

Revista UCAMAN. Número 53: ¿Cómo se valora una empresa?



Ventura Ruiz Castellano
Economista. Auditor.

En el número anterior de la revista comentábamos que uno de los pasos previos al proceso de fusión es obtener una valoración de las respectivas entidades. En el presente artículo pretendo dar algunas ideas sobre los diferentes métodos.

Valor y precio

En toda valoración hay que diferenciar "valor" y "precio" ya que son dos conceptos distintos. Valor es el resultado de un proceso de evaluación y viene determinado por unos cálculos en base a una metodología. Precio es el fruto de un proceso de negociación y se fija por el acuerdo entre comprador y vendedor.

La valoración es, para el caso de una empresa, el sustituto del mecanismo del mercado y tiene por objeto precisar los límites del precio. De existir una transacción, será el poder de negociación de las partes lo que determine la fijación del precio, con independencia de que haya existido o no previamente una valoración, siendo ésta sólo una orientación. En el precio concurren una serie de especulaciones muy difíciles de cuantificar, tales como el interés en comprar y la necesidad de vender.

Métodos generalmente aceptados

Los métodos, así como los datos utilizados en la valoración de las empresas, han de ser, en cada caso, adecuados a las circunstancias y contexto en que se trate tal valoración. A efectos orientativos los métodos de valoración más usuales o generalmente utilizados son: (normativa ICAC)

- ✓ **Valor de cotización en bolsa:** valor al que las acciones pudieran enajenarse en el mercado secundario en fechas cercanas a la fecha de referencia.
- ✓ **Valor del activo neto real:** valor contable de los fondos propios, corregido por las plusvalías o minusvalías que pudieran ponerse de manifiesto en los bienes, derechos y obligaciones de la entidad a la fecha de referencia.
- ✓ **Valor actual de flujos monetarios netos:** suma del valor actual de todos los flujos futuros de tesorería esperados de la sociedad; todo ello descontado en el momento de la evaluación.

Estos métodos, deben ser aplicados en función de las circunstancias y de la disponibilidad de información histórica y/o prospectiva, individualmente o combinados entre sí. Una primera cuestión en el proceso de valoración consiste en elegir el método más adecuado. Cuando nos disponemos a analizar una empresa para su valoración, podemos contemplar ésta como un conjunto de elementos individualizados, cada uno de los cuales posee un valor de mercado, o bien considerarla como un ente global e indivisible cuya finalidad es obtener unos flujos de tesorería. En el primer caso hablamos de valor patrimonial, en el segundo de valor de rentabilidad.

Ejemplo de valoración en base a la actualización de flujos monetarios futuros

El valor patrimonial es usado en empresas en liquidación, o cuya rentabilidad futura es muy dudosa. Para entidades con capacidad de generar beneficios durante un prolongado número de años, se utilizan métodos de rentabilidad. En este caso el nuevo inversor no se plantea comprar una serie de inmuebles o de distintos elementos patrimoniales, sino que su objetivo consiste en invertir una suma de dinero en una entidad que, mediante un proceso de generación de beneficios, le retornará unos flujos de tesorería cuya suma actualizada iguale al menos o supere el desembolso inicial.

Trataremos de ilustrar el método con un ejemplo. Tras realizar un estudio, estimamos que una empresa obtendrá los siguientes resultados en los próximos diez años (en miles de euros):

<u>Descripción</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
Ventas de mercaderías	213.900	239.568	268.316	300.514	336.576	376.965	422.201	472.865	529.609	593.162
Prestación de servicios	16.100	18.032	20.196	22.619	25.334	28.374	31.779	35.592	39.863	44.647
Total ventas e ingresos	230.000	257.600	288.512	323.133	361.910	405.339	453.980	508.457	569.472	637.809
Consumos de mercaderías	173.972	194.952	218.634	245.581	277.585	312.111	351.834	394.461	441.824	497.490
Gastos de personal	30.920	31.877	34.515	35.602	38.481	39.713	42.856	44.249	47.683	49.255
Amortizaciones	2.548	2.598	2.648	2.698	4.173	4.423	3.223	2.948	2.998	500
Provisiones (insolvencias...)	2.300	2.576	2.885	3.231	3.619	4.053	4.540	5.085	5.695	6.378
Servicios exteriores	9.649	9.891	10.138	10.391	10.651	10.917	11.190	11.470	11.757	12.051
Tributos	1.075	1.102	1.130	1.158	1.187	1.217	1.247	1.278	1.310	1.343
Gastos financieros	3.209	3.594	4.025	4.508	5.049	5.654	6.333	7.093	7.944	8.897
Bfcio. antes de impuestos	6.327	11.010	14.537	19.964	21.165	27.251	32.757	41.873	50.261	61.895
Impuesto Sociedades	2.215	3.854	5.088	6.988	7.408	9.538	11.465	14.656	17.591	21.663
Beneficio neto	4.112	7.156	9.449	12.976	13.757	17.713	21.292	27.217	32.670	40.232
Mas: amortiz. y provisiones	4.848	5.174	5.533	5.929	7.792	8.476	7.763	8.033	8.693	6.878
Recursos generados	8.960	12.330	14.982	18.905	21.549	26.189	29.055	35.250	41.363	47.110
Tasa de descuento	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Valor actual recursos	8.000	9.829	10.664	12.014	12.227	13.268	13.143	14.237	14.916	15.168

Tasa de descuento anual: Es la tasa de rentabilidad mínima exigida por el inversor. Toma como base la rentabilidad ofrecida por inversiones alternativas, a la que se añade una prima de riesgo según el tipo de negocio. En nuestro caso, hemos considerado el 12 %. El motivo por el que se actualizan los flujos de tesorería futuros es obvio: para poder homogeneizar valores monetarios referidos a un mismo momento del tiempo. Si el comprador va a pagar con euros de hoy, debe comparar el importe de la compra con los rendimientos esperados de la misma referidos al mismo momento del tiempo.

Valoración resultante: De acuerdo con todo lo expuesto anteriormente, en nuestro ejemplo, la suma actualizada de los recursos generados y, en consecuencia, el valor de la empresa sería el siguiente:

$$\text{Suma valor actual recursos generados (Valor de la empresa)} = \sum_{t=1}^{10} B_t * (1+R_t)^{-t} = 123.467.000 \text{ euros}$$

A la cifra anterior, habitualmente se añade un valor residual.

Fondo de Comercio

Se define como el exceso de valor que un comprador está dispuesto a pagar por una empresa valorada ésta por la suma de las partes que la integran. Normalmente se produce la circunstancia de que **el todo vale más que la suma de las partes**. Esa diferencia es precisamente el fondo de comercio.

En nuestro ejemplo, si el valor de esta empresa de acuerdo con el criterio del “Valor del activo neto real” (valor contable de los activos menos el pasivo exigible corregido por las plusvalías o minusvalías pertinentes) asciende a 100.000.000 euros, podemos concluir que el comprador estaría dispuesto a pagar un fondo de comercio de 23.467.000 euros.

Nota: Aquellas personas interesadas en recibir información adicional o plantear cualquier duda de auditoría o contabilidad, pueden visitar www.auditprocess.com o bien al tl. 926311860