



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA

ESCUELA DE GRADUADOS FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS

TRABAJO FINAL

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Aplicación a una Empresa de Servicios Logísticos

AUTOR: CRA. MARÍA GABRIELA KIRIGIN

TUTOR: DR. LUCAS DAPENA

CÓRDOBA, 2015



Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes Aplicación a una Empresa de Servicios Logísticos por MARÍA GABRIELA KIRIGIN se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPITULO 1: INTRODUCCIÓN.....	4
1.1 Resumen.....	4
1.2 Marco Teórico.....	4
1.3 Alcance.....	4
1.4 Objetivos.....	4
1.5 Metodología y Organización.....	4
CAPITULO 2: MARCO TEÓRICO DE VALUACIÓN DE EMPRESAS	6
2.1 Métodos de valuación.....	6
2.1.1 Métodos de valuación contable.....	6
2.1.2 Métodos comparativos o múltiplos.....	8
2.1.3 Métodos de valuación mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill.....	9
2.1.4 Métodos de valuación por descuento de flujos de fondos	10
2.2 Selección del método apropiado	13
CAPITULO 3: VALUACIÓN DE EMPRESAS EN MERCADOS EMERGENTES.....	15
3.1 Características de los mercados emergentes	15
3.2 Problemática de valuación en mercados emergentes	16
3.3 El costo promedio ponderado del capital en mercados emergentes	16
3.3.1 Modelo CAPM.....	17
3.3.2 Ajustes al modelo CAPM: Modelo de Primas y Ajustes Apilables	20
CAPITULO 4: APLICACIÓN A UNA EMPRESA DEL SECTOR SERVICIOS LOGÍSTICOS.....	26
4.1 Descripción de la empresa.....	26
4.2 Análisis FODA.....	27
4.3 Organigrama.....	29
4.4 Estrategia.....	30
4.5 El sector logístico y el contexto económico actual.....	31
4.5.1 Sector logístico.....	31
4.5.2 Contexto macroeconómico.....	32
4.5.3 Perspectivas futuras.....	33
4.6 Análisis económico y financiero de la empresa.....	33
4.6.1 Estados contables históricos.....	33
4.6.2 Análisis vertical.....	36

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.6.3	Análisis horizontal.....	37
4.6.4	Análisis de ratios e indicadores.....	39
4.6.4.1	Indicadores de la situación financiera de largo plazo	41
4.6.4.2	Indicadores de la situación financiera de corto plazo	41
4.6.4.3	Indicadores de la situación económica.....	42
4.7	Proyección de Estados Contables.....	42
4.7.1	Proyección del Estado de Resultados	42
4.7.1.1	Ventas de unidades de negocios vigentes.....	42
4.7.1.2	Ventas de la nueva unidad de negocio	44
4.7.1.3	Ventas totales.....	44
4.7.1.4	Costos y gastos operativos.....	48
4.7.1.5	Ingresos y gastos financieros.....	51
4.7.1.6	Impuesto a las ganancias	52
4.7.2	Proyección del Estado de Situación Patrimonial	53
4.7.3	Proyección del Estado de Flujo de Efectivo	56
4.8	Determinación de la tasa de descuento	57
4.8.1	Costo del capital propio.....	57
4.8.2	Costo de la deuda.....	62
4.8.3	Participación de capital propio en la estructura financiera	62
4.8.4	Participación de capital de terceros o deuda en la estructura financiera.....	63
4.8.5	Determinación de la tasa de descuento Wacc	63
4.9	Valuación por Descuento de Flujos de Fondos	63
4.9.1	Valor de la firma	63
4.9.2	Valor del capital accionario.....	63
4.10	Incorporación del Riesgo Asistemático.....	64
4.11	Análisis de Sensibilidad.....	66
4.11.1	Escenario optimista.....	67
4.11.2	Escenario base.....	67
4.11.3	Escenario pesimista.....	68
4.11.4	Valor esperado	69
CAPITULO 5: CONCLUSIONES FINALES.....		71

CAPITULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1 Resumen

El presente trabajo consiste en el análisis de los principales métodos de valuación de empresas y su adaptación a la valuación de empresas que operan en mercados emergentes, con el objetivo de aplicar la metodología mayormente aceptada a la valuación de una empresa de servicios logísticos de capital cerrado, inmersa en el mercado argentino.

1.2 Marco Teórico

El marco teórico se circunscribe al área de las Finanzas Corporativas, Métodos de Valuación de Empresas y determinación del Costo de Capital Propio en Mercados Emergentes.

1.3 Alcance

El trabajo se limita a utilizar el Modelo Discounted Cash Flow (DCF) y el Modelo de Primas y Ajustes Apilables (MPAA) para la valuación de una empresa del rubro logístico, Transporte Expreso S.A., de capital cerrado, radicada en Córdoba, Argentina.

1.4. Objetivos

- **Generales**

Determinar el valor del capital accionario de la compañía de servicios logísticos Transporte Expreso S.A.

- **Particulares**

Comprender y aplicar la teoría de valuación de empresas de capital cerrado que operan en mercados emergentes.

- **Profesionales**

Adquirir habilidades para poder aplicar la metodología de valuación a empresas de diversos tipos, sectores y tamaños.

1.5 Metodología y Organización

En el capítulo 2 se desarrollará el marco teórico en el que se basan las herramientas de valuación de empresas tras un análisis detallado de la bibliografía especializada. En el capítulo 3 se expondrán las dificultades extras que tienen las herramientas de valuación en mercados

emergentes caracterizados por una economía volátil e imprevisible. Estos capítulos tienen por objetivo presentar una guía conceptual para aplicar la metodología de valuación a diversos tipos de empresas. A continuación, en el capítulo 4, se empleará la teoría y metodología desarrollada a una empresa del sector de servicios logísticos, Transporte Expreso S.A. Durante este capítulo se expondrá una breve reseña histórica de la empresa y su entorno, y se desarrollará el modelo de flujos de fondos futuros afectados por estimaciones sobre el desenvolvimiento de variables macroeconómicas que se espera afecten a la compañía. Se incorporará el riesgo a través de la determinación de una tasa de descuento y se obtendrá el valor actual de la empresa. Por último, se sensibilizarán las variables claves que afectan los resultados de la valuación para así obtener rangos de precios, que son el punto de partida para comenzar una negociación de compra venta de empresas. Por último, en el capítulo 5, se desplegarán las conclusiones del trabajo realizado.

CAPITULO 2: MARCO TEÓRICO DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

2.1 Métodos de valuación

La determinación del valor de una empresa es una tarea fundamental durante todo proceso de adquisición, fusión o reestructuración de una empresa.

Los resultados de una valuación permiten obtener estimaciones del valor de una empresa basados en fundamentos y prácticas financieras aceptadas. Sin embargo esto representa un punto de partida ya que el precio final se termina definiendo durante el proceso de negociación.

Así lo expresaban Pereiro y Galli (2000): “Ninguna valuación es objetiva. No existe un valor único, correcto o apropiado (...) ya que finalmente las percepciones de riesgo y retorno en una valuación son totalmente personales”.

A continuación se presentan los principales métodos de valuación de empresas de acuerdo a la clasificación de Pablo Fernández (2008):

- Métodos de valuación contable
- Métodos comparativos o múltiples
- Métodos de valuación mixtos, basados en el fondo de comercio
- Métodos de valuación por descuento de flujos de fondos

Se describirán todos los métodos, mientras que se hará hincapié en el método de valuación por descuento de flujos de fondos ya que es el conceptualmente correcto para valorar empresas con expectativas de continuidad.

El método de valuación por descuento de flujos de fondos considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello sus acciones y su deuda son valorados como otros activos financieros.

Los demás métodos se pueden utilizar como aproximación cuando se requiere una valuación rápida, cuando los cash flows son muy inciertos, o como contraste del valor obtenido por el descuento de flujos de fondos.

2.1.1 Métodos de valuación contable

Son métodos tradicionales que consideran que el valor de una empresa radica en su balance o en sus activos. El valor se ve desde una perspectiva estática y no tienen en cuenta la posible

evolución futura de la empresa, el valor del dinero en el tiempo, u otros factores que la pueden afectar, como por ejemplo: la situación del sector, el nivel del gerenciamiento, los recursos humanos, la organización, los contratos, etc., aspectos éstos que no se ven reflejados en los estados contables.

Los métodos de valuación contable son:

- **Valor contable:** es el valor de los recursos propios que figuran en el balance, conformado por el capital, las reservas y los resultados acumulados, o también se puede calcular como la diferencia entre activos y pasivos. Este valor tiene el problema de que está calculado de acuerdo a la subjetividad de los criterios contables, por ello es que nunca coincide con el valor de mercado.

$$V = \text{Patrimonio Neto} = \text{Activo} - \text{Pasivo}$$

- **Valor contable ajustado:** se obtiene ajustando los activos y pasivos que figuran en el balance a su valor de mercado para obtener el patrimonio neto ajustado. Por ejemplo, se ajustan los créditos por ventas por deudores incobrables, los inventarios obsoletos y sin valor, los activos fijos (terrenos, edificios, maquinarias, rodados) a su valor de mercado, y de esta manera se obtiene un balance ajustado que tiene como resultado un patrimonio neto ajustado.

$$V = \text{Patrimonio Neto Ajustado} = \text{Activo a Valor de Mercado} - \text{Pasivo a Valor de Mercado}$$

- **Valor de liquidación:** es el valor de una empresa en el caso que se proceda a su liquidación, es decir que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Utilizar este método tiene lógica en este caso. El valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros propios de una liquidación). La utilidad del método está restringida a una situación concreta como es la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente, es decir que no se espera su continuidad. Siempre representa el valor mínimo de la empresa ya que el valor de una empresa que supone su continuidad es superior a su valor de liquidación.

$$V = \text{Patrimonio Neto Ajustado} - \text{Gastos de Liquidación}$$

- **Valor de reposición o sustancial:** es el valor de la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Se puede calcular como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa. No se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación.

$$V = \text{Valor de Reposición de los Activos}$$

En general, los métodos basados en valores contables no funcionan porque tienen poco que ver con el valor de mercado de las acciones de una empresa.

2.1.2 Métodos comparativos o múltiplos

Determinan el valor de una empresa mediante la comparación con otras del mismo sector económico y similares características. Permiten una valuación rápida que puede utilizarse para verificar la metodología principalmente utilizada.

Por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual por un coeficiente, o de un estacionamiento de autos multiplicando las plazas disponibles por un coeficiente, o de empresas de seguros multiplicando el volumen de primas anuales por un coeficiente.

Los métodos de valuación comparativos son:

- **Valuación basada en el PER (Price Earning Ratio):** PER es el cociente entre la cotización de una acción y la utilidad neta por acción. Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el resultado neto anual por el PER.

$$V = \text{Resultado Neto} \times \text{PER} = \text{Resultado Neto} \times \frac{\text{Cotización}}{\text{Utilidad Neta por Acción}}$$

- **Ratio de Valuación:** es el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los recursos propios. Conociendo el ratio de valuación de una empresa comparable “x”, se puede obtener el valor de mercado de la empresa a valorar “y” mediante la multiplicación del valor contable de sus recursos propios por el ratio de valuación de la empresa comparable.

$$V = \text{Valor contable recursos propios}_y \times \frac{\text{Valor de Mercado}_x}{\text{Valor contable recursos propios}_x}$$

De similar manera, se puede utilizar la variable Ventas o la variable Ebitda en lugar de la variable Valor contable de los recursos propios.

$$V = \text{Ventas}_y \times \frac{\text{Valor de Mercado}_x}{\text{Ventas}_x}$$

$$V = \text{Ebitda}_y \times \frac{\text{Valor de Mercado}_x}{\text{Ebitda}_x}$$

- **Valor de los dividendos:** el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se esperan obtener de esa acción. Para el caso de una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse como:

$$V = \frac{\text{Dividendos por acción}}{Re}$$

Donde **Re** es la rentabilidad exigida a las acciones o costo de los recursos propios.

La evidencia empírica demuestra que las empresas que pagan más dividendos como porcentaje de sus beneficios, no obtienen un crecimiento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones.

2.1.3 Métodos de valuación mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

El fondo de comercio es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o su valor contable ajustado. Pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa que muchas veces no aparecen reflejados en los balances pero que, sin embargo, aportan una ventaja respecto a otras empresas del sector. Entre los elementos inmateriales se incluyen: calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, entre otros. El problema surge al tratar de determinar su valor ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo.

Este método parte de un punto de vista de valoración mixta: por un lado, se realiza una valoración de los activos de la empresa a su valor sustancial, y por el otro, se le suma una plusvalía resultante del valor de los beneficios futuros, representados por los elementos inmateriales.

El valor de la empresa se puede estimar como el promedio entre el valor sustancial de los activos más el goodwill, medido por el valor de capitalización de las utilidades.

$$V = \frac{\text{Activo Sustancial} + \text{Goodwill}}{2} = \frac{\text{Activo Sustancial} + U/i}{2}$$

2.1.4 Métodos de valuación por descuento de flujos de fondos

Determinan el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de dinero o cash flows que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Es fundamental un pronóstico detallado de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de fondos, como por ejemplo, cobro de ventas, pago de mano de obra, materias primas, costos administrativos, devolución de préstamos, entre otros. Asimismo, la determinación de la tasa de descuento debe tener en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y el descuento mínimo que exigen los interesados, ya que el comprador no está dispuesto a invertir por menos de una rentabilidad y el vendedor no está dispuesto a vender por menos de una rentabilidad.

En términos generales, los métodos basados en flujos de fondos descontados parten de la siguiente expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+R} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \frac{CF_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+R)^n}$$

Dónde:

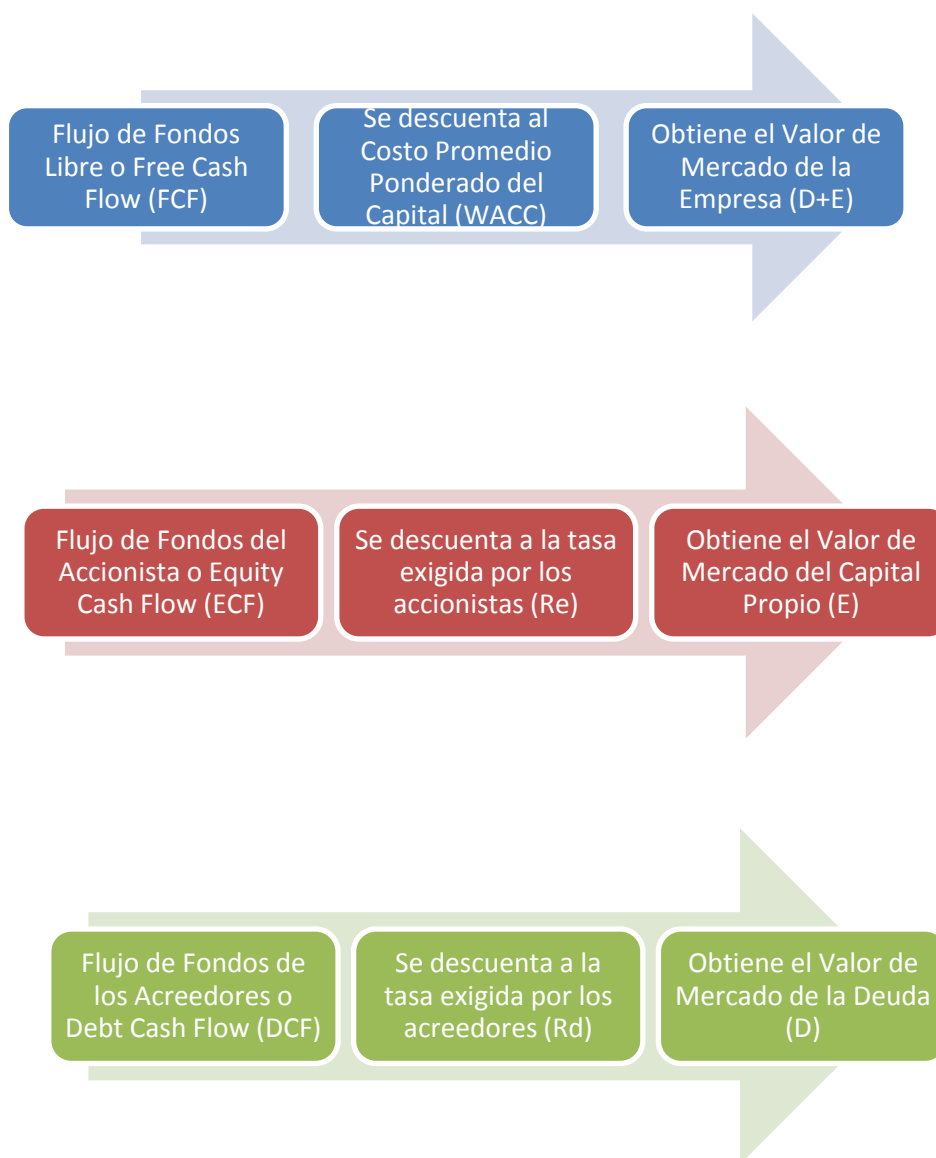
CF_i : Cash Flow o flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i .

VR_n : Valor residual de la empresa en el año n .

R : Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

La fórmula considera la perpetuidad de los flujos ya que el valor residual en el año n se calcula descontando los flujos futuros a partir de ese periodo.

Bajo este método se pueden calcular diferentes cash flows para diferentes propósitos. Básicamente existen tres flujos de fondos que, dependiendo de las variables que consideren, se descuentan cada uno a una tasa apropiada y obtienen cada uno un valor apropiado:



- **Flujo de fondos libre o Free Cash Flow (FCF):** es el flujo de fondos operativo, es decir el generado por las operaciones sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. Es el dinero que quedaría libre en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda.

El Free Cash Flow se centra en el rendimiento económico de los activos de la empresa, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para mantener la continuidad del negocio.

La tasa de descuento apropiada es el costo promedio ponderado del capital (Wacc). Cabe destacar que si la empresa no tuviera deuda, el Free Cash Flow es idéntico al Equity Cash Flow.

$$\begin{aligned} & Ebit*(1-t) \\ & + Amortizaciones \\ & + Variación en capital de trabajo \\ & - Incremento de activos fijos \\ & = Free Cash Flow \end{aligned}$$

- **Flujo de fondos del accionista o Equity Cash Flow (ECF):** es el flujo de fondos disponible para las acciones, es decir el que queda disponible en la empresa una vez cubiertas las necesidades de reinversión de activos fijos y capital de trabajo, de haber abonado los intereses y capital de las deudas a los acreedores financieros y nuevos aportes de deuda.

La tasa de descuento apropiada es la rentabilidad exigida por los accionistas (Re).

$$\begin{aligned} & Ebit*(1-t) \\ & + Amortizaciones \\ & + Variación en capital de trabajo \\ & - Incremento de activos fijos \\ & = Free Cash Flow \\ & - Intereses (1-t) \\ & - Devoluciones de capital \\ & + Nueva Deuda \\ & = Equity Cash Flow \end{aligned}$$

- **Flujo de fondos de los acreedores de deuda o Debt Cash Flow (DCF):** es el más sencillo de los tres. Es igual a la suma de los pagos de intereses y las devoluciones de capital. La tasa de descuento apropiada es la rentabilidad exigida por los acreedores financieros (Rd). La tasa coincide con la tasa de interés que se paga por la deuda, por lo que el valor de mercado de la deuda suele ser próximo a su valor contable.

$$\begin{aligned} &+ \text{Intereses } (1-t) \\ &+ \text{Devoluciones de capital} \\ &= \text{Debt Cash Flow} \end{aligned}$$

2.2 Selección del método apropiado

Qué método emplear?

El método más apropiado para valorar una empresa es el de descuento de flujos de fondos proyectados ya que el valor de las acciones de una empresa que supone su continuidad proviene de la capacidad de la misma para generar dinero para los propietarios de las acciones.

Dentro de los métodos de descuento de flujos, el método de uso primordial entre corporaciones, asesores financieros, fondos de capital privado, bancos y compañías de seguros es el de descuento de los Free Cash Flows (FCF). Bajo este método se comparan los ingresos y egresos operativos con la inversión, siendo la diferencia el valor económico generado a lo largo de la maduración de la misma.

Para este caso la tasa relevante es el costo promedio ponderado del capital (Wacc) ya que se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian a la empresa.

El método es utilizado no solo para valuar empresas sino también para valuar nuevos proyectos de inversión.

El método FCF implica dos desafíos importantes:

- La determinación del costo del capital a usarse como tasa de descuento para el cálculo del Wacc.
- La estructuración y estimación del flujo de fondos.

En el siguiente capítulo se describirá la metodología para estimar la tasa de descuento y las particularidades de su tratamiento en mercados emergentes. En el capítulo subsiguiente se describirá la metodología para confeccionar el flujo de fondos y se aplicará a un caso real.

CAPITULO 3: VALUACIÓN DE EMPRESAS EN MERCADOS EMERGENTES

3.1 Características de los mercados emergentes

Existen importantes diferencias entre las economías desarrolladas y las economías emergentes. Entre las más relevantes, podemos mencionar:

Economías Desarrolladas	Economías Emergentes
<input type="checkbox"/> La propiedad de la empresa esta dispersa entre varios accionistas.	<input type="checkbox"/> La propiedad de la empresa está concentrada en pocos accionistas.
<input type="checkbox"/> Existen inversores institucionales sofisticados, como: mercados de capitales, fondos comunes de inversión, fondos privados de capital, etc.	<input type="checkbox"/> Hay gran confianza en la familia, bancos y fuentes públicas de financiamiento.
<input type="checkbox"/> El propietario del capital no es la misma persona que lo administra.	<input type="checkbox"/> Los propietarios del capital son las mismas personas que lo administran.
<input type="checkbox"/> Existe un alineamiento amplio de incentivos para los administradores del capital.	<input type="checkbox"/> Los incentivos de la empresa están alineados con los tenedores de las acciones más importantes.
<input type="checkbox"/> Existe amplia difusión de información.	<input type="checkbox"/> Existe limitada difusión de información.
<input type="checkbox"/> Existe alto grado de equidad entre los accionistas minoritarios y mayoritarios.	<input type="checkbox"/> Existe inadecuada protección a los inversores minoritarios.
<input type="checkbox"/> Existe un mercado de adquisiciones activo y desarrollado.	<input type="checkbox"/> No existe un mercado de adquisiciones activo y desarrollado.
<input type="checkbox"/> El mercado se encuentra desarrollado para captar emisiones de nuevas acciones y bonos.	<input type="checkbox"/> Se encuentra subdesarrollado el mercado de emisión de nuevas acciones y bonos.

Por lo general la bibliografía especializada en valuación de empresas se basa en el modelo anglosajón de finanzas corporativas que se desarrolla bajo supuestos de contextos estables como existen en las economías desarrolladas.

Sin embargo las importantes diferencias que existen entre una y otra economía hacen necesario volver a definir algunos supuestos del modelo anglosajón al momento de aplicarlo a la valuación de una empresa radicada en un mercado emergente.

3.2 Problemática de valuación en mercados emergentes

En el caso de economías emergentes, como es el caso de Argentina, la valuación de empresas presenta dificultades propias del contexto en que se desenvuelve.

En primer lugar, Argentina posee baja capitalización bursátil por lo que la mayoría de las transacciones accionarias se refieren a activos privados y no públicos. Asimismo son muy escasos los datos de las empresas públicas que podrían ser utilizados como referencia para valuar empresas privadas.

En segundo lugar, existe una brecha importante entre los modelos teóricos de valuación que se aplican en economías desarrolladas y la práctica de los analistas que operan en economías emergentes como Argentina. El elemento central que los diferencia es la volatilidad que altera la medición del riesgo y por lo tanto del costo del capital.

Para valuar nuevas oportunidades de inversión ya sean proyectos puntuales, adquisiciones o desinversiones derivadas de una reestructuración se debe determinar el costo del capital de manera apropiada para maximizar el valor para el accionista.

3.3 El costo promedio ponderado del capital en mercados emergentes

La teoría financiera tradicional y mayormente aceptada propone determinar el costo promedio ponderado del capital o Wacc (Weighted Average Cost of Capital) que es la combinación del costo de capital propio y el costo de capital de terceros o deuda, ponderados por sus participaciones en la empresa:

$$WACC = E/V * Re + D/V * Rd * (1 - t)$$

Dónde:

E/V = Porcentaje de capital propio en la estructura financiera.

Re = Costo del capital propio.

D/V = Porcentaje de deuda en la estructura financiera.

Rd = Costo de la deuda.

t = Tasa impositiva.

A continuación se describen los componentes de la ecuación:

- **Porcentaje de capital propio y de deuda en la estructura financiera:** se corresponde a la relación entre deuda y capital de una empresa a un momento determinado.
- **Costo de la deuda:** es mayormente aceptado que se tome el costo promedio corriente de la deuda con terceros.
- **Tasa impositiva:** en Argentina la tasa impositiva es del 35% para las ganancias de sociedades.
- **Costo del capital propio:** es el fiel reflejo del riesgo del capital del accionista y, como fuera expresado anteriormente, el riesgo en economías emergentes es alterado por la volatilidad y condiciones específicas de estos mercados. Se asume que los inversores son aversos al riesgo y que por ello exigen a sus inversiones mayor retorno en caso de percibir de ellas mayor riesgo y viceversa. Por esta razón el costo del capital propio merece un estudio pormenorizado y apartado que se desarrollará a continuación.

3.3.1 Modelo CAPM

Para calcular el costo del capital propio nos remitimos al Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

El CAPM es un modelo de equilibrio basado en la teoría del portafolio para la fijación de precios de activos. Es el modelo más difundido en el mundo de las finanzas para la determinación del costo de capital al ser utilizado por la mayoría de los analistas financieros.

La fórmula es la siguiente:

$$Re = Rf + Beta * (Rm - Rf) + Ra$$

Dónde:

Re = Costo del capital o retorno de una acción en el mercado de capitales.

Rf = Tasa libre de riesgo.

Beta = Beta promedio de la industria o sensibilidad de los retornos de la acción bajo análisis a los movimientos del mercado accionario en su conjunto. Técnicamente es la pendiente de la recta de regresión entre los retornos históricos de la acción en cuestión y los del mercado.

R_m = Rendimiento o retorno promedio del mercado accionario.

R_a = Componente del rendimiento que contabiliza efectos no explicados por los términos anteriores. En equilibrio el factor R_a desaparece y la ecuación se denomina CAPM.

La fórmula contiene tres términos que conforman los tres componentes del costo del capital propio:

$$\text{Costo de Capital} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Prima por riesgo sistemático} + \text{Prima por riesgo asistemático}$$

El primer término de la ecuación es la **tasa libre de riesgo** o renta mínima de una inversión segura.

El segundo término, el producto de beta por la prima de riesgo de mercado, es el **riesgo sistemático o no diversificable** de la acción. Este riesgo explica solo parcialmente los retornos de una compañía. Se lo denomina también riesgo de mercado ya que, dada la incertidumbre asociada con la economía en agregado, no puede eliminarse mediante la diversificación. Por ejemplo, una recesión económica o una subida de las tasas de interés afectan de forma negativa prácticamente a todas las empresas (aunque no necesariamente en la misma magnitud).

El tercer término, el componente R_a , es el **riesgo asistemático o diversificable**. Explica el efecto de todas las variables que no se mueven sistemáticamente, es decir, junto con el mercado accionario. Por ejemplo, las relaciones de la gerencia con el sindicato o la calidad de los productos o servicios, variables que se mueven con independencia de lo que ocurra en la economía en general. Es también llamado riesgo propio o idiosincrático ya que es aquel tipo de riesgo que afecta exclusivamente a un sector en concreto o a un grupo de acciones y a través de una buena diversificación puede llegar prácticamente a anularse.

Desafiando las virtudes del modelo CAPM, Pereiro y Galli describen algunos problemas de éste modelo de tipo: conceptuales, empíricos, analíticos y metodológicos.

- **Problemas conceptuales:** El modelo asume que el mercado solo retribuye el riesgo sistemático ya que el riesgo asistemático se reduce por el efecto de la diversificación a medida que se incrementa el tamaño del portafolio. Sin embargo, la evidencia empírica indica que en muchos casos la diversificación es imperfecta o imposible.

Cuando se pasa del mercado bursátil a la economía real no nos encontramos con inversores comprando y vendiendo acciones, sino con inversores invirtiendo en activos tangibles como intangibles. En este caso la diversificación corporativa no es inmediata e incluso algunos empresarios, lejos de diversificar, se concentran más en su actividad. Por lo tanto el efecto benéfico de la diversificación en muchos casos no se produce. Como conclusión, el modelo CAPM no puede detectar las singularidades de una empresa particular ya que en el mundo de los activos reales el riesgo asistemático es un componente importante que debe ser tenido en cuenta a la hora de determinar el costo del capital propio de una empresa, ya sea de capital abierto o capital cerrado.

El CAPM asume que prevalece el efecto industria y no el efecto empresa. Sin embargo, los rendimientos de una acción no solo se mueven por factores de mercado como tasas de interés, inflación, etc., sino también por la habilidad del management para mover los resultados de una empresa, ya que pueden modificar el leverage operativo y financiero. El efecto empresa sobre los retornos de una empresa está representado por el componente R_a y refleja el riesgo asistemático que el CAPM no captura.

Incluso en mercados eficientes donde el retorno bursátil debería ser explicado estrictamente por el riesgo sistemático se ha comprobado la incidencia de variables asistemáticas.

- **Problemas empíricos:** Las pruebas empíricas han arrojado resultados inconsistentes al momento de comprobar la relación directa entre el retorno de la acción y su riesgo medido por el beta. Es decir, que el CAPM está lejos de haber sido empíricamente demostrado.
- **Problemas analíticos:** Se ha demostrado que la relación directa y positiva entre el retorno y el beta depende que el índice de mercado que se utilice para calcular el beta esté exactamente sobre la frontera eficiente. El problema es que este fenómeno no se puede comprobar empíricamente.
- **Problemas metodológicos:** La determinación de cada uno de los componentes o primas de riesgo del modelo es un proceso altamente subjetivo y especulativo, y pequeñas variaciones en los parámetros básicos producen grandes diferencias en el costo del capital propio, y en consecuencia, en el valor de la empresa.

En síntesis, el modelo CAPM parte de supuestos muy fuertes que no son aplicables en mercados emergentes, como por ejemplo: que los mercados de acciones son perfectamente competitivos, que la cantidad de acciones permanece fija, que todos los participantes cuentan con igual información y que se puede diversificar la cartera hasta eliminar el riesgo asistemático.

Los fundamentos mencionados hacen que el modelo pierda credibilidad sobre todo cuando debe aplicarse a valorar empresas en mercados emergentes. No obstante, mientras se desarrollan medidas más sofisticadas para medir el riesgo empresarial, el CAPM sigue siendo el método más popular ya que, por un lado, brinda una solución valiosa para estimar la percepción del riesgo, y por otro lado, algunas de sus desventajas pueden mitigarse con modificaciones apropiadas.

Estas son las razones por las cuales se ha avanzado en el desarrollo de un modelo que, tomando como base la esencia del modelo CAPM de adición de primas, toma sus ventajas e incorpora elementos que el CAPM tradicional no captura, como el riesgo asistemático.

Este modelo CAPM modificado que se ajusta mejor a la valuación de empresas en mercados emergentes como Argentina, tanto de capital abierto como de capital cerrado, se denomina Modelo de Primas y Ajustes Apilables (MPPA).

3.3.2 Ajustes al modelo CAPM: Modelo de Primas y Ajustes Apilables

El MPPA es un modelo aditivo, es decir, utiliza la lógica del apilamiento de diferentes primas de riesgo por sobre la tasa libre de riesgo para construir la tasa de costo de capital. Básicamente, es un modelo CAPM adaptado para capturar el riesgo asistemático.

Sus componentes son:

$$\text{Costo de Capital} = \text{Tasa Libre de Riesgo} + \text{Prima por Riesgo Sistemático} + \text{Prima por Riesgo Asistemático}$$

3.3.2.1 Tasa libre de riesgo o Risk Free Rate (Rf)

Es el valor base del modelo, que equivale a la renta mínima que brinda una inversión segura, por ejemplo, un bono emitido por un país de economía sólida como EEUU. Hay más de una alternativa de tasas a elegir, entre las más utilizadas se mencionan las siguientes:

- La tasa de corto plazo de los bonos del Tesoro de EEUU (T-Bills)
- La tasa de corto plazo de los bonos del Tesoro de EEUU (T-Bills) para el primer año y para los años siguientes utilizar tasas a futuro (forward rates)
- La tasa de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU (T-Bonds), utilizando el instrumento cuyo periodo de maduración se aproxima más a la duración de la inversión que se analiza.

Se recomienda utilizar aquella tasa que aproxime el periodo de maduración del instrumento con el de la inversión. Como en el mundo real las inversiones son de más de un periodo es mayormente utilizada la tercera variante en tasas de bonos de entre 10 y 30 años.

Prima de Riesgo País (Rp)

Un inversor que invierta en Argentina va a exigirle a su negocio más retorno que si invierte en EEUU, no solo porque presenta una mayor volatilidad económica, sino también porque existe **riesgo soberano** (posibles expropiaciones o incumplimientos financieros internacionales) y **riesgo cambiario** (revaluación o devaluación de la moneda). El riesgo soberano es una prima que se adiciona a la tasa libre de riesgo que se denomina prima de riesgo país. Se utiliza como tal a la diferencia entre el rendimiento de un Bono de EEUU y el rendimiento de un Bono de Argentina.

Tasa Libre de Riesgo Argentina (RfA)

Es la sumatoria de la tasa libre de riesgo norteamericana y la prima de riesgo país:

$$RfA = Rf + Rp$$

3.3.2.2 Prima de Riesgo Sistemático (Rs)

La percepción de riesgo y rendimiento que tiene un inversor cuando invierte en un sector específico se ve reflejado en los rendimientos de las acciones que cotizan en bolsa. El riesgo sistemático se origina en el hecho de que existen factores macroeconómicos que afectan a todas las empresas de la economía, pero estos factores no afectan a todas las acciones por igual. Un cambio en el rendimiento promedio del mercado accionario puede cambiar más o menos el rendimiento promedio de un sector, o dicho de otra manera, un sector puede ser más o menos sensible ante cambios en los rendimientos de mercado. Esta sensibilidad relativa al mercado que presenta cada sector se denomina riesgo sistemático o riesgo de mercado

porque marca el movimiento sistemático inevitable que se produce como reacción a cambios en la macro independientemente de la calidad que tenga el management de la empresa.

$$R_s = \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

Beta es el coeficiente que refleja la sensibilidad de una acción ante cambios en el mercado, **R_m** es el rendimiento promedio del mercado accionario y **R_f** es la tasa libre de riesgo.

El rendimiento promedio del mercado **R_m** se puede obtener a través de la media aritmética de los retornos del mercado accionario. Localmente, se utiliza el índice Merval o el índice Burcap. Numerosos analistas coinciden que este último es más representativo de la evolución del mercado accionario argentino ya que, sin bien comprende las mismas empresas, está ponderado por la capitalización en lugar del volumen negociado.

En cuanto al horizonte temporal que debe considerarse en la serie de datos, la ventaja de las series largas es que contienen información de un gran número de periodos, lo que amortigua el impacto de shocks ocasionales. Sin embargo, en la última parte de la serie pueden haberse producido cambios importantes que no se reflejen en los promedios y que marquen la tendencia inmediata de la serie de precios a futuro que es lo que en definitiva importa. Para el caso de Argentina, no se recomienda retrotraerse a periodos anteriores a 1993 ya que toda información contable o de mercado anterior a 1991 carece de sentido por las distorsiones producidas por la hiperinflación y, entre 1991 y 1993, se produjo un periodo asentamiento que remonta a partir de 1993 con la inversión extranjera privada, año a partir del cual la serie comienza a ser confiable. Por lo expuesto, si se acepta este criterio, las series argentinas confiables al día de hoy tienen poco más de 20 años.

Por su parte, la determinación de las betas para el mercado argentino es una tarea compleja. Para facilitarla, Pereiro y Galli sugieren dos opciones metodológicas para su cálculo, según existan o no betas comparables en la bolsa local:

- **Existen betas comparables en la bolsa local:**

Se busca en la bolsa local una empresa o grupo de empresas que sean semejantes en cuanto a su estructura y función con la empresa que se quiere valorar. A pesar del número relativamente escaso de empresas que cotizan localmente en comparación con la bolsa de EEUU, es posible utilizar los datos de las que sí cotizan.

Como los servicios financieros publican los betas apalancados de estas empresas, es decir, betas que incorporan los efectos de sus estructuras de financiamiento, en

primer lugar se deben desapalancar mediante su ratio D/E, y luego reapalancar mediante el ratio D/E de la empresa que se quiere valorar.

- **No existen betas comparables en la bolsa local:**

Cuando no existe una empresa comparable que cotice en la bolsa local se busca una empresa o grupo de empresas comparables que coticen en la bolsa de EEUU. Se obtiene su beta, ya sea de una fuente publicada o por cálculo directo, se desapalanca mediante su ratio D/E y luego se reapalanca mediante el ratio D/E de la empresa local que se quiere valorar. La prima de riesgo sistemático se calcula utilizando el R_m y R_f locales.

Este método supone que la relación entre los retornos de la comparable y el mercado americano es similar a la relación entre los retornos de la empresa local y el mercado argentino.

3.3.2.3 Prima de Riesgo Asistemático (R_a)

El riesgo asistemático es muy complejo de medir y son muy pocos los agentes que en la práctica realizan algún ajuste en la tasa de descuento para reflejarlo. No obstante, no debiera ser un factor a subestimar ya que su efecto puede ser igual o incluso mayor al riesgo sistemático.

El riesgo asistemático generalmente es el resultado de componentes propios de la empresa como por ejemplo: la experiencia de los accionistas y/o el management en el rubro, la calidad de las relaciones entre ambos, la disponibilidad de materias primas, las presiones de los competidores, el poder del sindicato, la voluntad de los clientes, entre otros.

Siguiendo a Pereiro & Galli, proponen en primer lugar determinar el valor de la compañía a través del descuento de sus flujos de fondos proyectados a la tasa $Wacc$ (siguiendo el modelo CAPM como si no existiera prima por riesgo asistemático) y luego aplicar sobre el valor de la compañía obtenido un ajuste (ya sea incremento o descuento) por riesgo asistemático. Es decir, proponen estimar no una prima sobre la tasa de descuento sino un ajuste sobre el valor del paquete accionario.

Luego, para hallar la prima por riesgo asistemático que, agregada a la tasa de descuento, produce el nuevo valor de la compañía, se realiza un ejercicio meramente matemático.

Los tres componentes principales del riesgo asistemático son:

- **El efecto del tamaño de la empresa**

Las empresas grandes por lo general son más estables, tienen importantes volúmenes de ventas y buenas calificaciones crediticias. Por el contrario, las empresas pequeñas son más vulnerables a cambios en el contexto y a su propia operatoria interna. Como resultado, el riesgo (y por ende el rendimiento) de una empresa pequeña es mayor al de una empresa grande.

Se puede determinar el ajuste por riesgo asistemático (descuento por efecto tamaño) a través de: el diferencial de tasas de interés activas que cobran los bancos al otorgar un préstamo a una empresa grande y una pequeña; o través de la diferencia entre los rendimientos de dos portafolios de empresas de similar riesgo y diferente tamaño.

- **El efecto de la minoritariedad en la tenencia accionaria**

Una porción accionaria minoritaria es más riesgosa que una porción controlante ya que la segunda tiene privilegios de control y reestructuración que la primera no posee. Como resultado, el riesgo (y por ende el rendimiento) de una porción minoritaria es mayor a la de una porción controlante.

Se puede determinar el ajuste por riesgo asistemático (descuento por tenencia minoritaria) a través de la comparación entre los precios a los que se transan acciones en la bolsa (que son porciones minoritarias) con los precios a los que se transan acciones de la misma compañía cuando es adquirida, es decir, cuando se transfiere una porción accionaria controlante.

- **El efecto de la iliquidez**

Las empresas que cotizan en bolsa son más líquidas que las de capital cerrado, es decir, sus acciones pueden ser vendidas o compradas rápidamente en la bolsa. Por el contrario, el inversor que invierte en una empresa de capital cerrado no tiene la garantía de poder desprenderse de sus acciones rápidamente ya que encontrar un comprador no es una tarea fácil. Como resultado, el riesgo (y por ende el rendimiento) de una empresa de capital cerrado es mayor a la de una de capital abierto.

Se puede determinar el ajuste por riesgo asistemático (descuento por iliquidez) a través de: la comparación entre los precios a los que se transan las acciones ordinarias de una empresa que cotiza en bolsa con acciones restringidas de la misma empresa, que son aquellas que no pueden transarse en el mercado por un periodo de tiempo determinado; o través de la diferencia entre los precios en que se transan las acciones

de una empresa de capital cerrado con las acciones de una empresa equivalente de capital abierto.

La investigación empírica demuestra que el descuento por iliquidez puede llegar a ser hasta del 50%, es decir, una empresa de capital cerrado puede llegar a valer la mitad de lo que vale una empresa equivalente pero que cotiza en bolsa.

Una vez definidos los ajustes por tamaño, tenencia e iliquidez, se pueden combinar de una manera aditiva o multiplicativa, siendo la primera más conservadora que la segunda. El coeficiente de ajuste total se multiplica por el valor del stock para obtener su valor final.

En el caso de optar por transformar los descuentos sobre el valor de la compañía en primas de riesgo adicionales a la tasa de descuento el ejercicio es meramente matemático.

En este sentido, Arzac ha sugerido aplicar la siguiente fórmula para calcular la prima a partir del descuento:

$$\text{Prima por riesgo asistemático} = d * (k-g) / (1-d)$$

Dónde:

d: descuento sobre el valor de la compañía

k: tasa de descuento sin la prima de riesgo asistemático

g: tasa de crecimiento del cash flow

CAPITULO 4: APLICACIÓN A UNA EMPRESA DEL SECTOR SERVICIOS LOGÍSTICOS

En el capítulo 2 se desarrollaron los principales métodos utilizados para valorar empresas y se concluyó que el método de flujos de fondos descontados es el más apropiado.

En el capítulo 3 se describieron las características de los mercados emergentes para luego adaptar la determinación de la tasa de descuento al contexto de mercados emergentes a través del modelo MPAA.

En el presente capítulo se describirá y aplicará la metodología para confeccionar el flujo de fondos y valorar el capital accionario de una empresa que presenta dos particularidades:

- Es una empresa de capital cerrado
- Está radicada en un mercado emergente como es Argentina

4.1 Descripción de la empresa

Transporte Expreso S.A. es una empresa argentina cuya actividad consiste en la prestación de servicios de logística y transporte de mercaderías tanto en el territorio nacional como internacional.

Inició sus actividades en 1980 y desde entonces conquistó un lugar de privilegio en el mercado argentino de transporte exprés. Posteriormente, alcanzó mayor participación tanto en el mercado local como brasilero creciendo en operaciones de transporte internacional en el Mercosur.

Actualmente, sus principales líneas de negocio incluyen:

- **Transporte de Paquetería:** Transporte de carga fraccionada; comprende el empaquetamiento, separación de pedidos, consolidación y desconsolidación.
- **Transporte de Carga Seca:** Transporte de mercadería paletizada y equipos completos.
- **Transporte Internacional:** Transporte en modalidades milk run, just in time y door to door dentro del Mercosur, principalmente Brasil.
- **Transporte Multimodal de Contenedores:** Desconsolidación, recepción de materiales y administración de depósitos en planta.
- **Kan Ban:** Abastecimiento a líneas de producción en modalidad Kan-Ban, JIT, JIS, kitting, modulación, secuenciado, pick to light.
- **Milk Run:** Transporte general de cargas y recolección de materiales.

Su **misión** es generar valor mediante inteligencia logística. Y su **visión** es crecer y afianzarse como una empresa logística de clase mundial, representando la mejor opción para su gente y la mejor solución para el mercado.

Producto de su agresiva estrategia de crecimiento es que Transporte Expreso proyecta importantes inversiones en bienes de capital para capturar nuevos mercados, tanto nacionales como internacionales, lo que se trasladará en importantes variaciones en sus flujos de fondos futuros, niveles de endeudamiento y aportes de capital para financiar dichas inversiones.

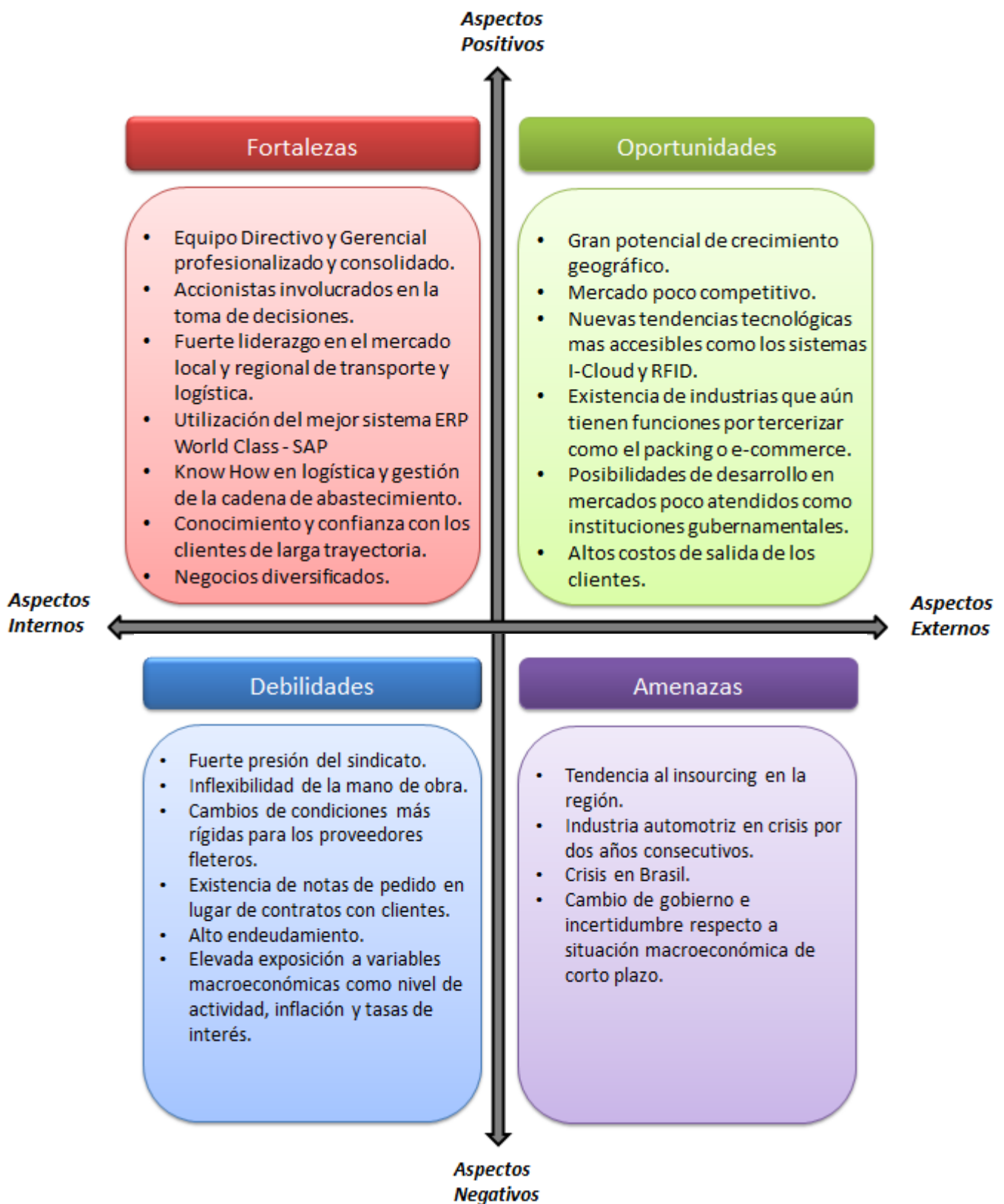
Definiremos las siguientes como las principales variables independientes que afectarán sus flujos futuros:

- PBI Argentina
- PBI Brasil
- Inflación
- Tasa de interés

En la sección 4.11 del presente capítulo se plantearán tres escenarios macroeconómicos posibles para estas variables con el objetivo de sensibilizar el flujo de fondos proyectado y de esta manera incluir el factor riesgo.

4.2 Análisis FODA

A través de la matriz FODA se analizará la situación de la empresa desde el punto de vista interno y externo, y desde sus aspectos positivos y negativos.

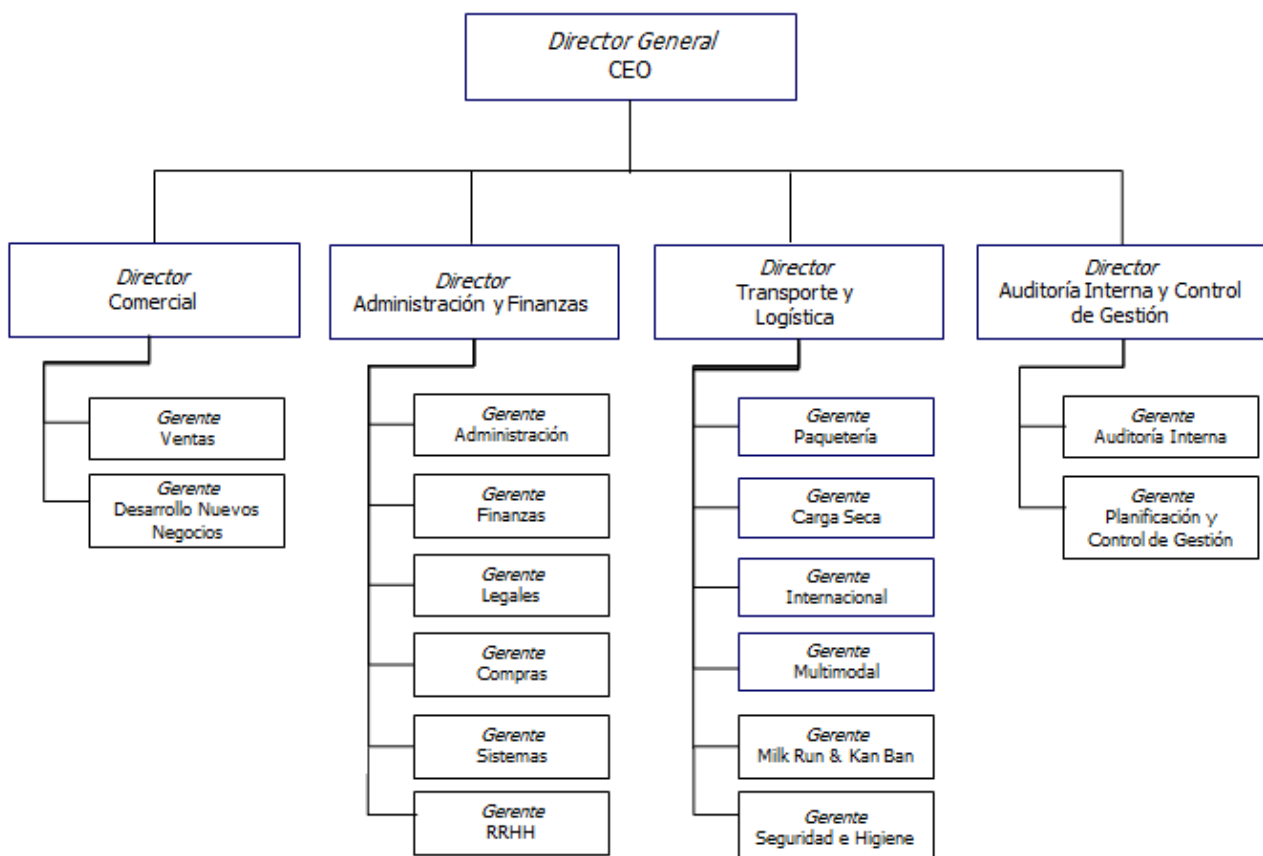


Si bien una de las amenazas más preocupantes es la tendencia al insourcing en plantas industriales de la región, esta situación se encuentra contrarrestada por el alto costo de salida que tienen los clientes para sustituir o absorber al proveedor logístico, ya sea por el impacto de salida de la mano de obra como por el know how propio del negocio que logra el operador tercerizado.

4.3 Organigrama

La empresa cuenta con más de 250 empleados que comprenden:

- Un comité directivo formado por un Director General o CEO, Director Comercial, Director de Administración y Finanzas, Director de Transporte y Logística, y Director de Auditoría Interna y Control de Gestión.
- Un equipo gerencial bajo las Direcciones antes mencionadas que conforman áreas operativas y de soporte fundamentales para el desarrollo y mantenimiento de los negocios.
- Un equipo operativo de primer nivel y larga trayectoria en la organización.



4.4 Estrategia

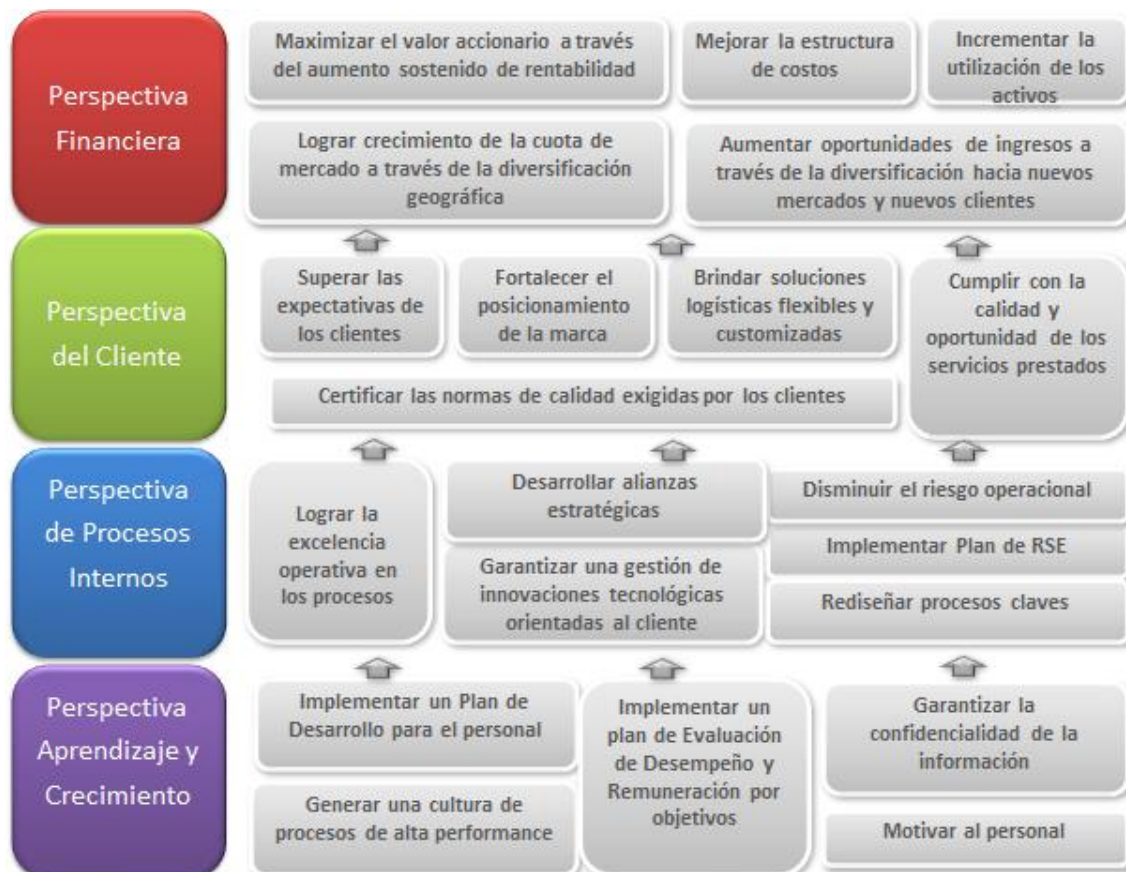
De acuerdo a Jan Rivkin en su publicación *“Where do great strategies come from?”* (2004) la estrategia se define como “una serie de elecciones que posicionan a una empresa en una industria para ganar ingresos superiores en el largo plazo.”

Estas elecciones responden a las siguientes preguntas que se pueden formular desde cuatro perspectivas:

- **Perspectiva Financiera:** Qué objetivos financieros debemos alcanzar para satisfacer a los accionistas?
- **Perspectiva del Cliente:** Qué necesidades del cliente debemos satisfacer para alcanzar nuestros objetivos financieros?
- **Perspectiva de los Procesos Internos:** En qué procesos internos debemos ser excelentes para satisfacer a nuestros clientes?
- **Perspectiva de Aprendizaje y Crecimiento:** Con cuales activos intangibles debe contar nuestra organización para alcanzar nuestras metas?

A continuación se presentan los objetivos del mapa estratégico desarrollado por la compañía desde sus cuatro perspectivas:

MAPA ESTRATÉGICO TRANSPORTE EXPRESO



Del mapa se puede deducir que los grandes pilares estratégicos son: la diversificación regional, que consiste en ampliar los servicios prestados actualmente a otras regiones, ya sean nacionales o internacionales; y la diversificación de mercados, que consiste en realizar transporte de cargas distintas a las actuales, como por ejemplo cargas peligrosas, valiosas, refrigeradas, a granel, etc.

4.5 El sector logístico y el contexto macroeconómico actual

4.5.1 Sector logístico

El nivel de actividad del sector transporte y logística se encuentra estrechamente vinculado con la performance de la economía. Ante un escenario económico favorable se generan presiones sobre la capacidad logística de los clientes generando incentivos a la tercerización a fin de no incurrir en costos y riesgos asociados a la ampliación de la infraestructura propia, lo que repercute en un aumento de la actividad de los operadores logísticos.

Durante los últimos años el sector ha enfrentado como principales problemas la inflación y la disminución del nivel de actividad del sector industrial. El aumento de costos fue causa principalmente del incremento en las paritarias del sindicato de camioneros y el aumento de combustibles.

Esta situación viene repercutiendo en la forma en que se relacionan el operador logístico y el dador de carga ya que los obliga a repactar tarifas para mantener márgenes haciendo foco en los costos. Ciertos operadores logísticos cuando tienen dificultades para trasladar los incrementos a las tarifas pactadas optan por la expansión regional, el incremento en el valor agregado de los servicios y la especialización.

En resumen, la principal amenaza que enfrenta el sector actualmente es la inflación que conduce a incrementos en los costos distorsionando el nivel de actividad. Resulta difícil trasladar a tarifas el alza de costos requiriendo constantes y desgastantes negociaciones entre las empresas del sector y los clientes. Al mismo tiempo, esto impide el desarrollo de la actividad generando mayores dificultades para construir propuestas de valor e invertir en estructura y tecnología.

Si bien existen amenazas claramente identificadas como la presión y conflictos sindicales que enturbian la relación con los trabajadores o cortes de rutas que generan pérdida de productividad en el transporte de distribución, también existen oportunidades para el sector

que se encuentran en vías de desarrollo. Entre ellas se pueden apreciar industrias que aún tienen funciones por tercerizar con servicios de mayor valor agregado, como el packing o la logística liviana como consecuencia del incremento del e-commerce. Asimismo, existen posibilidades de desarrollo en mercados poco atendidos, como instituciones gubernamentales o mercados no convencionales y oportunidades de crecimiento a nivel regional y global.

4.5.2 Contexto macroeconómico

La economía del país entró en recesión a principios de 2014 (-1,7% según el FMI), afectada por la baja del poder adquisitivo de los hogares y de las exportaciones industriales, en particular hacia Brasil, principal mercado de exportación.

Como el 2015 es un año electoral, el gobierno ha seguido implementando una política económica expansionista que ha provocado desequilibrios cada vez mayores, presiones inflacionistas y un deterioro de la administración de las finanzas públicas. El peso fue devaluado un 15% en enero de 2014, el déficit presupuestario se elevó a 5% del PIB y la inflación fue estimada por ciertos analistas en más de 40%.

El 2014 fue un año donde se enfrentaron grandes dilemas de política económica, a la vez que se mantuvo la puja por la distribución del ingreso entre trabajadores y empresarios y se retroalimentaron las tensiones inflacionarias por la aceleración del tipo de cambio nominal.

Asimismo, el 2014 ha sido un año controversial para las negociaciones paritarias. La inflación fue superior a la de los años anteriores a pesar de la caída de la actividad y el consumo, que pueden verse en el descenso de exportaciones e importaciones.

En un contexto económico más complejo, ya a principios del mes de julio se cerraron la mayoría de los acuerdos, en un marco de escasa conflictividad laboral. Se establecieron incrementos de remuneraciones equilibradas ante la necesidad de los trabajadores de sostener el poder adquisitivo del salario y el requerimiento de las empresas de no afectar condiciones de sustentabilidad económica.

Desde el punto de vista de la política cambiaria, en el último año se evidenció un cambio que implicó dejar de usar al tipo de cambio como ancla nominal de la economía para transformarlo en una herramienta que permitiera mantener la competitividad internacional de los productos argentinos en momentos en que nuestros principales socios comerciales comenzaban a depreciar sus monedas contra la divisa estadounidense. Como consecuencia, se observó una aceleración de la tasa de devaluación interanual del peso argentino que pasó, de manera lenta

pero persistente, del 12% al 23% en menos de un año. Asimismo, dicha aceleración se incrementó en los últimos meses, con tasas mensuales anualizadas del 35% al 39%. Su impacto sobre precios es evidente ya que encarece el precio de los bienes e insumos industriales, de consumo final y energético que deben ser importados para cubrir las necesidades locales.

4.5.3 Perspectivas futuras

En el año 2015 se completarán dos años de escasa actividad con inflación elevada y riesgos cambiarios. Pero las perspectivas para los años siguientes son más alentadoras. Así como la performance dependerá de la política económica que se aplique, el programa estará fuertemente condicionado por el punto de partida. No es lo mismo que un nuevo gobierno encuentre una economía estancada y con inflación elevada pero estable, que se enfrente un marco de crisis cambiaria, caída del producto, restricción externa, aislamiento de los mercados y riesgos de espiralización de la inflación.

En el primer caso, el nuevo gobierno puede apoyarse en el shock de confianza y financiamiento externo para elaborar primero un programa de corrección cambiaria ordenada y luego un plan de nominalidad descendente acordado con los distintos actores sociales que incluya metas para el tipo de cambio, la inflación, las tarifas y los salarios, dando lugar a un escenario de corrección ordenada en el largo plazo. Un programa de estas características puede devolver el entorno de crecimiento en los próximos años con reducción gradual de la nominalidad evitando tener que anclar el tipo de cambio para contener la inflación. Este es el escenario favorable y más probable.

Pero si el punto de partida del nuevo gobierno es en el marco de crisis cambiaria, el margen es muy bajo para establecer metas graduales.

4.6 Análisis económico y financiero de la empresa

4.6.1 Estados contables históricos

Como punto de partida para realizar las proyecciones financieras de la empresa se realizará un análisis económico y financiero de la misma teniendo en cuenta tanto la evolución de sus estados contables históricos como su situación patrimonial y financiera actual.

A continuación se muestra el Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados de los últimos siete años, expresados en miles de pesos.

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Suma de Importe	Fecha						
Cuenta	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
a) Estado de Situación Patrimonial							
a) ACTIVO	\$ 18.757	\$ 24.254	\$ 39.581	\$ 56.719	\$ 56.433	\$ 71.351	\$ 74.500
a) Activo Cte	\$ 15.696	\$ 21.696	\$ 35.462	\$ 50.385	\$ 47.160	\$ 57.384	\$ 57.934
01 - Caja y Bancos	\$ 219	\$ 357	\$ 410	\$ 660	\$ 1.922	\$ 7.297	\$ 918
02 - Inversiones - Ctes	\$ 955	\$ 454	\$ 735	\$ -	\$ 9.211	\$ 10.689	\$ 3.084
03 - Créditos por Clientes	\$ 12.323	\$ 17.201	\$ 32.022	\$ 46.650	\$ 33.212	\$ 35.569	\$ 45.447
04 - Bienes de Cambio	\$ 221	\$ 77	\$ 55	\$ 150	\$ 757	\$ 442	\$ 662
05 - Otros Créditos - Ctes	\$ 1.978	\$ 3.607	\$ 2.240	\$ 2.925	\$ 2.058	\$ 3.387	\$ 7.823
06 - Activos Ctes. con Vinculadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
b) Activo No Cte	\$ 3.061	\$ 2.558	\$ 4.119	\$ 6.334	\$ 9.273	\$ 13.967	\$ 16.566
07 - Otros Créditos - No Ctes	\$ 205	\$ 276	\$ 304	\$ 3.135	\$ 6.888	\$ 5.835	\$ 9.110
08 - Inversiones - No Ctes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
09 - Bienes de Uso	\$ 2.803	\$ 2.163	\$ 3.656	\$ 2.913	\$ 2.077	\$ 7.758	\$ 6.796
10 - Activos no Ctes. con Vinculadas	\$ 53	\$ 119	\$ 159	\$ 286	\$ 308	\$ 374	\$ 660
b) PASIVO	\$ 11.100	\$ 15.277	\$ 27.566	\$ 36.034	\$ 30.308	\$ 38.991	\$ 46.241
a) Pasivo Cte	\$ 10.973	\$ 15.056	\$ 26.773	\$ 35.693	\$ 30.249	\$ 34.904	\$ 42.588
11 - Cuentas por Pagar	\$ 4.742	\$ 5.751	\$ 7.511	\$ 24.422	\$ 22.897	\$ 20.408	\$ 27.253
12 - Deudas Bancarias - Ctes	\$ 129	\$ -	\$ 682	\$ 1.028	\$ 752	\$ 1.891	\$ 2.472
13 - Remuneraciones y Cs Sc	\$ 1.369	\$ 2.103	\$ 2.708	\$ 4.516	\$ 5.006	\$ 6.980	\$ 9.098
14 - Cargas Fiscales - Ctes	\$ 644	\$ 1.073	\$ 3.600	\$ 3.578	\$ 196	\$ 1.972	\$ 1.473
15 - Otros Pasivos - Ctes	\$ 4.035	\$ 6.034	\$ 12.179	\$ 1.306	\$ 218	\$ 1.597	\$ 97
16 - Previsiones - Ctes	\$ 54	\$ 95	\$ 93	\$ 843	\$ 1.180	\$ 2.056	\$ 2.195
17 - Pasivos Ctes. con Vinculadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
b) Pasivo No Cte	\$ 127	\$ 221	\$ 793	\$ 341	\$ 59	\$ 4.087	\$ 3.653
18 - Deudas Bancarias - No Ctes	\$ -	\$ -	\$ 793	\$ 341	\$ 59	\$ 4.087	\$ 3.653
19 - Cargas Fiscales - No Ctes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
20 - Otros Pasivos - No Ctes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
21 - Previsiones - No Ctes	\$ 127	\$ 221	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
22 - Pasivos No Ctes. con Vinculadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
c) PN	\$ 7.657	\$ 8.977	\$ 12.015	\$ 20.685	\$ 26.125	\$ 32.360	\$ 28.259
a) PN	\$ 7.657	\$ 8.977	\$ 12.015	\$ 20.685	\$ 26.125	\$ 32.360	\$ 28.259
23 - Total Patrimonio Neto	\$ 7.657	\$ 8.977	\$ 12.015	\$ 20.685	\$ 26.125	\$ 32.360	\$ 28.259
b) Estado de Resultados							
a) Ingresos	\$ 53.467	\$ 50.650	\$ 83.345	\$ 111.851	\$ 123.964	\$ 148.187	\$ 146.843
a) Ingresos	\$ 53.467	\$ 50.650	\$ 83.345	\$ 111.851	\$ 123.964	\$ 148.187	\$ 146.843
24 - Ventas de Bienes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
25 - Ventas de Servicios	\$ 53.467	\$ 50.650	\$ 83.345	\$ 111.851	\$ 123.964	\$ 148.187	\$ 146.843
26 - Ingresos por Alquileres	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
b) Costos	\$ -42.112	\$ -38.845	\$ -64.824	\$ -89.847	\$ -105.388	\$ -124.186	\$ -133.566
b) Costos	\$ -42.112	\$ -38.845	\$ -64.824	\$ -89.847	\$ -105.388	\$ -124.186	\$ -133.566
27 - Costo de Servicios Prestados	\$ -42.112	\$ -38.845	\$ -64.824	\$ -89.847	\$ -105.388	\$ -124.186	\$ -133.566
28 - Costo de la Mercadería Vendida	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
c) Rtdo Bruto	\$ 11.355	\$ 11.805	\$ 18.521	\$ 22.004	\$ 18.576	\$ 24.001	\$ 13.277
c) Rtdo Bruto	\$ 11.355	\$ 11.805	\$ 18.521	\$ 22.004	\$ 18.576	\$ 24.001	\$ 13.277
29 - Resultado Bruto	\$ 11.355	\$ 11.805	\$ 18.521	\$ 22.004	\$ 18.576	\$ 24.001	\$ 13.277
d) Gastos Operativos	\$ -6.366	\$ -6.216	\$ -8.101	\$ -9.556	\$ -10.686	\$ -15.885	\$ -20.624
d) Gs Operat	\$ -6.366	\$ -6.216	\$ -8.101	\$ -9.556	\$ -10.686	\$ -15.885	\$ -20.624
30 - Gastos de Comercialización	\$ -1.616	\$ -1.527	\$ -1.686	\$ -3.018	\$ -3.495	\$ -4.285	\$ -6.179
31 - Gastos de Administración	\$ -3.524	\$ -3.652	\$ -4.944	\$ -4.486	\$ -5.119	\$ -8.121	\$ -10.476
32 - Otros Gastos Operativos	\$ -250	\$ -130	\$ -174	\$ -845	\$ -967	\$ -1.086	\$ -1.214
34 - Depreciaciones y Amortiz.	\$ -976	\$ -907	\$ -1.297	\$ -1.207	\$ -1.105	\$ -2.393	\$ -2.755
e) Rtdo Operativo	\$ 4.989	\$ 5.589	\$ 10.420	\$ 12.448	\$ 7.890	\$ 8.116	\$ -7.347
e) Rtdo Operat	\$ 4.989	\$ 5.589	\$ 10.420	\$ 12.448	\$ 7.890	\$ 8.116	\$ -7.347
f) Otros Ing / Eg	\$ -71	\$ 103	\$ -645	\$ 856	\$ 457	\$ 1.378	\$ 595
f) Otros I/E	\$ -71	\$ 103	\$ -645	\$ 856	\$ 457	\$ 1.378	\$ 595
36 - Otros Resultados No Operativos	\$ 3	\$ 92	\$ 85	\$ 282	\$ 1.109	\$ 2.425	\$ 1.410
37 - Rtdo. Fcro y Tencia - Activos	\$ -48	\$ 48	\$ 243	\$ 218	\$ 480	\$ 1.036	\$ 2.621
38 - Rtdo. Fcro y Tencia - Pasivo	\$ -26	\$ -37	\$ -973	\$ 356	\$ -1.132	\$ -2.083	\$ -3.436
g) Rtdo. Vinculadas	\$ 21	\$ 66	\$ 40	\$ 99	\$ 161	\$ 65	\$ 286
g) Rtdo. Vincul.	\$ 21	\$ 66	\$ 40	\$ 99	\$ 161	\$ 65	\$ 286
39 - Resultado con Vinculadas	\$ 21	\$ 66	\$ 40	\$ 99	\$ 161	\$ 65	\$ 286
h) Resultado Antes IG	\$ 4.939	\$ 5.758	\$ 9.815	\$ 13.403	\$ 8.508	\$ 9.559	\$ -6.466
h) Resultado Antes IG	\$ 4.939	\$ 5.758	\$ 9.815	\$ 13.403	\$ 8.508	\$ 9.559	\$ -6.466
40 - Resultado Antes IG	\$ 4.939	\$ 5.758	\$ 9.815	\$ 13.403	\$ 8.508	\$ 9.559	\$ -6.466
i) Impuestos	\$ -1.725	\$ -1.994	\$ -3.421	\$ -4.795	\$ -3.068	\$ -3.323	\$ 2.364
i) Impuestos	\$ -1.725	\$ -1.994	\$ -3.421	\$ -4.795	\$ -3.068	\$ -3.323	\$ 2.364
41 - Impuesto a las Ganancias	\$ -1.725	\$ -1.994	\$ -3.421	\$ -4.795	\$ -3.068	\$ -3.323	\$ 2.364
j) Resultados del Ejercicio	\$ 3.214	\$ 3.764	\$ 6.394	\$ 8.608	\$ 5.440	\$ 6.236	\$ -4.102
j) Resultados del Ejercicio	\$ 3.214	\$ 3.764	\$ 6.394	\$ 8.608	\$ 5.440	\$ 6.236	\$ -4.102
42 - Resultados del Ejercicio	\$ 3.214	\$ 3.764	\$ 6.394	\$ 8.608	\$ 5.440	\$ 6.236	\$ -4.102

En cuanto a su estructura de inversión, pueden observarse dos etapas bien diferenciadas en los últimos 7 años. Por un lado, durante los primeros 5 años se observa una etapa de estancamiento en lo que a inversiones en bienes de capital se refiere, manteniendo una relación promedio de 87% de activos corrientes y 13% de activos no corrientes. Sin embargo, durante los últimos dos años, se revierte esta tendencia y se observa un crecimiento en inversiones activos fijos, tanto para renovación de flota obsoleta como para aumento de flota dedicada a nuevos negocios, pasando a una relación promedio de 79% de activos corrientes y 21% de activos no corrientes. Esto se condice con el plan estratégico definido por la compañía de expansión por diversificación de mercados e integración de la cadena de valor.

Observando su estructura de financiamiento, se deduce que la inversión en activos fijos fue financiada con préstamos bancarios de largo plazo. Si bien la composición del pasivo total se ha transformado mayormente al largo plazo en estos últimos dos años, la relación del pasivo total respecto al activo total o índice de endeudamiento, se ha mantenido en un promedio de 60%-40%.

Con respecto a los resultados, los ingresos por ventas aumentaron de manera significativa durante el período 2010-2013, mientras que se produjo una desaceleración en los años 2014-2015, años en los cuales el crecimiento de la facturación no ha sido suficiente para cubrir la inflación, por lo que se deduce que hubo una disminución de la actividad en términos reales. Esta desaceleración de la facturación no fue acompañada en la misma medida por los costos operativos y no operativos, que aumentaron en mayor proporción que las ventas, lo que se tradujo directamente en una reducción del resultado final hasta llegar al cierre del año 2014 con rentabilidad negativa.

Revisando las causas de la pérdida del último ejercicio, se atribuyen a diversos factores tanto exógenos como endógenos. A nivel externo o macro, el sector industrial sufrió una desaceleración importante en los últimos dos años producto de niveles inflacionarios de dos dígitos alcanzando casi el 40% anual, un tipo de cambio atrasado que hace a la industria local menos competitiva a nivel mundial y a nivel de sus competidores del Mercosur que devaluaron su moneda, y restricciones o cepo para la importación de bienes de capital, factores que han conllevado a la disminución de la actividad de la industria en general y de la industria automotriz en particular. A nivel interno o micro, la empresa discontinuó en el año 2014 su línea de negocio más rentable, llamada Milk Run, la cual aportaba más del 12% de su facturación y el 20% de su margen sobre ventas.

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.6.2 Análisis vertical

A continuación se presenta la participación porcentual de los componentes del Estado de Situación Patrimonial respecto al activo total de cada ejercicio, y la participación porcentual de los componentes del Estado de Resultados respecto a las ventas de cada ejercicio.

Suma de Importe	Análisis Vertical						
Cuenta	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
a) Estado de Situación Patrimonial							
a) ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
a) Activo Cte	84%	89%	90%	89%	84%	80%	78%
01 - Caja y Bancos	1%	1%	1%	1%	3%	10%	1%
02 - Inversiones - Ctes	5%	2%	2%	0%	16%	15%	4%
03 - Créditos por Clientes	66%	71%	81%	82%	59%	50%	61%
04 - Bienes de Cambio	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
05 - Otros Créditos - Ctes	11%	15%	6%	5%	4%	5%	11%
06 - Activos Ctes. con Vinculadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
b) Activo No Cte	16%	11%	10%	11%	16%	20%	22%
07 - Otros Créditos - No Ctes	1%	1%	1%	6%	12%	8%	12%
08 - Inversiones - No Ctes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
09 - Bienes de Uso	15%	9%	9%	5%	4%	11%	9%
10 - Activos no Ctes. con Vinculadas	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
b) PASIVO	59%	63%	70%	64%	54%	55%	62%
a) Pasivo Cte	59%	62%	68%	63%	54%	49%	57%
11 - Cuentas por Pagar	25%	24%	19%	43%	41%	29%	37%
12 - Deudas Bancarias - Ctes	1%	0%	2%	2%	1%	3%	3%
13 - Remuneraciones y Cs Sc	7%	9%	7%	8%	9%	10%	12%
14 - Cargas Fiscales - Ctes	3%	4%	9%	6%	0%	3%	2%
15 - Otros Pasivos - Ctes	22%	25%	31%	2%	0%	2%	0%
16 - Previsiones - Ctes	0%	0%	0%	1%	2%	3%	3%
17 - Pasivos Ctes. con Vinculadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
b) Pasivo No Cte	1%	1%	2%	1%	0%	6%	5%
18 - Deudas Bancarias - No Ctes	0%	0%	2%	1%	0%	6%	5%
19 - Cargas Fiscales - No Ctes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20 - Otros Pasivos - No Ctes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
21 - Previsiones - No Ctes	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
22 - Pasivos No Ctes. con Vinculadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
c) PN	41%	37%	30%	36%	46%	45%	38%
a) PN	41%	37%	30%	36%	46%	45%	38%
23 - Total Patrimonio Neto	41%	37%	30%	36%	46%	45%	38%
b) Estado de Resultados							
a) Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
a) Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
24 - Ventas de Bienes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
25 - Ventas de Servicios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
26 - Ingresos por Alquileres	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
b) Costos	-79%	-77%	-78%	-80%	-85%	-84%	-91%
b) Costos	-79%	-77%	-78%	-80%	-85%	-84%	-91%
27 - Costo de Servicios Prestados	-79%	-77%	-78%	-80%	-85%	-84%	-91%
28 - Costo de la Mercadería Vendida	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
c) Rtdo Bruto	21%	23%	22%	20%	15%	16%	9%
c) Rtdo Bruto	21%	23%	22%	20%	15%	16%	9%
29 - Resultado Bruto	21%	23%	22%	20%	15%	16%	9%
d) Gastos Operativos	-12%	-12%	-10%	-9%	-9%	-11%	-14%
d) Gs Operat	-12%	-12%	-10%	-9%	-9%	-11%	-14%
30 - Gastos de Comercialización	-3%	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%
31 - Gastos de Administración	-7%	-7%	-6%	-4%	-4%	-5%	-7%
32 - Otros Gastos Operativos	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
34 - Depreciaciones y Amortiz.	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%	-2%
e) Rtdo Operativo	9%	11%	13%	11%	6%	5%	-5%
e) Rtdo Operat	9%	11%	13%	11%	6%	5%	-5%
f) Otros Ing / Eg	0%	0%	-1%	1%	0%	1%	0%
f) Otros I/E	0%	0%	-1%	1%	0%	1%	0%
36 - Otros Resultados No Operativos	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%
37 - Rtdo. Fcro y Tencia - Activos	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
38 - Rtdo. Fcro y Tencia - Pasivo	0%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	-2%
g) Rtdo. Vinculadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
g) Rtdo. Vincul.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
39 - Resultado con Vinculadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
h) Resultado Antes IG	9%	11%	12%	12%	7%	6%	-4%
h) Resultado Antes IG	9%	11%	12%	12%	7%	6%	-4%
40 - Resultado Antes IG	9%	11%	12%	12%	7%	6%	-4%
i) Impuestos	-3%	-4%	-4%	-4%	-2%	-2%	2%
i) Impuestos	-3%	-4%	-4%	-4%	-2%	-2%	2%
41 - Impuesto a las Ganancias	-3%	-4%	-4%	-4%	-2%	-2%	2%
j) Resultados del Ejercicio	6%	7%	8%	8%	4%	4%	-3%
j) Resultados del Ejercicio	6%	7%	8%	8%	4%	4%	-3%
42 - Resultados del Ejercicio	6%	7%	8%	8%	4%	4%	-3%

Se puede ratificar lo expuesto precedentemente. La composición del activo ha pasado a tener una participación más importante de activos no corrientes producto de su estrategia de crecimiento. Dentro del activo corriente, predominan los créditos por ventas como consecuencia de los largos plazos de cobro a los clientes, en particular, del rubro automotriz. Lo siguen otros créditos corrientes conformados por préstamos otorgados a compañías vinculadas y créditos fiscales de corto plazo. En cuanto al activo no corriente, prevalecen otros créditos no corrientes compuestos por créditos fiscales del gobierno nacional para el fomento a la actividad del sector de transporte.

En cuanto al pasivo, su composición también ha pasado a tener mayor participación de largo plazo producto de la financiación de largo plazo de las inversiones de los últimos años. El pasivo corriente se compone principalmente de deudas comerciales y en segundo lugar de deudas sociales. El pasivo de largo plazo se compone de deudas bancarias.

Su estructura de financiamiento se ha mantenido en un promedio de 60% de financiamiento de terceros y 40% de financiamiento de capital propio. En el último año se observa una leve disminución de esta relación producto de la pérdida del ejercicio.

Por último, observando la participación de los componentes del Estado de Resultados, se puede apreciar que el costo de los servicios prestados representaba el 80% de las ventas hasta el último año, en el que el mismo pasó a ser el 91% de las ventas. De igual manera, los gastos operativos rondaban el 10% de las ventas, mientras que en el último año ascendieron al 14% de las ventas. Se concluye que hubo un importante aumento en los costos que no fue acompañado por un aumento de la facturación. Los resultados así lo reflejaron. El resultado operativo fue negativo en el último ejercicio, al igual que el resultado final. El margen sobre ventas que se venía manteniendo en un 6% después de impuestos, el último año fue de -3%.

4.6.3 Análisis horizontal

El análisis horizontal es un análisis de evolución temporal en el que se calcula la variación porcentual de cada componente de los Estados Contables en relación al año anterior.

El objetivo es reconocer o identificar tendencias que puedan servir de base para realizar proyecciones, siempre y cuando no se conozcan o se prevean cambios significativos en el futuro.

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

El análisis horizontal también permite realizar una primera aproximación a conclusiones sobre si la sociedad ha aumentado o disminuido su nivel de actividad ya sea a nivel real o nominal, sobre todo en contextos de alta inflación como el actual.

Cuenta	Análisis Horizontal						
	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
a) Estado de Situación Patrimonial							
a) ACTIVO	29%	63%	43%	-1%	26%	4%	
a) Activo Cte	38%	63%	42%	-6%	22%	1%	
01 - Caja y Bancos	63%	15%	61%	191%	280%	-87%	
02 - Inversiones - Ctes	-52%	62%			16%	-71%	
03 - Créditos por Clientes	40%	86%	46%	-29%	7%	28%	
04 - Bienes de Cambio	-65%	-29%	173%	405%	-42%	50%	
05 - Otros Créditos - Ctes	82%	-38%	31%	-30%	65%	131%	
06 - Activos Ctes. con Vinculadas							
b) Activo No Cte	-16%	61%	54%	46%	51%	19%	
07 - Otros Créditos - No Ctes	35%	10%	931%	120%	-15%	56%	
08 - Inversiones - No Ctes							
09 - Bienes de Uso	-23%	69%	-20%	-29%	274%	-12%	
10 - Activos no Ctes. con Vinculadas	125%	34%	80%	8%	21%	76%	
b) PASIVO	38%	80%	31%	-16%	29%	19%	
a) Pasivo Cte	37%	78%	33%	-15%	15%	22%	
11 - Cuentas por Pagar	21%	31%	225%	-6%	-11%	34%	
12 - Deudas Bancarias - Ctes			51%	-27%	151%	31%	
13 - Remuneraciones y Cs Sc	54%	29%	67%	11%	39%	30%	
14 - Cargas Fiscales - Ctes	67%	236%	-1%	-95%	906%	-25%	
15 - Otros Pasivos - Ctes	50%	102%	-89%	-83%	633%	-94%	
16 - Previsiones - Ctes	76%	-2%	806%	40%	74%	7%	
17 - Pasivos Ctes. con Vinculadas							
b) Pasivo No Cte	74%	259%	-57%	-83%	6827%	-11%	
18 - Deudas Bancarias - No Ctes			-57%	-83%	6827%	-11%	
19 - Cargas Fiscales - No Ctes							
20 - Otros Pasivos - No Ctes							
21 - Previsiones - No Ctes	74%						
22 - Pasivos No Ctes. con Vinculadas							
c) PN	17%	34%	72%	26%	24%	-13%	
a) PN	17%	34%	72%	26%	24%	-13%	
23 - Total Patrimonio Neto	17%	34%	72%	26%	24%	-13%	
b) Estado de Resultados							
a) Ingresos	-5%	65%	34%	11%	20%	-1%	
a) Ingresos	-5%	65%	34%	11%	20%	-1%	
24 - Ventas de Bienes							
25 - Ventas de Servicios	-5%	65%	34%	11%	20%	-1%	
26 - Ingresos por Alquileres							
b) Costos	-8%	67%	39%	17%	18%	8%	
b) Costos	-8%	67%	39%	17%	18%	8%	
27 - Costo de Servicios Prestados	-8%	67%	39%	17%	18%	8%	
28 - Costo de la Mercadería Vendida							
c) Rtdo Bruto	4%	57%	19%	-16%	29%	-45%	
c) Rtdo Bruto	4%	57%	19%	-16%	29%	-45%	
29 - Resultado Bruto	4%	57%	19%	-16%	29%	-45%	
d) Gastos Operativos	-2%	30%	18%	12%	49%	30%	
d) Gs Operat	-2%	30%	18%	12%	49%	30%	
30 - Gastos de Comercialización	-6%	10%	79%	16%	23%	44%	
31 - Gastos de Administración	4%	35%	-9%	14%	59%	29%	
32 - Otros Gastos Operativos	-48%	34%	386%	14%	12%	12%	
34 - Depreciaciones y Amortiz.	-7%	43%	-7%	-8%	117%	15%	
e) Rtdo Operativo	12%	86%	19%	-37%	3%	-191%	
e) Rtdo Operat	12%	86%	19%	-37%	3%	-191%	
f) Otros Ing / Eg	-245%	-726%	-233%	-47%	202%	-57%	
f) Otros I/E	-245%	-726%	-233%	-47%	202%	-57%	
36 - Otros Resultados No Operativos	2967%	-8%	232%	293%	119%	-42%	
37 - Rtdo. Fcro y Tencia - Activos	-200%	406%	-10%	120%	116%	153%	
38 - Rtdo. Fcro y Tencia - Pasivo	42%	2530%	-137%	-418%	84%	65%	
g) Rtdo. Vinculadas	214%	-39%	148%	63%	-60%	340%	
g) Rtdo. Vincul.	214%	-39%	148%	63%	-60%	340%	
39 - Resultado con Vinculadas	214%	-39%	148%	63%	-60%	340%	
h) Resultado Antes IG	17%	70%	37%	-37%	12%	-168%	
h) Resultado Antes IG	17%	70%	37%	-37%	12%	-168%	
40 - Resultado Antes IG	17%	70%	37%	-37%	12%	-168%	
i) Impuestos	16%	72%	40%	-36%	8%	-171%	
i) Impuestos	16%	72%	40%	-36%	8%	-171%	
41 - Impuesto a las Ganancias	16%	72%	40%	-36%	8%	-171%	
j) Resultados del Ejercicio	17%	70%	35%	-37%	15%	-166%	
j) Resultados del Ejercicio	17%	70%	35%	-37%	15%	-166%	
42 - Resultados del Ejercicio	17%	70%	35%	-37%	15%	-166%	

A nivel de resultados, se observa que las ventas de los años 2013 y 2014 no cubrieron la inflación de cada uno de estos períodos, por lo que se deduce que hubo una caída en el nivel de actividad, lo que ratifica lo expresado en el apartado 4.3.1. Peor aún, el año 2014 tuvo una disminución en las ventas que se explica por la pérdida de su línea de negocio más rentable.

Durante todos los años el costo de los servicios prestados aumentaba unos puntos porcentuales por encima del aumento de las ventas, lo que absorbía unos puntos de margen de rentabilidad cada año. Este efecto se explica por la dificultad de trasladar a tarifas el incremento de los costos producido por las paritarias del sindicato de camioneros.

Sin embargo, en el último año, el costo de los servicios prestados aumentó 8 puntos porcentuales por encima de la evolución de las ventas, sumado a un aumento más que considerable en los gastos operativos, se tradujo en un deterioro en la última línea de resultados. De esto se puede deducir que el management de la empresa no fue capaz de reaccionar a tiempo ante el cambio de contexto tanto externo como interno.

A nivel patrimonial, el impacto de inversión en activos fijos se ve reflejado en el año 2013 con fuertes saltos tanto en bienes de uso como en deudas bancarias no corrientes.

Un dato no menor, es la disminución del patrimonio neto en un 13% en el año 2014, producto de un activo que se mantuvo estancado y un pasivo en ascenso.

4.6.4 Análisis de ratios e indicadores

El análisis de ratios es muy útil no solo para determinar la situación económica y financiera de la empresa sino también para realizar análisis de benchmarking, es decir, comparaciones de desempeño con otras compañías similares, lo que permite obtener una amplia perspectiva de la performance de la empresa y de la industria.

Para el caso bajo análisis no se cuenta con información pública de otra empresa con características similares y del mismo sector, por lo que el análisis de ratios se limitará a medir el desempeño interanual dentro del ámbito de la empresa.

Existen diversos y múltiples ratios e indicadores. A los efectos de ordenar el análisis los dividiremos en tres grandes grupos:

- Indicadores de la situación financiera de largo plazo
- Indicadores de la situación financiera de corto plazo
- Indicadores de la situación económica

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Índices Económicos y Financieros	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
A. SITUACION FINANCIERA DE LARGO PLAZO							
A.1. ESTRUCTURA DE FINANCIACION							
Endeudamiento	59%	63%	70%	64%	54%	55%	62%
Estructura de Capital	1,45	1,70	2,29	1,74	1,16	1,20	1,64
Rent. Financiera (ROE)	42%	45%	61%	53%	23%	21%	-14%
Rent. Económica (ROA)	27%	26%	33%	26%	16%	16%	-8%
Efecto Palanca	1,53	1,64	1,81	1,56	1,00	1,04	1,30
Tasa interés prom. pagada por pasivos	0,23%	0,28%	4,54%	-1,12%	3,41%	6,01%	8,06%
Cobertura de Interés	229,42	175,57	12,04	-38,36	7,95	5,05	-1,34
A.2. POLITICA DE INVERSION							
Inmoviliación del Activo	16%	11%	10%	11%	16%	20%	22%
Inmoviliación del PN	40%	28%	34%	31%	35%	43%	59%
A.3. RELACION ENTRE LA SITUACION ECONOMICA Y LA FINANCIERA DE LARGO PLAZO							
Dividendos Pagados	480	2.732	4.595	918	478	0	0
Autofinanciación de Largo Plazo	59%	34%	55%	71%	32%	28%	-24%
Plazo de Cancelación del Pasivo (en años)	2,46	4,62	3,68	2,76	4,48	4,27	-5,80
B. SITUACION FINANCIERA DE CORTO PLAZO							
B.1. POSICION DEL CAPITAL CORRIENTE							
Capital de Trabajo	4723	6640	8689	14692	16911	22480	15346
Liquidez Corriente	1,43	1,44	1,32	1,41	1,56	1,64	1,36
Liquidez Seca	1,41	1,44	1,32	1,41	1,53	1,63	1,34
Liquidez Absoluta	0,29	0,29	0,13	0,10	0,44	0,61	0,28
B.2. CIRCULACION DEL CAPITAL CORRIENTE							
Plazo Promedio de Cobranzas	83	105	106	127	116	84	99
Rotación de Créditos	4,34	3,43	3,39	2,84	3,10	4,31	3,63
Plazo Promedio de Almacenamiento Bs.Cambi	2	1	0	0	2	2	1
Ciclo Operativo	85	106	107	127	118	85	101
Ciclo de Efectivo	44	58	70	63	37	23	37
Plazo Promedio de Pagos	41	49	37	64	81	63	64
Rotación del Capital de Trabajo	11,32	8,91	10,87	9,57	7,85	7,52	7,76
B.3. RELACION ENTRE LA SITUACION ECONOMICA Y LA FINANCIERA DE CORTO PLAZO							
Autofinanciación a Corto Plazo	15%	2%	-4%	1%	23%	15%	13%
Ebitda Margin	11%	13%	14%	12%	8%	9%	-2%
C. SITUACION ECONOMICA							
C.1. ANALISIS DE LOS GRANDES FACTORES							
Rentabilidad del P. Neto	42%	45%	61%	53%	23%	21%	-14%
Rentabilidad Financiera	65%	68%	100%	78%	38%	36%	-20%
Rentabilidad Económica	27%	26%	33%	26%	16%	16%	-8%
Efecto Palanca	2,45	2,59	3,04	2,94	2,42	2,18	2,41
C.2. INDICE DE DU PONT							
Margen sobre Ventas	6%	7%	8%	8%	4%	4%	-3%
Rotación de Activos	2,85	2,36	2,61	2,32	2,19	2,32	2,01
Apalancamiento Financiero	2,45	2,59	3,04	2,94	2,42	2,18	2,41

4.6.4.1 Indicadores de la situación financiera de largo plazo

Los indicadores de la situación financiera de largo plazo revelan información sobre la estructura de financiación, la política de inversión y la relación entre la situación económica y financiera de largo plazo.

En cuanto a la estructura de financiación, la empresa se financia un 64% de terceros, o dicho de otro modo, su pasivo es 1,64 veces su patrimonio neto. Su rentabilidad financiera o Roe ha sido negativa (-13,5%) producto de la pérdida del último ejercicio, al igual que su rentabilidad económica o Roa (-8,1%). La tasa de interés promedio pagada por los pasivos supera a la tasa de rentabilidad económica por lo que el efecto de apalancarse en este contexto puede resultar riesgoso.

En cuanto a la política de inversión, el 22% de sus activos se encuentra inmovilizado, lo que representa el mayor porcentaje registrado en los últimos años. Por su parte, el patrimonio neto se encuentra un 58% inmovilizado.

En cuanto a la relación entre la situación económica y financiera de largo plazo, se puede señalar que en los últimos años la empresa no ha distribuido dividendos por lo que sus utilidades se han volcado a autofinanciar el giro de la empresa. Dado que el pasivo promedio ha aumentado en el último año, sumado a un resultado operativo negativo, el plazo de cancelación promedio de los pasivos se encuentra en 10 años.

4.6.4.2 Indicadores de la situación financiera de corto plazo

Los indicadores de la situación financiera de corto plazo revelan información sobre la posición y circulación del capital corriente, y la relación entre la situación económica y financiera de corto plazo.

En cuanto a la posición del capital corriente, el capital de trabajo asciende a \$15,3 millones de pesos, lo que representa 38 días de ventas. Este indicador fue mejorando con el paso de los años, producto de una combinación de plazos de cobro de clientes más cortos y plazos de pago a proveedores más largos. La liquidez corriente indica que el pasivo corriente se puede financiar con 1,36 veces el activo corriente. La liquidez seca es muy similar a la liquidez corriente en razón de que no son relevantes los bienes de cambio en esta sociedad por ser una empresa de servicios. Por su parte, la liquidez seca de 0,28 nos demuestra que el pasivo corriente no alcanza a financiarse solo de disponibilidades, lo que revela que la mayor parte del activo corriente se conforma de créditos por ventas.

En cuanto a la circulación del capital corriente, la empresa cuenta con un ciclo operativo de 100 días, compuesto de 99 días en la calle promedio de clientes y 1 día de almacenamiento de bienes de cambio, conformados principalmente de combustible que tiene alta rotación. El plazo de pago promedio a proveedores es de 64 días, por lo que el ciclo de efectivo termina siendo de 37 días.

En cuanto a la relación entre la situación económica y financiera de corto plazo, el flujo generado por las operaciones ha sido negativo en el último año por lo que no se logró autofinanciamiento de corto plazo.

4.6.4.3 Indicadores de la situación económica

Los indicadores de la situación económica revelan información sobre la rentabilidad financiera, la rentabilidad económica, la conveniencia de endeudarse, el margen sobre ventas y la rotación del activo.

El índice Du Pont es un indicador que descompone la rentabilidad sobre el patrimonio neto o Roe en tres factores: margen sobre ventas, rotación de activos y apalancamiento financiero. El margen sobre ventas fue del -4% en el último año, primer margen negativo en los últimos 7 años. Los activos han rotado solo dos veces, mientras anteriormente rotaban en promedio 2,5 veces. Y por último el efecto palanca de 2,4 ha multiplicado la rentabilidad negativa por la no conveniencia del endeudamiento. El producto de estos tres factores explica la rentabilidad sobre el patrimonio neto de -20% anual.

4.7 Proyección de Estados Contables

Se realizará la proyección del Estado de Resultados, del Estado de Situación Patrimonial y del Estado de Flujo de Efectivo.

Asimismo, se desarrollará la metodología para estimar las principales líneas que componen cada estado.

4.7.1 Proyección del Estado de Resultados

4.7.1.1. Ventas de unidades de negocios vigentes

Como se expuso anteriormente, las ventas de la sociedad provienen de diversas unidades de negocio, cada una de las cuales dependen de diferentes variables que afectan el mercado al que atienden.

A continuación se describe el mercado de cada unidad de negocio y las principales variables que lo afectan para estimar la proyección de las ventas.

- **Paquetería:** Representa el 20% de la facturación de la sociedad. Atiende al mercado mayorista y minorista de bienes de consumo masivo. La evolución de este mercado depende de la proyección del PBI a niveles reales y de la proyección del índice de inflación a niveles nominales.
- **Carga Seca:** Representa el 20% de la facturación de la sociedad. Atiende al mercado de la industria automotriz. La evolución de este mercado depende de la proyección del PBI de Brasil, ya que es el principal mercado de esta industria, y del tipo de cambio bilateral.
- **Transporte Internacional:** Representa el 20% de la facturación de la sociedad. Atiende al mercado de la industria automotriz. La evolución de este mercado depende de la proyección del PBI de Brasil, ya que es el principal mercado de esta industria, y del tipo de cambio bilateral.
- **Transporte Multimodal de Contenedores:** Representa el 20% de la facturación de la sociedad. Atiende al mercado de la industria automotriz. La evolución de este mercado depende de la proyección del PBI de Brasil, ya que es el principal mercado de esta industria, y del tipo de cambio bilateral.
- **Kan Ban y Milk Run:** Ambas unidades de negocio representaban el 20% de la facturación de la sociedad. Atendían al mercado de la industria automotriz. Estas unidades de negocios se discontinuaron en 2014 por la pérdida de competitividad de la industria automotriz argentina y constituyeron la principal razón de la rentabilidad negativa del último ejercicio.

La facturación perdida de estos negocios se espera recuperar con la facturación de una nueva unidad de negocios para la cual se requiere realizar una importante inversión en activos fijos.

4.7.1.2 Ventas de la nueva unidad de negocio

La sociedad ha sufrido una disminución de su rentabilidad durante el año 2014 producto de un complejo contexto económico marcado por elevadas tasas inflacionarias y pérdida de competitividad de la industria automotriz. Así fue como se discontinuaron las unidades de negocios Kan Ban y Milk Run, que representaban el 20% de la facturación.

Sin embargo, para el año 2015 las perspectivas son alentadoras. La actividad de la firma se verá incrementada por la incorporación de un nuevo negocio que consiste en el transporte de combustible para la industria petrolera. Para ello se requiere la inversión de 15 equipos especializados, que comenzarán su actividad en enero de 2016. La facturación prevista para este negocio se espera pueda más que compensar la facturación perdida de los negocios discontinuados.

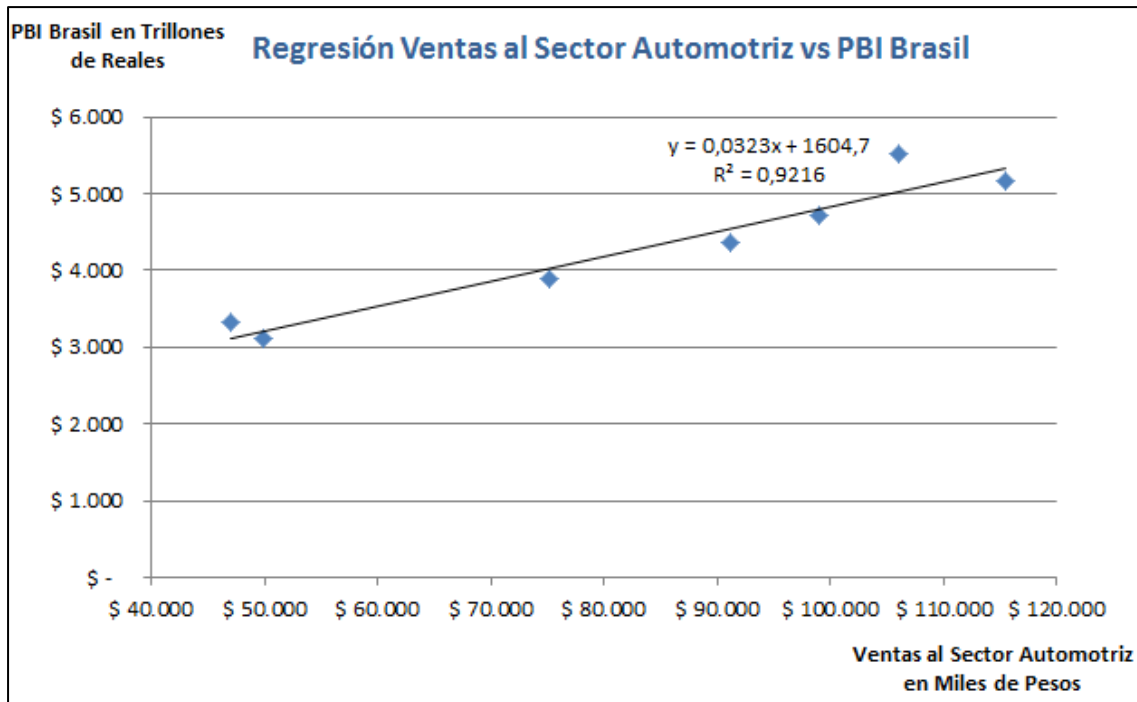
La nueva unidad de negocio atiende indirectamente al mercado industrial y de consumo de Argentina. La evolución de este mercado depende de la proyección del PBI a niveles reales y de la proyección del índice de inflación a niveles nominales.

4.7.1.3 Ventas totales

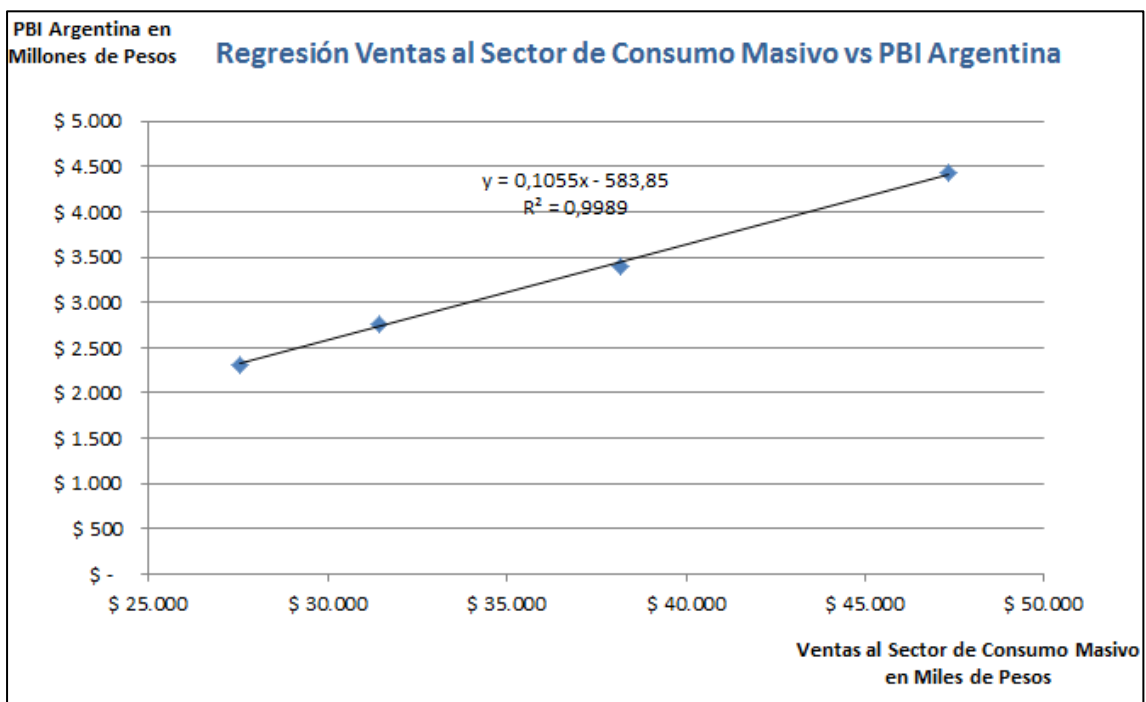
Como se puede observar, el 60% de la facturación de la sociedad está estrechamente vinculada a la evolución del PBI brasilero en términos reales y a los términos de intercambio entre los países vecinos en términos nominales. Por otro lado, el 40% de la facturación está vinculada a la evolución del PBI argentino en términos reales y a la proyección del índice de inflación en términos nominales.

Para corroborar lo anterior, se realizaron los siguientes análisis de regresión:

- 1) Regresión de las ventas históricas reales de los negocios que atienden al sector automotriz y que dependen de la industria brasilera, con respecto al nivel del PBI de Brasil:



- 2) Regresión de las ventas históricas reales de los negocios que atienden al sector de consumo masivo e industrial de Argentina, con respecto al nivel del PBI de Argentina:

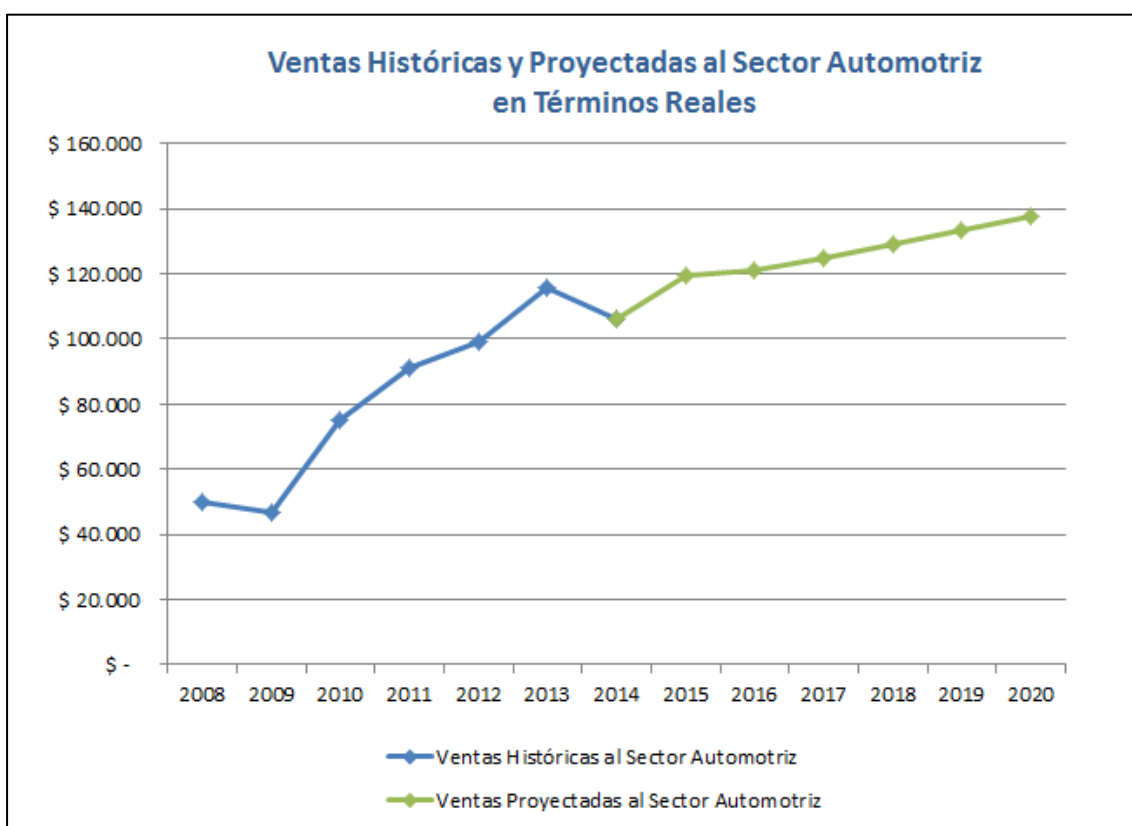


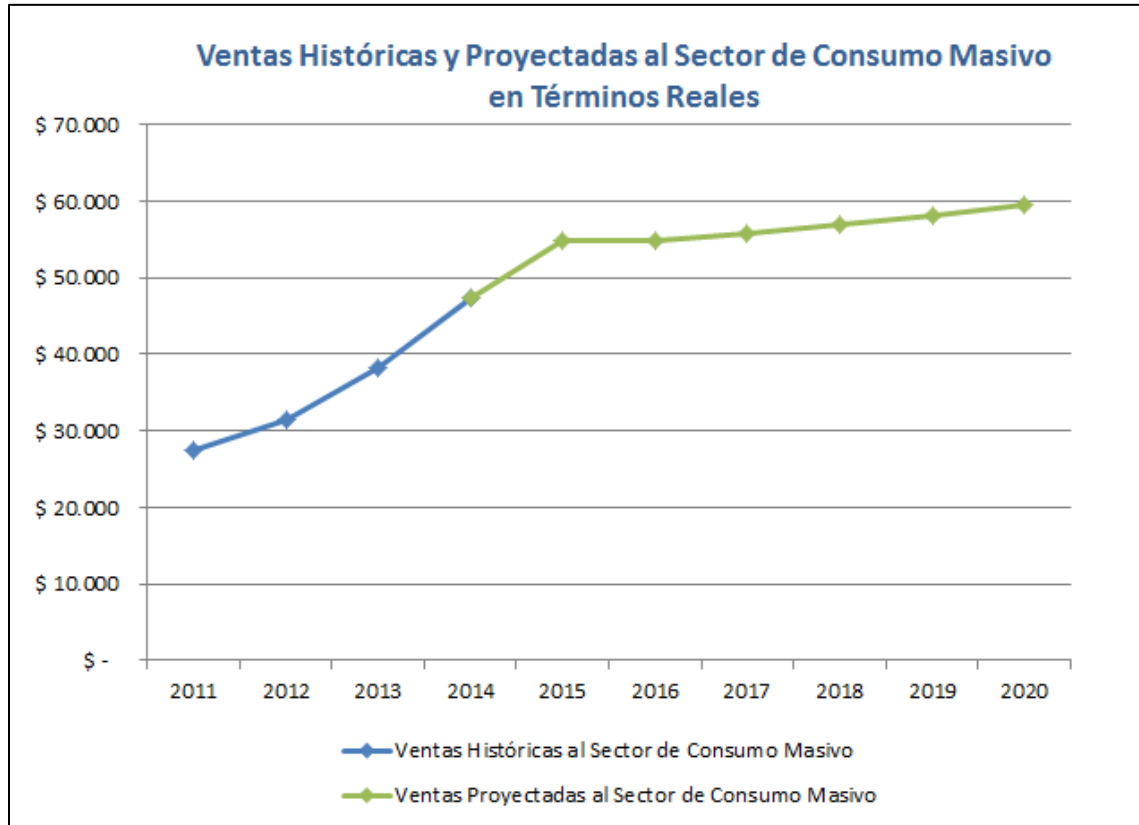
Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

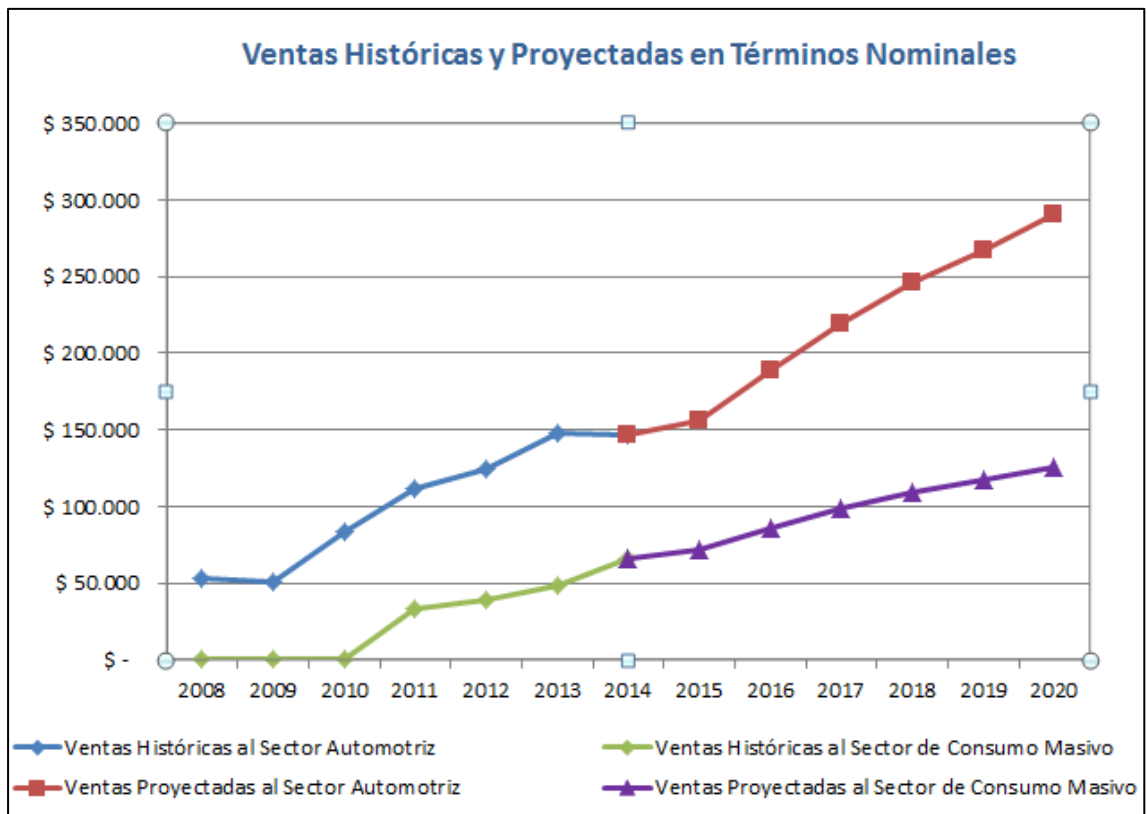
Se puede confirmar que tanto la evolución del PBI de Brasil como el de Argentina tienen una elevada correlación positiva con el nivel de ventas reales de la compañía al sector automotriz y al sector de consumo masivo, respectivamente. Por lo tanto se puede deducir que estas variables son determinantes claves de las ventas en el futuro.

De acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional sobre el nivel de actividad de Brasil y Argentina hasta el año 2020, la proyección de las ventas en términos reales es la siguiente:





Luego, de acuerdo a las proyecciones de tipo de cambio e inflación, la proyección de las ventas en términos nominales es la siguiente:



4.7.1.4 Costos y gastos operativos

En el Estado de Resultados los costos operativos son aquellos relacionados de forma directa a la ejecución de las operaciones de cada unidad de negocio. Y los gastos operativos son aquellos relacionados de forma indirecta a las operaciones. Se componen de los siguientes ítems:

- Impuestos sobre ventas.
- Costos variables por kilómetro recorrido: incluye combustible, neumáticos, mantenimiento y costo de personal variable.
- Costos fijos por unidad de transporte: incluye seguros, patentes y costo de personal fijo.
- Otros costos operativos.
- Gastos administración y comercialización.
- Depreciaciones y amortizaciones de activos fijos.

4.7.1.4.1 Impuesto sobre ventas

En este rubro se incluyen todos los impuestos directos sobre la facturación: el Impuesto sobre los Ingresos Brutos, que para la actividad de transporte en la Provincia de Córdoba es equivalente al 3,5%; Impuestos Municipales, que para la actividad en la ciudad de Córdoba es equivalente al 1%; y el Impuesto sobre los Débitos y Créditos Bancarios, impuesto nacional equivalente al 0,06% sobre los créditos bancarios más 0,06% sobre los débitos bancarios, con la posibilidad de computar el 34% del 0,06% sobre los créditos como pago a cuenta del Impuesto a las Ganancias o Ganancia Mínima Presunta.

Por lo tanto, a los fines de la proyección, se determina un porcentaje equivalente a 5,496% sobre ventas para estimar los impuestos directos.

4.7.1.4.2 Costos variables por kilómetro recorrido

El costo de combustible por kilómetro recorrido es un indicador especialmente monitoreado y controlado en toda empresa de transporte ya que es el componente que mayor incidencia tiene dentro de los costos variables. Depende fundamentalmente de las características técnicas de los vehículos de flota propia y vehículos contratados. Por ello es que al momento de determinar la marca y el modelo de los vehículos a adquirir se realizan numerosas pruebas y estudios con el fin de seleccionar el más eficiente del mercado.

La empresa ha determinado que el costo de combustible por kilómetro recorrido promedio ponderado por los distintos tipos de vehículos que utiliza es de \$ 4,58. A los fines de su proyección, este costo aumentará con el índice de inflación.

Los costos de neumáticos y mantenimiento también varían con los kilómetros recorridos y dependen de las características técnicas del vehículo. La empresa ha determinado que el costo de neumáticos promedio ponderado es de \$ 0,92 por kilómetro y el de mantenimiento es de \$ 1,16 por kilómetro. A los fines de su proyección, estos costos también aumentarán con el índice de inflación.

El costo de personal tiene un componente variable que se encuentra estipulado en el convenio colectivo de los trabajadores de transporte de carga. Este costo es de \$ 2,98 por kilómetro recorrido. El mismo varía con las paritarias anuales, que buscan cubrir la inflación esperada.

Por lo expuesto, determinamos el costo variable total por kilómetro recorrido en \$ 9,67.

Consideramos que cada unidad recorre en promedio 11.000 km por mes y que la compañía posee 36 camiones en flota propia y contrata alrededor de 150 terceros. Asimismo, a partir de enero de 2016 se incorporan 15 nuevos equipos en flota propia para la nueva unidad de negocio de transporte de combustible.

4.7.1.4.3 Costos fijos por unidad de transporte

El costo mensual del seguro y la patente ascienden a \$ 8.843 promedio ponderado por vehículo. La excepción la tienen los nuevos vehículos de transporte de combustible que, por transportar carga peligrosa, el costo del seguro es más elevado. Para este caso, el costo mensual del seguro y la patente ascienden a \$ 17.623 por unidad.

El costo de personal es el costo de mayor incidencia dentro de los costos fijos. Si bien no es un costo estrictamente fijo, se mantiene fijo entre tramos de actividad. Está ligado a la cantidad de personal dedicado a las distintas unidades de negocios, entre conductores de larga y corta distancia, refuerzos, operarios de planta, personal de taller, coordinadores, personal de gestión de flota y monitoreo de tráfico. Los sueldos se encuentran estipulados en el convenio colectivo de los trabajadores de transporte de carga y varían de acuerdo a las paritarias anuales que buscan cubrir el nivel de inflación esperada. La estructura de personal operativo se adapta al nivel de actividad de la unidad de negocio a la que pertenece, razón por la cual se mantiene su participación relativa en la estructura de costos equivalente al 30% sobre ventas aproximadamente.

4.7.1.4.4 Otros costos operativos

En este rubro se incluyen: gastos de vigilancia, alquileres y expensas de inmuebles, impuestos sobre vehículos e inmuebles, servicios públicos, seguros de inmuebles, muebles e instalaciones, pérdidas y deficiencias, honorarios de consultoría y asesoramiento, gastos de oficina, comunicaciones, viáticos y movilidad.

A los fines de su proyección se mantiene su participación relativa en la estructura de costos equivalente al 11% sobre ventas aproximadamente.

4.7.1.4.5 Gastos de administración y comercialización

Los gastos de administración y comercialización comprenden todos aquellos relacionados con la estructura de personal propio y contratado que sirven de soporte a la operación. Comprenden todos aquellos servicios indirectos necesarios para que los negocios puedan funcionar, como: mantenimiento y desarrollo de sistemas, compras, legales, administración y finanzas, control de gestión, ventas y marketing.

Si bien el costo del personal mensual es fijo, se debe adaptar al nivel de actividad de la empresa que se mide por sus ventas. Por lo tanto, a los fines de su proyección se mantiene la participación del 10% este costo sobre las ventas.

4.7.1.4.6 Depreciaciones de activos fijos

Las depreciaciones representan el desgaste que sufren los bienes de capital y, como en toda empresa de transporte, estos son intensivos.

La compañía posee un mix de vehículos con distinta antigüedad. Desde el punto de vista contable el 50% de la flota actual integrada por 36 vehículos está completamente amortizada, al 20% le queda un año de vida útil y al 30% le quedan tres años de vida útil. Asimismo, recordemos que a partir de enero de 2016 se incorporan 15 equipos para el desarrollo de la nueva unidad de negocio.

El precio promedio de cada vehículo a valores actuales es de \$ 1.000.000.

Categoría Flota Propia	Cantidad Vehículos	Años Vida Util Contable	Valor Origen Unitario	Valor Origen Total	Amortización Anual					
					31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Flota Anterior a 2010	18	0	\$ 401.878	\$ 7.233.796	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Flota 2011	7	1	\$ 482.253	\$ 3.472.222	\$ 694.444	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Flota 2013	11	3	\$ 694.444	\$ 7.500.000	\$ 1.500.000	\$ 1.500.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Incorporación Flota 2016	15	5	\$ 1.000.000	\$ 15.000.000	\$ -	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000
Total					\$ 2.194.444	\$ 4.500.000	\$ 4.500.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.7.1.5 Ingresos y gastos financieros

Los ingresos financieros incluyen intereses ganados por colocaciones transitorias de excedentes de fondos, especialmente de corto plazo y de bajo riesgo. Constituyen el resultado de las inversiones a corto plazo ya sea en fondos comunes de inversión o plazos fijos.

A los fines de su proyección se mantiene su participación relativa sobre ventas de 1,24% en promedio.

En cuanto a los gastos financieros, incluyen intereses perdidos por préstamos destinados a financiar las inversiones en bienes de capital de la compañía.

A los fines de su proyección, distinguiremos los intereses perdidos de préstamos vigentes e intereses perdidos del nuevo préstamo que financiará la compra de las 15 unidades que ingresarán en 2016.

1) Proyección de intereses, amortización y cuota de préstamos vigentes:

Suma de Interes	Año							
Línea de Crédito		2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total general
Leasing		\$ 2.714.667	\$ 2.568.971	\$ 1.451.986	\$ 612.286	\$ 243.280	\$ 45.170	\$ 7.636.361
Total general		\$ 2.714.667	\$ 2.568.971	\$ 1.451.986	\$ 612.286	\$ 243.280	\$ 45.170	\$ 7.636.361

Suma de Amortización	Año							
Línea de Crédito		2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total general
Leasing		\$ 3.051.488	\$ 4.072.426	\$ 4.312.703	\$ 2.042.310	\$ 626.408	\$ 338.094	\$ 14.443.429
Total general		\$ 3.051.488	\$ 4.072.426	\$ 4.312.703	\$ 2.042.310	\$ 626.408	\$ 338.094	\$ 14.443.429

Suma de Cuota	Año							
Línea de Crédito		2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total general
Leasing		\$ 5.766.156	\$ 6.641.397	\$ 5.764.689	\$ 2.654.596	\$ 869.688	\$ 383.265	\$ 22.079.790
Total general		\$ 5.766.156	\$ 6.641.397	\$ 5.764.689	\$ 2.654.596	\$ 869.688	\$ 383.265	\$ 22.079.790

2) Proyección de intereses, amortización y cuota del nuevo préstamo:

Suma de Interes	Año							
Línea de Crédito		2016	2017	2018	2019	2020	Total general	
Préstamo		\$ 4.301.949	\$ 3.777.144	\$ 3.071.341	\$ 2.122.114	\$ 845.508	\$ 14.118.056	
Total general		\$ 4.301.949	\$ 3.777.144	\$ 3.071.341	\$ 2.122.114	\$ 845.508	\$ 14.118.056	

Suma de Amortización	Año							
Línea de Crédito		2016	2017	2018	2019	2020	Total general	
Préstamo		\$ 1.521.662	\$ 2.046.467	\$ 2.752.270	\$ 3.701.498	\$ 4.978.103	\$ 15.000.000	
Total general		\$ 1.521.662	\$ 2.046.467	\$ 2.752.270	\$ 3.701.498	\$ 4.978.103	\$ 15.000.000	

Suma de Cuota	Año							
Línea de Crédito		2016	2017	2018	2019	2020	Total general	
Préstamo		\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 29.118.056	
Total general		\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 5.823.611	\$ 29.118.056	

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.7.1.6 Impuesto a las ganancias

El impuesto a las ganancias para las sociedades en Argentina corresponde al 35% sobre las utilidades fiscales.

A continuación se presenta el Estado de Resultados Proyectado de la empresa hasta el año 2020 de acuerdo a las premisas de proyección expuestas precedentemente.

Los importes se encuentran expresados en miles de pesos.

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
a) Ingresos	\$ 156.595	\$ 188.856	\$ 219.679	\$ 246.068	\$ 267.562	\$ 290.516
Ventas al Sector Automotriz	\$ 84.673	\$ 103.210	\$ 121.418	\$ 137.267	\$ 150.576	\$ 164.739
Ventas al Sector Consumo Masivo	\$ 71.922	\$ 85.646	\$ 98.262	\$ 108.801	\$ 116.986	\$ 125.777
b) Costos Operativos	\$ -108.018	\$ -131.613	\$ -154.496	\$ -174.422	\$ -190.324	\$ -207.474
Imp. sobre ventas	\$ -8.606	\$ -10.380	\$ -12.074	\$ -13.524	\$ -14.705	\$ -15.967
Personal	\$ -51.676	\$ -62.322	\$ -72.494	\$ -81.202	\$ -88.295	\$ -95.870
Costos variables por Km	\$ -28.008	\$ -35.010	\$ -42.012	\$ -48.314	\$ -53.146	\$ -58.460
Costos fijos por vehículo	\$ -2.501	\$ -3.126	\$ -3.751	\$ -4.314	\$ -4.746	\$ -5.220
Otros costos y gastos operativos	\$ -17.225	\$ -20.774	\$ -24.165	\$ -27.067	\$ -29.432	\$ -31.957
c) Rtdo Bruto	\$ 48.578	\$ 57.243	\$ 65.183	\$ 71.645	\$ 77.238	\$ 83.042
d) Gastos Operativos	\$ -17.854	\$ -23.386	\$ -26.468	\$ -27.607	\$ -29.756	\$ -32.052
Gastos de Comercialización	\$ -15.660	\$ -18.886	\$ -21.968	\$ -24.607	\$ -26.756	\$ -29.052
Gastos de Administración						
Amortizaciones	\$ -2.194	\$ -4.500	\$ -4.500	\$ -3.000	\$ -3.000	\$ -3.000
e) Rtdo Operativo	\$ 30.724	\$ 33.858	\$ 38.715	\$ 44.039	\$ 47.482	\$ 50.990
f) Otros Ing / Eg	\$ -773	\$ -4.529	\$ -2.505	\$ -632	\$ 952	\$ 2.712
Intereses ganados	\$ 1.942	\$ 2.342	\$ 2.724	\$ 3.051	\$ 3.318	\$ 3.602
Intereses perdidos préstamos vigentes	\$ -2.715	\$ -2.569	\$ -1.452	\$ -612	\$ -243	\$ -45
Intereses perdidos nuevo préstamo	\$ -	\$ -4.302	\$ -3.777	\$ -3.071	\$ -2.122	\$ -846
g) Rtdo. Vinculadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Resultado con vinculadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
h) Resultado Antes IG	\$ 29.951	\$ 29.328	\$ 36.210	\$ 43.406	\$ 48.434	\$ 53.702
i) Impuestos	\$ -10.483	\$ -10.265	\$ -12.673	\$ -15.192	\$ -16.952	\$ -18.796
Impuesto a las ganancias	\$ -10.483	\$ -10.265	\$ -12.673	\$ -15.192	\$ -16.952	\$ -18.796
j) Resultados del Ejercicio	\$ 19.468	\$ 19.063	\$ 23.536	\$ 28.214	\$ 31.482	\$ 34.906
<i>Margen Ebitda</i>	21%	20%	20%	19%	19%	19%
<i>Margen Ebit</i>	20%	18%	18%	18%	18%	18%
<i>Margen Final</i>	12%	10%	11%	11%	12%	12%

4.7.2 Proyección del Estado de Situación Patrimonial

Para la confección del Estado de Situación Patrimonial Proyectado partimos de los saldos finales al 31/12/2014.

La estimación de los principales rubros se expone a continuación:

4.7.2.2 Activo

4.7.2.1.1 Créditos por ventas

Durante el año la sociedad mantiene un promedio ponderado de entre 60 y 70 días en la calle pero en el mes de diciembre este indicador aumenta considerablemente.

Profundizando en la razones del aumento de estos saldos en el mes de diciembre llegamos a la conclusión de que en este mes se producen negociaciones de tarifas con los clientes que desencadenan en una importante facturación que se encuentra pendiente de cobro al cierre de ejercicio.

A los fines de la proyección es razonable considerar 90 días de facturación en la cuenta créditos por ventas al cierre de ejercicio.

4.7.2.1.2 Bienes de cambio

Los bienes de cambio están compuestos por insumos, principalmente combustible, neumáticos y repuestos. Tienen un plazo de almacenamiento promedio de un mes y este es el saldo que se proyecta en el Estado de Situación Patrimonial.

4.7.2.1.3 Otros créditos corrientes

Corresponden principalmente a créditos fiscales, gastos pagados por adelantado y créditos con sociedades relacionadas. Se mantiene como saldo al cierre de ejercicio la participación histórica sobre ventas.

4.7.2.1.4 Otros créditos no corrientes

Corresponde a créditos fiscales y crédito por impuesto diferido. Se mantienen los saldos constantes.

4.7.2.1.5 Bienes de uso

Se compone de los valores de origen de los bienes de uso, más aumentos, menos disminuciones, menos amortizaciones acumuladas.

En el año 2016 se produce un alta importante de bienes de uso correspondiente a 15 equipos para el negocio de transporte de combustible para la industria petrolera.

4.7.2.1.6 Inversiones no corrientes

Es la participación permanente en sociedades relacionadas. Se mantiene el saldo constante por no contar con información proyectada de esta sociedad.

4.7.2.2 Pasivo

4.7.2.2.1 Cuentas por pagar

Durante el año la sociedad mantiene un plazo promedio de pagos a proveedores de 60 días. Este indicador aumenta considerablemente en diciembre ya que los plazos se alargan con el objetivo de generar flujo de caja para hacer frente a los compromisos extraordinarios de fin de año, como vacaciones y sac.

4.7.2.2.2 Remuneraciones y cargas sociales

Corresponden al pasivo laboral todos aquellos conceptos relacionados con el personal propio, a saber: sueldos, cargas sociales, ART, obra social, sindicato, mutual, viáticos. Se mantiene como saldo al cierre 30 días de pasivo.

4.7.2.2.3 Cargas fiscales

Incluyen el saldo a pagar del impuesto al valor agregado, impuesto a las ganancias, ingresos brutos, impuestos municipales, retenciones y percepciones. Se mantiene como saldo al cierre 30 días de pasivo.

4.7.2.2.4 Deudas bancarias corrientes

Comprende la deuda necesaria para financiar el capital de trabajo de la compañía, se mantiene su participación constante sobre ventas.

4.7.2.2.5 Deudas bancarias no corrientes

Comprende los saldos de deuda por préstamos tomados para financiar las compras de activos fijos, tanto los vigentes como los nuevos adquiridos en el año 2016.

4.7.2.3 Patrimonio neto

4.7.2.3.1 Capital suscrito, ajuste de capital, reservas, resultados no asignados y resultado del ejercicio

El capital suscrito y ajuste de capital se mantienen constantes, al igual que las reservas. Los resultados no asignados acumulan íntegramente el resultado del ejercicio anterior ya que no se considera distribución de dividendos por el período de recupero de la inversión de los equipos para la nueva unidad de negocio. Por último, el resultado del ejercicio es el proyectado en el Estado de Resultados.

A continuación se presenta el Estado de Situación Patrimonial Proyectado de la empresa hasta el año 2020 de acuerdo a las premisas de proyección expuestas precedentemente.

Los importes se encuentran expresados en miles de pesos.

Estado de Situación Patrimonial	dic/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Disponibilidades	\$ 918	\$ 29.711	\$ 51.129	\$ 78.556	\$ 110.358	\$ 144.062	\$ 179.070
Inversiones	\$ 3.084	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Creditos por ventas	\$ 45.447	\$ 39.149	\$ 47.214	\$ 54.920	\$ 61.517	\$ 66.891	\$ 72.629
Bienes de Cambio	\$ 662	\$ 662	\$ 662	\$ 662	\$ 662	\$ 662	\$ 662
Otros Créditos Corrientes	\$ 7.823	\$ 7.823	\$ 7.823	\$ 7.823	\$ 7.823	\$ 7.823	\$ 7.823
Activo Cte	\$ 57.934	\$ 77.345	\$ 106.828	\$ 141.960	\$ 180.360	\$ 219.437	\$ 260.184
Otros Créditos No Corrientes	\$ 9.110	\$ 9.110	\$ 9.110	\$ 9.110	\$ 9.110	\$ 9.110	\$ 9.110
Bienes de Uso NC	\$ 6.796	\$ 4.602	\$ 15.102	\$ 10.602	\$ 7.602	\$ 4.602	\$ 1.602
Activos no Ctes. con Vinculadas	\$ 660	\$ 660	\$ 660	\$ 660	\$ 660	\$ 660	\$ 660
Activo No Cte	\$ 16.566	\$ 14.372	\$ 24.872	\$ 20.372	\$ 17.372	\$ 14.372	\$ 11.372
Activo Total	\$ 74.500	\$ 91.716	\$ 131.699	\$ 162.332	\$ 197.732	\$ 233.809	\$ 271.556
Cuentas por pagar	\$ 27.253	\$ 23.867	\$ 29.455	\$ 34.964	\$ 39.848	\$ 43.662	\$ 47.819
Deuda financiera	\$ 2.472	\$ 2.612	\$ 3.150	\$ 3.665	\$ 4.105	\$ 4.464	\$ 4.846
Deudas sociales	\$ 9.098	\$ 5.611	\$ 6.767	\$ 7.872	\$ 8.817	\$ 9.588	\$ 10.410
Deudas fiscales	\$ 1.473	\$ 717	\$ 865	\$ 1.006	\$ 1.127	\$ 1.225	\$ 1.331
Otras deudas	\$ 97	\$ 97	\$ 97	\$ 97	\$ 97	\$ 97	\$ 97
Previsiones ctes.	\$ 2.195	\$ 10.483	\$ 10.265	\$ 12.673	\$ 15.192	\$ 16.952	\$ 18.796
Pasivo Cte	\$ 42.588	\$ 43.388	\$ 50.600	\$ 60.278	\$ 69.187	\$ 75.987	\$ 83.298
Deuda financiera NC	\$ 3.653	\$ 602	\$ 14.309	\$ 11.727	\$ 10.004	\$ 7.798	\$ 3.328
Pasivo No Cte	\$ 3.653	\$ 602	\$ 14.309	\$ 11.727	\$ 10.004	\$ 7.798	\$ 3.328
Pasivo Total	\$ 46.241	\$ 43.989	\$ 64.909	\$ 72.005	\$ 79.191	\$ 83.786	\$ 86.626
Capital	\$ 600	\$ 600	\$ 600	\$ 600	\$ 600	\$ 600	\$ 600
Ajuste de Capital	\$ 922	\$ 922	\$ 922	\$ 922	\$ 922	\$ 922	\$ 922
Reserva legal	\$ 305	\$ 305	\$ 305	\$ 305	\$ 305	\$ 305	\$ 305
Resultados no asignados	\$ 26.432	\$ 26.432	\$ 45.900	\$ 64.963	\$ 88.500	\$ 116.714	\$ 148.196
Resultado del ejercicio	\$ -	\$ 19.468	\$ 19.063	\$ 23.536	\$ 28.214	\$ 31.482	\$ 34.906
Pat. Neto	\$ 28.259	\$ 47.727	\$ 66.790	\$ 90.327	\$ 118.541	\$ 150.023	\$ 184.930

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.7.3 Proyección del Estado de Flujo de Efectivo

En base al Estado de Resultado y Estado de Situación Patrimonial Proyectados, se realizó la proyección del Estado de Flujo de Efectivo de la compañía.

A continuación se presenta el Estado de Flujo de Efectivo hasta el año 2020.

Los importes se encuentran expresados en miles de pesos.

Estado de Flujo de Efectivo	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
ACTIVIDADES OPERATIVAS						
Resultado del ejercicio	\$ 19.468	\$ 19.063	\$ 23.536	\$ 28.214	\$ 31.482	\$ 34.906
Correcciones al resultado:						
Honorarios a directores y sindicatos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Variación de provisiones	\$ 8.288	\$ -218	\$ 2.408	\$ 2.519	\$ 1.760	\$ 1.844
Amortización de bienes de uso	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
Resultado venta de Bs. Uso	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Resultado por tenencia de bienes de cambio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Flujos operativos:						
Variación de créditos por ventas	\$ 6.298	\$ -8.065	\$ -7.706	\$ -6.597	\$ -5.374	\$ -5.739
Variación de bienes de cambio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Variación de otros créditos operativos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Variación de cuentas por pagar	\$ -3.386	\$ 5.588	\$ 5.509	\$ 4.884	\$ 3.814	\$ 4.157
Variación de remuneraciones y cargas sociales	\$ -3.487	\$ 1.156	\$ 1.105	\$ 946	\$ 770	\$ 823
Variación de cargas fiscales	\$ -756	\$ 148	\$ 141	\$ 121	\$ 98	\$ 105
Variación de otros pasivos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Fondos provistos por las operaciones	\$ 28.620	\$ 22.172	\$ 29.494	\$ 33.086	\$ 35.551	\$ 39.096
FLUJOS DE INVERSIÓN						
Variación de otros créditos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cobro dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ventas de bienes de uso	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Compras de bienes de uso	\$ -	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Flujos de Inversión	\$ -	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
FLUJOS FINANCIEROS						
Aumento (disminución) de préstamos	\$ -2.912	\$ 14.246	\$ -2.067	\$ -1.283	\$ -1.847	\$ -4.088
Variación de pasivos no operativos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Distribución de dividendos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 0
Total Flujos financieros	\$ -2.912	\$ 14.246	\$ -2.067	\$ -1.283	\$ -1.847	\$ -4.088
VARIACIÓN DE FONDOS						
Fondos al inicio del período/ejercicio	\$ 4.002	\$ 29.711	\$ 51.129	\$ 78.556	\$ 110.358	\$ 144.062
Fondos al cierre del período/ejercicio	\$ 29.711	\$ 51.129	\$ 78.556	\$ 110.358	\$ 144.062	\$ 179.070
Control	-	-	-	-	-	-

4.8 Determinación de la tasa de descuento

De acuerdo a lo determinado en la sección 2.2, la metodología más apropiada para valuar el capital accionario de una empresa es a través del descuento de flujos de fondos proyectados.

Dentro de los métodos de descuento de flujos, el método más utilizado es el de descuento de los Free Cash Flows (FCF), que utilizan como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital o Wacc (Weigh Average Cost of Capital).

El Wacc es una tasa de descuento que considera la rentabilidad exigida por los acreedores financieros, ponderada por el peso relativo de la deuda, y la rentabilidad exigida por los accionistas, ponderada por el peso relativo del capital propio.

Como se explicó en la sección 3.4, el costo promedio ponderado del capital se calcula de acuerdo a la siguiente expresión:

$$WACC = E/V * Re + D/V * Rd * (1 - t)$$

Dónde:

E/V = Peso relativo del capital propio en la estructura financiera.

Re = Costo del capital propio o rentabilidad exigida por los accionistas.

D/V = Peso relativo de la deuda en la estructura financiera.

Rd = Costo de la deuda o rentabilidad exigida por los acreedores financieros.

t = Tasa impositiva de impuesto a las ganancias.

A continuación se realizará el cálculo de cada componente de la ecuación.

4.8.1 Costo del capital propio

El costo del capital propio se estima en base al modelo CAPM. La ecuación es la siguiente:

$$Re = RfA + Beta * (Rm - Rf) + Ra$$

Dónde:

R_e = Costo del capital o retorno de una acción en el mercado de capitales.

R_{fA} = Tasa libre de riesgo Argentina.

B = Beta promedio de la industria o sensibilidad de los retornos de la acción bajo análisis a los movimientos del mercado accionario en su conjunto.

R_m = Rendimiento o retorno promedio del mercado accionario.

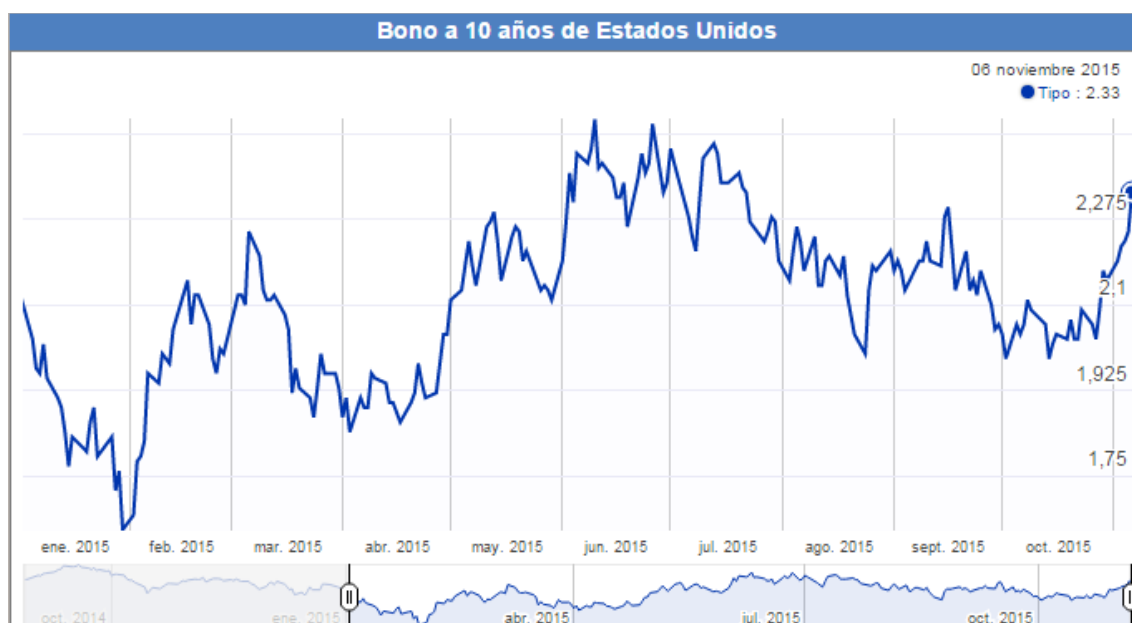
R_a = Componente del rendimiento que contabiliza efectos no explicados por los términos anteriores. En equilibrio, el factor R_a desaparece y la ecuación se denomina CAPM.

4.8.1.1 Tasa libre de riesgo argentina

$$R_{fA} = R_f + R_p$$

La tasa libre de riesgo en Argentina se puede calcular a través de la tasa de largo plazo de los Bonos del Tesoro de EEUU, más una prima o diferencia entre el rendimiento del Bono de largo plazo de EEUU y el rendimiento de un Bono de similar plazo en Argentina.

La rentabilidad de los Bonos del Tesoro de EEUU a 10 años es actualmente de 2.33%.



Fuente: www.datosmacro.com/bono/usa

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

La prima de riesgo país está dada por la diferencia de rendimiento del Bono de largo plazo de EEUU y el Bono de largo plazo de Argentina. Tomaremos para este último la información sobre la última subasta de NOBACs, la cual tuvo una tasa de corte de Badlar Bancos Privados + 2,5%.

Fecha de Pago: Desde 01/01/2015 Hasta 06/11/2015						
Código	tipo	cupón	vencimiento	serv. finan.	fecha de pago	tasa de interés del período
46606	Pesos	Int. \$ BADLAR (Priv.) + 2,5% - Vto 21.01.15	21/01/2015	2	21/01/2015	0

Fuente: BCRA – Política Monetaria – Subasta de Letras y Notas – Notas: Tasa de Servicios Financieros NOBAC

La última tasa Badlar Bancos Privados publicada es de 22,875% al 4/11/2015.

FECHA	MONTO
04/11/2015	22,875

Si adicionamos el spread de 2,5% obtenemos 25,375%.

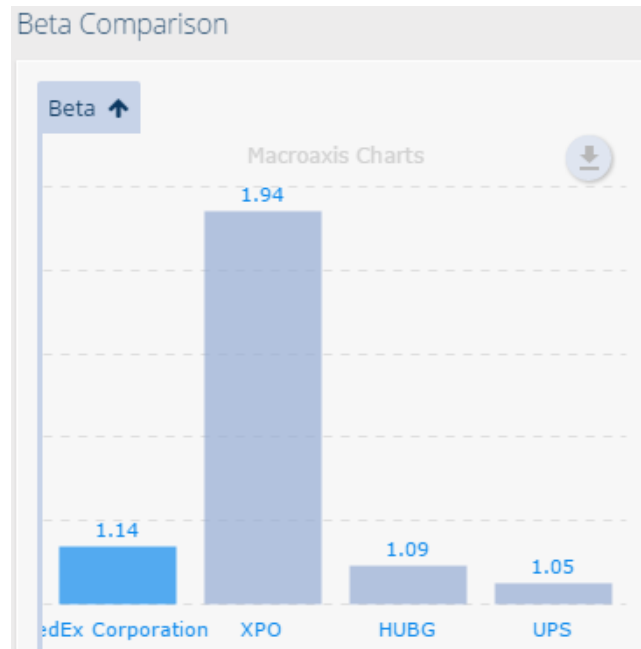
Por lo tanto, la prima por riesgo país es de 23,05% (25,375% - 2,33%), y la tasa libre de riesgo Argentina para la valuación es de 25,375%.

4.8.1.2 Coeficiente Beta

Como se mencionó anteriormente, la determinación de las betas para el mercado argentino es una tarea compleja. Se sugirieron dos opciones metodológicas para su cálculo, según existan o no betas comparables en la bolsa local.

Dado que no cotizan en la bolsa argentina empresas de transporte y logística, no existen betas comparables localmente. Por lo tanto, se deben buscar empresas comparables que coticen en la bolsa de EEUU, obtener su beta, desapalancarla mediante su ratio D/E y luego reapalancarla mediante el ratio D/E de la empresa que vamos a valorar.

Las empresas comparables que cotizan en la bolsa de EEUU son: Fedex Corporation, XPO, Hub Group y UPS, cuyas betas apalancadas son las siguientes:



Fuente: www.macroaxis.com/invest/ratio/FDX—Beta

De las cuatro empresas mencionadas, tomaremos como comparables los coeficientes Beta de Fedex Corporation, Hub Group y UPS por pertenecer estrictamente al mismo sector de la compañía bajo análisis y dejaremos a XPO fuera del análisis por ser su coeficiente Beta una observación *outlier*, es decir, significativamente diferente al resto de los datos observados.

Una vez obtenido el Beta apalancado, se desapalanca mediante el ratio D/E de cada empresa y luego se reapalanca mediante el ratio D/E de la empresa que vamos a valorar.

Como resultado obtenemos el siguiente coeficiente Beta reapalancado:

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Cálculo Beta Reapalancado	FEDEX	HUBG	UPS	Promedio
Beta apalancado	1,14	1,09	1,05	1,09
Total Debt to Equity (D/E)	0,47	0,09	6,68	2,41
t EEUU	0,35	0,35	0,35	0,35
Beta desapalancado	0,87	1,03	0,20	0,70
D/E Expreso Cargo	1,63	1,63	1,63	1,63
t ARG	0,35	0,35	0,35	0,35
Beta Reapalancado	1,80	2,12	0,40	1,44

4.8.1.3 Rendimiento de mercado

Para calcular el rendimiento de mercado, se utilizó la serie anual del período 2003-2015 tanto del índice Merval como Burcap. Como fuera expresado anteriormente, este último es más representativo de la evolución del mercado accionario argentino ya que si bien comprende las mismas empresas, está ponderado por la capitalización en lugar del volumen negociado. Por esta razón utilizaremos el rendimiento promedio del segundo.

Serie Anual Bolsa Local				
Año	Merval	Burcap	R Merval	R Burcap
2003	739,85	1808,60		
2004	1106,60	2631,27	0,50	0,45
2005	1495,82	3901,85	0,35	0,48
2006	1747,53	5922,92	0,17	0,52
2007	2156,13	7736,37	0,23	0,31
2008	1787,37	6641,52	-0,17	-0,14
2009	1676,45	5847,67	-0,06	-0,12
2010	2551,07	8936,49	0,52	0,53
2011	3095,05	10569,03	0,21	0,18
2012	2491,34	8789,88	-0,20	-0,17
2013	3956,37	13840,05	0,59	0,57
2014	8094,91	24201,42	1,05	0,75
2015	10793,80	30723,39	0,33	0,27
Rm			29,37%	30,30%

4.8.1.4 Determinación del costo de capital propio

Con los datos anteriores se calcula el costo del capital propio:

$$Re = RfA + Beta * (Rm - Rf) + Ra$$

$$Re = 25,375\% + 1,44 * (30,30\% - 25,375\%)$$

$$Re (Burcap) = 32,47\%$$

Cálculo Costo de Capital	
Beta Comparable	1,44
BADLAR Bancos Privados 04/11/15	22,875%
Spread NOBAC	2,50%
RfA	25,375%
R Merval Prom	29,37%
R Burcap Prom	30,30%
Costo de Capital Merval	31,12%
Costo de Capital Burcap	32,47%

4.8.2 Costo de la Deuda

El costo de la deuda es el que actualmente afronta la compañía. De acuerdo a sus últimos Estados Contables publicados, el ratio intereses perdidos sobre deuda financiera asciende a 16,91% anual.

4.8.3 Participación de capital propio en la estructura financiera

Se utiliza el ratio Patrimonio Neto/Activo correspondiente a los últimos Estados Contables publicados. Este ratio al 31/12/2014 es de 37,93%.

4.8.4 Participación de capital de terceros o deuda en la estructura financiera

Se utiliza el ratio Deuda/Activo correspondiente a los últimos Estados Contables publicados. Este ratio al 31/12/2014 es de 62,07%.

4.8.5 Determinación de la tasa de descuento Wacc

Con los datos obtenidos se calcula el costo promedio ponderado del capital:

$$WACC = E/V * Re + D/V * Rd * (1 - t)$$

$$WACC = 37,93\% * 32,47\% + 62,07\% * 16,91\% * (1 - 35\%)$$

$$WACC = 19,14\%$$

4.9 Valuación por descuento de flujos de fondos

A continuación se presenta la valuación de la empresa por el método de descuento de flujos de fondos proyectados.

4.9.1 Valor de la firma

El valor de la firma se calcula descontando el flujo de fondos libre (FCF) por el costo promedio ponderado del capital (Wacc).

Free Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 19.970	\$ 22.007	\$ 25.165	\$ 28.625	\$ 30.863	\$ 33.144
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -16.035	\$ -3.054	\$ -2.587	\$ -2.065	\$ -1.816	\$ -1.886
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -8.870	\$ 23.453	\$ 27.078	\$ 29.560	\$ 32.047	\$ 34.258
+ Valor Terminal			\$ -			\$ 182.386
Free Cash Flow w/TV	\$ -8.870	\$ 23.453	\$ 27.078	\$ 29.560	\$ 32.047	\$ 216.644

NPV \$ 153.537

4.9.2 Valor del capital accionario

El valor del capital accionario o Equity se calcula descontando el flujo de fondos del accionista (ECF) por el costo del capital propio (Re).

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Equity Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 19.970	\$ 22.007	\$ 25.165	\$ 28.625	\$ 30.863	\$ 33.144
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -16.035	\$ -3.054	\$ -2.587	\$ -2.065	\$ -1.816	\$ -1.886
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -8.870	\$ 23.453	\$ 27.078	\$ 29.560	\$ 32.047	\$ 34.258
- Intereses (1 - t)	\$ -1.765	\$ -4.466	\$ -3.399	\$ -2.394	\$ -1.538	\$ -579
- Devoluciones de Capital	\$ -	\$ -1.522	\$ -2.046	\$ -2.752	\$ -3.701	\$ -4.978
+ Nueva Deuda	\$ 15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Equity Cash Flow	\$ 4.365	\$ 17.465	\$ 21.632	\$ 24.414	\$ 26.808	\$ 28.701
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 182.386
Equity Cash Flow w/TV	\$ 4.365	\$ 17.465	\$ 21.632	\$ 24.414	\$ 26.808	\$ 211.087

NPV \$ 100.830

4.10 Incorporación del Riesgo Asistemático

Hasta aquí se determinó el valor de la firma a través del descuento de sus flujos de fondos proyectados a la tasa Wacc, siguiendo el modelo CAPM como si no existiera prima por riesgo asistemático. Tal como lo proponen Pereiro & Galli, analizaremos cuál sería el ajuste que debería aplicarse a este valor, ya sea incremento o descuento, por riesgo asistemático.

Recordemos que los tres principales componentes del riesgo asistemático son:

- El efecto del tamaño de la empresa
- El efecto de la minoritariedad en la tenencia accionaria
- El efecto de la iliquidez

4.10.1 El efecto del tamaño en Argentina

En términos de prima de riesgo, se puede determinar el efecto tamaño sobre el valor económico a través de la diferencia de expectativas que tienen los bancos respecto al riesgo de las grandes versus el riesgo de las pequeñas empresas. Esta diferencia se puede medir mediante el diferencial de tasas de interés activas, es decir, aquellas que cobran por otorgar un préstamo a empresas grandes y empresas pequeñas.

En el caso de la compañía bajo análisis, este diferencial de tasas no existe ya que los bancos le otorgan préstamos a tasas de interés activas de grandes empresas debido a su facturación promedio anual.

En conclusión, el ajuste por efecto tamaño es nulo.

4.10.2 El efecto tenencia en Argentina

Consideramos tenencia minoritaria la correspondiente a menos del 50% del paquete accionario, y tenencia mayoritaria la tenencia de más del 50% del paquete accionario.

La porción accionaria mayoritaria es menos riesgosa que la minoritaria porque la primera conlleva privilegios de control y toma de decisiones que la segunda no posee, tales como la designación del management, la adquisición o liquidación de activos, el cambio del estatuto social, la adquisición de otras empresas, la liquidación o disolución de la empresa, etc.

Se puede determinar el ajuste por tenencia minoritaria a través de la comparación entre los precios a los que se transan acciones en la bolsa que son porciones minoritarias con los precios a los que se transan acciones de la misma compañía cuando es adquirida, es decir, cuando se transfiere una porción accionaria controlante.

En el caso de la compañía bajo análisis, la porción mayoritaria de las acciones corresponde a una sociedad que pertenece a los mismos accionistas que ejercen el control y la toma de decisiones de ambas sociedades.

En conclusión, el ajuste por efecto tenencia es nulo.

4.10.3 El efecto iliquidez en Argentina

El riesgo de una empresa de capital cerrado es mayor a la de una de capital abierto. Para una empresa de capital cerrado, encontrar un comprador es una tarea difícil. Dicho en otras palabras, el accionista de una empresa de capital cerrado queda trabado en su inversión durante un lapso prolongado y sin garantía de poder vender sus acciones rápidamente, a diferencia de un accionista de una empresa de capital abierto. El componente de riesgo por iliquidez se puede determinar a través de la diferencia entre los precios en que se comercializan las acciones de la empresa de capital cerrado con las acciones de una empresa equivalente de capital abierto.

4.11 Análisis de Sensibilidad

El análisis de sensibilidad permite tomar un modelo como base, realizar cambios a las variables claves del modelo y verificar como afectan estos cambios.

Se realizará el análisis de sensibilidad a través de tres escenarios posibles que llamaremos:

- Escenario optimista
- Escenario base
- Escenario pesimista

Tal como fue mencionado al inicio del capítulo 4, se definen las siguientes como las principales variables independientes que afectarán los flujos futuros de cada escenario:

- PBI Argentina
- PBI Brasil
- Inflación
- Tasa de interés

Las premisas para cada uno de los escenarios son las siguientes:

Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
<ul style="list-style-type: none">•PBI Argentina: Crecimiento 5% anual.•PBI Brasil: Crecimiento 5% anual.•Inflación: Decreciente, a razón de 5% anual.•Tasa de Interés: Intermedia, acompaña la inflación.	<ul style="list-style-type: none">•PBI Argentina: Crecimiento 1% anual.•PBI Brasil: Crecimiento 1% anual.•Inflación: Decreciente, a razón de 2% anual.•Tasa de Interés: Alta, acompaña la inflación.	<ul style="list-style-type: none">•PBI Argentina: Decrecimiento -1% anual.•PBI Brasil: Decrecimiento -1% anual.•Inflación: Creciente, a razón de 2% anual.•Tasa de Interés: Muy alta, acompaña la inflación.

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

4.11.1 Escenario optimista

Las premisas del escenario optimista son las siguientes:

Escenario Optimista	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Variación PIB Argentina	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Variación PIB Brasil	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Inflación	30%	25%	20%	15%	10%	5%
Tasa de Interés	30%	25%	20%	15%	10%	5%

Con las premisas anteriores, se calculó el valor de la firma y del capital accionario correspondiente al caso optimista. El resultado es el siguiente:

Free Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 16.988	\$ 20.166	\$ 24.092	\$ 28.554	\$ 31.944	\$ 35.508
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -14.192	\$ -3.746	\$ -3.032	\$ -2.660	\$ -2.515	\$ -2.417
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.010	\$ 20.920	\$ 25.560	\$ 28.894	\$ 32.428	\$ 36.091
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 196.342
Free Cash Flow w/TV	\$ -10.010	\$ 20.920	\$ 25.560	\$ 28.894	\$ 32.428	\$ 232.434

NPV \$ 155.575

Equity Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 16.988	\$ 20.166	\$ 24.092	\$ 28.554	\$ 31.944	\$ 35.508
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -14.192	\$ -3.746	\$ -3.032	\$ -2.660	\$ -2.515	\$ -2.417
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.010	\$ 20.920	\$ 25.560	\$ 28.894	\$ 32.428	\$ 36.091
- Intereses (1 - t)	\$ -1.765	\$ -4.466	\$ -2.981	\$ -1.713	\$ -855	\$ -278
- Devoluciones de Capital	\$ -	\$ -1.522	\$ -2.046	\$ -2.752	\$ -3.701	\$ -4.978
+ Nueva Deuda	\$ 15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Equity Cash Flow	\$ 3.225	\$ 14.933	\$ 20.532	\$ 24.429	\$ 27.871	\$ 30.835
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 196.342
Equity Cash Flow w/TV	\$ 3.225	\$ 14.933	\$ 20.532	\$ 24.429	\$ 27.871	\$ 227.178

NPV \$ 101.447

4.11.2 Escenario base

Las premisas del escenario base son las siguientes:

Escenario Base	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Variación PIB Argentina	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Variación PIB Brasil	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inflación	30%	28%	26%	24%	22%	20%
Tasa de Interés	30%	28%	26%	24%	22%	20%

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Con las premisas anteriores, se calculó el valor de la firma y del capital accionario correspondiente al caso base. El resultado es el siguiente:

Free Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 15.536	\$ 16.865	\$ 18.241	\$ 19.098	\$ 17.496	\$ 14.493
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -13.306	\$ -2.700	\$ -1.719	\$ -920	\$ -219	\$ 499
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.575	\$ 18.665	\$ 21.023	\$ 21.177	\$ 20.277	\$ 17.991
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 84.935
Free Cash Flow w/TV	\$ -10.575	\$ 18.665	\$ 21.023	\$ 21.177	\$ 20.277	\$ 102.926

NPV \$ 85.371

Equity Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 15.536	\$ 16.865	\$ 18.241	\$ 19.098	\$ 17.496	\$ 14.493
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -13.306	\$ -2.700	\$ -1.719	\$ -920	\$ -219	\$ 499
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.575	\$ 18.665	\$ 21.023	\$ 21.177	\$ 20.277	\$ 17.991
- Intereses (1 - t)	\$ -1.765	\$ -4.466	\$ -3.232	\$ -2.121	\$ -1.271	\$ -505
- Devoluciones de Capital	\$ -	\$ -1.522	\$ -2.046	\$ -2.752	\$ -3.701	\$ -4.978
+ Nueva Deuda	\$ 15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Equity Cash Flow	\$ 2.660	\$ 12.677	\$ 15.744	\$ 16.304	\$ 15.305	\$ 12.509
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 84.935
Equity Cash Flow w/TV	\$ 2.660	\$ 12.677	\$ 15.744	\$ 16.304	\$ 15.305	\$ 97.444

NPV \$ 57.073

4.1.1.3 Escenario pesimista

Las premisas del escenario pesimista son las siguientes:

Escenario Pesimista	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Variación PIB Argentina	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Variación PIB Brasil	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Inflación	30%	32%	34%	36%	38%	40%
Tasa de Interés	30%	32%	34%	36%	38%	40%

Con las premisas anteriores, se calculó el valor de la firma y del capital accionario correspondiente al caso pesimista. El resultado es el siguiente:

Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Free Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 14.811	\$ 15.408	\$ 15.340	\$ 12.903	\$ 4.377	\$ -11.962
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -12.863	\$ -2.366	\$ -1.177	\$ 380	\$ 2.680	\$ 6.304
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.858	\$ 17.542	\$ 18.662	\$ 16.283	\$ 10.057	\$ -2.658
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -52.414
Free Cash Flow w/TV	\$ -10.858	\$ 17.542	\$ 18.662	\$ 16.283	\$ 10.057	\$ -55.071

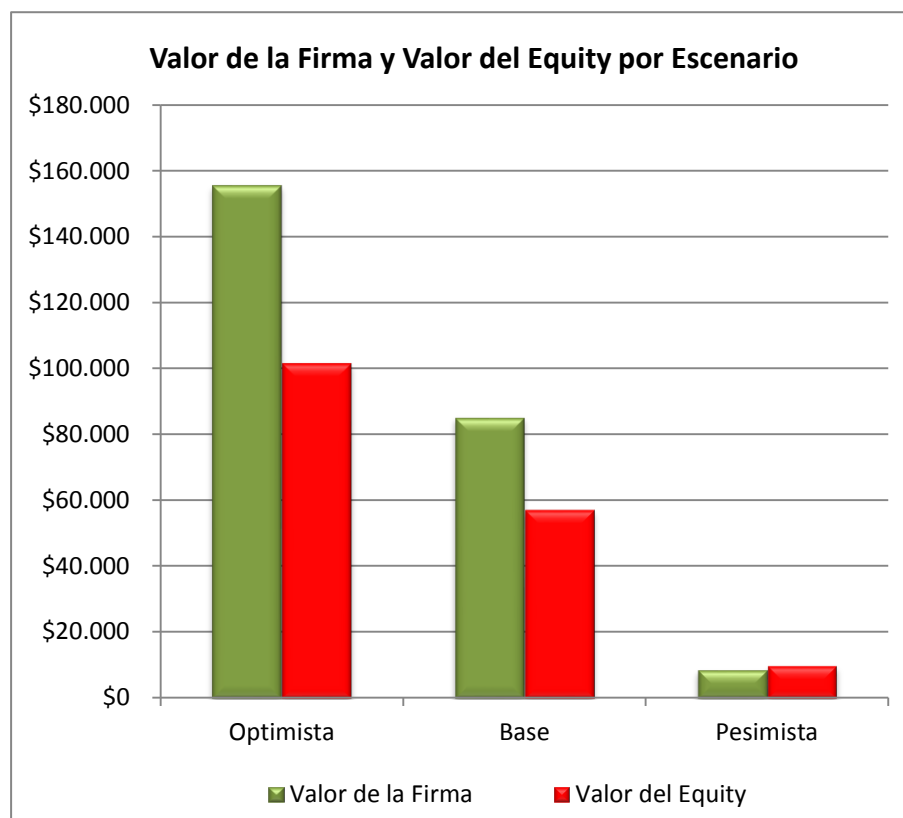
NPV \$ 8.691

Equity Cash Flow	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ebit * (1 - t)	\$ 14.811	\$ 15.408	\$ 15.340	\$ 12.903	\$ 4.377	\$ -11.962
+ Amortizaciones	\$ 2.194	\$ 4.500	\$ 4.500	\$ 3.000	\$ 3.000	\$ 3.000
+ Variación en Capital de Trabajo	\$ -12.863	\$ -2.366	\$ -1.177	\$ 380	\$ 2.680	\$ 6.304
- Incremento en Activos Fijos	\$ -15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Free Cash Flow	\$ -10.858	\$ 17.542	\$ 18.662	\$ 16.283	\$ 10.057	\$ -2.658
- Intereses (1 - t)	\$ -1.765	\$ -4.466	\$ -3.566	\$ -2.667	\$ -1.789	\$ -563
- Devoluciones de Capital	\$ -	\$ -1.522	\$ -2.046	\$ -2.752	\$ -3.701	\$ -4.978
+ Nueva Deuda	\$ 15.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Equity Cash Flow	\$ 2.377	\$ 11.554	\$ 13.050	\$ 10.864	\$ 4.566	\$ -8.199
+ Valor Terminal	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -52.414
Equity Cash Flow w/TV	\$ 2.377	\$ 11.554	\$ 13.050	\$ 10.864	\$ 4.566	\$ -60.612

NPV \$ 9.834

4.11.4 Valor Esperado

El siguiente gráfico muestra los valores obtenidos en cada escenario:



Valuación de Empresas de Capital Cerrado en Mercados Emergentes

Universidad Nacional de Córdoba – Maestría en Dirección de Negocios

Dado que no existen fundamentos claros para asignar una probabilidad mayor a alguno de los tres escenarios, se opta por asignarles igual probabilidad a todos ellos. De esta forma, el valor esperado de la firma es de \$ 83,2 millones y el valor esperado del capital accionario es de \$ 56,1 millones, como se muestra en el siguiente cuadro:

Valor Esperado	Optimista	Base	Pesimista
Valor de la Firma	\$ 155.575	\$ 85.371	\$ 8.691
Valor del Equity	\$ 101.447	\$ 57.073	\$ 9.834
Probabilidad	33%	33%	33%

Valor Esperado de la Firma	\$ 83.212
Valor Esperado del Equity	\$ 56.118

Por último nos queda incorporar el riesgo específico de los mercados emergentes. Como fue expresado anteriormente existen dos alternativas: introducir el ajuste por descuento en el flujo de fondos proyectado o incorporar una prima de riesgo a la tasa de descuento.

Siguiendo los lineamientos de Pereiro & Galli, de acuerdo a las características de la empresa bajo análisis el ajuste al flujo de fondos por riesgo asistemático proviene de su riesgo por iliquidez. Si bien los mecanismos de cálculo exceden al presente trabajo, analistas especializados en el ámbito de fusiones y adquisiciones determinan que este diferencial en Argentina implica un descuento promedio del orden del 30% para una empresa de capital cerrado que se vende en comparación con otra similar de capital abierto.

CAPITULO 5: CONCLUSIONES FINALES

La valuación de empresas es una tarea necesaria en numerosas situaciones, entre ellas, fijación de precios de acciones para su cotización, transferencias de acciones, ventas de empresas que no cotizan en bolsa, impacto de ciertas decisiones sobre la generación o destrucción de valor, reestructuraciones, fusiones.

Los métodos de valuación de empresas surgen a partir de la consideración de que los Estados Contables tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa porque solo reflejan información referida al pasado.

Por el contrario, los inversionistas necesitan información que les permita tomar decisiones sobre el futuro. Por esta razón es que los Estados Contables deben ser complementados con otros reportes que permitan proveer mejores elementos para orientar a una adecuada toma de decisiones.

Las empresas deben ser observadas como empresas en marcha, lo que significa continuidad en el tiempo, y los métodos para valorar empresas permiten medir la capacidad de las mismas para generar valor en el tiempo.

La determinación de la capacidad de generar valor surge del análisis de los hechos pasados pero sobre todo de la proyección del desenvolvimiento en el futuro. El futuro es imprevisible e incierto, y la proyección de hechos futuros implica incertidumbre. Requiere tanto de capacidad técnica como de sentido común. La proyección de determinadas variables también puede incorporar cierta subjetividad del evaluador. El objetivo no es acertar la proyección, sino fundamentar la decisión que debemos tomar hoy de la mejor manera posible con la información y herramientas que disponemos hoy.

El enfoque adoptado en el presente trabajo permitió obtener el valor de la compañía bajo tres escenarios, alterando las variables PBI Argentina, PBI Brasil, Inflación y Tasa de Interés, que son las que implican mayores riesgos para la compañía. El valor obtenido fue de \$ 155 MM en un escenario optimista, \$ 85 MM en un escenario neutral, y \$ 8 MM en un escenario pesimista, esto nos da la pauta de la elevada exposición que la empresa tiene a los riesgos sistemáticos, y permite que el Directorio pueda tomar medidas para mitigar estos riesgos. Asumiendo igual probabilidad para cada uno de estos escenarios el valor esperado alcanzó \$ 83 MM.

Si bien existen datos de referencia sobre los ajustes por riesgo asistemático que se realizan en Argentina, queda el desafío de incorporar este riesgo específico de los mercados emergentes a

la valuación de la empresa, ya sea tanto a través del ajuste al flujo de fondos como de la prima a la tasa de descuento.

Por último, al considerar específicamente la aplicación del método en el presente trabajo, el resultado obtenido depende principalmente de dos factores: por un lado, de la proyección de los flujos que realiza el evaluador según su percepción respecto al futuro de la empresa y de la calidad de información que posee, y por otro lado, del método que elija el evaluador para calcular el costo del capital. De lo expuesto se deduce que las valuaciones no son perfectas sino que tienen un componente subjetivo, y que el valor obtenido no es un valor cierto y único sino que es un valor aproximado y de referencia.

A pesar de las limitaciones de la metodología, las valuaciones son de gran utilidad siempre y cuando las premisas de proyección tengan fundamentos consistentes y los resultados sean correctamente interpretados. La importancia de aplicar un método de valuación radica en obtener un valor de referencia que permita ser el punto de partida en un proceso de negociación o toma de decisión.

BIBLIOGRAFÍA

Fernández P. (2013). *Company Valuation Methods*, Documentos de Investigación IESE Business School.

Fernández P. (2011). “*Wacc: definition, misconceptions and errors*”, Documentos de Investigación IESE Business School.

Ross S.A., Westerfield R. W. & Jaffe J.F. (2006). *Finanzas Corporativas*. México. Editorial McGraw-Hill, Séptima Edición.

Pereiro, L. E. & Galli, M. (2000). *La determinación del costo de capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica*. Instituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas y Universidad Torcuato Di Tella.

Dapena J. L., *Apuntes de clases de finanzas corporativas*. UNC.

Damodaran, A. (2010). “*Applied Corporate Finance*”, Tercera Edición, John Wiley and Sons, New York.

James M. y Koller T. M. (1998). “*Valuation in Emerging Markets*”, McKinsey & Company, New York.

Jan Rivkin (2004). “*Where do great strategies come from?*”, Harvard Business School Publishing Class Lecture

REFERENCIAS

www.bcra.gov.ar

www.indec.gov.ar

www.economia.gob.ar

www.abeced.com

www.csimarket.com

www.macroaxis.com

www.datosmacro.com