

Valuaciones por múltiplos

Tapia, Gustavo N.

1. Introducción

Podemos interpretar que la valuación de empresas por múltiplos tiene condimentos subjetivos que dificultan una decisión como la venta de la empresa. Sin embargo, debemos aclarar que aplicar cierta subjetividad no implica la adopción de criterios o puntos de vista arbitrarios, sino que debe ceñirse a una serie de pasos que previamente fueron discutidos y aceptados entre las partes intervinientes. De hecho, una valuación por múltiplos, nos da un valor de referencia, calculado con relativa sencillez y el cual podemos comparar con otro valor calculado con alguna metodología que considere el valor tiempo del dinero como la de flujo de caja a valores actuales.

Sin perjuicio de lo mencionado precedentemente, la valuación de una empresa por múltiplos, fundamentada en los criterios usualmente aceptados, ratifica (o no), el guarismo calculado en base a valores actuales, sobre todo en operaciones trascendentales para la Organización. También puede ser empleado para estimar un valor cuando las partes que negocian un precio no se han puesto de acuerdo en el mismo. En operaciones especiales como las fusiones y adquisiciones suele requerirse una valuación de este tipo, como así también el establecimiento de un precio de referencia si se efectúa una oferta de compra de una empresa o se prepara una reorganización societaria.

La valuación por múltiplos son medidas que permiten hacer un cálculo rápido para estimar el valor de una empresa y constituyen muchas veces aproximaciones razonables para determinar un valor estimado (Vg., en compañías por televisión por cable en la cual la cantidad de abonados es una referencia importante). Los guarismos calculados a partir de los múltiplos son objeto de comparación entre las empresas o industrias similares, derivándose a partir de los valores de los activos, otras valoraciones que inciden en el proceso de precios de los bienes. Las principales relaciones de múltiplos que se emplean están estandarizadas y entre ellas se destacan como variables a las ganancias operativas y / o netas, al flujo de caja y a valores de libros-mercado. Un múltiplo usual utilizado en los análisis bursátiles es el denominado Price / Earnings (PE); otro ratio común en estos análisis es el Price / Book Value (PBV). El analista pretende dilucidar si las empresas están sobrevaluadas o subvaluadas y para ello aplicará indicadores que luego comparará con las demás empresas del mismo sector.

En el cuadro siguiente podemos apreciar los índices múltiplos más comunes que los analistas utilizan:

Basados en Valores de Mercado	Basados en Estados de Resultados	Basados en el Cash Flow	Otros
Price Earning	Price / EBIT	Price / Operative Cash Flow	Cantidad de Clientes
Price/Book Value	Price / EBITDA	Price/Equity Cash Flow	Cantidad de Abonados
Q de Tobin	Price / Ventas	FCF Yield	
		FCF/ Div	

Como observamos, la valuación por múltiplos es una metodología para valorar empresas en

la que es importante considerar cómo se encuentra valuada una firma respecto a la valuación de empresas similares, o bien, cómo se encontraba valuada esa misma empresa en períodos anteriores. Una dificultad a la que siempre uno deberá enfrentarse es la de encontrar empresas similares y estrictamente comparables, por lo que muchas veces se deberá aceptar una muestra de empresas que son diferentes de la que se está analizando y no perfectamente comparables en algún aspecto u otro. El riesgo operativo o financiero, la tasa de crecimiento de ganancias y los flujos de caja, son factores que inciden en la determinación del valor particular de una empresa. En algunos casos, bastará con tomar promedios sectoriales o modelos de regresión múltiples, en tanto en otros habrá que avanzar desarrollos de mayor elaboración.

Cuando se comparan acciones mediante el ratio PE (Price Earning) respecto del promedio de mercado, se hace una valuación relativa a través de una comparación de corte transversal, es decir un análisis horizontal o entre diversos sectores o firmas comparables en un momento dado del tiempo. En cambio, si se analiza una firma a través de una larga serie de datos históricos, se hace una comparación de serie de tiempo, es decir puede compararse el múltiplo al que transa hoy un índice o una acción respecto al múltiplo al cual solía transarse en el pasado. Es así que una compañía puede parecer barata si cotiza a una relación de 6 veces las ganancias, cuando históricamente lo hizo con un PE de 10, pero para hacer dicha comparación debe asumirse que los **fundamentals** no cambiaron a través del tiempo. Por ejemplo, podría esperarse un PE decreciente y una tasa de crecimiento menor en el futuro para una firma de alto crecimiento a medida que aumenta de tamaño.

Una complicación que se presenta en el cálculo y comparación de múltiplos, está determinada por cambios en las tasas de interés, ya que los mismos afectan el valor de los activos especialmente los de tipo financiero por lo que habrá que recalcular y reajustar los datos de las compañías objeto de la valoración por múltiplos. Si por ejemplo la tasa de interés decrece, el valor de los activos en el mercado aumentará y los indicadores como el PE o el PBV serán mayores que sus datos históricos.

En resumen, lo atractivo de los múltiplos es que son simples y resultan fáciles desde un punto de vista de trabajo operativo. Pueden ser usados para obtener en forma rápida estimaciones de valor de activos y empresas, y son particularmente útiles cuando existe una gran cantidad de empresas comparables que cotizan y el mercado fija los precios correctamente. Tienden a ser más difíciles de emplear para valorar empresas que actúan sin otras comparables en un sector o industria, o con distorsiones relevantes en sus ingresos o tamaño de inversión.

Dado que pragmáticamente no existen dos empresas exactamente similares en términos de riesgo y crecimiento, la definición de empresas comparables es de por sí subjetiva. Por eso, un analista parcializado podría elegir un grupo de empresas comparables para confirmar sus sesgos acerca del valor de una firma. A diferencia del flujo de fondos descontado que posibilita calcular el valor actual neto (VAN)⁰ -y que se presenta como la búsqueda del valor intrínseco o justo-, cuando se hace uso de la valuación relativa el analista confía más en el mercado. Es decir, se asume que, en promedio, el mercado fija correctamente los precios aún cuando comete errores en la fijación de precios de acciones en forma individual. Adicionalmente, también se asume que una comparación de múltiplos nos permite identificar esos errores y que

los mismos se corregirán en el tiempo. Este supuesto de corrección de errores es común al VAN y a la valuación relativa, aún cuando aquellos analistas que usan múltiplos para incorporar acciones a sus carteras argumentan que los errores cometidos al equivocarse en valorar activos individuales en un sector son más notorios y susceptibles de ser corregidos rápidamente.

En síntesis, para realizar una valuación relativa en el que el valor de un activo es comparado con los valores de mercado para activos comparables, se requiere seguir los siguientes pasos:

- Identificar los activos comparables.
- Obtener los valores de mercado de esos activos.
- Convertir los valores de mercado en valores estandarizados, dado que los precios absolutos no pueden ser comparados. Este proceso de estandarización crea múltiplos.
- Comparar el valor estandarizado o múltiplo del activo analizado con los valores estandarizados de activos comparables.
- Tratar de descubrir las diferencias entre las empresas que puedan afectar al múltiplo para juzgar si una firma está sub o sobrevaluada.

En resumen, ¿Qué son los "múltiplos"?

- Son medidas que permiten hacer un cálculo rápido para estimar el valor de una compañía.
- En algunos casos pueden constituir aproximaciones razonables (por ejemplo, empresas de tv por cable, donde la cantidad de abonados es una referencia importante)
- Se habla de "comparables" ya que se establece una comparación (por ejemplo, si en una industria en particular se verifica que el valor de las empresas se corresponde con el múltiplo de alguna categoría, por ejemplo EBITDA). Entonces se multiplica EBITDA por el múltiplo observado en la industria para estimar el valor de una compañía que opera en la misma industria.

2. Tipos de múltiplos

2.1. Múltiplos de Ganancias

La relación Precio/Ganancia, -en inglés a través del indicador Price / Earnings (PE)- es el múltiplo más usado en valuación relativa, dado que es simple de calcular para la mayoría de las acciones y está ampliamente disponible. Este indicador también es empleado como medida relativa de riesgo y retorno en las comparaciones realizadas para estimar si hay sobrevaluación o subvaluación. Por ejemplo, cuando una acción tiene una relación de Precio/Ganancia de 10, quiere decir que si la compañía percibe ganancias anuales de \$1 y el precio de la acción es de \$10, deberían transcurrir 10 años para recuperar la inversión inicial a los precios y ganancias actuales. Como muchos otros indicadores, el PE de una acción es más útil si se lo valora como tendencia, es decir, observando cuál ha sido su trayectoria en el tiempo. El PE de una acción se obtiene dividiendo el valor actual del mercado de la acción por las ganancias divididas por el número de acciones emitidas por la compañía, (fluctúa diariamente con las variaciones de precio que experimenta la acción). También puede ser expresado como la capitalización bursátil (precio de la acción por el número de acciones emitidas) dividida por las ganancias. Por lo general, el PE se calcula tomando en consideración el precio actual, aunque en algunas

oportunidades se toma el precio promedio del año, especialmente si las cotizaciones de las empresas tienen mucha volatilidad. En cuanto al denominador, puede reflejar las ganancias obtenidas durante los últimos 12 meses (últimos 4 balances trimestrales conocidos), lo que en inglés se denomina PE trailing, o bien las ganancias previstas para los próximos 12 meses, el llamado leading PE o PE forward 12 meses.

En las proyecciones de los múltiplos de una empresa, es habitual observar cómo el PE disminuye en años futuros, dado que el analista mantiene fijo el precio de la acción (precio de cierre o de corte al momento de realizar el informe) pero proyecta un crecimiento de ganancias, por lo que el PE disminuye. Esto también es válido para el resto de los múltiplos a medida que el denominador aumenta (ganancias, EBITDA, flujo de caja, etc.). Por ejemplo, una firma que el último año obtuvo utilidades equivalentes a \$50 millones y que cuenta con 10 millones de acciones, resultando una ganancia de \$5 por acción. Si las acciones de esta compañía cotizan en ese momento en el mercado a un precio de \$200, su PE es entonces de 20.

También es posible calcular el PE para años calendario -o año fiscal a futuro si el cierre de balance no es a diciembre-, con ganancias estimadas. Hacia atrás, también puede definirse el PE de años pasados con ganancias ya conocidas, pero para ello se debería tomar un precio promedio del año o un precio al final de ese período para evitar subvaluaciones o sobrevaluaciones de las acciones que podrían originarse por tomar un precio actual. Generalmente, los analistas de mercado -Researchs- construyen índices PE con ganancias a futuro estimadas. ¿De qué sirve al inversionista saber el PE de una acción? Su gran ventaja consiste en que constituye una expresión más confiable del valor de una acción que el precio en el que ésta se cotiza en un momento dado en el mercado, el cual puede estar forzado por factores coyunturales. A fin de precisar si un PE resulta alto o bajo, deben observarse varios factores como la tasa histórica de crecimiento de la empresa y el PE de la acción bajo análisis versus los PE promedio de otras acciones del sector. Así una acción cuyo precio sea de \$15 con una PE de 65 es mucho más cara que otra con un precio de \$90 con un PE de 8.

El ratio de PE aumenta si también lo hace el resultado sobre el patrimonio neto (ROE), ya que los proyectos con alto ROE le otorgan a la firma buenas oportunidades de crecimiento. También se deduce que el PE aumenta para valores de tasa de retención de ganancias más altos siempre y cuando ROE sea mayor al costo de capital de la empresa (K_0). Cuando una empresa tiene buenas oportunidades de inversión, el mercado lo reconocerá con un múltiplo de PE más alto si explota esas oportunidades más agresivamente reteniendo más ganancias para financiar esas oportunidades. Pero el crecimiento de por sí no es el objetivo y lo más deseable: en el cuadro a continuación se observan tasas de crecimiento y ratios de PE para diferentes combinaciones de ROE y tasas de retención de ganancias calculadas con la última ecuación sobre la base de una tasa de descuento $k = 12\%$:

ROE	0,00	0,25	0,50	0,75
Tasa Crecimiento(g)				
10%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
12%	0,00%	3,00%	6,00%	9,00%
14%	0,00%	3,50%	7,00%	10,50%
Ratio de PE				
10%	8,33	7,89	7,14	5,56
12%	8,33	8,33	8,33	8,33
14%	8,33	8,82	10,00	16,67

Aunque el crecimiento siempre aumenta con la tasa de retención (muévase de izquierda a derecha en el panel superior), el PE puede o no hacerlo (panel inferior): cuando el ROE esperado es menor que la tasa de retorno requerida - $K_o = 12\%$ -, los inversores prefieren que las empresas paguen dividendos en lugar de reinvertir las ganancias a una tasa de retorno inadecuada. Cuando el ROE ... K_o , el valor de la firma cae cuando la tasa de retención aumenta y viceversa cuando la firma presenta atractivas oportunidades de inversión, es decir el ROE... k. Cuando ROE = K_o , los inversores son indiferentes y el valor de la firma no se ve alterado (=PE). En síntesis, cuanto mayor sea la tasa de retención, mayor será la tasa de crecimiento, pero una mayor tasa de retención no significa necesariamente un mayor PE.

Problemas en el uso del PE

a) Una estrategia de inversión difundida es la de comparar los PE ratio con la tasa esperada de ganancia para identificar si una firma está sobrevaluada (PE...g) o subvaluada (PE...g). Pero, a priori, no están subvaluadas aquellas empresas que tienen un PE menor a la tasa esperada de crecimiento, si las tasas de interés en ese momento son altas o si la firma posee un alto riesgo medido por su beta. Incluso cuando se tiene un ranking de empresas medidas por su PE, solamente representará una medida de valor relativo si la extensión del período de alto crecimiento es la misma para todas las empresas o si todas las empresas poseen el mismo riesgo. El PE de una firma menos riesgosa será mayor al de una firma riesgosa, siempre con el mismo período de alto crecimiento.

b) Otra comparación que se hace es tomar la serie de PE de un mercado a través del tiempo: como los fundamentals cambian, el PE de un mercado a través del tiempo también debería variar, por lo que debería calcularse el PE teórico en función de las distintas variables en cada punto del tiempo.

c) Otra comparación muy común es tratar de identificar mercados accionarios sub o sobrevaluados en función de los PE por países. En este caso, la comparación del PE de mercado de dos o más países arrojará resultados erróneos si no se toman en cuenta las diferencias en las variables macroeconómicas. Entre ellas, las que explican la mayor parte de las diferencias son la tasa esperada de crecimiento del PBI (directamente proporcional) y especialmente las tasas de interés de corto plazo y especialmente de largo plazo (en sentido inverso), tal como puede apreciarse en el ejemplo de más abajo.

La siguiente tabla nos resume las principales variables macroeconómicas necesarias para calcular el PE del mercado accionario en dos puntos del tiempo, en la que se observa una significativa baja de tasas de interés.

	Momento 1	Momento 2
Tasa Tbond	11,00%	60,00%
Market Premium	5,50%	5,50%
Retorno esperado del mercado	16,50%	11,50%
Inflación esperada	5,00%	4,00%
Crecimiento esperado en el PIB real	3,00%	2,50%
Crecimiento esperado en el PIB nominal	8,00%	6,50%
Payout promedio	50,00%	50,00%
PE teórico	$(0.5 * 1.08) / (0.165 - 0.08)$	$(0.5 * 1.065) / (0.115 - 0.065)$
	6,35	10,65

El PE ratio en el momento 2 será significativamente mayor que el del período 1 debido principalmente a la caída de tasas de interés.

En su versión más amplia, puede construirse un indicador que relacione el rendimiento relativo del mercado accionario con el de bonos ajustados por sus respectivas volatilidades, el cual se denominará RAB (Rendimiento Relativo entre Acciones y Bonos).

Price/Earnings Growth (PEG)

Los analistas y los administradores de fondos de inversión muchas veces comparan los ratios de PE respecto a su tasa de crecimiento para identificar activos sub o sobrevaluados. La tasa de crecimiento usada para computar el PEG debe tener el mismo año base que para el EPS. Entre dos compañías, la tasa de crecimiento debe corresponder al mismo período y debe provenir de la misma fuente (proyecciones de analistas, estimaciones de consenso, etc.). Uno de los problemas con el uso del PEG es que un PE menor a la tasa de crecimiento de la firma no es a priori condición suficiente para determinar que se encuentra subvaluada, ya que solamente lo será si las tasas de interés son altas o si posee un alto riesgo. El analista en la práctica deberá tener en cuenta que cuando las tasas de interés son altas o bien suben, menos compañías resultarán subvaluadas (ver ejemplo en el cuadro de más abajo).

¿Cuáles son las principales variables que afectan al PEG?

* El riesgo (en forma indirecta), que afectan al PE, afecta también al PEG. Las compañías con alto riesgo (medido por el beta de la acción) tienen un PEG muy bajo.

* El payout (en forma directa). Para iguales niveles de riesgo, aquellas firmas que reparten muchos dividendos (alto payout, es decir con un ratio de retención de ganancias muy bajo) transan a valores de PEG muy bajos.

* Por otro lado, el hecho de dividir el PE por el crecimiento esperado no neutraliza los efectos del crecimiento esperado, dado que la relación entre el crecimiento y el valor es compleja y no es lineal: al comienzo desciende abruptamente y luego se va recomponiendo lentamente. Por lo tanto, empresas con crecimiento muy bajo o muy alto (es decir cercano a la media) tenderán a tener un PEG más alto que empresas con PEG cercanos al promedio.

* Las compañías que alcanzan el crecimiento en forma más eficiente, invirtiendo dinero en

proyectos con retornos más altos, tendrán ratios de PEG más altos. Para crear valor para los accionistas, no sólo es necesario maximizar el crecimiento de las ventas u obtener ganancias contables, sino que se debe superar el costo de capital, lo que nos lleva a marcar una diferencia fundamental entre la rentabilidad económica y contable. Desde una perspectiva contable, una empresa es rentable si las ganancias son positivas, pero desde una perspectiva económica, un negocio es rentable y se crea valor para el accionista sólo si el rendimiento sobre el capital excede el costo del capital.

Price/Earnings Relativo

El PE relativo de una firma es el ratio de PE de la firma dividido por el PE del mercado: nuevamente, se requiere que las ganancias sean definidas en forma consistente en el numerador y el denominador (ganancias trailing, forward o de un año en particular), comparándose, en general, el PE relativo a través del tiempo. Este múltiplo está determinado por dos variables. El PE Relativo se incrementará cuando lo haga la tasa de crecimiento de la firma relativa a la del mercado (que a su vez será mayor cuanto mayor sea la tasa de crecimiento del mercado). La segunda variable es el riesgo relativo al mercado, que al aumentar hace bajar el PE Relativo (cuanto más tiempo piense mantener ese nivel de riesgo, menor será el múltiplo). En cambio, los PE Relativos parecen mantenerse invariables respecto a las tasas de crecimiento, lo que les otorga una gran ventaja respecto a los ratios de PE.

2.2. Múltiplos del Valor de la Empresa

Entreprise-Value / EBITDA (EV/EBITDA)

La capitalización bursátil es el valor de mercado del patrimonio neto de una firma. A ella se le agrega el valor de la deuda financiera, es decir toda aquella deuda que devenga intereses como deuda bancaria y emisiones de Obligaciones Negociables tomada a precios de mercado (si las posee) o del último balance conocido, neta de su posición de caja e inversiones de corto plazo (plazos fijos y demás inversiones corrientes). Al sumarlos, se obtiene un valor que debería reflejar las inversiones productivas de la firma, es decir el valor de su activo. La razón por la cual este múltiplo ha pasado a ser uno de los tres más usados junto al PE y P/B, es que puede ser computado aún para empresas que reportan pérdidas netas, ya que generalmente el EBITDA es positivo.

En ciertos sectores que requieren una inversión sustancial en infraestructura y largos períodos de maduración, (como el de las Telecomunicaciones), este múltiplo parece ser más apropiado que el PE. Es un indicador de valuación muy usado en los leveraged-buyouts, en los que el factor clave es el flujo de caja generado por la firma antes de todos los gastos discrecionales. Precisamente, el EBITDA es una medida aproximada del flujo de caja obtenido de su normal operatoria que puede avalar el pago de intereses e impuestos, al menos en el corto plazo. Al mirar los flujos de caja antes de los gastos de capital, se obtiene una mejor estimación del "valor óptimo", especialmente si los mismos no son acertados u obtienen un retorno inferior al nivel normal.

Este múltiplo varía mucho entre sectores y mercados, dependiendo del:

* Grado de intensidad en el uso del capital: las empresas que poseen un uso más intensivo del capital tenderán a tener un EV/EBITDA más bajo. Lo mismo se aplica a aquellas empresas que

requieren de mucha reinversión para mantener la empresa en marcha y crear valor.

- * Costo de capital: un alto costo de capital provocan un menor EV/EBITDA.

- * Crecimiento esperado del sector: las empresas pertenecientes a sectores de alto crecimiento tenderán a tener un mayor múltiplo.

Entreprise-Value/EBIT: A diferencia del EV/EBITDA, al tomar en cuenta el resultado operativo (EBIT) se incluye la amortización y las depreciaciones en el denominador, por lo que el indicador será menor. Es menos usado que el anterior debido a que no logra despojarse del efecto diferencial de las amortizaciones sobre su estructura de resultados.

Entreprise-Value/Cash-Flow (EV/Flujos de Caja): Este indicador es aún más acertado que el EV/EBITDA para determinar la capacidad de pago de una empresa dado que refleja la valuación de mercado de la empresa en relación al verdadero flujo de caja (el EBITDA es solo una Proxy del flujo de caja).

2.3. Múltiplos de Valor Libros

Price-to-Book Value (PBV): Precio/Valor Libro es el ratio que compara el valor del capital accionario en el mercado respecto al valor libro del mismo, es decir, en la hoja de balance. Para ser consistente, tanto en el numerador como en el denominador se deben consignar las mismas clases de acciones: se toman solamente las acciones comunes emitidas y con cotización pública, o bien todas las acciones comunes si hay más de una clase (con y sin cotización). El Valor Libro de una empresa se refiere al Patrimonio Neto, es decir, la diferencia entre el valor contable de los activos y el de los pasivos. Se trata de una medida muy influenciada por convenciones contables, ya que el valor libros del Patrimonio Neto representa la perspectiva del costo de las inversiones de la empresa menos el valor de la deuda usada para financiarlas, o sea, el valor de las acciones y las ganancias retenidas usadas para financiar las inversiones. Visto desde otra perspectiva, el valor libros del PN representa la perspectiva del contador, mientras que el valor de mercado, que corresponde al juicio de los futuros rendimientos generados por los activos que tiene la empresa y por las inversiones que se esperan se realicen en el futuro, representa la perspectiva del inversor. El PBV puede ser visto como una buena medida del valor creado por la empresa para sus accionistas porque es igual al valor presente de los pesos que esperan recibir los accionistas por cada dólar que ellos invierten en el negocio.

El valor de mercado refleja asimismo el valor llave y el poder de marca que el patrimonio neto no lleva incorporado, es decir, cuánto más uno tiene que pagar en el mercado por sobre el valor libros para adueñarse de una pequeña parte de la empresa. El PBV de una firma estable es determinada por el diferencial entre el retorno sobre el capital accionario y la tasa de retorno requerida de sus proyectos. Teniendo una relación indirecta, el beta tiene asimismo un rol importante a la hora de valuar una empresa por su PBV, dado que a mayor riesgo menor precio de mercado.

Entreprise-Value/Book Value of Assets (EV/Valor libro de los activos): Así como se vio anteriormente el PBV, que es un múltiplo del capital accionario, se puede construir el múltiplo para todos los activos de una firma, incorporando los pasivos:

EV / BV de los activos

Entreprise-Value/Replacement Cost (EV/Costo de Reemplazo, o Q de Tobin): este es otro de los indicadores que toma en cuenta el Enterprise Value en el numerador y el valor de los activos en el denominador. La diferencia es que en el denominador se toman las cifras expresadas a valores de mercado (las que posean cotización tanto del lado del capital accionario como de las deudas) que conforman el Costo de Reemplazo.

2.4. Múltiplos de Ventas

Price/Sales (PS): Este múltiplo se construye a partir de la capitalización bursátil, dividida por las ventas -o ingresos- totales (o bien el precio de la acción dividido por los ingresos por acción). El mismo es internamente a la firma inconsistente dado que pueden existir diferencias en el grado de apalancamiento financiero entre empresas que no puedan ser consideradas comparables, algo a tener en cuenta a la hora de utilizarlo. Otra desventaja es que puede producir resultados engañosos dada su estabilidad, especialmente para empresas con problemas de control de costos: aunque no caigan las ventas en el tiempo, la empresa puede estar sufriendo una caída de los márgenes.

Sin embargo, en la práctica el PS es de utilidad:

- * para analizar empresas que poseen pérdidas en su estado de resultados (reemplaza en este caso a los múltiplos de ganancias como el PE),

- * es más confiable que el PE o el PBV ya que las ventas son más difíciles de manipular,

- * otra ventaja para su uso es que es menos volátil que la relación PE y por lo tanto sería más confiable para analizar empresas cíclicas,

- * finalmente, sirve para analizar los cambios en la política corporativa, especialmente en la política de precios y su impacto sobre los márgenes de ganancias.

El determinante clave en el PS es el Margen de Utilidad/Ganancia Neta. Aquellas empresas que están involucradas en negocios con altos márgenes de ganancias se deberían vender a altos ratios de PS. Una caída del Margen de Utilidad Neta reduce en primer lugar el PS directamente, e indirectamente a través de un probable menor crecimiento y por lo tanto un menor PS.

Para una empresa con un período inicial de alto crecimiento y otro más estable a largo plazo, se aplica la fórmula del DDM de dos etapas.

Un caso especial se da en el caso de las empresas de Internet. Estas empresas cotizan en función de márgenes de utilidad neta esperados y no actuales. Una regresión de PS respecto a los valores actuales dará un R² muy bajo. Además, al tratarse de un sector que incluye a empresas de e-commerce (retailers), productores de software, publicistas y compañías de servicios, está vagamente definido y los múltiplos deben usarse con precaución. Las diferencias en múltiplos para compañías que derivan casi todo su valor del crecimiento esperado y no actual son explicadas de mejor manera mirando variables que a primera vista están correlacionadas con el futuro crecimiento antes que las ganancias actuales o flujos de caja.

Entreprise-Value/Sales (VS, EV/Ventas): El valor de la firma puede ser escrito como una función del margen operativo después de impuestos ($EBIT(1-t) / Ventas$), siendo g su tasa de crecimiento para los primeros n años y g_n la tasa de crecimiento estable de ahí en más, y

WACC el costo de capital promedio ponderado de la firma. Una de las críticas a la valuación tradicional es que no contempla el valor de las marcas y de otros activos intangibles. La mayoría de los analistas las valúan en forma ad-hoc y pueden sub o sobrestimar considerablemente su valor. Uno de los beneficios de tener una marca reconocida y respetada es que una firma puede cargar precios más altos sobre un producto idéntico (genérico), lo cual eleva los márgenes de beneficios y por lo tanto del valor de la firma y del ratio VS. Cuanto mayor sea el premium en el precio que la firma pueda cargar, mayor será el valor de la marca.

2.5. Múltiplos Específicos por Sector

Los múltiplos descriptos anteriormente pueden ser aplicados prácticamente a toda clase de compañía. Algunas excepciones se dan, como es el caso de la no utilización de múltiplos de EBITDA para el sector bancario debido a la distorsión operativa que presentan y que suelen compararse a través de múltiplos de PBV o de indicadores más específicos como el Margen de Intereses Neto. Pero en muchos sectores existen Múltiplos Específicos. A modo de ejemplo, el Precio/Megawatt Horario Generado o Precio/Megawatt Horario Vendido es muy utilizado en el caso de las empresas eléctricas. En los mercados emergentes, el inversor ha priorizado las acciones de crecimiento antes que de valor o un ingreso asegurado a través del retorno por dividendos, pero este último indicador es muy tenido en cuenta cuando se comparan empresas de sectores relativamente estables y con un flujo de caja predecible (aunque estacional) como es el caso del sector eléctrico y gasífero, o bien un flujo de caja predecible no estacional como las concesiones de autopistas, las empresas de tabaco o aquellas con mercados cautivos (concesión de un servicio público en base a un alto cargo fijo como en el caso del suministro del agua corriente).

Valuación Relativa en la práctica

Los analistas del mercado pueden tomar dos caminos diferentes a la hora de trabajar con múltiplos. El primer método consiste en construir su propio listado de empresas y calcular esos múltiplos para luego compararlos, con la desventaja de tomarse la molestia de realizar la búsqueda de empresas comparables y calcular esos datos. El ejemplo de más abajo se construyó para una firma de software para computadoras.

Ejemplo de comparación de una acción a través de un múltiplo

Aquel que quiera comparar una acción a través de un múltiplo puede seguir el siguiente esquema descriptivo y analítico:

¿Cuál es el promedio para ese múltiplo?

A modo de ejemplo, supongamos que un analista debe valorar una Oferta Pública de Acciones (OPA, o en inglés IPO) de una firma que produce software para computadoras. Usted identificó el PE de otras empresas que manufacturan programas, cuyos múltiplos al día 10 de enero de 2010 eran los siguientes:

Firma	Múltiplo de PE
Novell	121,50
Microsoft	38,93
Oracle	35,11
Adobe Systems	31,22
Acclaim Entertainment	23,86
Accrue Software	23,08
Autodesk	18,97
Image Software	5,70
PE promedio (no ponderado)	33,15

Mientras el PE promedio simple usando todos los múltiplos es 33,1, puede ser cambiado

sustancialmente sacando algunas empresas de la muestra. Por ejemplo, si las dos empresas con los ratios PE más bajos son eliminadas, el PE promedio se eleva a 45,6, y si se eliminan las dos empresas con los ratios PE más altos, el PE promedio se reduce a 22,9.

Es importante mencionar que un mejor método para promediar los PE surge de ponderarlos por alguna variable que indique el peso de cada firma, como puede ser la capitalización bursátil o el floating de acciones de libre disponibilidad en el mercado. De no ser así, y si no se sacan empresas de la muestra, se corre el riesgo de sesgar el promedio hacia arriba si una empresa de menor tamaño relativo posee un alto PE, como es el caso de Novell en nuestro ejemplo, o hacia abajo como es el caso de Image Software.

En lugar del promedio, el analista puede utilizar la mediana como un valor promedio más acertado como punto de comparación dado que se trata del valor central de la muestra de empresas, correspondiente a una firma en particular.

¿Cuál es la desviación estándar para ese múltiplo?

Muestra la dispersión de los valores alrededor de la media. Cuanto más disperso sea el universo, más difícil se tornará la valuación porque menos homogénea resultará la muestra y será necesario encontrar los motivos de tal dispersión para poder adivinar donde se ubicará la empresa que se compara. Otra pregunta a hacerse es cuán distanciados se encuentran los valores extremos de la distribución. Como ya se mencionó anteriormente, la solución más obvia es descartarlos. Pero si éstos se encuentran concentrados sobre un solo lado de la distribución puede llevar a una estimación sesgada de la media.

¿Cuál es la valuación relativa del sector?

Otro problema que surge al usar múltiplos basados en empresas comparables es que incorpora errores que el mercado pueda llegar a hacer valuando esas empresas: si el mercado ha sobrevaluado todas las empresas que producen software para computadoras, el PE promedio de esas empresas para valorar una acción para un IPO llevará a una sobrevaluación de esa compañía. El DCF, en cambio, se basa en tasas de crecimientos y flujos de caja específicos de la firma, y está menos expuesta a los errores de mercado en materia de valuación.

¿Cómo ha cambiado el múltiplo en el tiempo?

Este es un análisis de tipo serie de tiempo en el que puede inferirse si la empresa se encuentra cara o barata respecto a su historia. Un análisis muy común es el de trazar la media y sumarle y restarle un desvío estándar para ver en qué punto dentro o fuera de las bandas se encuentra.

¿Cuáles son los fundamentals que determinan y conducen estos múltiplos?

Incorporado en cada múltiplo, se encuentran todas las variables que hacen a la valuación por DCF, es decir crecimiento, riesgo y flujos de caja. Por lo tanto, usando un simple modelo de DCF y mediante una simple álgebra, se debería poder encontrar los fundamentals que determinan a un múltiplo.

Pero la relación entre un fundamental (como el crecimiento) y un múltiplo (como PE) es raramente lineal. Por ejemplo, si la firma A tiene una tasa de crecimiento que duplica la tasa de crecimiento de la firma B, generalmente no cotizará al doble de PE. Por lo tanto, es imposible

comparar adecuadamente dos o más empresas en base a un múltiplo si no se conoce la naturaleza de la relación entre los fundamentals y el múltiplo.

¿Qué es una firma comparable?

Aunque el análisis tradicional se basa en la premisa que empresas de un mismo sector son comparables, la teoría de valuación sugiere que una firma comparable es aquella similar a la firma que se está analizando en términos de fundamentals. Por lo tanto no hay razón por la cual una firma no pueda ser comparada con otra firma con un negocio totalmente diferente, si las dos empresas tienen el mismo riesgo, tasa de crecimiento y flujos de caja. Pero entonces, dada las empresas de un mismo sector que se quieren comparar, ¿cómo se ajustan las diferencias entre empresas en base a sus fundamentals? Lamentablemente es imposible encontrar una firma exactamente idéntica a la que se está valuando, por lo que habrá que resignarse a encontrar una firma exactamente comparable.

¿Qué múltiplo debería utilizar?

Se ha presentado una variedad de múltiplos en el que algunos se basan en las ganancias, otros en los valores libro y otros en los ingresos. Para algunos múltiplos se usaron valores corrientes y para otros se usaron valores forward o estimados. Dado que los valores que se obtienen son diferentes en cada caso, la decisión de qué múltiplo usar puede influir en la estimación de valor. Uno siempre puede usar el múltiplo que mejor se adapta a cada caso. Si Ud. trata de vender una compañía, usará el múltiplo que le dará el valor más alto para su compañía, y viceversa si trata de comprarla. Aunque esta práctica se acerca más a la manipulación que a la valuación, es una práctica bastante común. Aunque no piense usarla, puede cubrirse para no ser víctima de ella al tener un papel más activo en la valuación, no dejando al analista elegir el múltiplo ni la muestra de empresas comparables y siempre cotejando los resultados con otros múltiplos. Otra manera de valorar una compañía es utilizando toda la gama de múltiplos a mano para su recomendación final. Puede presentarse el rango de valores de una firma o de precios de sus acciones, ordenados de menor a mayor en función de los valores de los múltiplos. El problema con ese enfoque es que el rango es generalmente demasiado amplio y no sirve por lo tanto para tomar una decisión. Otra manera sería la de promediarlos: aunque este enfoque tiene la virtud de la simpleza, le otorga la misma ponderación a todos los múltiplos cuando algunos son más útiles que otros. Finalmente, lo más recomendable es hacer un promedio ponderado en base a la precisión de la estimación, fijándose el ponderador en forma subjetiva o estadística.

¿Pero cuál es el mejor múltiplo para cada empresa?

Usando el enfoque fundamentalista, se debería considerar la variable que se encuentra más correlacionada con el valor de la firma. Por ejemplo, las ganancias están mucho más correlacionadas con el valor en productos de consumos masivos que en compañías tecnológicas, por lo que debería usarse el PE para las primeras. Bajo el enfoque estadístico, pueden correrse regresiones de cada múltiplo con los factores fundamentales que afectan el valor del múltiplo y usar el R-cuadrado de la regresión para ver si es útil o no para el sector. Otra manera de trabajar para elegir el mejor múltiplo para cada empresa sería la de utilizar el enfoque convencional, en el cual los múltiplos que más se usan según por sectores se detallan

en el cuadro de más abajo:

SECTOR	MÚLTIPLO UTILIZADO	COMENTARIOS
Manufacturas cíclicas	PE, PE relativo	Muchas veces con ganancias normalizadas
Alta Tecnología, Alto crecimiento	PEG	Grandes diferencias en crecimiento entre empresas hace que la comparación por PE sea difícil.
Alto Crecimiento, Pérdidas netas	PS, VS	Asumir que los márgenes esperados serán positivos.
Infraestructura	EV/EBITDA	Empresas del sector tienen pérdidas en los primeros años y las ganancias pueden variar de acuerdo al método de depreciación.
REIT	P/C F	Restricciones a la política de inversión y grandes cargos por depreciación hacen que los flujos de caja sean una mejor medida que las ganancias.
Servicios Financieros	P/B	Valor libros relativo al mercado.
Comercio Minorista	PS, VS	PS Si el endeudamiento es similar entre empresas y VS si el endeudamiento es diferente.

En un mundo ideal, los tres enfoques deberían converger, es decir que el fundamental que mejor explica el valor también debería ser aquel con el mayor R-cuadrado y el múltiplo convencional usado para el sector, aunque en la práctica no se de.

¿Comparo contra el mercado o contra el sector?

En la mayoría de las valuaciones relativas, se valúa una firma en relación a otras empresas en el sector o segmento de negocios en la que opera y se responde a la siguiente pregunta: dada la valuación de las demás empresas comparables, ¿la firma bajo análisis está sub o sobrevaluada? También puede compararse con empresas que se parecen en términos de tamaño o mercado al que proveen y, en un sentido más amplio, respecto al mercado en general. En este último caso la pregunta es si nuestra empresa está sub o sobrevaluada dada la valuación de las demás empresas del mercado. Una firma puede estar subvaluada respecto a su sector pero sobrevaluada respecto al mercado (o viceversa) si el sector entero está mal valuado.

En primer lugar, la decisión respecto a qué comparar deberá tomarse en función de si las diferencias entre empresas serán controladas posteriormente en forma subjetiva, caso en el que la comparación respecto al sector es la más recomendada. Si las diferencias serán controladas estadísticamente a través de una regresión debería compararse respecto al mercado. En segundo lugar, depende del grado de precisión que se quiere llevar a cabo, siendo la comparación por sector la más adecuada si quiere estar muy enfocado en un determinado negocio.

Si Ud. es un inversor, puede valorar una firma usando múltiplos y un DCF. Lo óptimo sería que el resultado sea coincidente y se decida a comprar la compañía si se encontrara subvaluada por ambos métodos, por lo que se adueñaría de las correcciones de mercado a través del tiempo (es así como se gana dinero basándose en la valuación por DCF) y entre empresas. En la

práctica, es importante saber exactamente cómo un múltiplo es definido ya que existen diferentes maneras de hacerlo, por lo que si se usan múltiplos elaborados por otras personas hay que saber cómo han sido estimados y entender la naturaleza del múltiplo, saber qué es lo que se compara. Pero además muchas personas que se valen de múltiplos no saben cómo hacer una comparación de corte transversal adecuada, por lo que no podrán juzgar correctamente si una empresa está cara o barata. Definir la muestra de empresas comparables a veces se torna en la tarea más difícil dado que hay que encontrar empresas de similares características en diversos aspectos. Si el mercado es chico o la empresa elabora productos muy específicos, las dificultades aumentan. Finalmente, descubrir las diferencias entre las empresas para encontrar el por qué de una importante diferencia de un múltiplo entre empresas es una tarea mucho más ardua en la práctica que en la teoría.

3. ¿Qué significa valorar una empresa?

El gran movimiento que existe hoy en el mercado de fusiones y adquisiciones de empresas impulsa a que cada vez sea más importante para el empresario conocer cuál es el valor de su negocio, entendiendo por tal cuál sería un valor que permitiera arribar a una negociación entre dos partes, que tuviera bases que pudieran considerarse serias. Más aún, en el contexto que hoy se desarrollan los negocios, el proceso de planeamiento estratégico de una empresa debería, antes de implantar sus acciones, evaluar el impacto que estas decisiones tendrán sobre el valor de su patrimonio o, en otras palabras, como lo afectará o en cuánto se modificará su valuación. Conocer dicho valor y entender qué lo determina es un tema fundamental cuando se trata de identificar el precio razonable en una adquisición o venta de una compañía, o cuando se trata de una toma de decisiones relacionada con el análisis de una inversión, o cuando se debe analizar la situación financiera de una empresa. En estos tres casos, la valuación cumple distintos papeles y tiene diferentes objetivos.

El primero de ellos se refiere a que la valuación resulta un análisis fundamental en un proyecto de adquisición o venta de un negocio. Es por ello que es un elemento clave en la negociación de las partes. Dicho valor representa aquél que podría aceptar todo inversor, conecedor del negocio y del contexto, preocupado por sus intereses, pero movido exclusivamente por un propósito de inversión capitalista. Por otro lado, su objetividad ignora la identidad del posible inversor y cualquier otra motivación que éste pudiera tener.

El segundo papel mencionado, es el del análisis del valor de efectuar determinada inversión. De esta manera, su importancia se concentra en detectar una sobre o subvaluación de la inversión y aislar unidades de negocios del valor total de la empresa.

El tercer papel, dentro del análisis de las finanzas de una compañía, se relaciona con el valor de la empresa y su vinculación con las decisiones que se toman en ella, teniendo la Dirección una herramienta clave para tomar decisiones de crecimiento y sensibilizar cualquier reestructuración financiera.

La técnica de valuación por múltiplos es atractiva por la simplicidad y la rapidez de su uso. Se trata de establecer relaciones numéricas a fin de determinar que el valor de la empresa representa "una x cantidad de veces" algo. Como mencionáramos, los múltiplos más comúnmente utilizados en nuestro país y en el exterior son: la relación precio / ganancia ("price

earning"), precio/ valor de libros ("price to book value"), precio/ventas ("price to sales"), Precio/EBITDA.

Precio significa el valor de cotización de la acción en la bolsa o mercado de valores respectivo, de empresas similares (a la que estamos valuando) del mismo ramo o actividad y con similares características; o el precio de venta alcanzado en una transacción de similares características. Ganancias o utilidades son las generadas por la propia empresa y el valor de libros es el valor del patrimonio neto de la empresa en cuestión o de otra análoga.

Requisitos para su aplicación:

Para la aplicación de esta técnica, consideramos como requisitos casi indispensables, los siguientes:

- * Empresas de características similares que coticen en mercados de capitales.
- * Transacciones de características similares.
- * Deben tener resultados positivos.
- * Sean empresas del mismo país y de la misma industria.
- * Las acciones de empresas que coticen deben ser razonablemente líquidas, es decir que el volumen de acciones que se compran y venden, sea considerable.
- * Las comparaciones se deben hacer para iguales cierres o cortes de balance.
- * Las empresas deben aplicar normas contables similares.

Ejemplo con las limitaciones a este método

El gráfico que se presenta seguidamente, muestra la valuación por diferentes múltiplos de 9 empresas automotrices en seis países distintos. El resultado al que se llega, nos demuestra que los múltiplos resultan diferentes a lo largo de los distintos países, debido principalmente a la diferencia de principios contables generalmente aceptados.

Múltiplo Precio/Valor Libros

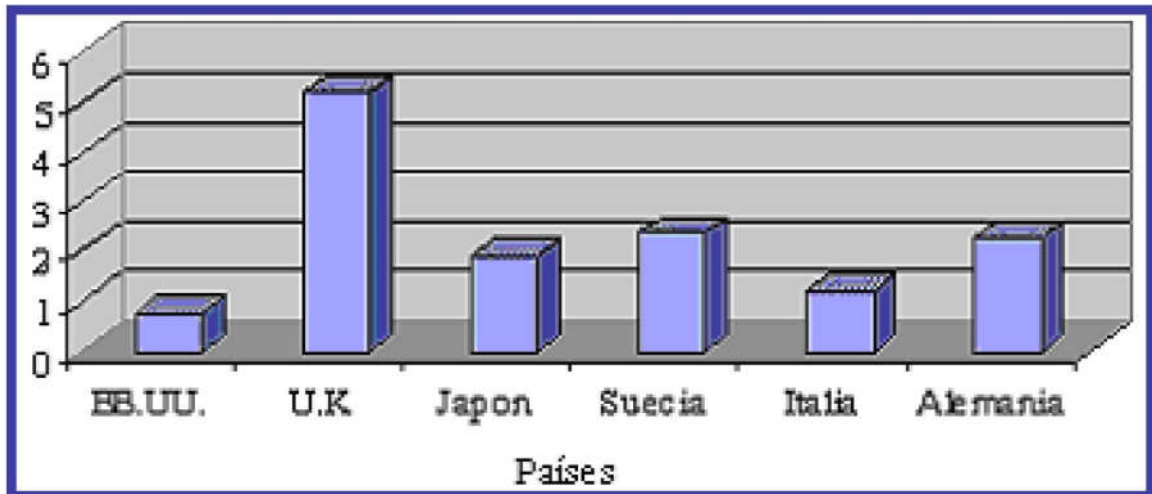


Figura 1. Fuente: Monitor Company Inc. 1998.

Adicionalmente a las limitaciones enumeradas anteriormente, existen ciertos elementos que tornan poco significativo el uso de determinados múltiplos bajo determinadas circunstancias. Uno de ellos resulta la poca relevancia del ratio "precio/valor de libros" para las empresas que brindan servicios ya que no cuentan con un nivel significativo de activos fijos. La relación "Precio/Ventas", aunque tiene una gran ventaja que es su estabilidad frente a la alta volatilidad que pueden sufrir los resultados y el valor libros de una empresa, padece el gran defecto de no poder medir las diferencias de valuación ante empresas con distintos niveles de costos y márgenes, es decir que no tiene en cuenta la eficiencia en la utilización de los recursos. En síntesis, este rápido y simple método de valuación tiene una restricción muy grande en su aplicación. En Argentina, el efecto se ve potenciado ya que no existe un mercado de capitales amplio, líquido, con importante volumen de transacciones, donde las empresas que coticen sean representativas a los diversos sectores económicos. Adicionalmente, no existen numerosas transacciones que podríamos catalogar de "similares" para la aplicación del método.

La aplicación de múltiplos vigentes de otros países puede inducir a errores muy serios ya que en ellos juegan factores macro y microeconómicos que no son necesariamente aplicables al mercado y empresas argentinas (riesgo país, volumen de mercado, diferencia en principios contables, etc.).

MÚLTIPLOS MÁS CONOCIDOS

PRICE EARNING RATIO: resulta de dividir el precio de la acción por el beneficio por acción (o el precio de todas las acciones por el beneficio neto total:

$$\text{PER} = \text{Price earning} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

INTERPRETACIÓN DEL PRICE EARNING

Frecuentemente se lo interpreta como la cantidad de veces que la ganancia contable cabe dentro del precio de la acción (cuántas ganancias estamos dispuestos a pagar por las acciones de la cía)

Indica el múltiplo sobre el beneficio al que el mercado valora las acciones de una empresa.

Puede interpretarse como una medida de la calidad y aprecio que los inversores tienen por el beneficio de la firma

FACTORES

Este aprecio depende fundamentalmente de las expectativas que el mercado tiene de la empresa en cuanto a:

- * Crecimiento
- * Rentabilidad
- * Riesgo
- * El PER es una de las referencias dominantes en los mercados bursátiles.
- * Es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado como es la cotización, con una puramente contable como es el beneficio.
- * A veces se dice que el PER toma como referencia el beneficio por acción previsto para el año próximo, o la media del beneficio por acción de los últimos años.

Ventajas	Desventajas
Simple de calcular y ampliamente disponible para empresas de capital abierto. Facilita las comparaciones entre acciones.	Supone que se elimina la necesidad de hacer hipótesis sobre riesgo, crecimiento y dividendos.
Relaciona el precio que se paga por los beneficios actuales.	Supone que refleja mejor los humores y percepciones del mercado.
Sustituto de otras características de la firma, incluyendo riesgo, rendimiento y crecimiento.	Puede ser influenciado por las convenciones contables, a partir del cálculo del beneficio.

RELACION ENTRE EL PRICE EARNING, ROE Y G:

Si el valor de las acciones responde al flujo de fondos descontado (como la teoría financiera lo afirma y lo corrobora la evidencia empírica), puede establecerse claramente una relación entre el price earning, el ROE y el crecimiento.

Si el valor de la firma responde al DCF, para incrementar el price earning son necesarias dos condiciones:

1. Que el rendimiento supere el costo del capital
2. Crecimiento

4. Factores que influyen en el PER

Si aumenta...	Efecto en el PER
ROE	Aumenta
ke	Disminuye
Riesgo de la firma	Disminuye
Crecimiento de la firma	Si ROE > ke, aumenta
	Si ROE = ke, no cambia
	Si ROE < ke, disminuye

CÓMO ESTIMAR LA TASA DE CRECIMIENTO:

Básicamente, existen dos formas:

1. Calcular una tasa de crecimiento en base a una corriente de dividendos histórica
2. Multiplicando el ROE por la tasa de retención de beneficios que evidencia la compañía

$$\text{Tasa de reparto (dividend payout ratio)} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Tasa de retención = (1- tasa de reparto)

$g = \text{ROE} \times \text{Tasa de retención}$

La fórmula ROE x tasa de retención es válida si los costos y gastos se mantienen alineados como porcentajes de las ventas y si la firma mantiene su payout más o menos constante:

Para aumentar el valor de mercado de las acciones, no alcanza con retener beneficios, también la rentabilidad de las inversiones debe superar el costo de los recursos.

Del mismo modo, no alcanza con un ROE elevado para tener un PER alto si no hay crecimiento. El crecimiento esperado de la empresa (g) es el crecimiento de los beneficios y los dividendos.

El índice precio/ventas puede ser relacionado a las mismas categorías que intervienen en el DCF y el PER, como crecimiento, payout y riesgo. Por ejemplo, si reformulamos la fórmula de Gordon para expresar los dividendos como el producto del payout por los beneficios por acción, y éstos a su vez como el porcentaje de utilidad sobre ventas por las ventas, tenemos:

$$MV = \frac{DIV}{KE - G} = \frac{BPA \times P}{KE - G} = \frac{VENTAS \times \%UTILIDAD\ S/VENTAS \times P}{KE - G}$$

Pasando términos, observamos que el PV es una función creciente de la utilidad sobre ventas, de la tasa de reparto y de la tasa de crecimiento, siendo a la vez una función decreciente del riesgo de la empresa.

$$P = \frac{P}{VENTAS} = \frac{\%UTILIDAD\ S/VENTAS \times P}{KE - G}$$

Consiste en multiplicar las ventas anuales de la firma por un múltiplo de ventas.

Como benchmark puede utilizarse un múltiplo de referencia de empresas del mismo sector.

Ventajas	Desventajas
<p>Las ventas son más difíciles de manipular.</p> <p>Puede usarse aún si hay resultados negativos.</p> <p>Menor volatilidad que el price Earning.</p>	<p>No refleja la capacidad de control de costos y márgenes de ganancias.</p>

MARKET VALUE / BOOK VALUE (MV /BV)

El índice puede ser relacionado con las mismas categorías que intervienen en el DCF y el PER, como crecimiento, payout y riesgo.

Siendo $g = ROE (1-p)$, luego p es igual a:

$$P = ROE - G$$

ROE

Si el MV es igual al valor presente de los dividendos:

$$MV = \frac{DIV}{KE-G} = \frac{BPA \times P}{KE-G} = \frac{BV \times ROE \times P}{KE-G}$$

Sustituyendo p en la ecuación anterior y simplificando:

$$\frac{MV}{BV} = \frac{BV \times ROE (ROE - G)}{BV (KE - G) ROE} = \frac{ROE - G}{KE - G}$$

De esta expresión se deduce que si $ROE > ke$, entonces el valor de mercado de las acciones superará su valor contable y viceversa. La ventaja de esta fórmula es que puede darnos una pista para empresas que no pagan dividendos. La relación entre el valor de libros y el valor de mercado de la acción siempre ha llamado la atención de los inversores. A veces suele verse como un punto de referencia. El valor de mercado de un activo debería reflejar su capacidad de producir flujos de caja futuros.

Ventajas	Desventajas
Referencia relativamente estable. Facilita comparaciones entre empresas. Puede utilizarse aún con resultados negativos.	Son afectados por las decisiones contables y éstas puede variar entre empresas. Su valor es negativo cuando el patrimonio neto es negativo.

Q DE TOBIN (TOBIN'S Q RATIO):

$$Q = \frac{\text{Valor de mercado de los activos}}{\text{Costo de reposición de los activos}}$$

Este índice compara el valor de mercado de los activos (el valor de mercado de la deuda y de las acciones) con lo que costaría reponer dichos activos (no al que figuran en la contabilidad)

Tobin sostiene que las empresas tienen un incentivo para invertir cuando $q > 1$ y dejan de invertir cuando desciende a 1 o inclusive queda por debajo de 1

MÚLTIPLOS Y EL VALOR DE LA CIA

Múltiplo	Valor de la Firma
Price/EBIT	Múltiplo x EBIT
Price/EBITDA	Múltiplo x EBITDA
Price/OCF (operative cash flow)	Múltiplo x OCF
Price/Book Value	Múltiplo x Book Value

INDICADORES QUE SUELEN MIRARSE:

Factor	Ranking (indica la dirección para un favorable rating del mercado accionario)
Crecimiento de ganancias por acción	Rápida
Price earning (PER)	Bajo
PER relativo a su propia historia	Bajo
Rendimiento	Alto
Rendimiento relativo a su propia historia	Alto
Rendimiento bono/ratio de dividend yield	Bajo relativo a su propia historia
Rendimiento bono relativo a rendimiento de ganancias	Bajo relativo a su propia historia
Tendencia de tasas de interés y rendimiento de bonos	Para abajo
Rendimiento relativo a los rendimientos mundiales	Alto relativo a su historia
PER relativo al PER mundial	Bajo relativo a su historia
"Precio del riesgo" de las acciones	Alto
Fase del ciclo económico	Fin de una recesión; crecimiento incipiente
Tendencia de la moneda	Fuerte
Crecimiento potencial de largo plazo	Alto
Pronóstico de escenario	Crecimiento y baja inflación
Situación política	Falta de incertidumbre; gobierno pro-mercado

UN "SCREEN" BASADO EN 6 CRITERIOS

Value: buscar cías que se venden por debajo de sus múltiplos promedio (P/E, EV/EBITDA y P/BV)

Income: buscar cías que prometen dividendos por encima del promedio, y que pueden mantener una política de dividendos aún en condiciones adversas (el ratio FCF yield/dividend yield ratio puede sugerir que la cía tiene espacio para mantener los dividendos aún en condiciones adversas)

Leverage: buscar cías que generan FCF más alto y tienen bajos ratios Deuda/Equity

Market conditions: alta liquidez (volumen negociado en los últimos 6 meses) y bajos betas

Fundamentals y Macro Score: fundamentals del sector en el país en particular

Los indicadores luego son analizados y finalmente es recomendada una estrategia.

Stock	Country	Sector	P/E	EV/EBITDA	P/BV	DY	FCF/DY	EBITDA Growth	D/E	Liq.	Beta	ML Rating	Sector/Macro opinion
Petrobrás	Argentina	Oil/Gas	11,6	6,8	1,2	-	-	1,7	121	4,5	0,5	C-2-9	Posit
Petrobrás	Brasil	Oil/Gas	5,3	6,8	1,4	6,1	1,9	5,9	27,6	53,6	1,2	C-1-8	Posit
CBD	Brasil	Retailing	17	17,2	1,3	1,1	10,8	40,3	38	3,9	1,2	C-2-7	Posit
Ambev	Brasil	Beverage	13	7,6	1	3,6	4	15,8	27	11	1	C-1-7	Posit
CANTV	Venezuela	Telecom.	16,9	2,9	0,9	18	1,3	1,3	- 16,2	4,1	0,3	C-1-8	Negat

Los múltiplos observados en el mercado no necesariamente responden a la relación PV Equity Cash Flow=Equity Market Value (aunque sí existe evidencia empírica que apoya esta relación).

6. CONCLUSIONES

El método de valuación por múltiplos nos permite estimar el valor de un negocio por comparación de sus resultados con negocios de similares características. Por esta razón este método se puede aplicar en aquellas empresas las cuales puedan ser comparadas con otras compañías que sean del mismo sector industrial.

El valor de la empresa surgirá por la comparación con las transacciones que se realizan con acciones que cotizan en algún mercado financiero abierto (ejemplo: la bolsa de comercio).

Para poder aplicar esta técnica, consideramos como requisitos casi indispensables los siguientes:

- * Empresas de características similares que coticen en mercados de capitales.
- * Transacciones de características similares.
- * Deben tener resultados positivos.
- * Sean empresas del mismo país e industria
- * Las acciones de empresas que coticen deben ser razonablemente liquidas, es decir, que el volumen de acciones que se compran y venden sean considerables.
- * Las comparaciones se deben hacer para iguales cierres de balance.
- * Las empresas deben aplicar normas contables similares.

Finalmente, podemos señalar que la aplicación de este método en nuestro país se ve algo limitado debido a que no existe un mercado de capitales amplio, liquido, y con importante volumen de transacciones, donde las empresas que coticen sean representativas a los diversos sectores económicos, Además no existen numerosas transacciones que podríamos catalogar de "similares" para la aplicación del método.

Es importante, además, tener muy en cuenta los factores micro y macroeconómicos (riesgo país, volumen de mercado, diferencia de principios contables, etc.), ya que de no ser así se puede inducir a errores muy serios.

7. Fuentes bibliográficas

- * Valoración de Empresas. Pablo Fernández. Editorial Gestión 2000. 3ra Edición Madrid
- * Finanzas Corporativas. Guillermo López Dumrauf- Editorial Guía. Buenos Aires.

- * http://www.cema.edu.ar/~gl24/Slides/Valuacion_por_comparables.pdf
- * <http://www.scotiainverlat.com.mx/resources/PDFs/ERrelevante/2003/gfinbur150703.pdf>
- * <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- * www.mfe.com.ar/AnalSect/Not290300AcerosLatam.asp
- * www.iamc.sba.com.ar/informes/Capacitacion/Valuación%20de%20una%20pyme.pdf
- * www.reporteinmobiliario.com/nuke/modules.php?name=News&file=article&sid=220
- *

www.udesa.edu.ar/.../Posgrados-Negocios/Finanzas/Esp-y-Maestria-por-dentro/Plan-de-Estudios/Plan-Materias

- * www.fcecon.unr.edu.ar/grado/contador/2003/122/index.htm