

¿Cuánto vale su empresa?

La valuación como una herramienta estratégica



DIEGO LUZURIAGA

Ingeniero Electrónico ITBA. Master of Science in Management of Technology, MIT (Massachusetts Institute of Technology). Director del Postgrado en Dirección Estratégica y Tecnológica, ITBA-EOI de España. Director del Centro de Investigación de Dinámica de Sistemas, ITBA.



EL "PRECIO" DE UNA EMPRESA, REFERENCIA FUNDAMENTAL A LA HORA DE BUSCAR INVERSORES O SOCIOS ESTRATÉGICOS O AUN EN EL MOMENTO DE VENDER NUNCA ES CAPRICHOSO. SI SE HACE OBJETIVAMENTE Y SIN AUTOENGAÑO, EL EJERCICIO PUEDE DARNOS ENORMES BENEFICIOS PARA ENTENDER LOS DRIVERS DEL NEGOCIO Y LOS PUNTOS DE APALANCAMIENTO ECONÓMICO. ADEMÁS, HACER EL EJERCICIO SIRVE PARA DARNOS CUENTA SI EL MERCADO PERCIBE EL VERDADERO POTENCIAL DE LA EMPRESA O NO. ESPECIAL CUIDADO DEBEN TENER LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS YA QUE MUCHAS VECES SE CONFUNDE EL DESARROLLO DE UNA TECNOLOGÍA O DE UNA APLICACIÓN TECNOLÓGICA EN PARTICULAR CON EL NEGOCIO QUE LE GENERARÁ DIVIDENDOS AL ACCIONISTA. LA CONFUSIÓN PARTE DEL HECHO DE QUE PARA ESTAS EMPRESAS LA TECNOLOGÍA ES UN OBJETIVO EN SÍ MISMA, MÁS QUE UN MEDIO.



SABER EL VERDADERO VALOR DE MERCADO DE NUESTRA COMPAÑÍA O EMPRENDIMIENTO, NOS HACE FUERTES A LA HORA DE BUSCAR INVERSORES O SOCIOS ESTRATÉGICOS O AUN EN EL MOMENTO DE VENDER.

Si se le preguntara a los dueños de la mayoría de las empresas, tanto de PyMEs como de grandes firmas, cuánto valen sus compañías, se encontraría con que la mayoría sería incapaz de hilvanar un razonamiento sustentado en alguna metodología analítica sólida. Probablemente, hablarían del valor del capital que figura en el balance de su empresa, si es que lo tienen, o describirían los activos con los que cuentan: instalaciones, maquinarias o inventarios, entre otros. O tal vez, simplemente darían un número basado en su creencia acerca del valor.

Valuar una empresa debe constituir un acto desapegado de nuestra creencia de cuánto vale. El trabajo invertido en la valuación se repaga justamente porque nos ayuda a identificar las fuentes de valor económico y, por lo tanto, los puntos de apalancamiento. Valuar nuestra empresa nos obliga a replantear, de alguna manera, en qué negocio estamos y puede tirar por tierra una serie de preconceptos. Por otra parte, saber el verdadero valor de mercado de nuestra com-

pañía o emprendimiento nos hace fuertes a la hora de buscar inversores o socios estratégicos o aun en el momento de vender. Se nos haría muy difícil durante una negociación defender un valor que no tenga un sustento analítico.

Valor de la empresa vs. valor de los activos

Los activos que tiene una empresa son los medios a través de los cuales se genera el valor de la compañía, pero no son el valor en sí mismo. El valor de una empresa está ligado a la capacidad que tienen esos activos de generar flujos de caja en el futuro. Es posible que una empresa tenga activos productivos de primera línea, como una nueva fábrica con tecnología de última generación, y que no genere flujos de fondos en el futuro, con lo cual su valor tiende a cero. Puede darse el caso, por ejemplo, de una empresa que tenga una gran incapacidad comercial o simplemente que la compañía produzca bienes en obsolescencia. Por mejor que sean sus instalaciones, no le sirven para generar caja en el futuro. En

estos casos, es más conveniente para los dueños cerrar sus operaciones y vender los activos que le quedan (tangibles e intangibles, como propiedades, fábricas, marcas, etc.) en lugar de seguir haciendo operar a la empresa.

El ecosistema empresario

Si bien el procedimiento operativo para realizar la evaluación de una compañía (Ver “Métodos de Valuación”) puede resultar simple, el procedimiento conceptual no lo es. La empresa, conjuntamente con el mercado, la industria y el gobierno, constituyen un ecosistema. Por lo tanto, al trazar

UNA VALUACIÓN PROFUNDA DEBE CONSIDERAR LAS REACCIONES A FUTURO DE TODA LA INDUSTRIA A PARTIR DE LAS ESTRATEGIAS QUE LA EMPRESA SIGA.

una estrategia éste se modifica de alguna manera y hay que estar preparado para las reacciones que el mismo pueda tener, como así también tener la flexibilidad necesaria para adaptarse a los cambios fuera de nuestro control. Una valuación profunda debe considerar las reacciones a futuro de toda la industria a partir de las estrategias que la empresa siga. Es muy posible que si se sumaran las cuotas de mercado proyectadas por cada empresa en sus presupuestos anuales se superaría con creces el 100%. Por ello, las proyecciones de mercado y de la participación de la empresa en el mercado deben hacerse considerando a la industria y a la empresa como un todo. No se puede aislar a la empresa de su entorno.



La generación de valor en las empresas tecnológicas

Las compañías tecnológicas añaden una dificultad adicional a la hora de la valuación y consiste en la confusión sobre dónde se genera el valor de la compañía. En muchos casos, las empresas tecnológicas no tienen claro cuál es su verdadero negocio. Muchas veces se confunde el desarrollo de una tecnología o de una aplicación tecnológica en particular con el negocio que le generará dividendos al accionista. La confusión parte del hecho de que para estas empresas, la tecnología es un objetivo en sí misma, más que un medio.

Supongamos que un grupo de socios desarrolla una nueva aplicación de algún nuevo sistema de gestión (ERP) para PyMEs. La pregunta que deberían hacerse es: ¿Cuál es nuestro negocio? ¿Es el desarrollo de la aplicación? ¿Su comercialización? ¿Ambos? Para desarrollarla se necesita poco más que su capacidad, alguna computadora y un software de aplicación. Pero comercializarla es un negocio totalmente distinto: se necesita alcance de mercado, fuerza de ventas, soporte económico, una oficina comercial, planes de incentivo comercial para los vendedores y los clientes, centro de soporte al cliente, etcétera.

Para poder responder estas preguntas debemos hacer el ejercicio de salir a vender nuestra empresa a algún interesado. La valuación de nuestro proyecto nos obliga, por definición, a entender el negocio y las fuentes de generación de valor económico. También debemos definir si vendemos un producto desarrollado que a alguna empresa de alto poder comercial le interese o si generamos un nuevo emprendimiento comercial que compita con ellas. Mucho cuidado, porque la capacidad de desarrollar puede ser muy distinta de la capacidad de comercializar.

Debido a la enorme dinámica de las empresas tecnológicas, los métodos de valuación mencionados no necesariamente permiten un correcto entendimiento de su valor intrínseco.



MÉTODOS DE VALUACIÓN

Existen diferentes métodos para identificar el valor de mercado de una empresa que no cotiza en bolsa (en este caso, el valor lo determina el mercado). Cada método tiene sus virtudes y limitaciones. Aún así, hay un consenso entre los profesionales de bancos de inversión, consultoras y especialistas sobre que el método de flujo de fondos descontados (DCF) es el más sólido.

A continuación se muestra una tabla comparativa sobre los métodos existentes:

BASADO EN	MÉTODO	LIMITACIÓN
Contabilidad	Valor de Libro	No representa el valor de mercado
	Ganancia Contable	No considera las inversiones necesarias para obtener las ganancias
Proyecciones	Valor Actual Neto	Requiere proyección y análisis de riesgo
	Tasa interna de retorno	Pueden rechazar proyectos que creen valor
	Período de repago	No considera el valor generado después del repago
Múltiplos de mercado	Ventas	Ignora los mecanismos de creación de valor
	EBITDA: Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)	Asume que la empresa se comporta como las empresas públicas de las cuales se sacan los múltiplos
	Price Earnings (P/E)	Muy pocos casos en Argentina y Latinoamérica para usar de referencia (pocas empresas que cotizan en bolsa)

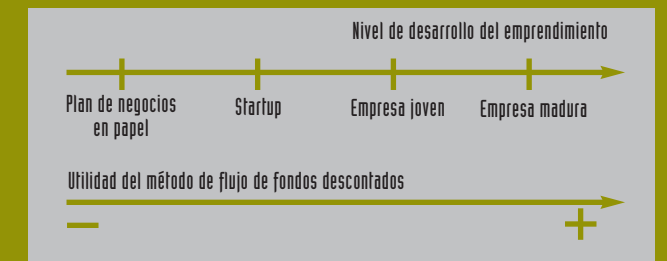
Según el método de DCF, el valor de una empresa está vinculado con la capacidad de generar flujos de fondo a futuro, de tal manera que generen un retorno sobre el capital invertido en activos fijos, líquidos, capital de trabajo e intangibles, mayor que el costo de fondeo, lo que incluye el capital accionario y las deudas financieras. El costo de capital representa, de alguna manera, el riesgo de la inversión y refleja el deseo de retorno que tiene el accionista sobre dicha inversión. Para ello, el costo de capital debe incluir el costo de oportunidad de la inversión, es decir, la posibilidad de haber invertido en un emprendimiento con riesgo equivalente. En el riesgo se incluyen:

- El riesgo país.
- El riesgo de la industria.
- El riesgo del apalancamiento (nivel de endeudamiento) de la empresa.

Esta metodología es universal por lo que puede ser aplicada en cualquier país. El ajuste en cada lugar tiene que ver particularmente con el riesgo país, por lo que los países más riesgosos requerirán tasas de retorno más altas.

El mayor inconveniente del DCF es hacer las proyecciones de todas las variables de negocio, controlables o no por la empresa. Muchas veces las proyecciones se hacen aisladamente por sector (sumando el esfuerzo de las áreas) como si fueran silos. Lamentablemente no es habitual una visión sistémica del negocio a la hora de proyectar.

En una empresa de tecnología, el tema fundamental es que el método DCF es útil sólo cuando la empresa ha llegado a su nivel de madurez, como se muestra en este cuadro:



Cuando un emprendimiento busca el aporte de un inversor debe acordar primero un valor que represente el potencial incipiente del negocio. Este término se llama “Pre-money valuation”. Al añadirse la inversión, se forma lo que se conoce como “Post-money valuation”:

$$\text{Post money valuation} = \text{Pre-money valuation} + \text{inversión}$$

En los grandes centros mundiales de emprendimientos tecnológicos como Silicon Valley se llevan estadísticas pormenorizadas sobre los emprendimientos. Dentro de esas estadísticas se analizan, por ejemplo:

- Promedios y medianas del valor pre-money de los emprendimientos por rubro y por región, para cada una de las rondas de financiación.
- Características esenciales de los acuerdos entre los emprendedores y los capitales de riesgo, como capital reservado para planes de acciones para empleados, términos de salida del inversor, derechos de veto, etc.



AOL-ICQ: Un caso paradigmático

Durante 1998, AOL -uno de los gigantes de Internet- compró ICQ, la empresa que había desarrollado un exitosísimo software peer-to-peer para comunicar personas a través de la Web. La empresa -fundada por cuatro emprendedores israelíes que tenían entre 20 y 24 años- recibió US\$ 800 millones de cash y otros US\$ 400 millones más en nuevas acciones. Ese valor estaba muy por encima de lo que podría valer ICQ utilizando un método de valuación tradicional. Lo que lleva a AOL a pagar tanto tiene que ver con la aceleración de la curva de aprendizaje, es decir, comprar un tangible o intangible que acelere el lanzamiento de un producto al mercado, algo esencial en una industria tan dinámica. Al comprar ICQ, AOL se hizo de:

- Una tecnología con la que desarrolló su Instant Messenger en muchísimo menos tiempo que de haber empezado de cero.
- Una marca poderosa y reconocida.
- Una enorme base de usuarios.

¿Cómo se valúan los emprendimientos tecnológicos?

Ninguno de los métodos de valuación tradicionales (ver “Métodos de Valuación”) se puede aplicar de manera directa para el caso de start-ups tecnológicos. Las principales limitaciones surgen de:

- Incertidumbre del nivel de aceptación del producto en el mercado, lo que impide proyectar adecuadamente.
- Incertidumbre acerca del momento de la madurez del emprendimiento como para definir un horizonte de proyección.
- Falta de historia para determinar una tasa de descuento adecuada.
- Dificultad para determinar el nivel de riesgo.

- Tanto el margen operativo como las ganancias son negativos y los múltiplos no se pueden usar.

El árbol y el bosque

Las valuaciones astronómicas que lograron muchas empresas de Internet de la denominada “Nueva Economía” y su posterior debacle han creado un debate sobre la coherencia de los inversores que terminan creando burbujas que luego explotan.

En cierta medida, el colapso de la burbuja demostró que los drivers (impulsores) del valor de las empresas siguen siendo válidos:

- Crecimiento de ventas.
- Márgenes operativos sustentables.
- Requerimientos de inversión.

Sin embargo, como tantas otras veces, la lucha por temas superficiales (por ejemplo si el valor era el adecuado) funcionó como el árbol que no deja ver el bosque: el proceso de transformación que se produce en todas las industrias y mercados y que de alguna manera afecta el valor de las empresas. No hay que preocuparse tanto por el valor, sino por los drivers del valor y qué cosas los afectan.

Conclusiones

Valuar una empresa es una de las herramientas estratégicas más integrales que existen. Si se hace objetivamente y sin autoengaño, el ejercicio puede darnos enormes beneficios acerca del entendimiento de los drivers del negocio y los puntos de apalancamiento económico. Lo más cercano que hacen las empresas a una valuación es el presupuesto anual o trienal, pero mucho más como un proceso de planeamiento de gastos que como un proceso conceptual de aprendizaje.

Por otra parte, la valuación debe ser hecha con el mayor profesionalismo posible, identificando la mejor metodología según el grado de madurez de la compañía. Aún en empresas públicas, es decir, que cotizan en bolsa, hacer el ejercicio sirve para darnos cuenta si el mercado percibe el verdadero potencial de la empresa o no. ■

© En Línea / Diego Luzuriaga