

Aswath Damodaran y las claves de la valoración de empresas

IGNACIO MONCADA
ECONOMISTA Y ANALISTA FINANCIERO

Miércoles 22 de septiembre a las 19:00

RETRANSMISIÓN ONLINE



#WebinariosVS

@value_school

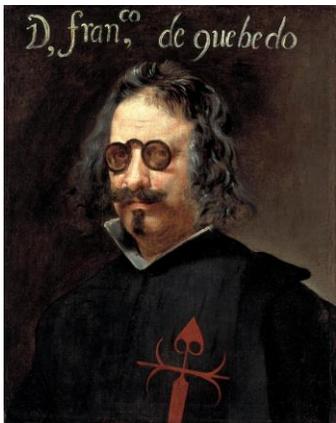
Contenido

1. Introducción a la valoración
2. Valoración de la empresa vs valoración de las acciones
3. La valoración intrínseca
4. La valoración relativa
5. Claves de valoración en función de la etapa en el ciclo de vida de las empresas
 - A. Empresas de reciente creación
 - B. Empresas en crecimiento
 - C. Empresas maduras
 - D. Empresas en declive

Introducción

- ¿Qué representa la valoración de una empresa?

"Solo el necio
confunde valor y
precio"



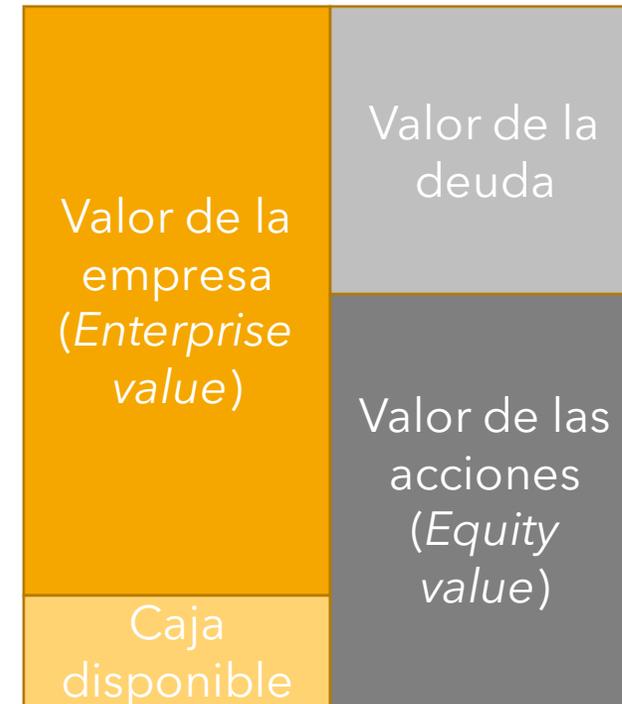
1. Representa la apreciación subjetiva para un agente de una empresa, en términos de dinero presente, en función de su capacidad estimada para generar flujos de caja en el futuro.
2. En términos prácticos, equivale al importe máximo que un agente estaría dispuesto a pagar por ella.
3. Cuando un agente adquiere una empresa (o parte) por un precio igual a su valoración, en ese instante no ha creado ni destruido valor.

Introducción

- ¿Para qué sirve saber valorar empresas?
 1. Para invertir
 2. Para gestionar una empresa
 - Debe mi empresa comprar este activo?
 - Cuándo debo reinvertir los beneficios y cuándo debo distribuir dividendos?
 - Amplío capital o me endeudo?
 3. Para nuestra vida personal: compro esta vivienda, o vivo mejor de alquiler?

Primera pregunta: ¿qué estoy valorando?

- Valor de la empresa (*Enterprise value*)
 - Está valorando el flujo de caja que genera la empresa (*Free Cash Flow to Firm - FCFF*)
- Valor de las acciones (*Equity value*)
 - Está valorando el flujo de caja que va a parar a los accionistas (Dividendos potenciales o *Free Cash Flow to Equity - FCFE*)



Dos enfoques en valoración de empresas

- Primer enfoque: valoración intrínseca

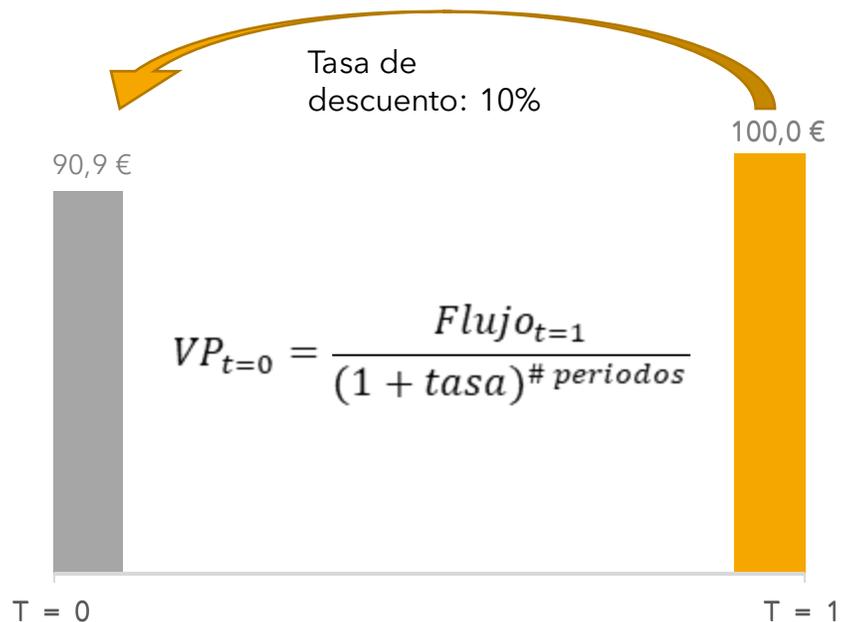
La valoración se calcula a partir de la capacidad estimada de generación de caja de la compañía.

- Segundo enfoque: valoración relativa

La valoración se calcula a partir del precio de mercado de compañías comparables.

Valoración intrínseca

- ¿Cuánto pagarías hoy por un pago de €100 en un año?



La **tasa de descuento** incorpora:

1. Preferencia temporal
2. Expectativas de inflación
3. Riesgo

Valoración intrínseca

Pregunta: ¿deberíamos utilizar nuestra tasa de descuento o la del mercado?

1. Tasa de mercado para valorar las acciones:

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$k_e = r_f + \beta \times (ERP)$$

Preferencia temporal e inflación esperada

Riesgo estimado

Siendo:

k_e : tasa de descuento para valorar las acciones de la empresa i

r_f : tasa libre de riesgo

β : sensibilidad del riesgo del activo i frente al conjunto del mercado

ERP: prima de riesgo de las acciones en el mercado

2. Tasa de mercado para valorar la empresa (EV):

Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

$$WACC = k_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{D + E} \right) + k_e * \left(\frac{E}{D + E} \right)$$

Siendo:

k_d : coste de la deuda

t : tasa de impuesto de sociedades marginal

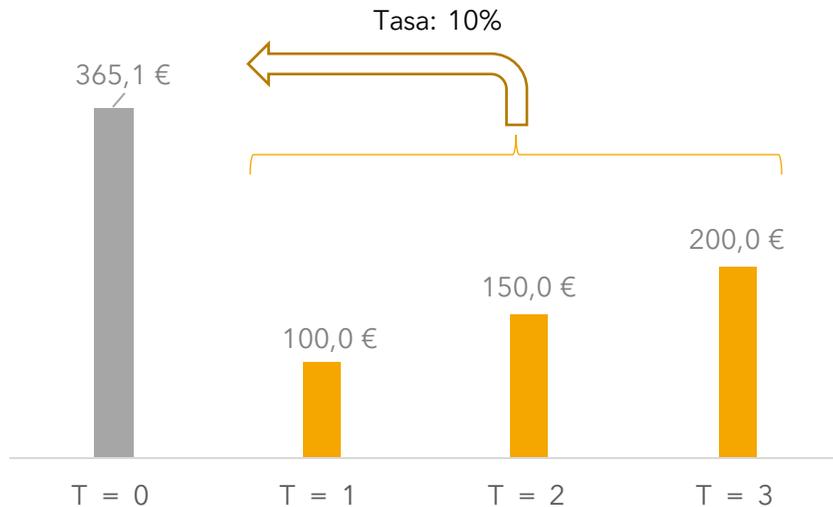
D : valor de la deuda;

E : valor de los fondos propios (*equity*)

k_e : tasa de descuento para valorar las acciones de la empresa i

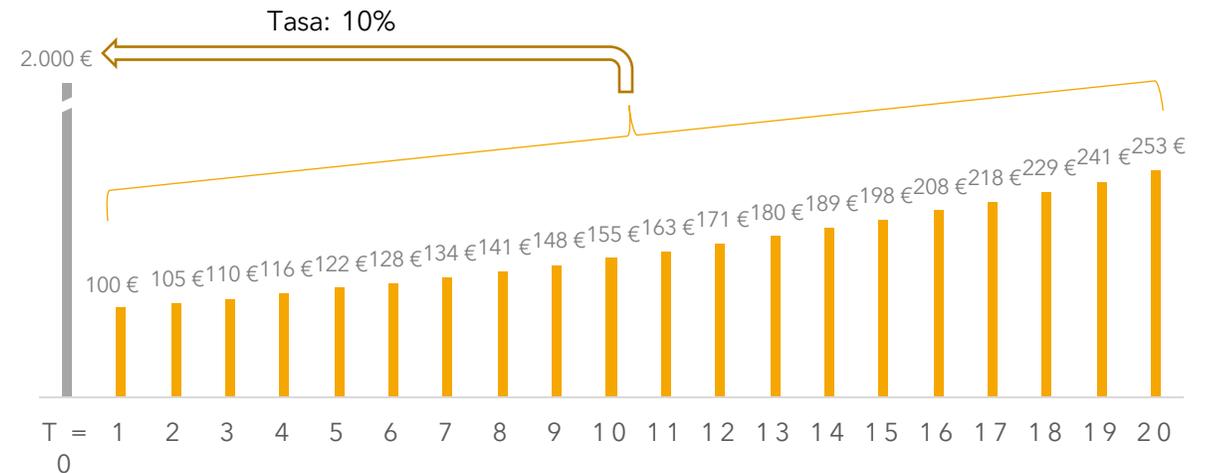
Valoración intrínseca

- Valoración de una corriente de pagos



$$VP_{t=0} = \frac{Flujo_{t=1}}{(1+tasa)^1} + \frac{Flujo_{t=2}}{(1+tasa)^2} + \dots + \frac{Flujo_{t=N}}{(1+tasa)^N}$$

- Valoración de un pago a perpetuidad creciente

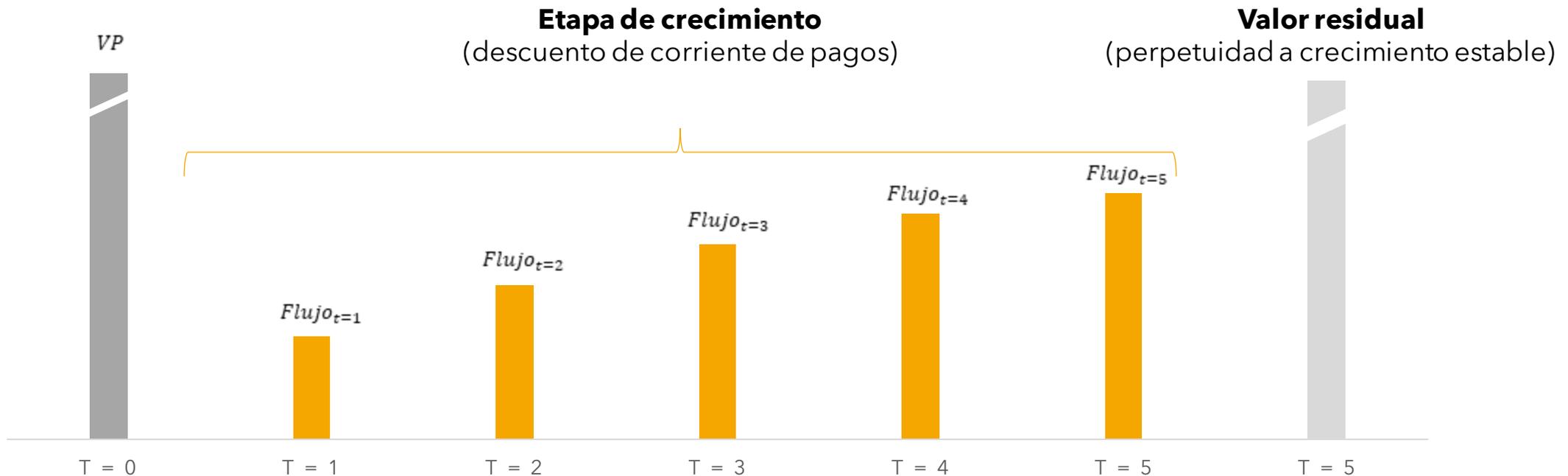


$$VP_{t=0} = \frac{Flujo_{t=1}}{(1+tasa)^1} + \frac{Flujo_{t=1}(1+g)}{(1+tasa)^2} + \frac{Flujo_{t=1}(1+g)^2}{(1+tasa)^3} + \dots + \frac{Flujo_{t=1}(1+g)^{\infty-1}}{(1+tasa)^\infty}$$

$$VP_{t=0} = \frac{Flujo_{t=1}}{tasa - g}$$

Valoración intrínseca

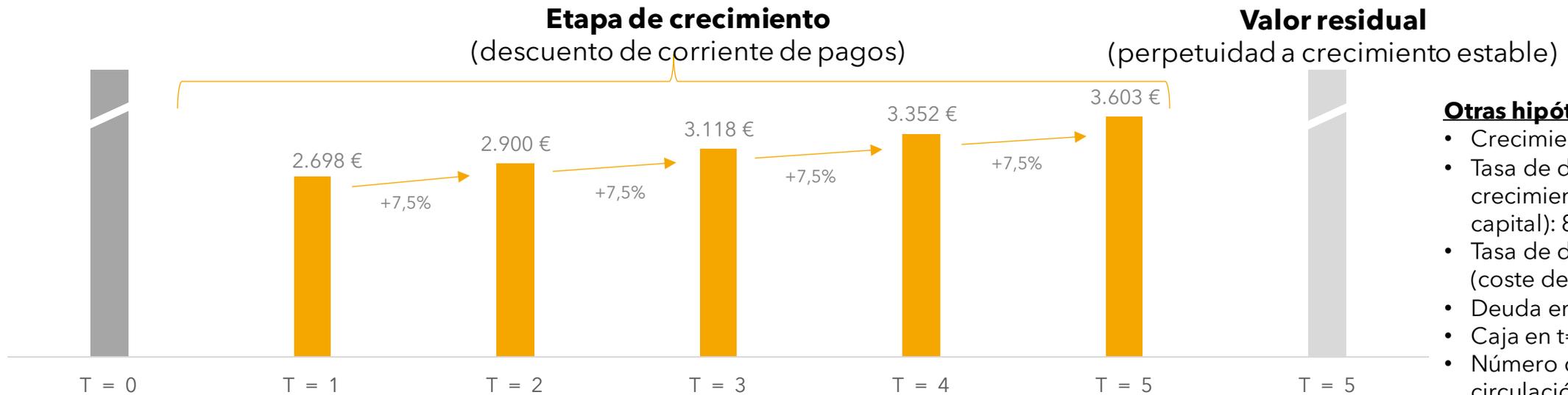
- Damodaran combina estos dos métodos para valorar una empresa genérica en dos fases



$$VP_{t=0} = \frac{Flujo_{t=1}}{(1+tasa)^1} + \frac{Flujo_{t=2}}{(1+tasa)^2} + \dots + \frac{Flujo_{t=5}}{(1+tasa)^5} + \frac{Flujo_{t=5}(1+g_{estable})}{tasa_{estable} - g_{estable}} \frac{1}{(1+tasa)^5}$$

Valoración intrínseca

- Ejemplo - 3M en 2008. Valoración de los flujos de caja libre a la empresa (FCFF)



Otras hipótesis

- Crecimiento estable: 3%
- Tasa de descuento en crecimiento (coste de capital): 8,63%
- Tasa de descuento estable (coste de capital): 6,76%
- Deuda en t=0: 5.297 M€
- Caja en t=0: 3.253 M€
- Número de acciones en circulación: 699 millones

$$VP_{t=0} = \frac{\text{Flujo}_{t=1}}{(1+tasa)^1} + \frac{\text{Flujo}_{t=2}}{(1+tasa)^2} + \dots + \frac{\text{Flujo}_{t=5}}{(1+tasa)^5} + \frac{\text{Flujo}_{t=5}(1+g_{estable})}{tasa_{estable} - g_{estable}} \frac{1}{(1+tasa)^5}$$

$$\text{Valor de empresa (EV)} = \frac{2698}{(1+8,63\%)^1} + \frac{2900}{(1+8,63\%)^2} + \frac{3118}{(1+8,63\%)^3} + \frac{3352}{(1+8,63\%)^4} + \frac{3603}{(1+8,63\%)^5} + \frac{3603(1+3\%)}{6,76\% - 3\%} \frac{1}{(1+8,63\%)^5} = 77.410 \text{ millones}$$

$$\text{Valor de las acciones (EqV)} = 77.410 + 3.253 - 5.297 = 75.366 \text{ millones} \longrightarrow \text{Valor por acción} = \frac{75,366}{699} = 107,82 \text{ €/acción}$$

Valoración relativa

- **¿Qué es la valoración relativa?**

- Consiste en llegar al valor de la empresa equiparándolo al precio al que cotizan empresas comparables.
- Asume que el precio de mercado valora correctamente el conjunto de esas empresas comparables, pero no necesariamente cada empresa individualmente.
- La forma habitual es hacerlo mediante múltiplos: ratios que representan la valoración como el número de veces un parámetro relevante de esa empresa.
- Ejemplo: ¿cuánto pagar por una vivienda?

Valoración relativa

- **Factores imprescindibles a tener en cuenta en la valoración relativa:**

1. El múltiplo tiene que estar formado por parámetros coherentes

- Múltiplos correctos para valor de empresa: $\frac{EV}{FCFF}$; $\frac{EV}{EBIT}$; $\frac{EV}{EBITDA}$

- Otros no son tan correctos: $\frac{EV}{Ventas}$; $\frac{EV}{Resultado\ neto}$...

- Múltiplos correctos para valor de las acciones: $PER = \frac{Precio\ acciones}{Resultado\ neto}$; $\frac{Precio\ acciones}{Valor\ contable\ fondos\ propios}$

- Otros no son tan correctos: $\frac{Precio\ acciones}{Ventas}$; $\frac{Precio\ acciones}{EBITDA}$...

2. ¿Qué pasa con la distorsión que generan distintos crecimientos o niveles de riesgo?

- Clave: siempre hay que comparar empresas que tengan similares niveles de crecimiento y riesgo

Valoración relativa

- Pregunta: ¿se pueden utilizar los múltiplos para realizar valoraciones intrínsecas?

1. Valoración del Enterprise Value mediante el múltiplo EV/FCFF

$$EV = \frac{FCFF}{\text{coste de capital} - \text{tasa de crecimiento}} \longrightarrow \frac{EV}{FCFF} = \frac{1}{\text{coste de capital} - \text{tasa de crecimiento}}$$

2. Valoración del precio de las acciones mediante el múltiplo PER

$$\text{Valor acciones} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{coste de fondos propios} - \text{tasa de crecimiento}}$$

$$\frac{\text{Valor acciones}}{\text{Resultado neto}} = \text{PER} = \frac{\frac{\text{Dividendos}}{\text{Resultado neto}}}{\text{coste de fondos propios} - \text{tasa de crecimiento}} = \frac{\text{Ratio reparto de dividendos}}{\text{coste de fondos propios} - \text{tasa de crecimiento}}$$

Empresas de reciente creación

- **¿Qué particularidades tienen las empresas de reciente creación?**
 - No tienen información financiera histórica
 - Sus ingresos son bajos o inexistentes
 - Tienen una alta tasa de mortalidad
 - Son activos ilíquidos
 - Acciones en manos de unos pocos accionistas, en su mayoría fundadores

Empresas de reciente creación

Claves de valoración para empresas de reciente creación

- Imprescindible estimar un plan de negocio realista, teniendo en cuenta:
 1. Estimar el potencial de crecimiento de los ingresos de la empresa (en función del tamaño del mercado y la capacidad de posicionarse)
 2. Estimar la evolución de los márgenes operativos
 3. Imprescindible tener en cuenta la alta mortalidad:
 - A. Valorar la empresa como si fuera a sobrevivir, y
 - B. Ajustar posteriormente por la probabilidad de supervivencia

Empresas en fase de crecimiento

- **¿Qué particularidades tienen las empresas en crecimiento?**
 - Información financiera histórica escasa
 - Parámetros financieros muy volátiles
 - Suelen mostrar ingresos muy crecientes
 - No son necesariamente empresas pequeñas
 - Desconexión aparente entre resultados financieros y precio de acciones
 - Poco endeudadas

Empresas en fase de crecimiento

Claves de valoración para empresas en fase de crecimiento

- Importante estimar cómo evolucionará el plan de negocio, atendiendo a:
 1. ¿Cuánto de escalable es el crecimiento actual?
 2. ¿Cuánto de sostenibles son los márgenes actuales?
 3. Capacidad para crecer generando valor: ¿seguirá siendo el retorno de la reinversión superior al coste del capital?

Empresas maduras

- **¿Qué particularidades tienen las empresas maduras?**
 - Ritmo de crecimiento de ingresos bajo, convergiendo con el ritmo de crecimiento de la economía en general
 - Márgenes estables
 - Alta capacidad de endeudamiento
 - Generación de caja por encima de su capacidad de reinversión (alto reparto de dividendos potencial)
 - Incapacidad para crecer orgánicamente (tendencia al M&A)

Empresas maduras

Claves de valoración para empresas maduras:

Plan de negocio ya consolidado, pero ¿tiene margen de mejora?

1. ¿Tiene capacidad de mejora operativa?
2. ¿La estructura financiera (deuda vs equity) optimizable?
3. ¿Tiene activos ocultos?
4. ¿Cuál es la probabilidad de cambio en el equipo directivo?

*Valor = valor bajo operativa actual + (valor óptimo - valor bajo operativa actual) * probabilidad de cambio del equipo directivo*

Empresas en declive

- **¿Qué particularidades tienen las empresas en declive?**
 - Ingresos estancados o decrecientes
 - Márgenes muy bajos, decrecientes o negativos
 - Tendencia a vender activos operativos
 - Altas distribuciones a accionistas
 - Alto riesgo de incumplimiento financiero

Empresas en declive

Claves de valoración para empresas en declive:

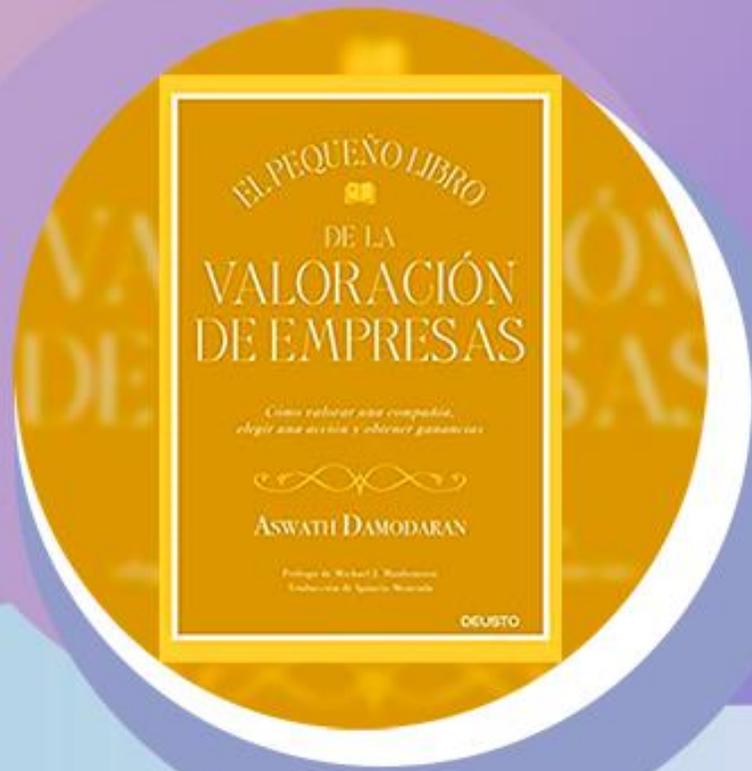
Plan de negocio obsoleto. Es necesario replantearlo, teniendo en cuenta:

1. Calcular el valor de la empresa asumiendo que logra estabilizarse
2. Calcular la probabilidad de quiebra
3. Calcular el valor de liquidación en caso de quiebra

*Valor = valor de lograr estabilizarse * (1 - prob quiebra) + valor de liquidación * prob quiebra*

Conclusiones

1. Saber valorar empresas (u otros activos) es importante para invertir de forma exitosa
2. Es importante entender las diferencias entre la valoración intrínseca y la valoración relativa
 1. Valoración intrínseca: valor de un activo por su generación de caja esperada. Asume que los mercados son ineficientes a corto plazo pero que a largo plazo tenderá a reconocer en el precio el valor intrínseco.
 2. Valoración relativa: valor de un activo en función de cómo cotizan en el mercado activos similares. Asume que los mercados son eficientes en todo momento al poner precio cuando tomas un conjunto de activos, aunque puede que no necesariamente al activo que estás valorando.
3. Ten presente la fase en la que se encuentra la empresa a analizar y céntrate en los parámetros que mueven su valor.
4. La valoración no es una ciencia exacta, sino un arte. Es imposible predecir el futuro. Pero es un ejercicio muy útil para entender bien en qué estás invirtiendo y tener una buena idea de en qué escenarios tenderán a moverse los precios a largo plazo.



Aswath Damodaran y las claves de la valoración de empresas

IGNACIO MONCADA
ECONOMISTA Y ANALISTA FINANCIERO

Miércoles 22 de septiembre a las 19:00

RETRANSMISIÓN ONLINE



#WebinariosVS

@value_school