe estar en la foto del balance, no necesariamente esa es la inversión, **la inversión de Capital de Trabajo es la diferencia entre un período con respecto al otro.**

Inversiones Capital de Trabajo	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo (30 días gastos)	17	18	20	21	23
Cuentas x Cobrar (45 días cartera)	111	122	134	148	162
Inventario (30 días CMV)	41	45	49	54	60
Cuentas x Pagar (25 días proveedores) -	34 -	37 -	41 -	45 -	50
Total Capital de Trabajo	135	148	162	178	195
128 Inversión Capital de Trabajo	- 7 -	13 -	14 -	16 -	17



Bloque 4: Valoración del flujo de caja libre

Flujo de Caja Libre	2019	2020	2021	2022	2023	
EBIT	200	224	251	281	314	
Impuestos sobre EBIT	- 66	- 74	- 83	- 93	- 104	
EBIT (1 - impuestos)	134	150	168	188	210	
Depreciaciones	11	18	25	33	37	
Inversiones en CAPEX	- 30	- 33	- 36	- 40	- 44	
Inversiones en Capital de Trabajo	- 7	- 13	- 14	- 16	- 17	
Flujo de Caja Libre	108	122	142	165	186	1.383 (*)
Costo de Capital	18%	18%	18%	18%	18%	
Factor de descuento	1,18	1,39	1,64	1,94	2,29	2,29
Valor Presente Flujos de Caja Libre	92	87	87	85	81	605
Valoración Empresa	1.037					

Figura 7.

(*) Valor Terminal = Último Flujo Caja Libre * (1+g)*(1+inflación)/(WACC-((1+g)*(1+inflación)-1))

El flujo de caja libre nos permite identificar cuál es el **orden de magnitud del EBIT o utilidad operativa**, a este EBIT se resta el impacto impositivo o de impuestos, para este caso (**Figura 7**), estamos aplicando una tasa del 33% que nos da un resultado de US\$134.000 para el siguiente año.

A este valor le sumamos las depreciaciones anuales (ya que no son una erogación de efectivo), restamos las inversiones en activos fijos operativos (CAPEX) que se proyectaron y restamos las inversiones en capital de trabajo y esto nos origina un flujo de caja libre que es la base para valorar.

Nota

Las proyecciones se deber realizar normalmente hasta un punto en el cual se estabilicen los flujos de caja. Un buen estándar está entre 5 y 7 años.

En este ejemplo proyectamos a 5 años y en el último año simulamos un concepto de permanencia en el tiempo que se conoce como **valor terminal** (las compañías deben permanecer en el tiempo)

Matemáticamente se calcula tomando el último flujo de caja, y se incorpora una tasa de crecimiento, una inflación de esos flujos futuros y traer una tasa de descuento que va a tener la compañía en el largo plazo.

Luego es necesario implementar una **tasa de descuento o costo de capital**, es decir, esos **flujos de caja futuro a cuánto representan traídos al valor presente** hoy, valor que dependerá de la estructura de capital de la empresa, es decir, qué porcentaje de su actividad se financia con deuda vs patrimonio, y con sus respectivos costos de fondeo u oportunidad respectivamente.

En la compañía de nuestro ejemplo de la **Figura 7**, suponemos que la tasa de descuento o costo de capital es del 18%, entonces un factor de descuento para cada flujo de caja el primer año es 1,18 el segundo año es multiplicar 1,18 por 1,18, el tercer año es 1,39 que es el resultado por 1,18 y así se secuencialmente. El valor terminal que está en el último año es 2,29

Ahora realizamos una operación de **traer a valor presente dividiendo el flujo de caja libre** (US\$108.000) que estaba para 2019 en 1,18 y así año tras año. Por ejemplo, en el 2023 los 186 lo dividimos en 2,29 y eso nos da un valor presente de los flujos de caja libre de la compañía. Igualmente tenemos un valor presente del cálculo del terminal, y al final, **la sumatoria de todos nos da como resultado la valoración de la compañía** (en este ejemplo la compañía vale US\$1.037.000)

Nota

Para determinar el incremento año a año en una proyección nos tenemos que basar de acuerdo con el caso particular de cada empresa en las **tasas de crecimiento de la compañía, de la industria, de las capacidades de la empresa de inversión** para acelerar mas rápida o lentamente ese incremento de unidades, entre otros factores.

Una compañía estable debería rondar en un crecimiento por encima de su industria, esto refleja que esta ganando participación de mercado.





Una pregunta que vale la pena profundizar más adelante y es recomendable que las empresas se familiaricen es: **¿Cuánto es el costo de Capital?**

Para calcular este costo existen diferentes metodologías, pero aquí dejamos algunas de ellas:

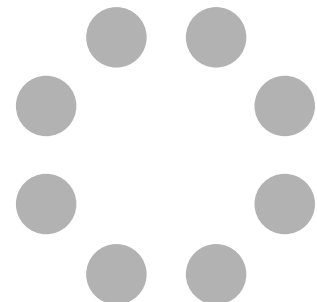
WACC = Costo Promedio Ponderado de Capital

$$\text{WACC} = (\text{Costo Deuda después de Impuestos}) * \text{Peso ponderado de Deuda} + (\text{Costo del Patrimonio}) * \text{Peso ponderado del Patrimonio}$$

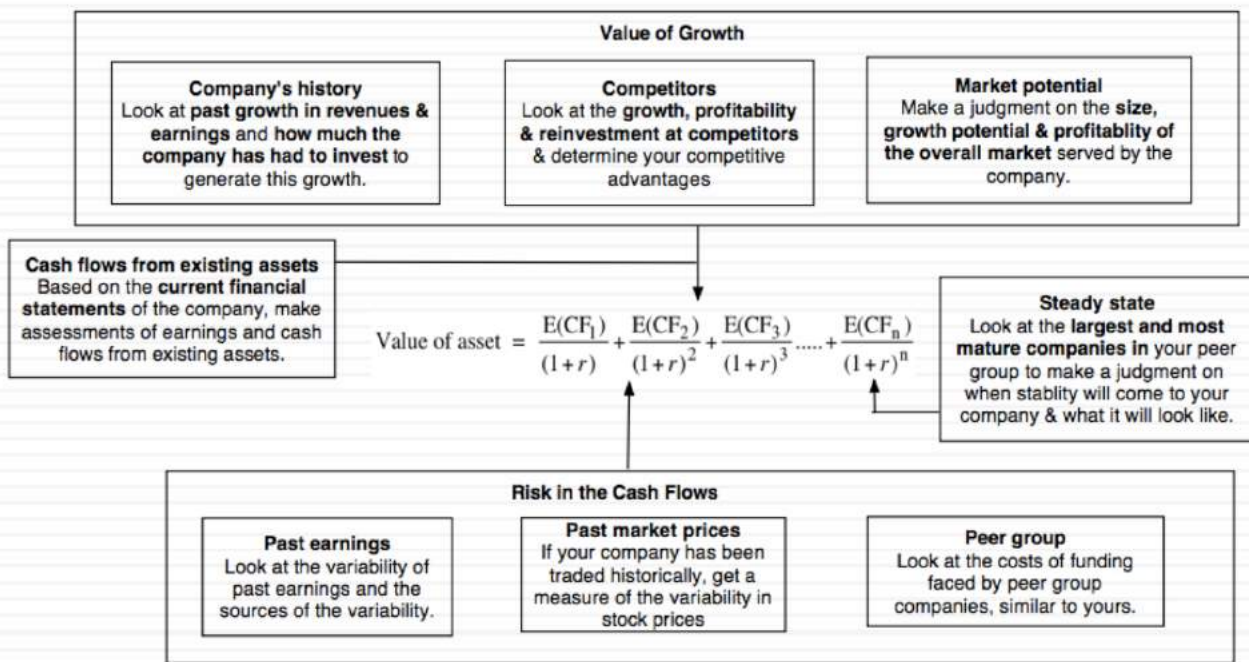
Costo de Patrimonio (Modelo CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$\begin{aligned} K_e &= R_F + (R_m - R_F) \times \beta \\ \text{Cost of Equity} &= \text{Risk Free Rate} + (\text{Market Risk Premium}) \times \text{Beta} \end{aligned}$$

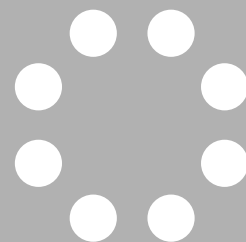


La valoración de flujo de caja libre descontado al final nos debe arrojar un entendimiento de cómo estamos creciendo en función de una información histórica, de cómo es el entorno competitivo, cómo es el potencial del mercado, entender ese riesgo que están asumiendo los inversionistas y los proveedores de deuda y entender que la compañía sigue en marcha (valor terminal).



Ventajas de una valoración:

- **Dominar tu negocio**
- **Identificar direccionadores de valor de la empresa**
- **Entender requerimientos de inversión y capital de trabajo**
- **Proyectar evolución del negocio**
- **Obtener un valor real de la empresa**
- **Acceder a nuevos inversionistas**
- **Precio justo para negociaciones con socios**



semp!.

sempli.co

