

Universidad del CEMA
 Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas
 Curso: Fusiones y Adquisiciones

Profesor: Dr. Guillermo López Dumrauf

e-mail: dumrauf@fibertel.com.ar

web page: www.cema.edu.ar/u/gl24

Guía para el trabajo de Valuación de Empresas

Objetivos del trabajo:	2
1 Características del trabajo.....	2
2 Contenidos.....	2
2.1 Descripción del negocio	2
2.2 Definición de los supuestos utilizados en las proyección	2
2.3 Riesgos	3
2.4 Agenda.....	3
2.5 Proyecciones económico financieras.....	3
2.6 Tasa de descuento.....	3
2.7 Análisis de escenarios.....	4
2.8 Opciones de la firma.....	4
2.9 Valor de la empresa	4
3 Conclusiones.....	4
3.1 Anexos.....	5
Listado de empresas cotizantes en bolsa	5
Utilización de modelos en la valuación de la firma.....	5

Objetivos del trabajo:

Será un trabajo de valuación de las acciones de una empresa de oferta pública, donde los alumnos deberán aplicar preferentemente la metodología del flujo de fondos descontado, sin perjuicio de utilizar de otro método de valuación.

Deberá definirse el alcance del análisis, la metodología utilizada y debe hacerse hincapié en tres aspectos fundamentales:

- Justificación de los supuestos utilizados para las proyecciones
- Determinación de la tasa de descuento
- Análisis de escenarios

Tenga presente que el trabajo, conjuntamente con los otros que realizarán sus compañeros, podría servir para ulteriores investigaciones, donde por ejemplo, un colega quisiera testear hipótesis tales como si “La Bolsa descuenta flujos de fondos futuros” u otras relaciones entre los valores intrínsecos y los valores de mercado de las empresas.

1 Características del trabajo

- Forma de presentación, extensión y tipografía: en hojas tamaño A4, con un máximo de 14 páginas incluyendo cuadros y gráficos, en letra tipo Times New Roman, tamaño 12, más un diskette conteniendo
- Fuentes de información: se deberá referenciar las fuentes utilizadas en forma inequívoca
- Índice: debe seguir la secuencia definida en los **Contenidos**
- Fecha de entrega: semana 8

2 Contenidos

2.1 Descripción del negocio

Un resumen de no más de dos páginas debería proveer una idea clara y concisa sobre el negocio y captar el interés del lector. Aquí debe explicarse que hace la empresa, que mercados sirve, como opera. Adicionalmente, las ventajas competitivas deberían ser discutidas.

2.2 Definición de los supuestos utilizados en las proyección

La proyección de los estados financieros requiere de la definición de supuestos (assumptions). Uno de los puntos clave es el pronóstico de las ventas; soportado por un análisis sólido, es uno de los puntos más importantes de la proyección. Recuerde también que el volumen de ventas proyectado afecta el tamaño de la empresa, y por lo tanto los activos requeridos.

El desempeño histórico suele ser considerado útil para la elaboración de las proyecciones y caso contrario, explicar cuáles son los motivos por el cual la firma se comportará muy diferente en el futuro.

2.3 Riesgos

Se describen problemas existentes y potenciales, incluyendo la competencia y la tendencia de la industria. Soluciones alternativas deben ser ofrecidas para obstáculos comunes y potenciales.

2.4 Agenda

Aquí se coloca si existe algún evento significativo en la vida de la empresa, como la fecha para lanzar un nuevo producto o ganar un nuevo mercado, una expansión de la planta.

2.5 Proyecciones económico financieras

El documento financiero y las utilidades proyectadas del negocio son absolutamente cruciales para un proceso de adquisición. Los estados de resultados proyectados, balances, flujos de caja y capital de trabajo deben ser incluidos. Potenciales compradores miran esto para saber las cantidades de dinero que se requerirían en una expansión como también el momento en que esto sea requerido. Por otro lado, los potenciales inversores miran esto para saber cual es el flujo de fondos que queda para los dueños del negocio, que es la base para determinar el Valor de la Empresa. Las proyecciones deberán observar los siguientes criterios:

- Coherencia interna entre las magnitudes de las distintas variables previstas. Por ejemplo, no sería razonable que disminuyan los gastos de comercialización si se pronostica que las ventas aumentarán considerablemente.
- Previsión conservadora del flujo de fondos para el caso base. Las proyecciones del caso base no contemplan el mejor escenario futuro posible, sino que se sitúan en un punto medio entre lo que se denomina “escenario óptimo” y “escenario pesimista”.
- Observación de las relaciones y proporciones que la firma mantuvo en el pasado.
- Ajustes de costos en función de lo manifestado por la Dirección y separación de las operaciones que hoy realiza la Firma.
- Moneda constante.

Debe preservarse un criterio de síntesis para los datos numéricos que componen este punto, reservándose el detalle para los anexos.

2.6 Tasa de descuento

En la construcción de la tasa de descuento deberá referenciarse la tasa libre de riesgo, la prima de mercado y la procedencia de la utilización del coeficiente beta de la empresa o de un beta comparable según el caso.

Un punto importante es la procedencia de incluir o no el riesgo país en la tasa de descuento. En este caso debe fundamentarse claramente porque pensamos que la empresa soporta el riesgo país y en caso contrario, aclarar que no se incluye el mismo en la tasa de descuento debido a los riesgos de naturaleza asimétrica. En este último caso deberá aclararse que los mismos han sido explicitados en escenarios que contienen probabilidades ponderadas, explicitando el riesgo en el flujo de fondos.

Una alternativa recomendable puede ser la inclusión del riesgo país en la tasa de descuento y por otra parte trabajar con escenarios de probabilidad ponderada sin inclusión del riesgo país para obtener un intervalo de valores.

2.7 Análisis de escenarios

A partir de un escenario considerado “base” o escenario “más probable”, se deberán identificar escenarios alternativos, a partir de variables exógenas cuantitativas que constituirán la base de la proyección de dichos escenarios. Se recomienda definir dos escenarios adicionales (pesimista y optimista) de forma tal que permita conocer los límites del negocio.

Cada escenario contendrá las proyecciones económico financieras de la empresa con los valores que corresponda para las categorías principales de la misma (ventas, costos, tasa de interés, etc). De esta forma se busca al mismo tiempo identificar las variables cruciales para la proyección del desempeño histórico.

Las variables exógenas para la construcción del desempeño debe estar sólidamente fundamentada: por ejemplo, si estoy proyectando ventas externas, debería tener en cuenta una posible evolución de los tipos de cambio.

2.8 Opciones de la firma

Las empresas suelen tener opciones reales. Si es el caso, deberá tratarse por separado su valuación para luego adicionarla al valor determinado para el caso base o más probable.

2.9 Valor de la empresa

Deberá reflejarse en este punto el resultado principal de la valuación de las acciones de la firma, con la aclaración, según el caso, acerca de si fueron consideradas opciones reales o no.

3 Conclusiones

Este último punto debe amparar todo lo realizado en el cuerpo principal del trabajo, en forma clara y concisa, evitando juicios de valor.

3.1 Anexos

- Estados patrimoniales y estados de resultados
- Cash flow
- Capital de trabajo
- Otros: renovaciones de bienes de uso, tablas de marcha de préstamos, etc.

Listado de empresas cotizantes en bolsa

Algunas de las empresas cuya información puede encontrarse en biblioteca son las siguientes:

1. Angel Estrada	21. Frigorífico La Pampa
2. American Plast	22. Rigolleau
3. Celulosa	23. Metrogas
4. Juan Semino	24. García Reguera
5. Morixe	25. Nobleza Piccardo
6. Sniafa	26. Telefónica
7. Acíndar	27. Telecom.
8. Perkins	28. Alpargatas
9. Nougués	29. Ediar
10. Irsa	30. Molinos
11. Massuh	31. Dycasa
12. Alto Palermo	32. Faplac
13. Aluar	33. Caputo
14. Mirgor	34. Massalin
15. CINBA	35. Carlos Casado
16. Baesa	36. Repsol
17. Electrome	37. Central Puerto
18. Ferrum	38. Metrovías
19. Cía Introdutora	39. Plavinil
20. Leyden	

Utilización de modelos en la valuación de la firma

Consultar con el profesor: dumrauf@mbox.servicenet.com.ar