¿Cuánto es el Valor de una Empresa? Valuación Económica de Negocios

Expositor: L.C.P., M.A. Carlos A. Silva Sánchez, ASA/BV

CONTENIDO

Objetivo

Introducción

- ¿Qué es la valuación económica de negocios? ¿Cuánto vale mi negocio?
- Valor Económico vs. Capital Contable.
- Usos de la valuación económica de negocios.
- Importancia de una valuación económica.
- Características / habilidades requeridas para un valuador de negocios.

Fases y Normas Valuación y Premisas de Valor

- Normas de Valuación (Valor Justo de Mercado, Valor Justo, Valor de Inversión, entre otros).
- Premisas de Valor (Negocio en Marcha, Liquidación, entre otras).
- Fases de la Valuación de Negocios

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CONTENIDO

Enfoques de Valuación Económica de Negocios

- Enfoque de Ingresos
- Enfoque de Mercado
- Enfoque de Costos

Enfoque de Ingresos

- Diagrama y procedimiento
- Descripción
- Métodos: Capitalización de Beneficios y Beneficios futuros Descontados
- Tipos de Flujos de Efectivo y Tasas de Descuento
- Flujo de Efectivo Descontado
- Proyecciones y Modelos Financieros
- Normalización

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CONTENIDO

Enfoque de Ingresos (cont.)

- Tasa de Descuento
- Valuación

Enfoque de Mercado

- Diagrama y procedimiento
- Descripción
- Empresas Públicas o Transacciones
- Múltiplos
- Valuación

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CONTENIDO

Enfoque de Costos (Valor Neto de Activos)

- Diagrama y procedimiento
- Descripción
- Ejemplos de ajustes
- Aplicaciones
- Valuación

Conclusión de valores y ajustes

Caso Práctico de Valuación de Negocios

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Introducción

OBJETIVO DEL CURSO

Conocer las principales metodologías y aspectos a considerar en la valuación de negocios, identificarán los principales aspectos que determinan la diferencia entre los valores económicos vs. valores contables, asimismo entenderán aquellos generadores de valor de las empresas.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN

VENTAS
?

UTILIDADES
?

CAPITAL CONTABLE
?

¿ Cuánto vale mi negocio ?
$ $ $

ACTIVOS
?

MARCAS O PATENTES?

CLIENTES
?

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN

Valuación de Negocios: "el acto o proceso de determinar el valor de una empresa o participación en la propiedad de la misma."

Fuente: Estándares de Valuación de Negocios (Business Valuation Standards), 2009, American Society of Appraisers.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

¿El Valor del Capital Contable representa el Valor Económico de los Negocios?

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

¿ El Valor del Capital Contable representa el Valor Económico de los Negocios?

Respuesta = En la mayoría de los casos no

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN

(Cifras monetarias en millones de Pesos)	Bimbo	Grupo Herdez	Grupo LALA
A Valor del Capital Contable - VL (1)	$90,945	$7,365	$16,589
B Valor de Mercado del Capital Contable – Precio o VMCC	$182,520	$16,650	$36,966
B – A Diferencia	$91,575	$9,285	$20,377
Múltiplo Precio / VL	2.01	2.26	2.23

?

Fuente: Preparación propia con base en información de la publicación Contacto de Citibanamex del 26 al 30 de abril de 2021,.
(1) – Estimación de Valor en Libros.
Las cifras pueden no ser exactas por decimales incluidos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas (Ejemplos)

- Reportes Financieros
- Transacciones fiscales
- Compra / Venta de empresas
- Disputas Comerciales
- Reestructuras corporativas
- Evaluación de Proyectos
- Análisis de portafolio de inversiones (Fondos de Inversión - CKD's)
- Otros

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Norma de Información Financiera (NIF) C-15

“Deterioro en el valor de los activos de larga duración y su disposición”

Reportes Financieros

- Proporciona criterios que permitan la identificación de situaciones que presentan evidencias respecto a un posible deterioro en el valor de los activos de larga duración, tangibles e intangibles.
- Define la reglas para el cálculo y reconocimiento de pérdidas por deterioro de activos y su reversión.
- Establece las reglas de presentación y revelación de los activos cuyo valor se ha deteriorado o su deterioro se ha revertido.
- Establece las reglas de presentación y revelación aplicables a la discontinuación de operaciones

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Norma de Información Financiera (NIF) B-7 "Adquisiciones de Negocios"

Reportes Financieros

- Establecer las normas para el reconocimiento inicial a la fecha de adquisición, de los activos netos que se adquieren en una adquisición de negocios, así como de la participación no controladora y de otras partidas que pueden surgir en la misma, tales como el crédito mercantil y una compra a precio de ganga.
- Define las revelaciones necesarias cuando se efectúan adquisiciones de negocios.
- Las Adquisiciones de Negocios, deben reconocerse mediante el Método de Compra, el cual requiere en términos generales lo siguiente:
  1. Identificación de la entidad adquirente y fecha de adquisición;
  2. Reconocimiento y medición de los activos identificables adquiridos, los pasivos asumidos del negocio adquirido, así como la participación no controladora en el negocio adquirido;
  3. Reconocimiento del crédito mercantil o compra a precio de ganga.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Transacciones Fiscales

- En el caso de operaciones de compraventa de empresas entre partes relacionadas, el artículo 180 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR), establece los métodos previstos para determinar que las operaciones se encuentran a valores de mercado con base en las Guías de Precios de Transferencia de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

- Algunos métodos incluidos ahí se asimilan a los enfoques de valuación económica de empresas para llevar a cabo los análisis requeridos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Compra / Venta de Empresas

- Los procesos de Fusiones y Adquisiciones (M&A en inglés) son un elemento muy importante de una economía dinámica.
- Existen situaciones en las cuales los negocios requieren un cambio en la forma de operar y/o que vengan nuevos administradores a potenciarlos.
- En situaciones como éstas, movimientos tales como fusiones o adquisiciones (entre otros) se hacen necesarias para crear valor para los accionistas.
- Ejemplos de situaciones para crear valor a través de (M&A):
  1. Mejorar el desempeño de la empresa a ser adquirida;
  2. Adquirir habilidades o tecnologías que requerirían más tiempo y esfuerzo si se desarrollan o crean desde cero;
  3. Crear mercado para los productos de la empresa a ser adquirida;
  4. Entre otros.
- Se requieren ejercicios de valuación económica con el fin de determinar precio a pagar, valor a ser generado con la transacción, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Disputas Comerciales

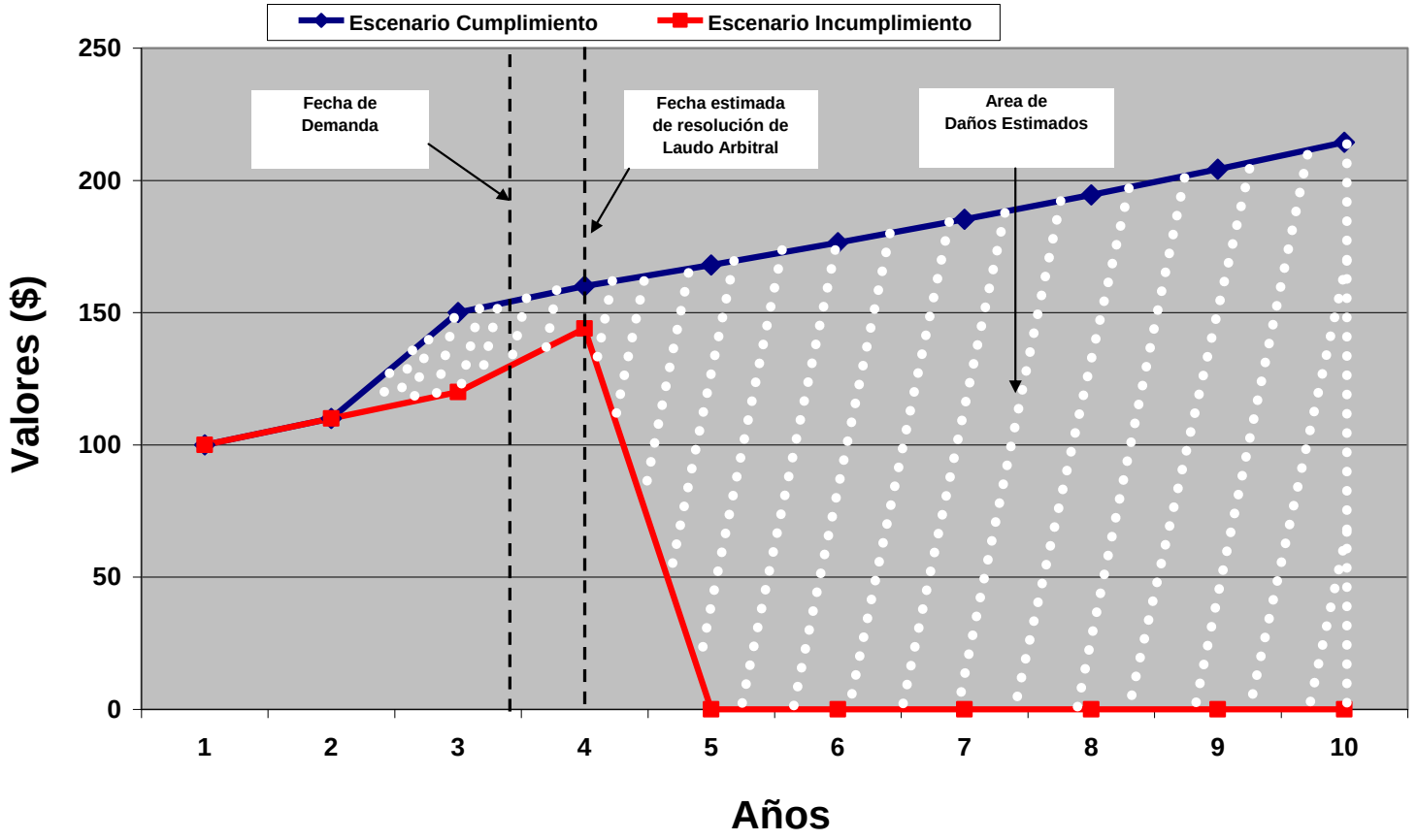
- En ocasiones se presentan situaciones en las cuales existen disputas legales que implican valores de negocios y/o algún interés relacionado.
- Uno de los casos más comunes es el de estimación de daños y/o perjuicios.
- Ejemplos de situaciones de daños y/o perjuicios:
  - Ruptura de contratos:
  - Pérdida o afectación al negocio;
  - Reclamos de seguros;
  - Violaciones a leyes de competencia, a derechos de autor, marcas u otro tipo de intangibles;
  - Entre otros.
- Las valuaciones relacionadas con disputas comerciales deben realizarse con un entendimiento de los aspectos legales y económicos involucrados en cada caso.
- La interacción con los abogados encargados del caso es vital para el éxito del proceso de valuación.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Disputas Comerciales

Gráfica conceptual de estimación de Daños



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

Análisis de portafolio de inversiones

(Fondos de Inversión - CKDs)

- La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) emitió en julio de 2009, el documento de Resolución que modifica disposiciones aplicables a emisoras de valores y a otros participantes del mercado (Resolución Modificatoria).
- En dicho documento , se establece, entre otras cosas, que debe existir un Valuador Independiente que estime el valor de mercado de las inversiones del fideicomiso de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs), mismo que es colocado entre inversionistas calificados (principalmente Afores).
- Los CKDs son títulos o valores fiduciarios, con plazos de colocación diferentes (años) y son destinados para el financiamiento de uno o más proyectos, mediante la adquisición de una o varias empresas o proyectos promovidos, principalmente en sectores como infraestructura, bienes raíces, minería, empresariales en general y desarrollo de tecnología.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Usos de la Valuación Económica de Empresas

- Contar con mayor certeza del precio a recibir/pagar y que éste sea justo.
- Descubrir potenciales riesgos u otros aspectos que afecten precio (ejemplo: venta partes minoritarias vs. mayoritarias, riesgos comerciales, riesgos de negocio en marcha).
- Proporciona mayores elementos de negociación a los accionistas.
- Identificación de otros aspectos que aumenten o disminuyan valor a la transacción (ejemplo: pérdidas fiscales, gastos innecesarios en el negocio o normalización de utilidades).
- Definir estrategias que generen mayor valor al negocio (ejemplo: eliminación de líneas de negocio no productivas, establecer bases u objetivos de planeación estratégica).
- Entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

INTRODUCCIÓN – Características / habilidades requeridas para un valuador de negocios

Computación

Investigación

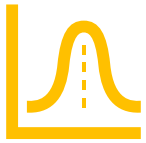
Impuestos

Contabilidad

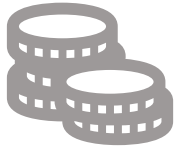
Planeación Estratégica

Comunicación Oral y Escrita

Conocimiento básico de leyes y/o normatividad aplicable



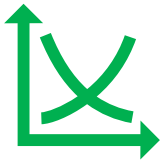
Estadística



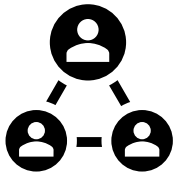
Finanzas

Análisis Bursátil

Manejo de bases de datos



Economía



Entrevistas (cuestionarios)

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases y Normas y de Valuación

Fases de una Valuación Ecónómica

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- **Fecha efectiva**
- Interés a ser valuado
- Normas y Premisas de Valuación
- Propósito y Alcance de la Valuación
- Metodologia o enfoques a ser aplicados
- Otros

- **Fecha de Valuación:** "Un punto específico en el tiempo que aplica para la opinión de valor de un valuador" (1).
- Se refiere a un punto específico en el tiempo ya sea anterior o futuro.
- Incluir en la valuación del negocio la información conocida a la fecha efectiva.
- La fecha efectiva pudiera ser diferente de las siguientes fechas: del proyecto, del trabajo de campo, de la fecha de elaboración del informe.
- El utilizar las fechas de informe financiero (ejemplo: reporte de estados financieros) pudiera facilitar el trabajo pero esto no siempre es posible.

(1) Fuente: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- Fecha efectiva
- **Interés a ser valuado**
- Normas y Premisas de Valuación
- Propósito y Alcance de la Valuación
- Metodologia o enfoques a ser aplicados
- Otros

- Tipo de Empresa: S.A. de C.V., S.C., A.C., S.A.B. de C.V., entre otros.
- Acciones (preferentes/comunes), Capital Invertido, Activos Intangibles, entre otros.
- Nivel de valuación: Control, Minoritario, Liquidez, No Liquidez.
- Nivel de madurez: empresa de nueva creación, negocio en marcha, entre otros.

Nota: el valuador está obligado a:

- ➢ Informar si cuenta con la experiencia y habilidades para realizar el trabajo en función al tipo de interés a ser valuado.
- ➢ Potenciales conflictos de interés con el negocio/interés a ser valuado (ejemplo: reglas de independencia aplicables).

Fuente: Preparación propia con base en información de la American Society of Appraisers y Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- Fecha efectiva
- Interés a ser valuado
- **Normas y Premisas de Valuación**
- Propósito y Alcance de la Valuación
- Metodologia o enfoques a ser aplicados
- Otros

- **Norma de Valuación:** "Identificación del tipo de valor utilizado en un proyecto específico."
- Ejemplos: Valor Justo de Mercado, Valor Justo, Valor de Inversión (más adelante se comentan).

- **Premisa de Valor:** "un supuesto respecto del conjunto de circunstancial transaccionales que pueden ser aplicables a la valuación en cuestión."
- Ejemplos: Negocio en Marcha, Liquidación.

Fuente: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- Fecha efectiva
- Interés a ser valuado
- Normas y Premisas de Valuación
- **Propósito y Alcance de la Valuación**
- Metodologia o enfoques a ser aplicados
- Otros

- En la mayoría de los casos el propósito de la valuación determina la Norma de Valor.
- En ocasiones define los métodos o enfoques de valuación.
- El uso específico que se dará al informe de la valuación debe ser claramente indicado y excluir usos para otros fines.
- Alcance de la Valuación**:**
  - Valuación: sigue todos los procedimientos y toda la información requerida por el valuador para el trabajo, es una opinión de valor.
  - Valuación Limitada: excluye algunos procedimientos, información limitada, es una estimación de valor.
  - Cálculos: información y procedimientos acordados con cliente, es una aproximación de valor.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- Fecha efectiva
- Interés a ser valuado
- Normas y Premisas de Valuación
- Propósito y Alcance de la Valuación
- **Metodologia o enfoques a ser aplicados**
- Otros

- El Valuador define de manera preliminar los Enfoques de Valuación a ser utilizados en la Valuación Económica del Negocio.
  - Enfoque de Ingresos: “es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos para convertir beneficios económicos futuros en una cifra o valor presente.
  - Enfoque de Mercado: “es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos”.

Fuente: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Definición de Trabajo de Valuación

- Fecha efectiva
- Interés a ser valuado
- Normas y Premisas de Valuación
- Propósito y Alcance de la Valuación
- **Metodologia o enfoques a ser aplicados**
- Otros

➢ Enfoque de Basado en Activos Netos (comúnmente conocido como Enfoque de Costos): “es una forma general de determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, una acción o un activo intangible utilizando uno o más métodos basados en el valor de los activos netos”.

Fuente: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Ecónómica

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Recabar Información

Tipo de Información

General

Externa

- Economía
- Industria / Mercado

Interna

- Financiera
- Operativa
- Legal
- Otros.

Entrevistas y preguntas a la administración / otros expertos

- General: Aspectos técnicos relacionados con valuación de negocios. Libros y papeles técnicos tales como: Damodaran on Valuation (Aswath Damodaran), Valuing a Business (Shannon Pratt), Fair Value Measurement (Mark L. Zyla), Valuación de Empresas y Creación de Valor (UNAM, IMEF, PwC), Valuation (Mckinsey & Company), entre otros.
- Economía: aspectos y variables macroeconómicos en donde opera el negocio valuado (nacional, regional o local, internacional). Ejemplos de variables: Producto Interno Bruto (PIB), Inflación, tipo de cambio, empleo, consumo privado, inversión, tasas de interés, tendencias de población, entre otros. Las entidades financieras (bancos) preparan estudios muy detallados y de acceso público, FMI, OCDE, Oxford Economics, Statista.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Recabar Información

Tipo de Información

General

Externa

- Economía
- Industria / Mercado

Interna

- Financiera
- Operativa
- Legal
- Otros.

Entrevistas y preguntas a la administración / otros expertos

- Industria o Mercado: existen empresas especializadas en realizar análisis de diversas industrias tales como: Passport/Euromonitor, Gartner, Allied Market Research, Fitch Solutions/Fitch Connect, cámaras locales de industrias, entre otros.
- Financiera: estados financieros, declaraciones de impuestos, cédulas detalladas de activos, balanzas de comprobación, presupuestos y proyecciones, entre otros.
- Operativa: estadísticas de ventas (volúmenes/valores) por líneas de servicio/productos, por origen (extranjero/nacional), márgenes brutos/operación, integraciones de principales clientes y proveedores, entre otros, personal, estructura organizacional, datos curriculares de personal clave, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Recabar Información

Tipo de Información

General

Externa

- Economía
- Industria / Mercado

Interna

- Financiera
- Operativa
- Legal
- Otros.

Entrevistas y preguntas a la administración / otros expertos

- Legal: principales contratos con clientes/proveedores, arrendamientos, financiamientos, documentos y registros de protección de propiedad industrial, acta constitutiva y estatutos, documentos de alianzas estratégicas, estructura accionaria, datos de compras anteriores de acciones de la empresa, valuaciones anteriores de activos.
- Otros: potenciales contingencias y amenazas/afectaciones por regulaciones gubernamentales, entre otros.
- Entrevistas: los objetivos son recabar mayor información, entender el negocio, conocer riesgos implícitos en el negocio y otros aspectos cualitativos.
- Se prepara una lista específica.
- Entrevistar a: personal del cliente y posiblemente asesores, clientes/proveedores (si es permitido), entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Ecónómica

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Análisis y Procesamiento de Datos

- Análisis tendencias históricas, proyecciones financieras
- Estimación de Flujos de Efectivo
- Análisis y comparación de la empresa en cuestión con la Industria
- Cálculo de múltiplos de valuación obtenidos del mercado
- Cálculo Tasa de Descuento / Rendimiento
- Otros

Cálculos y Modelos Financieros en Excel

- Análisis Financiero: Se calculan índices financieros (ejemplos: Apalancamiento, Rentabilidad, Liquidez, Actividad, entre otros).

  Objetivos: Identificar tendencias, conceptos extraordinarios, establecer bases para comparación vs. empresas similares y para preparar proyecciones financieras.

- Estimación de Flujos de Efectivo: estimación de la capacidad de generación de flujos de efectivo del negocio a valuar (ejemplos: flujo operativo, flujo neto).

  Depende del tipo de negocio a ser valuado.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Análisis y Procesamiento de Datos

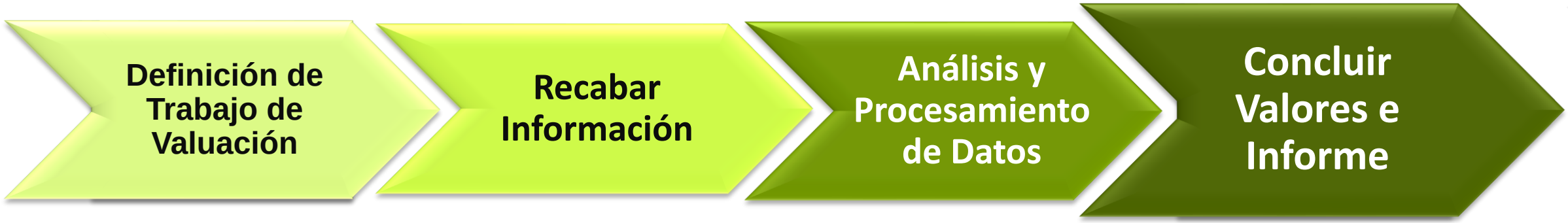
- Análisis tendencias históricas, proyecciones financieras
- Estimación de Flujos de Efectivo
- Análisis y comparación de la empresa en cuestión con la Industria
- Cálculo de múltiplos de valuación obtenidos del mercado
- Cálculo Tasa de Descuento / Rendimiento
- Otros

Cálculos y Modelos Financieros en Excel

- Múltiplos de Valuación: se investigan, analizan y calculan múltiplos de valuación con base en precios de empresas comparables a la empresa sujeta a valuación.
- Tasa de Rendimiento/Descuento: cálculo de tasa de descuento aplicable al tipo de empresa y flujo de efectivo a ser utilizado.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Ecónómica



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Fases de una Valuación Económica

Concluir Valores e Informe

- Análisis y conclusión de valores
- Emisión de documento o informe de valuación

- Las conclusiones pueden reportarse al de manera escrita u oral (no común).
- La conclusión de valores debe considerar la norma de valuación el propósito y uso de la misma, así como toda la información relevante a la fecha efectiva de la valuación.
- Se debe basar en los valores resultante de uno o más métodos desarrollados a través de la aplicación de uno o más enfoques de valuación.
- Los informes escritos deben contener detalle suficiente para entender los principales aspectos considerados para su emisión tales como: tipo de interés valuado, propósito y uso, norma y premisas de valor, nivel de valor (control/minoría/liquidez), fecha efectiva, análisis financiero, metodología de valuación, información utilizada, confidencialidad, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Normas de Valuación Económica de Negocios

Norma de Valuación: Ésta determina el tipo de valor a ser obtenido, así como la metodología de valuación a ser aplicada para cada caso específico.

Norma de Valuación

VALOR JUSTO DE MERCADO

American Society of Appraisers (Business Valuation Standards - 2009)

"El **precio en términos de efectivo o su equivalente**, al que una propiedad cambiaría de manos entre un **comprador y un vendedor hipotéticos** interesados, actuando en **condiciones de mercado** y en un mercado abierto y sin restricciones, **sin que exista presión alguna para comprar** o vender y teniendo ambas partes **conocimiento razonable de los hechos relevantes del negocio**"

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Normas de Valuación Económica de Negocios

<u>Norma de Valuación</u>: Ésta determina el tipo de valor a ser obtenido, así como la metodología de valuación a ser aplicada para cada caso específico.

Norma de Valuación	American Society of Appraisers (Business Valuation Standards - 2009)
VALOR DE INVERSIÓN	"El valor para un **inversionista en particular** en función de **expectativas y requisitos de inversión individuales** "

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Normas de Valuación Económica de Negocios

Norma de Valuación: Ésta determina el tipo de valor a ser obtenido, así como la metodología de valuación a ser aplicada para cada caso específico.

Norma de Valuación

VALOR JUSTO

Norma de Información Financiera (NIF) A6 "Reconocimiento y Valuación"

"Representa el precio de salida que, a la fecha de valuación, se recibiría por vender un activo o se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado. Cuando no se tenga un valor de intercambio accesible de la operación debe realizarse una estimación del mismo mediante técnicas de valuación. "

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

<u>Situación</u>: La empresa A llevará a cabo la adquisición de empresa B . Empresa B lleva a cabo todas sus operaciones a valor de mercado. Empresa A contrata servicios de un valuador de empresas para estimar el valor máximo a pagar estimando los beneficios económicos de utilizar los canales de venta de empresa B para desplazar sus productos.

Pregunta: ¿Cuál es la Norma de Valuación Aplicable?

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

<u>Situación</u>: La empresa A llevará a cabo la adquisición de empresa B . Empresa B lleva a cabo todas sus operaciones a valor de mercado. Empresa A contrata servicios de un valuador de empresas para estimar el valor máximo a pagar estimando los beneficios económicos de utilizar los canales de venta de empresa B para desplazar sus productos.

Respuesta: Valor de Inversión

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

<u>Situación</u>: Se solicita a un valuador estimar el valor de una empresa considerando su operación actual, es decir ofreciendo escencialmente los mismos productos y servicios a sus clientes en condiciones de mercado. El propósito de la valuación es para efectos de una potencial transacción entre los integrantes en una familia.

Pregunta: ¿Cuál es la Norma de Valuación Aplicable?

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

<u>Situación</u>: Se solicita a un valuador estimar el valor de una empresa considerando su operación actual, es decir ofreciendo escencialmente los mismos productos y servicios a sus clientes en condiciones de mercado. El propósito de la valuación es para efectos de una potencial transacción entre los integrantes en una familia.

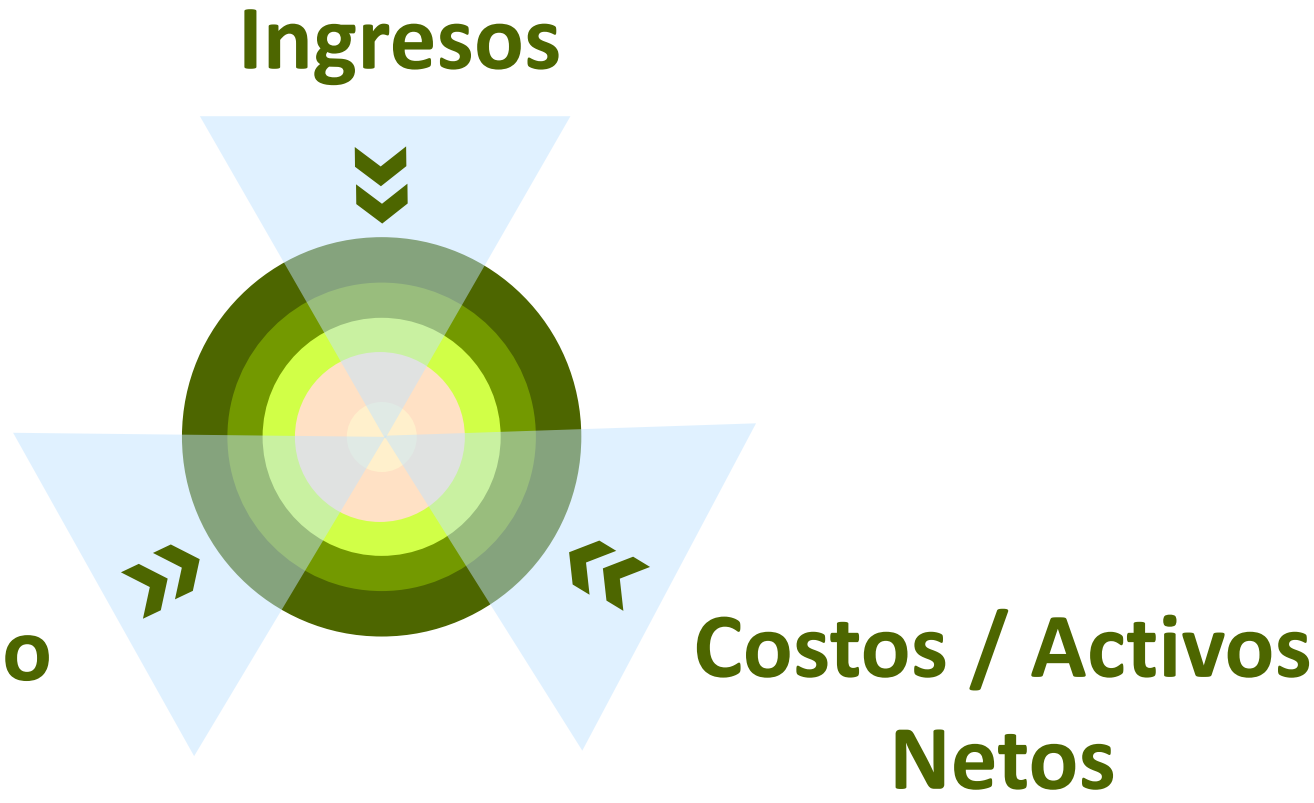
Respuesta: Valor Justo de Mercado

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoques de Valuación

Enfoques de Valuación Económica

- Los enfoques de valuación típicamente utilizados al valuar un negocio o activo intangible son los siguientes:



Los Enfoques de Valuación más utilizados en México son: Ingresos y Mercado.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoques de Valuación Económica

Enfoque de Valuación	American Society of Appraisers (Estándares de Valuación de Negocios - 2009)
ENFOQUE DE INGRESOS	• "Es una forma general para determinar una **referencia de valor de un negocio**, **una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible** utilizando **uno o más métodos** para convertir **beneficios económicos futuros en una cifra o valor presente**."

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoques de Valuación Económica

Enfoque de Valuación	American Society of Appraisers (Estándares de Valuación de Negocios - 2009)
ENFOQUE DE MERCADO	• "Es una forma general para determinar una **referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible** utilizando uno o más métodos que **comparan la propiedad en cuestión con negocios**, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares **que han sido vendidos**."

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoques de Valuación Económica

Enfoque de Valuación	American Society of Appraisers (Estándares de Valuación de Negocios - 2009)
ENFOQUE DE COSTOS	• Una vía general para **determinar el valor de un activo individual** cuantificando el monto **requerido para reemplazar las capacidad futura de servicio del activo**.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoques de Valuación Económica

Enfoque de Valuación	American Society of Appraisers (Estándares de Valuación de Negocios - 2009)
ENFOQUE BASADO EN ACTIVOS NETOS	• Una forma general de determinar una referencia **de valor de un negocio**, una participación en la propiedad de un negocio, una acción o un activo **intangible utilizando uno o más métodos basados en el valor de los activos netos de los pasivos**.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

Enfoque de Ingresos

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos para convertir beneficios económicos futuros en una cifra o valor presente."

1. Método: Capitalización de Beneficios

- Un nivel de **beneficio se divide o multiplica por una factor de capitalización** para convertirlo en valor.

2. Método: Beneficios futuros Descontados

- Los beneficios se estiman para **diversos periodos futuros**. Se **convierten en valor aplicando una tasa apropiada de descuento** utilizando procedimientos de **valor presente**.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos para convertir beneficios económicos futuros en una cifra o valor presente."

Modelo de Crecimiento de Gordon

1. Método: Capitalización de Beneficios

- Un nivel de **beneficio se divide o multiplica por una factor de capitalización** para convertirlo en valor.

$$VALOR = \frac{Be\ 1}{i - g}$$

Be = Beneficio año siguiente (estabilizado). Ejemplos: EBITDA, Utilidad de Operación, Utilidad Neta, Flujo de Efectivo Libre, etcétera.

i = Tasa Descuento que reconoce el riesgo equivalente al Beneficio (Ejemplo: WACC, Costo de Capital, etcétera).

g = Crecimiento a Largo Plazo

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

1. Método: Capitalización de Beneficios

Un nivel de beneficio se divide o multiplica por una factor de capitalización para convertirlo en valor.

Consideraciones:

- Se estima que el beneficio económico esperado **crecerá a una tasa constante**.
- La fórmula **se deriva del cálculo de Beneficios Futuros Descontados** (más adelante se analiza) con el supuesto que simplifica el cálculo y asume que los beneficios crecen a una tasa constante en el futuro.
- La tasa de capitalización es la **tasa de descuento aplicable para el flujo o beneficio en cuestión menos la tasa de crecimiento** que se puede mantener para un periodo de tiempo a largo plazo.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

1. Método: Capitalización de Beneficios

Un nivel de beneficio se divide o multiplica por una factor de capitalización para convertirlo en valor.

Ejercicio:

- El flujo de efectivo de una empresa normalizado se ubica en $100 millones de pesos.
- La tasa de descuento aplicable es de 15%.
- El crecimiento del flujo para el siguiente año es de 4%, mismo crecimiento aplicable para el resto de los años a futuro (perpetuidad).
- Calcular el valor de la empresa.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

1. Método: Capitalización de Beneficios

Un nivel de beneficio se divide o multiplica por una factor de capitalización para convertirlo en valor.

Solución:

- El flujo de efectivo de una empresa normalizado se ubica en $100 millones de pesos.
- La tasa de descuento aplicable es de 15%.
- El crecimiento del flujo para el siguiente año es de 4%, mismo crecimiento aplicable para el resto de los años a futuro (perpetuidad).
- Calcular el valor de la empresa.

$$\frac{\$100 * (1.04)}{(0.15 - 0.04)} = \frac{\$104}{(0.11)} = \$945.45$$

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos para convertir beneficios económicos futuros en una cifra o valor presente."

2. Método: Beneficios Futuros Descontados

- Los beneficios se estiman para **diversos periodos futuros**. Se **convierten en valor aplicando una tasa apropiada de descuento** utilizando procedimientos de **valor presente**.

$$VALOR = \frac{Be1}{(1+i)^1} + \frac{Be2}{(1+i)^2} + \frac{Be3}{(1+i)^3} + \frac{Ben}{(1+i)^n}$$

Valor Terminal

Be = Ejemplos: Utilidad Neta, Flujo de Efectivo Libre, etcétera.

i = Reconoce Riesgo Equivalente al Beneficio (Ejemplo: WACC, Costo de Capital, etcetera).

n = número de periodos (Valor Terminal). Se utiliza la fórmula de Crecimiento de Gordon

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

Ejercicio:

- El flujo de efectivo de una empresa normalizado presenta los siguientes flujos de efectivo por año (millones de pesos): Año 1 $100; Año 2 $200; Año 3 $300.
- Valor presente del Valor Terminal = $500.
- La tasa de descuento aplicable es de 15%.
- Calcular el Valor de la Empresa.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Ingresos

Solución:

- El flujo de efectivo de una empresa normalizado presenta los siguientes flujos de efectivo por año (millones de pesos): Año 1 $100; Año 2 $200; Año 3 $300. Valor presente del Valor Terminal = $500. La tasa de descuento aplicable es de 15%.

Fórmula:

$$VALOR = \frac{Be1}{(1+i)^1} + \frac{Be2}{(1+i)^2} + \frac{Be3}{(1+i)^3} + \frac{Ben}{(1+i)^n}$$

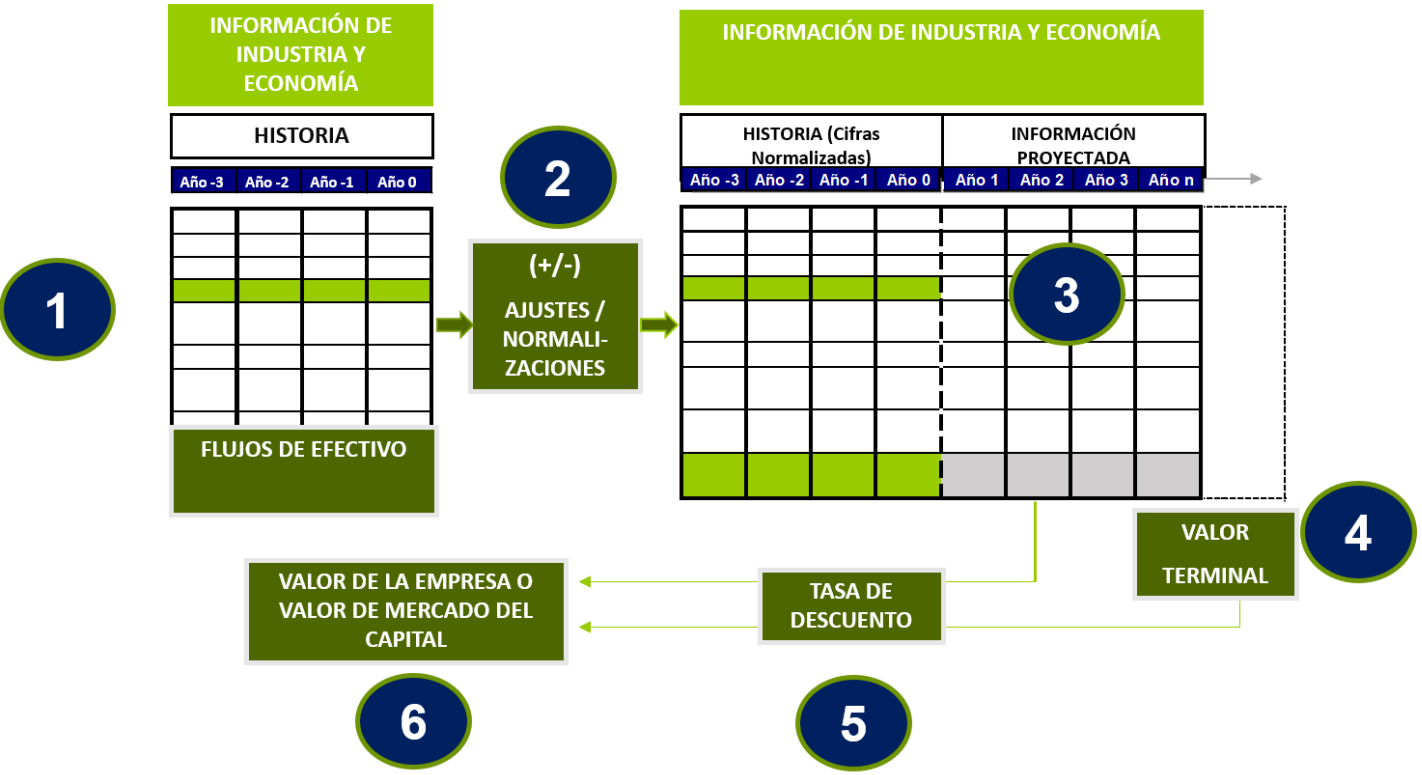
(Valor Terminal)

$$VALOR = \frac{100}{(1.15)^1} + \frac{200}{(1.15)^2} + \frac{300}{(1.15)^3} + 500 =$$

(VP de Valor Terminal)

$$VALOR = 87 + 151 + 197 + 500 = 935$$

ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual

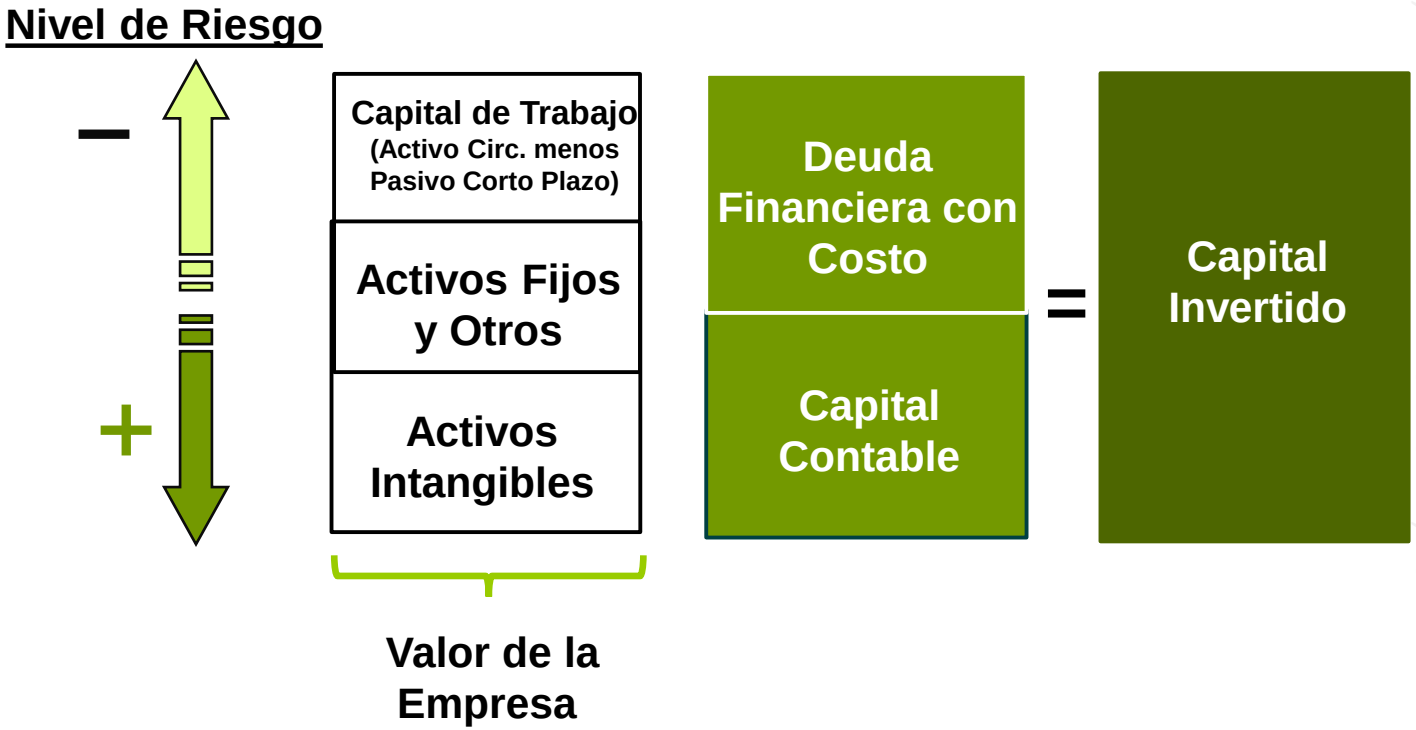


1. **Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.**
2. Realizar ajustes y normalizaciones.
3. Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio
4. Calcular el Valor Terminal o Residual
5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.
6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Residual se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Capital Invertido o Capital Contable

- **Capital Invertido:** "es la suma del capital contable y la deuda financiera con costo." (1)
- Los Activos y Pasivos de una empresa están ordenados en los Balances Generales para reflejar disponibilidad y/o nivel de riesgo implícito en cada uno de ellos.
- Cuando existe deuda de corto plazo (incluyendo la porción circulante de deuda a largo plazo) se debe excluir de cálculos de capital de trabajo y considerarse parte del Capital Invertido (existen ciertas excepciones).



(1) Fuente: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

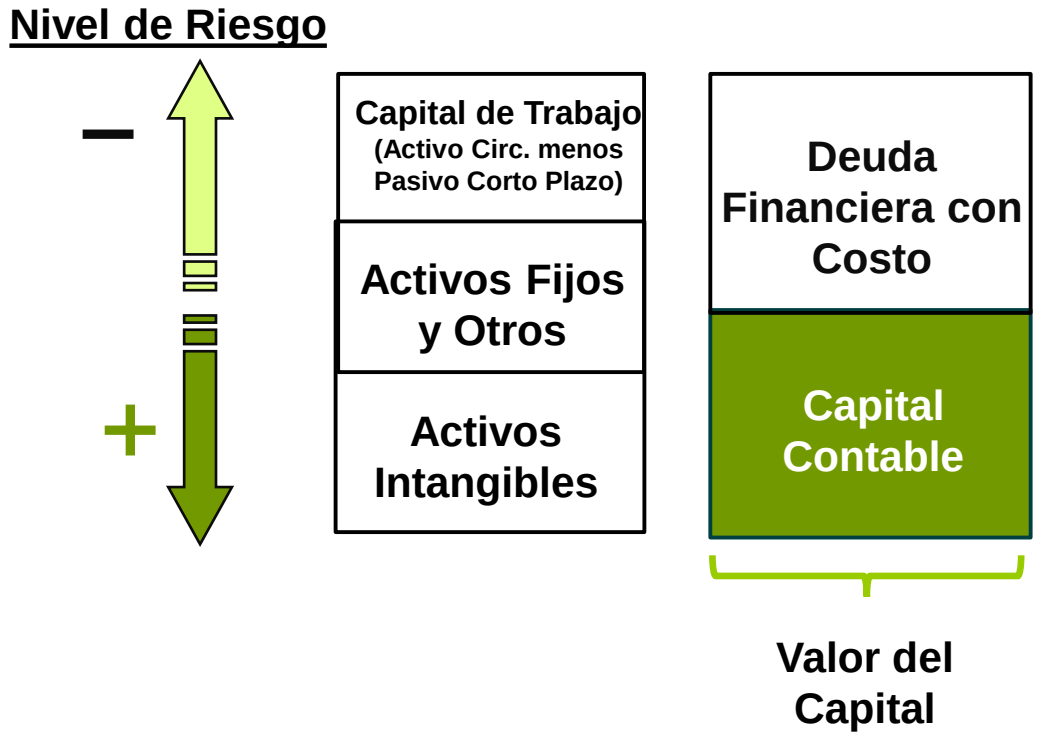
ENFOQUE DE INGRESOS – Capital Invertido o Capital Contable

- **Normalmente se calculan flujos de efectivo ya sea:**

  a) **Para el Capital Invertido (Capital + Deuda con Costo)** (ver diagrama anterior); o

  b) **Para el Capital Contable** y/o accionistas (ver diagrama de la derecha).

- Las tasas de descuento serán diferente para cada uno de los tipos de flujos de efectivo mencionados anteriormente.



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tipos de Flujos de Efectivo y Tasas de Descuento

- El Flujo de Efectivo Operativo se calcula cuando se requiere obtener el valor del Capital Invertido.
- No se afecta por ningún concepto financiero tal como intereses y amortizaciones de deuda financiera.
- Los impuestos se calculan antes del beneficio por deducción de intereses financieros y cualquier otro efecto financiero.
- El Capital de Trabajo considera partidas de operación.

Flujo Operativo

Utilidad de Operación

+

Depreciación y Amortización

-

Impuestos (Operación)

-

Inversiones en Activos Fijos (CAPEX)

+/-

Cambios en Capital de Trabajo

=

Flujo de Efectivo Operativo

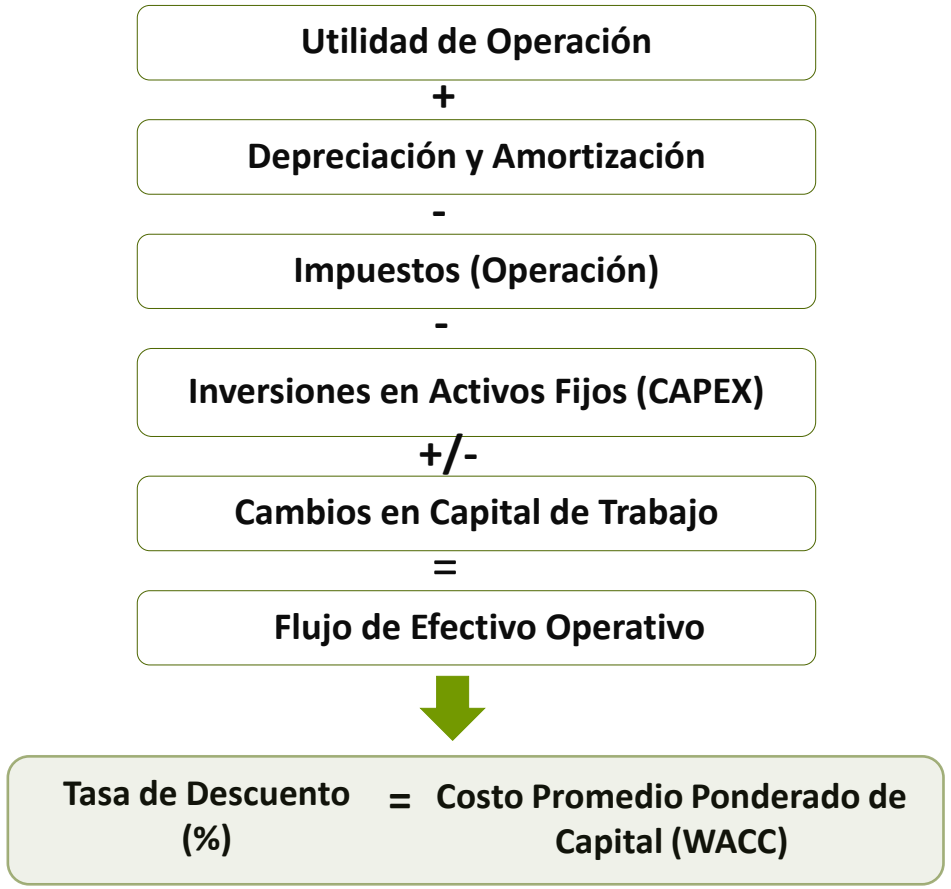
Tasa de Descuento (%) **=** **Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)**

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tipos de Flujos de Efectivo y Tasas de Descuento

- La Depreciación y Amortización se suman al ser conceptos que no implican flujo de efectivo pero que afectan la Utilidad de Operación.
- Las inversiones en Activos Fijos son las requeridas para que el negocio realice sus operaciones.
- La tasa de descuento aplicable normalmente es el Costo Promedio Ponderado de Capital.

Flujo Operativo



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

- Se realiza un análisis histórico de estados financieros para:
  - Identificar tendencias.
  - Conocer aspectos anormales.
  - Estimar flujos de efectivo realmente generados por el negocio.
  - Comparar el desempeño financiero de la empresa en cuestión con empresas comparables dentro de su industria.
  - Establecer las bases para las proyecciones financieras (en su caso).

- Los periodos a utilizar (comúnmente entre 3 y 5) en realidad dependen del tipo de negocio, industria, ciclo de vida, entre otros factores.
- Ejemplos de tipos de análisis:
  - Análisis Vertical: Porcentajes respecto de Ingresos, Total de Activos, Pasivos y Capital, entre otros.
  - Índices Específicos: Liquidez, Actividad, Apalancamiento/Cobertura, Rentabilidad, Tasas de Crecimiento, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

ÍNDICES DE LIQUIDEZ: ***Miden la habilidad de la empresa para enfrentar sus obligaciones de corto plazo.***

Ejemplos:

$$\textit{Índice de Liquidez} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Corto Plazo}}$$

$$\textit{Índice Prueba del Ácido} = \frac{\text{Caja, Bancos y Equivalentes + Cuentas por Cobrar}}{\text{Pasivo Corto Plazo}}$$

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

ÍNDICES DE ACTIVIDAD O ROTACIÓN: ***Miden la habilidad de la empresa para utilizar sus activos.***

Ejemplos:

$$\textit{Rotación de Inventario} = \frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventario}}$$

$$\textit{Rot. de Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por Cobrar}}$$

$$\textit{Rotación de Activos Fijos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Fijos}}$$

$$\textit{Rotación de Cap. Trabajo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Capital de Trabajo}}$$

(Activo Cirulante-Pasivo Circulante)

$$\textit{Días de Rotación de Inventario} = \frac{\text{Inventario}}{\text{Costo de Ventas Diario}}$$

$$\textit{Días de Rotación de Cuentas por Cobrar} = \frac{\textit{Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas Diarias}}$$

$$\textit{Rotación de Activos Totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Total}}$$

Nota: las cifras de balance se pueden considerar a final de ejercicio, aunque es más adecuado saldos promedio.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

ÍNDICES DE APALANCAMIENTO O COBERTURA: ***Miden el uso del apalancamiento financiero o uso de deuda en la estructura de capital.***

Ejemplos:

$$\textit{Deuda / Total Activos} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

$$\textit{Deuda Financiera / Capital} = \frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Capital Contable}}$$

$$\textit{Cobertura de Intereses} = \frac{\text{Util.Operación o EBITDA}}{\text{Gasto por Intereses}}$$

$$\textit{Activo Total/Capital} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Capital Contable}}$$

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

ÍNDICES DE RENTABILIDAD: ***Miden qué tan efectivamente el negocio maneja sus costos y gastos respecto de los ingresos generados.***

Ejemplos:

Margen Bruto = $\dfrac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas}}$

Margen Operativo = $\dfrac{\text{Utilidad de Operación}}{\text{Ventas}}$

Margen Neto = $\dfrac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$

Rendimiento sobre Activos (ROA por siglas en inglés) = $\dfrac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}}$

Rendimiento sobre el Capital (ROE por sus siglas en inglés) (1) $\dfrac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital Contable}}$

Notas: las cifras de balance se pueden considerar a final de ejercicio, aunque es más adecuado saldos promedio.
(1) - A partir de la fórmula DuPont = Utilidad Neta / Ventas * Ventas/Activos Totales * Activos Totales/Capital
.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Análisis de Estados Financieros

CRECIMIENTO: ***Las expectativas futuras de crecimiento de los rendimientos hacia los inversionistas es un elemento clave en la determinación de valor.***

1. Método: Promedio simple (del crecimiento de periodos)

(Suma de los crecimientos de cada año dividido entre el número de años considerados)

2. Método: Crecimiento promedio compuesto

$$\left[\frac{\text{Cifra en año } n}{\text{Cifra en año } 1}\right]^{1/(n-1)} - 1 * 100$$

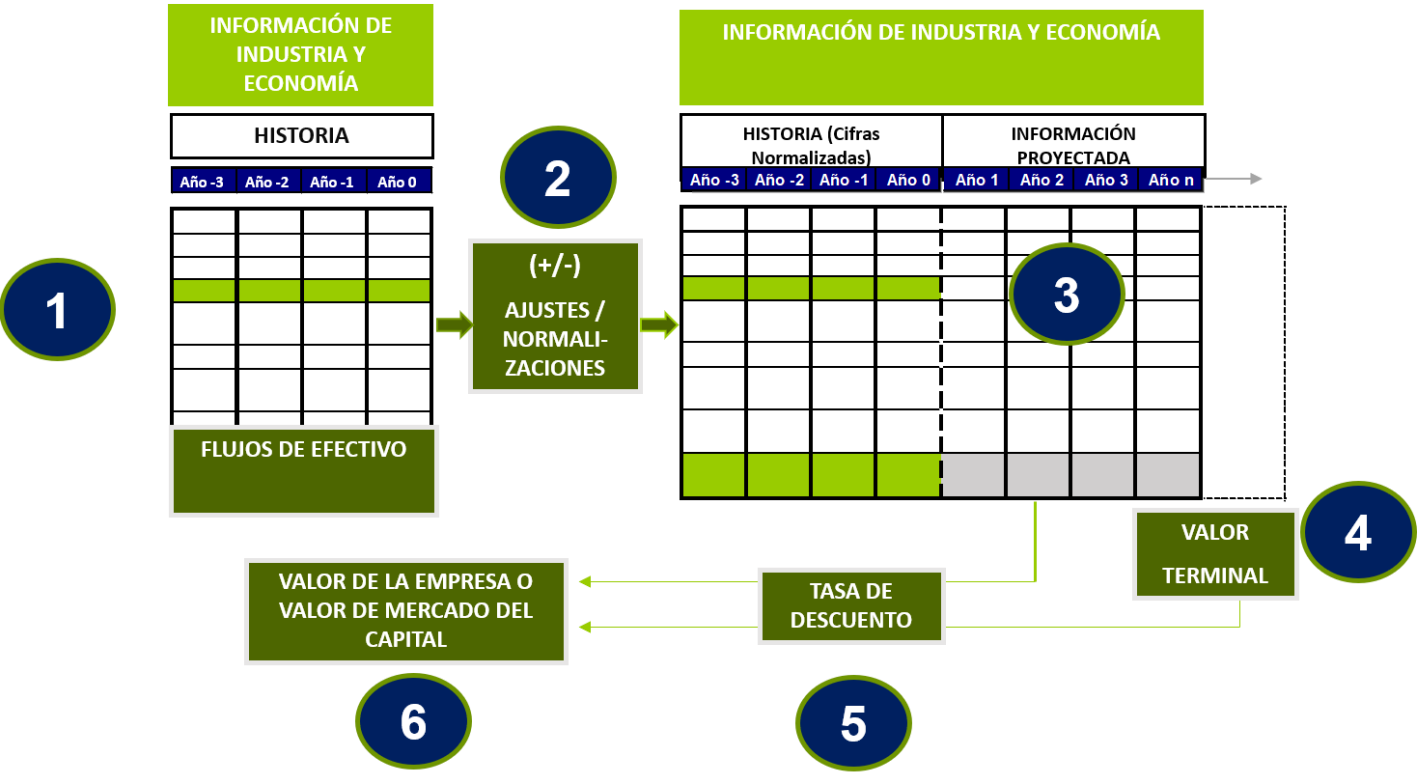
Donde:

n = Número de periodos totales.

N – 1 = número de periodos para hacer cálculo compuesto.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

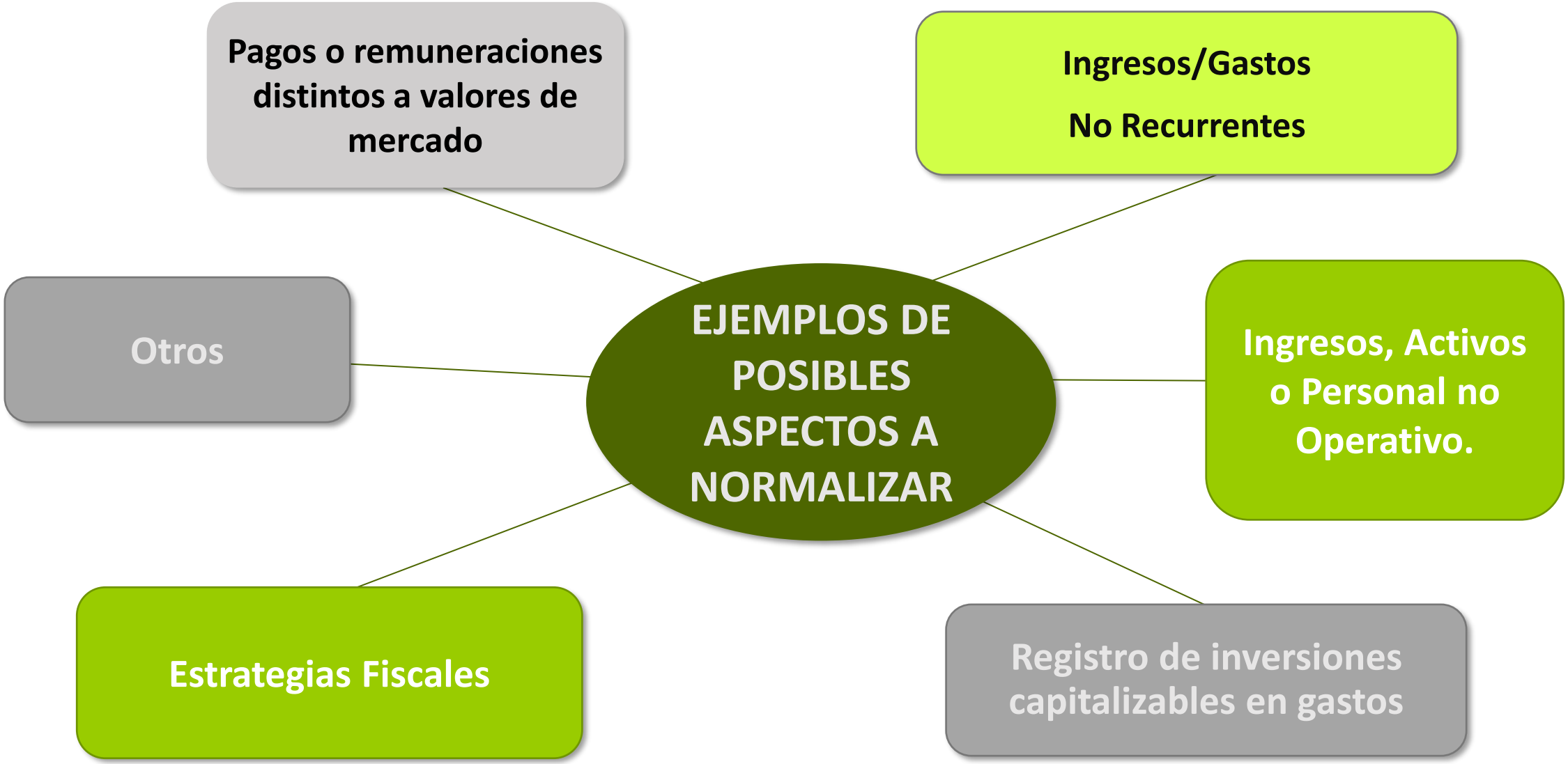
ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual



1. Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.
2. **Realizar ajustes y normalizaciones.**
3. Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio.
4. Calcular el Valor Terminal o Residual.
5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.
6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Residual se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Normalización de Estados Financieros



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Normalización de Estados Financieros

	Año 1	Año 2	Año 3	
EBITDA Reportado	**2,992**	**2,500**	**4,000**	**A**
1. Exceso de renta pagado por año	10,000	10,300	10,609	
2. Gastos por remodelación en resultados	5,000			
3. Sueldo pagado a personal no operativo	3,000	3,090	3,183	
4. Gastos legales por juicio con proveedor		10,000		
5. Exceso de sueldo a Director General	25,000	25,000	25,000	
Suma de Ajustes - Neto	**43,000**	**48,390**	**38,792**	**B**
EBITDA Ajustado	**45,992**	**50,890**	**42,792**	**C= A + B**

Nota: ejercicio para efectos ilustrativos.

EBITDA: Utilidad antes de Impuestos, Intereses, Depreciación y Amortización (por sus siglas en inglés).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Normalización de Estados Financieros

Ejercicio:

- La Empresa X, S.A. de C.V. registró EBITDAs como sigue: Año 1=$1,000, Año 2=$5,500, Año 3=$500.
- Se identificaron gastos legales por $5,000 en Año 1 y por $7,000 en Año 3.
- Al analizar la renta se identifica que la renta de mercado asciende a $1,000 y los pagos realizados en cada uno de los años fueron de $500 (no asumir inflación).
- Se identifican gastos por remodelación de la casa del dueño por $2,000 por cada uno de los años.

- Se pide calcular el EBITDA Normalizado.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

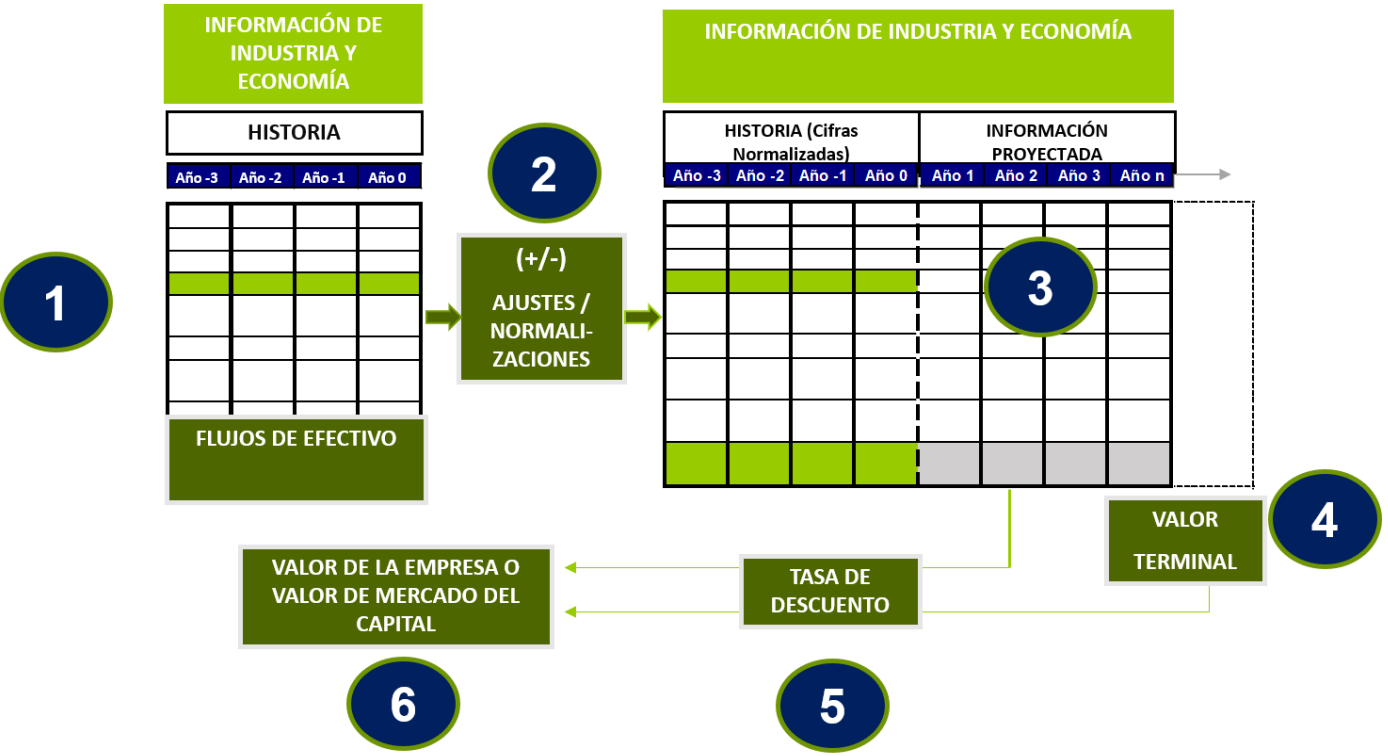
ENFOQUE DE INGRESOS – Normalización de Estados Financieros

Solución:	Año 1	Año 2	Año 3
EBITDA Reportado	**1,000**	**5,500**	**500**
1. Gastos Legales	5,000		7,000
2. Diferencial de Renta de Mercado	(500)	(500)	(500)
3. Gastos por remodelación (no operativo)	2,000	2,000	2,000
Suma de Ajustes - Neto	**6,500**	**1,500**	**8,500**
EBITDA Ajustado	**7,500**	**7,000**	**9,000**

EBITDA: Utilidad antes de Impuestos, Intereses, Depreciación y Amortización (por sus siglas en inglés).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual



1. Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.
2. Realizar ajustes y normalizaciones.
3. **Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio (Caso Práctico).**
4. Calcular el Valor Terminal o Residual
5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.
6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Residual se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

- El periodo de proyección debe ser tal para alcanzar un nivel de estabilidad sostenible en el largo plazo.
- Las proyecciones financieras se realizan a través del uso de Modelos Financieros que son herramientas electrónicas preparadas para representar las operaciones de los negocios.
- En los Modelos Financieros se incorporan factores internos y externos que pueden afectar el desempeño de los negocios y son utilizados para generar información financiera proyectada.

- **Pasos para la proyección de Estados Financieros:**

1. Preparar y analizar los Estados Financieros Históricos y Normalizados (ya comentado anteriormente).
2. Construir una proyección lo más detallada posible de los ingresos.
3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo.
4. Generar un cierre financiero que considere excedentes y/o faltantes de efectivo o deuda nueva para cerrar el Modelo Financiero.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

- **Pasos para la proyección de Estados Financieros:**

5. Calcular Flujos de Efectivo proyectados (similares a la historia de preferencia), generar hojas de análisis e indicadores para obtener una razonabilidad de cifras. Preparar hoja de valuación del negocio.

- En el diagrama de la derecha se incluye un ejemplo de estructura típica de un Modelo Financiero por el tipo de datos manejados: ***a) Entrada o Captura de datos (verde); b) Proceso o cédulas de Cálculo (azul); y c) Salida o Cédulas de Análisis (rojo).***

- **Ejemplo de Modelo Financiero**

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

1. Preparar y analizar los Estados Financieros Históricos y Normalizados (ya comentado anteriormente).
2. Construir una proyección lo más detallada posible de los ingresos.

Consideraciones:

- Se puede utilizar un método de proyección “top-down” de arriba hacia abajo.
- **Top-down:** estimar ingresos a partir de la estimación del mercado en el cual participa la empresa, estimando una participación de mercado y proyectando precios.
- Alternativamente su pudiera usar un enfoque “Bottom-up” de abajo hacia arriba.
- **Bottom-up:** utilizar proyección de demanda de los clientes actuales, rotaciones y nuevos potenciales clientes.
- Contar con información del mercado (cuando es posible) es clave, así como aplicar evidencia histórica cuando esto sea posible.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

1. Preparar y analizar los Estados Financieros Históricos y Normalizados (ya comentado anteriormente).
2. Construir una proyección lo más detallada posible de los ingresos.

Consideraciones:

- Evaluar si la proyección es consistente con la dinámica de la industria, su posición competitiva, evidencia histórica de crecimiento, capacidades actuales y futuras del negocio, entre otros factores.
- Una buena práctica es utilizar escenarios para modelar la incertidumbre.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo.

Consideraciones:

Estado de Resultados

- Una vez proyectados los ingresos analizar cuáles son las partidas que tendrán una relación directa y definir un criterio o supuesto de proyección. Ejemplo: costo de ventas % de los ingresos.
- Para esta definición el análisis histórico puede ser de gran ayuda.
- En el caso de gastos de operación se recomienda un análisis o división en fijos y variables, siendo en este último caso proporcional a los ingresos o ventas.
- En algunos casos será necesaria al proyección detallada de algunos rubros tales como por ejemplo: plantilla de personal y sueldos promedio.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo

Consideraciones:

- En el caso de depreciaciones y amortizaciones se pudieran generar proyecciones detalladas de cédulas de amortización, o bien porcentajes sobre ingresos o de los activos relacionados con cada rubro (véase activos fijos).
- Para los impuestos considerar la identificación de impuestos atribuibles a la parte operativa (impuestos operativos) y en su caso a la parte financiera (impuestos financieros). Ejemplo: Utilidad de Operación (EBIT) * 30% sería considerado como impuestos operativos y el diferencial como financieros, o bien atribuible a aspectos no operativos. (Lo anterior es importante al realizar la valuación bajo Flujo Operativo).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo.

Consideraciones:

Balance General

- En caso de existir deuda financiera, considerar las tasas a las cuales ésta está contratada y la programación (en caso) de amortizaciones y disposiciones de la misma.
- Sin que sea una regla, es común que el Capital de Trabajo (Activo Circulante – Pasivo Circulante) tenga una alta influencia del comportamiento del negocio representado por las Ventas/Ingresos y Costos asociados. Ejemplos: Clientes, Inventarios, Proveedores, entre otros.
- En el caso de Activos Fijos proyectar ya sea como porcentaje de los ingresos, o bien detalladamente a través de cédulas con las adquisiciones pasadas y/o futuras. Lo anterior dependerá de cada caso y su importancia en el negocio.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo.

Consideraciones:

Balance General

- Considerar incrementos de capital en caso de que se tenga una programación específica, así como el decreto de dividendos (en su caso).
- Utilidades acumuladas que consideren dividendos, u otros movimientos asociados.
- Muy importante vincular la Utilidad Neta del Estado de Resultados con el Capital Contable.

Flujo de Efectivo y otros aspectos

- Se prepara el Estado de Flujos de Efectivo considerando una división entre partidas operativas y financieras o no operativas.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

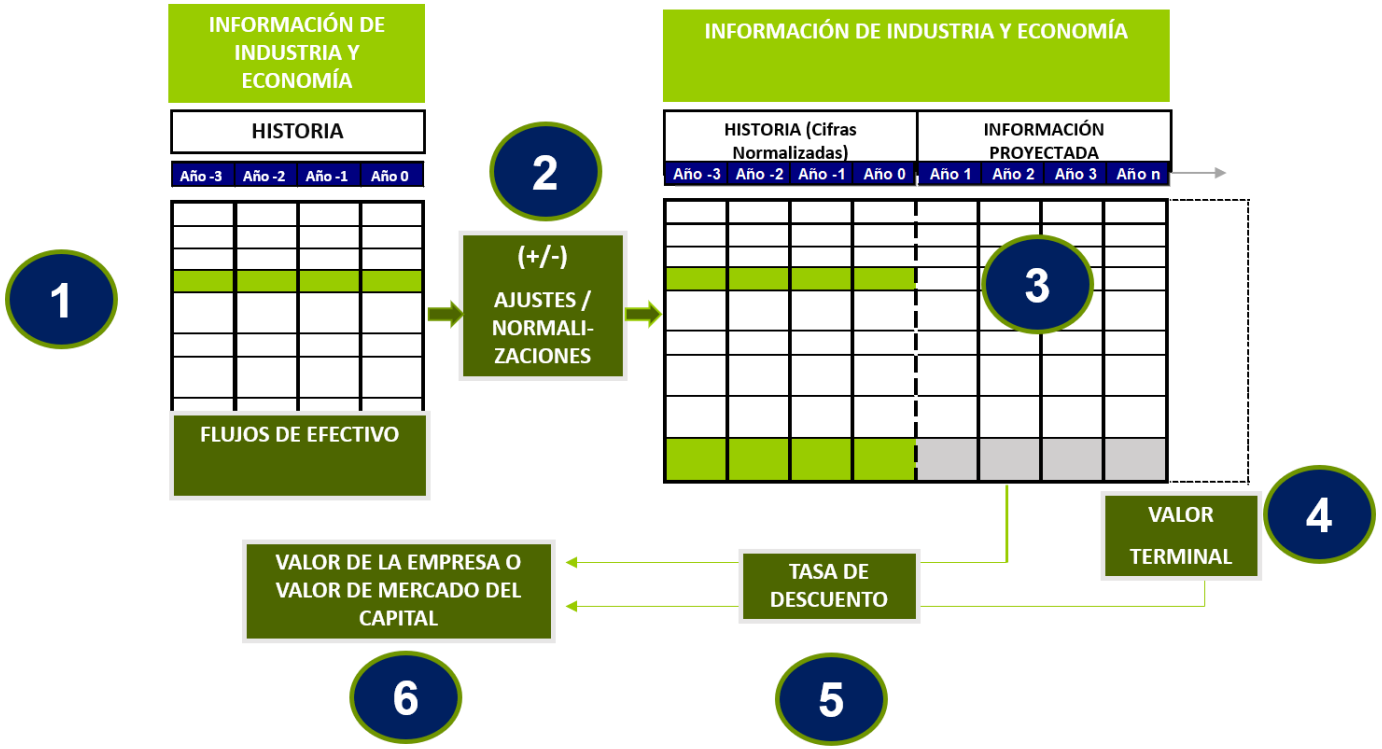
3. Proyectar el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Efectivo.

Consideraciones:

- Otro aspecto a considerar es la incorporación de la inflación de manera consistente ya sea en ingresos, costos y gastos, intereses y deudas entre otros rubros. El manejo de la proyección deberá ser consistente también con la estimación de la tasa de descuento a ser utilizada en la estimación de valores presentes.
- En caso de que la empresa no prepare proyecciones financieras, el valuador puede prepararlas en conjunto con la administración, o bien por su cuenta.
- Si bien las proyecciones son responsabilidad de la administración, a final de cuentas el valuador se debe sentir confortable con las proyecciones que sirvan de base para la conclusión de valor. No debe emitir opinión de valor si considera que no son realistas o creíbles.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual



1. Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.
2. Realizar ajustes y normalizaciones.
3. Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio (Caso Práctico).
4. **Calcular el Valor Terminal o Residual**
5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.
6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Residual se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

- **Valor Terminal:** definido por los Estándares de Valuación de ASA como "el valor (del negocio) al final del periodo de proyección en un modelo de beneficios futuros descontados".

$$\textit{VALOR} = \textit{Valor Presente de Flujos de Efectivo durante el periodo de proyección} + \textit{Valor Presente de Flujos de Efectivo después del periodo de proyección}$$

- El segundo concepto de la fórmula conceptual anterior, se refiere al Valor Terminal el cual se puede calcular mediante la consideración de ciertos supuestos y el uso de fórmulas financieras en lugar de crear una proyección detallada de un periodo de proyección más largo.
- El Valor Terminal es un concepto muy importante en valuación de negocios ya que en muchas ocasiones este concepto puede llegar a representar **más del 50% del Valor de la Empresa**.

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

- Alternativas para el cálculo del Valor Terminal:

1. Liquidación del negocio al final del periodo de proyección.
2. Aplicación de un múltiplo de mercado actual o proyectado (ver más adelante Enfoque de Mercado).
3. Capitalización de un beneficio estabilizado al final del periodo de proyección (ejemplo: fórmula de Crecimiento de Gordon).

- La opción más comúnmente utilizada es la opción 3 anterior. La fórmula de Crecimiento de Gordon es la siguiente:

$$\textit{Valor Terminal} = \frac{FEN_t * (1 + g)}{k - g}$$

Donde:

FEN_t = Flujo Neto de Efectivo

t = Último año del periodo de proyección.

k = Tasa de descuento estimada

g = Tasa de crecimiento de largo plazo

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

- Bajo la fórmula de Crecimiento de Gordon el flujo neto en el último año del periodo de proyección, se asume que crecerá a la misma tasa de crecimiento a largo plazo.
- Se pudieran requerir ajustes en niveles de inversión en capital de trabajo e inversión en activos fijos para que representen lo requerido en el futuro.
- El Valor Presente (VP) del Valor Terminal se calcularía con la siguiente fórmula:

$$\textit{VP del Valor Terminal} = \frac{\dfrac{FEN_t * (1+g)}{k-g}}{(1+k)t}$$

Donde:

FEN_t = Flujo Neto de Efectivo

t = Último año del periodo de proyección.

k = Tasa de descuento applicable.

g = Tasa de crecimiento de largo plazo.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

- La tasa de crecimiento debe reflejar inflación (en caso de ser nominal la proyección), crecimiento de la población, cambios en la demanda de productos, entre otros.
- La tasa de crecimiento debe reflejar una expansión orgánica interna del negocio y no incluir distorsiones por adquisiciones futuras de negocios o activos no existentes al último periodo.
- En caso de negocios en decadencia y con expectativa de continuar en ese sentido, se debe pensar en otro tipo de cálculo tal como el valor de liquidación.
- El crecimiento de una empresa típicamente alcanza los niveles de crecimiento de su industria de manera acelerada, y muy pocas empresas se estima que tengan un crecimiento más allá de la economía donde opera hablando de periodos largos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

Ejercicio:

- Se pide calcular el Valor Presente del Valor Terminal de los siguientes Flujos de Efectivo Netos y considerando los siguientes supuestos.
- Tasa de Crecimiento de largo plazo = 5%
- Tasa de Descuento = 15%
- Flujos de Efectivo Proyectados:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo de Efectivo Neto (FEN)	**2,992**	**2,500**	**4,000**	**4,160**	**4,326**

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

4. Calcular el Valor Terminal o Residual

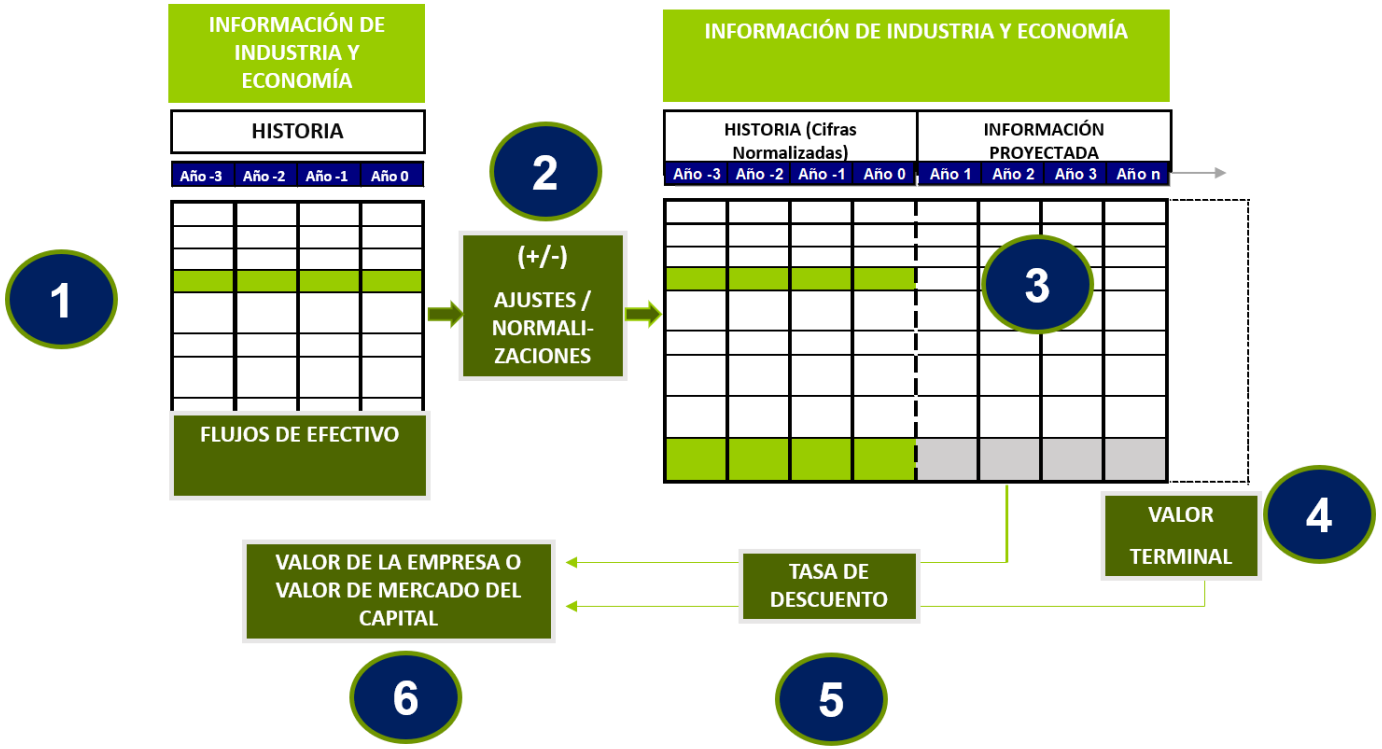
Solución:

- Tasa de Crecimiento de largo plazo = 5%
- Tasa de Descuento = 15%

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo de Efectivo Neto (FEN)	2,992	2,500	4,000	4,160	4,326

$$\text{VP del Valor Terminal} = \frac{FEN_t * (1+g)}{k-g} \Big/ (1+k)t = \frac{4{,}326 * (1+0.05)}{0.15-0.05} \Big/ (1+0.15)^5 = \frac{4{,}542}{0.10} \Big/ 2.0113 = 22{,}582$$

ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual



1. Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.
2. Realizar ajustes y normalizaciones.
3. Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio (Caso Práctico).
4. Calcular el Valor Terminal o Residual
5. **Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.**
6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Residual se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

- **Tasa de Descuento:** definido por los Estándares de Valuación de ASA como "una tasa de rendimiento utilizada para convertir una suma monetaria, ya sea por cobrar o pagar en el futuro a su valor presente".
- Para valuar una empresa utilizando los Flujos de Efectivo Operativos, la tasa de descuento aplicable es la Tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC por sus siglas en inglés).
- La WACC representa los rendimientos de todos los inversionistas en un negocio tanto capital como deuda.
- Dichos inversionistas esperan obtener rendimientos por invertir su capital o fondos en un negocio en particular en lugar de hacerlo en otro, con riesgo similar, que en ocasiones es referido como el costo de oportunidad.
- La tasa de descuento se basa en el principio de sustitución, de tal manera que es equivalente al retorno que se hubiera obtenido en inversiones alternativas con el mismo nivel de riesgo.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

- Como se comentó anteriormente la WACC considera la ponderación de: a) Costo del Capital y b) Costo de Deuda de las empresas.
- **Costo de Capital**: existen varios métodos para su estimación tales como: Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM por sus siglas en inglés), Método Build Up, Teoría de Precios de Arbitraje (APT por sus siglas en inglés), Modelo Fama-French, entre otros.
- Para efectos de el presente curso se utilizará el CAPM que es el método más utilizado en la práctica de valuación de negocios en México.
- El modelo CAPM calcula la tasa de retorno sobre capital propio como una función de la tasa de retorno de una inversión libre de riesgo, adicionada con un premio por riesgo de invertir en un negocio como en el que opera la empresa en cuestión, y multiplicada por un indicador conocido como "Beta", el cual mide la relación entre los movimientos de precios de una acción específica respecto a una cartera diversificada de inversiones. La fórmula para su cálculo es como sigue:

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

- **Ke = Rf + (ERP*β) + PT**

  En donde:
  Rf= Tasa libre de riesgo a largo plazo (Risk free rate en inglés) (fórmula básica).
  ERP= Premio por Rendimiento del Capital (Equity Risk Premium en inglés) (fórmula básica).
  β= Beta de empresas comparables de la industria (Beta en inglés) (fórmula básica).
  PT = Premio adicionado por Tamaño (Small stock premium – SP en inglés) (CAPM ampliado).
  Otros riesgos= Riesgo País (Rp), Alpha (α), entre otros (utilizados en CAPM ampliado).

- **Kd = (1 - t) * I**

  En donde:
  I = Tasa de interés de la deuda financiera.
  t = Tasa de impuestos (tasa marginal o efectiva de impuestos como porcentaje de la utilidad antes de impuestos).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

- **Rf= Tasa libre de riesgo a largo plazo:** generalmente representada por bonos o instrumentos financieros generalmente emitido por gobiernos, y representan inversiones relativamente seguras debido que sus pagos y fechas se especifican de antemano y son virtualmente libres de riesgo por incumplimiento (aunque ninguna inversión está 100% libre de riesgo).
- **ERP= Premio por Rendimiento del Capital (Equity Risk Premium en inglés):** este concepto representa el mayor riesgo que implica realizar inversiones en acciones comparado con el riesgo de invertir en instrumentos de deuda, por lo que los inversionistas demandan un premio adicional, este premio por riesgo se define como la diferencia entre el rendimiento obtenido por realizar inversiones en acciones y la tasa libre de riesgo.
- **β= Beta de empresas comparables de la industria (Beta en inglés):** utilizada para medir el riesgo sistemático (riesgo que afecta a todas o a la mayoría de ellas – ejemplo, guerras, recesiones, entre otros). Se determina analizando la correlación que existe entre el rendimiento de una acción individual respecto de un mercado de acciones en particular.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

- **PT = Premio adicionado por Tamaño (Small stock premium – SP en inglés):** diversos estudios demuestran evidencia convincente que, en promedio, las compañías pequeñas tienen mayores tasas de retorno que empresas grandes. El riesgo total, o la desviación estándar de los retornos anuales, aumenta con la disminución del tamaño de la empresa. (Utilizado en la versión del CAPM ampliado).
- **Alpha:** ajuste subjetivo utilizado en la versión de CAPM ampliado el cual intenta reconocer riesgos adicionales no considerados en los demás elementos tal como riesgos específicos de la empresa.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.

- **WACC = Ke * [e / (d+e)] + Kd * [d / (d+e)]**
  En donde:
  Ke = Costo de Capital e = Valor de Mercado de Capital
  Kd = Costo de Deuda d = Valor de Mercado de Deuda

- **Ke = Costo de Capital:** (calculado y explicado anteriormente).
- **Kd = Costo de Deuda:** La tasa de mercado de deuda que el negocio a valuar incurriría para financiarse.
- **Estructura de Capital [e/(d+e)]:** determinado por la estructura financiera del negocio a valuar. Se pueden requerir cálculos iterativos para obtener un resultado. Un enfoque práctico es asumir que la empresa operaría con estructura financiera similar al mercado (valuación bases control).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable

Ejercicio:

- Se pide calcular el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) (CAPM ampliado) considerando los siguientes supuestos:
- Tasa Libre de Riesgo = 6.5%, Beta = 0.5, Premio por Rendimiento de Mercado = 6.3%, Premio por Tamaño = 5%, Costo de Deuda = 15%, Tasa de Impuestos = 30%, Estructura de Capital = 70% e/(d+e).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Tasa de Descuento

5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.

Solución:

- **Supuestos:** Tasa Libre de Riesgo = 6.5%, Beta = 0.5, Premio por Rendimiento de Mercado = 7.0%, Premio por Tamaño = 5%, Costo de Deuda = 15%, Tasa Marginal de Impuestos = 30%, Estructura de Capital = 70% e/(d+e).
-
- **Fórmulas:** **Ke = Rf + (ERP*β) + PT ; Kd = (1 - t) * I ;**
  WACC = Ke * [e / (d+e)] + Kd * [d / (d+e)]
- **Sustitución de supuestos:**
  Ke = 6.5% + (7%*0.5) + 5% ; Kd = (1 – 0.30) * 15%
  Ke = 15.0% ; Kd = 10.5%
  WACC = 15% * [70%] + 10.5% * [30%]
  WACC = 10.5% + 3.2% = 13.7%

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

¿ De cuánto debe ser la Tasa de Descuento para un Negocio en México?

% % %

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

PREGUNTA:

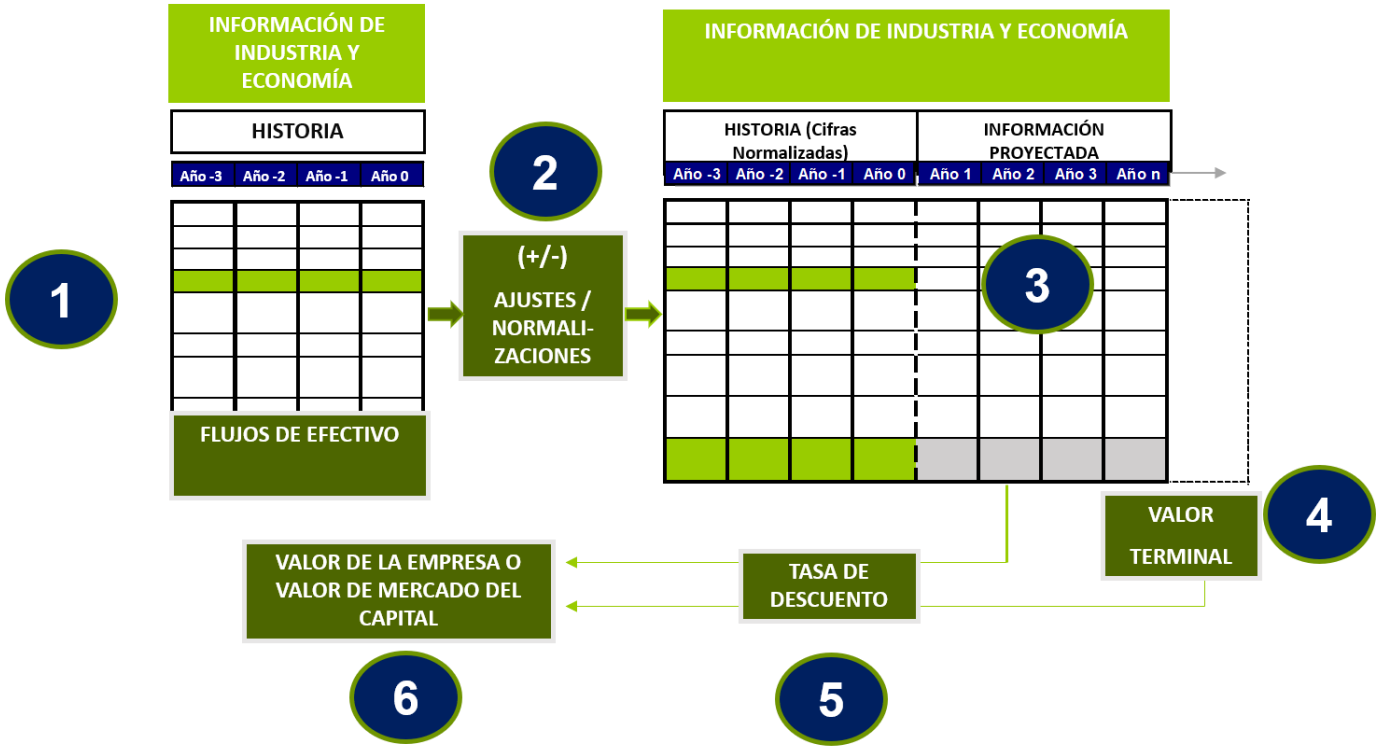
¿ De cuánto debe ser la Tasa de Descuento para un Negocio en México?

% % %

Respuesta: Depende de muchos factores (industria, tamaño, niveles de tasa de interés, entre otros).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Diagrama Conceptual



1. Analizar cifras financieras históricas y calcular flujos de efectivo.
2. Realizar ajustes y normalizaciones.
3. Proyectar flujos futuros de efectivo normalizados del negocio (Caso Práctico).
4. Calcular el Valor Terminal o Residual
5. Descontar los flujos de efectivo a su Valor Presente (VP) con tasa de descuento aplicable.
6. **El VP de Flujos Proyectados y Valor Terminal se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital.**

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE INGRESOS – Proyección de Estados Financieros

6. El VP de Flujos Proyectados y Valor Terminal se suman para obtener el Valor de la Empresa o de Mercado del Capital

VALOR DE LA EMPRESA O DEL CAPITAL =	***Valor Presente de Flujos de Efectivo durante el periodo de proyección***	+	***Valor Terminal = Valor Presente de Flujos de Efectivo después del periodo de proyección***

- En el caso de utilizar Flujos de Efectivo Operativos, al Valor de la Empresa conforme la fórmula anterior se deberán restar o sumar la deuda financiera y los activos o pasivos no operativos (en su caso) para obtener el Valor de Mercado del Capital.
- En el caso de Flujos de Efectivo Netos el Valor de Mercado del Capital se obtiene de manera directa y se deberán sumar o restar activos o pasivos no operativos no considerados en los flujos valuados.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Enfoque de Mercado

ENFOQUE DE MERCADO – Diagrama y procedimiento

1. Buscar empresas o transacciones de empresas comparables con la empresa en cuestión.
2. Analizar perfiles de negocio para seleccionar empresas con mayor nivel de comparabilidad.
3. Calcular y en su caso ajustar múltiplos de valuación.
4. Aplicar múltiplos ajustados a cifras financieras de empresa sujeta a análisis para estimar valores.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Descripción

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos."

- **Enfoque de Mercado se basa en el principio o premisa de sustitución:** un comprador prudente no pagaría más por una propiedad que lo que costaría adquirir una propiedad equivalente con la misma utilidad.
- **Se utilizan métodos tales como:** Empresas públicas, Transacciones de compraventa de empresas, o también otros como sería las transacciones propias de la empresa en cuestión, Reglas de Dedo (Rules of Tumb - no muy recomendables), entre otros.
- **Fortalezas:** la información puede ser fácil de obtener, incorporan condiciones de mercado, refleja expectativas de crecimiento y riesgo de los inversionistas, entre otros.
- **Debilidades:** obtener empresas realmente comparables en ocasiones resulta casi imposible, no se utiliza para valuación de activos individuales, en información de transacciones éstas pueden incluir aspectos específicos de compradores (sinergias), entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Búsqueda de Comparables

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos."

Potenciales fuentes de información para encontrar información de empresas o transacciones:

- **Administración:** la misma empresa conoce quien(es) son sus competidores ya sea localmente o internacionalmente.
- **Códigos Industriales:** los códigos **SIC (Standard Industrial Classification)**, North American Industry Classification System (NAICS) son muy utilizados para buscar empresas principalmente en Estados Unidos ya sea que sean públicas o no (https://www.osha.gov/data/sic-search).
- Ejemplos de fuentes de información de empresas públicas (con costo o gratuitas): Bolsa Mexicana de Valores, Bolsa de Valores BIVA, Securities Exchange Commission (www.sec.gov), Capital IQ, Pitchbook, Bloomberg, Business Valuation Resources, Reuters, Yahoo Finance, Mergermarkets, Pratt Stats, Citibanamex, entidades financieras, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Análisis y Comparabilidad

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos."

- **Aspectos a considerar en la selección de empresas:**
  - **Industria:** De preferencia que operen dentro de la misma o una industria similar.
  - **Crecimiento:** Existe un alta correlación entre los precios de las empresas públicas y las expectativas de los analistas respecto de su crecimiento.
  - **Tamaño:** Que sean de preferencia del mismo tamaño. Hay estudios que indican que las empresas con menor tamaño demandan mayores riesgos y por lo tanto menores múltiplos de valuación.
  - **Riesgos Financieros**: en la medida de lo posible las empresas comparables deben tener índices financieros similares a la empresa a valuar (véase Enfoque de Ingresos). En su caso las diferencias más importantes deben ayudar a la selección de múltiplos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Análisis y Comparabilidad

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos."

- **Aspectos a considerar en la selección de empresas:**
  - **Negocio:** analizar aspectos cualitativos tal como penetración de mercado, canales de distribución, distribución geográfica, ciclo de vida del negocio (negocios más jóvenes tienen a tener menores múltiplos de valuación).
  - **Otros aspectos a considerar (enunciativo más no limitativo)**: estabilidad de utilidades pasadas, rendimientos sobre capital invertido, tasas de dividendos, calidad de la administración, posición competitiva, bienes y servicios ofrecidos, inversiones en planta y equipo y capital de trabajo, tecnología empleada, liquidez de las acciones, eficiencia operativa, economía en la que se opera, entre otros.
  - **Ajustes:** en caso de tener elementos, la información de las empresas comparables se podría requerir ajustar ya sea por diferencias contables, aspectos no recurrentes, entre otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Empresas Públicas o Transacciones

"Es una forma general para determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, acciones, o activo intangible utilizando uno o más métodos que comparan la propiedad en cuestión con negocios, participación en propiedades de negocios, acciones o activos intangibles similares que han sido vendidos."

1. Método: Empresas Públicas de Referencia

- "Un método dentro del Enfoque de Mercado mediante el cual los **múltiplos de mercado** se derivan de los **precios de mercado de las acciones de empresa**s que se dedican a las **mismas o similares líneas de negocios**, y que **se negocian activamente en un mercado** libre y abierto."

2. Método: Transacciones Comparables

- "Un método dentro del Enfoque de Mercado por el cual los **múltiplos de precios son derivados de transacciones de participaciones** en empresas que participan en la misma o **similar línea de negocio**"

Fuentes: Estándares de Valuación de Negocios de ASA 2009.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Múltiplos y ajustes

Múltiplo = Relación entre un indicador de precio y un parámetro de Estado de Resultados, Balance General o Flujo de Efectivo (indica número de veces).

- La aplicación de este enfoque de valuación requiere la determinación de diversos tipos de múltiplos con base en las compañías o transacciones comparables con la empresa en cuestión.
- El cuadro de la derecha incluye los múltiplos que son más comúnmente utilizados en la aplicación del Enfoque de Mercado.

¿ Qué se valúa ?	Múltiplo (ejemplos)
• Empresa y/o Capital Invertido	- VMCI / Ingresos **- VMCI / UAFIDA o EBITDA** - VMCI / EBIT
• Capital Contable	- P / Utilidad Neta - P o VMCC / Utilidad antes de Impuestos - P o VMCC/ Valor en Libros

VMCI= Valor de Mercado del Capital Invertido; UAFIDA o EBITDA= Utilidad Antes de Intereses , Impuestos, Depreciación y Amortización; EBIT= Utilidad de Operación; P o VMCC = Precio o Valor de Mercado del Capital Contable

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Múltiplos y ajustes

Múltiplo = Relación entre un indicador de precio y un parámetro de Estado de Resultados, Balance General o Flujo de Efectivo (indica número de veces).

- Los múltiplos de valuación pueden requerir ajustes.
- Los ajustes pueden ser de diversos tipos tales como: Tamaño, Crecimiento, Riesgo-País, entre otros.
- Importante no realizar ajustes que impliquen una duplicidad tales como:
  - Aplicar un múltiplo menor a la empresa valuada argumentando menor tamaño, siendo que los múltiplos usados ya fueron ajustados por dicho concepto.
  - Utilizar un múltiplo mayor para argumentar un alto crecimiento de la empresa valuada, siendo que los múltiplos ya han sido ajustados por tamaño.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Múltiplos y ajustes

Múltiplo = Relación entre un indicador de precio y un parámetro de Estado de Resultados, Balance General o Flujo de Efectivo (indica número de veces).

- Se consideran diferencias y aspectos cualitativos y cuantitativos entre las empresas comparables y la empresa a valuar.
- En términos generales:
  a) si la empresa a valuar es menos riesgosa y/o con mayor potencial de crecimiento el múltiplo será posiblemente mayor al promedio/mediana;
  b) si la empresa a valuar tiene riesgo o crecimiento similar al promedio respecto de las comparables se podría aplicar el promedio o la mediana;
  c) si la empresa a valuar tiene perspectiva de mayor riesgo y/o menor crecimiento se seleccionará un múltiplo menor al promedio o mediana.
- Existen técnicas cuantitativas para determinar los ajustes y/o la selección de múltiplos a aplicar (no se analizarán en detalle dichas técnicas en este curso).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Valuación (Ejemplo)

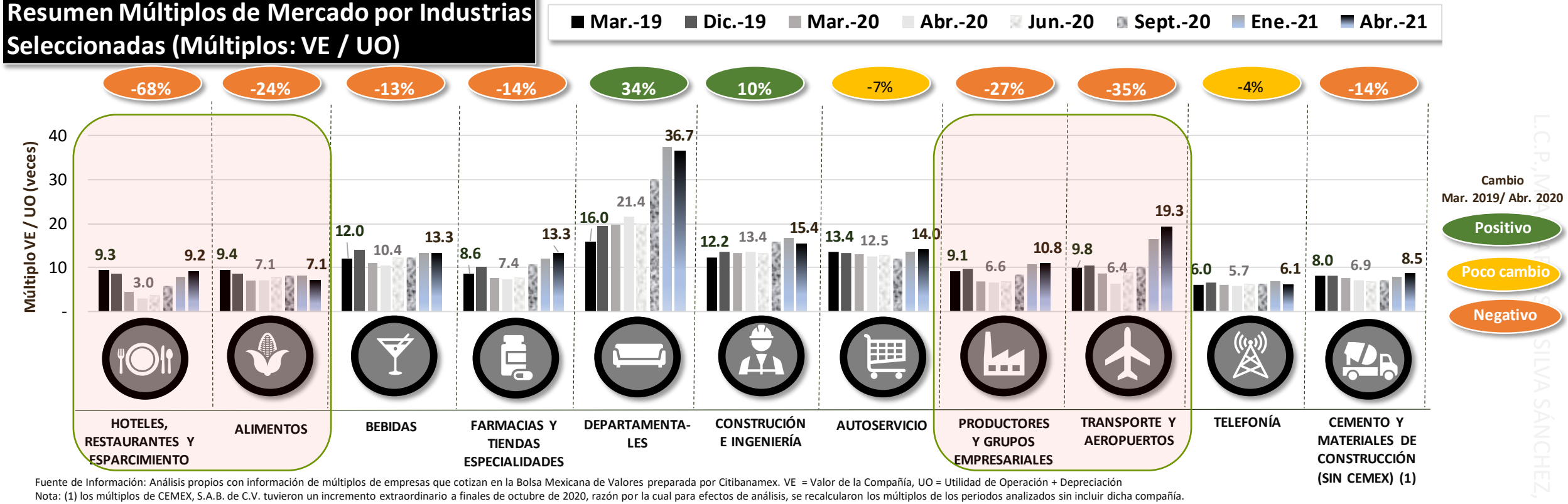
		VE / EBITDA
Empresa X, S.A. de C.V.		
Cifras EBITDA a Diciembre de 20XX	**A**	100,000
Múltiplos Seleccionados de Empresas Comparables (incluye ajustes)	**B**	8.0 x
Valor de la Empresa (VE)	**C = A * B**	**800,000**
Deuda Financiera		-(50,000)
Valor del Capital Contable		**750,000**

Nota: no se incluyen ajustes al valor del Capital (ejemplo: falta de liquidez).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE MERCADO – Evolución de Múltiplos de Industrias en México 2019-2021

Resumen Múltiplos de Mercado por Industrias Seleccionadas (Múltiplos: VE / UO)



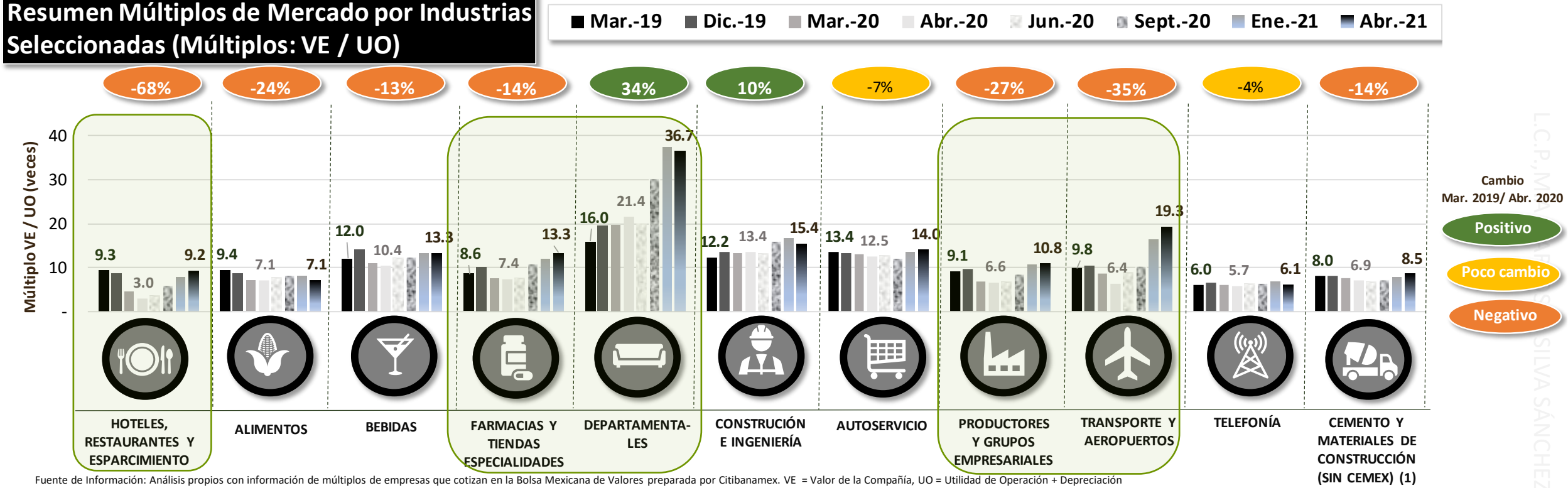
Fuente de Información: Análisis propios con información de múltiplos de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores preparada por Citibanamex. VE = Valor de la Compañía, UO = Utilidad de Operación + Depreciación
Nota: (1) los múltiplos de CEMEX, S.A.B. de C.V. tuvieron un incremento extraordinario a finales de octubre de 2020, razón por la cual para efectos de análisis, se recalcularon los múltiplos de los periodos analizados sin incluir dicha compañía.

Fuentes: Valuación y Estrategia Financiera (VEF) (https://www.vefmx.com/l/comportamiento-de-multiplos-de-valuacion-por-industrias-ante-covid-19-no-5/.
Nota: el análisis original se modificó para mostrar las caídas más importantes por el COVID-19.

- **Industrias más afectadas de la muestra por COVID-19 (Mar.19 vs. Abr. 20)**: Hoteles y Restaurantes -68.%, Transportes y Aeropuertos -35%, Productores y Grupos Empresariales -27%, Alimentos -24%,.
- En promedio los múltiplos cayeron -15%.

ENFOQUE DE MERCADO – Evolución de Múltiplos de Industrias en México 2019-2021

Resumen Múltiplos de Mercado por Industrias Seleccionadas (Múltiplos: VE / UO)



Fuente de Información: Análisis propios con información de múltiplos de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores preparada por Citibanamex. VE = Valor de la Compañía, UO = Utilidad de Operación + Depreciación
Nota: (1) los múltiplos de CEMEX, S.A.B. de C.V. tuvieron un incremento extraordinario a finales de octubre de 2020, razón por la cual para efectos de análisis, se recalcularon los múltiplos de los periodos analizados sin incluir dicha compañía.

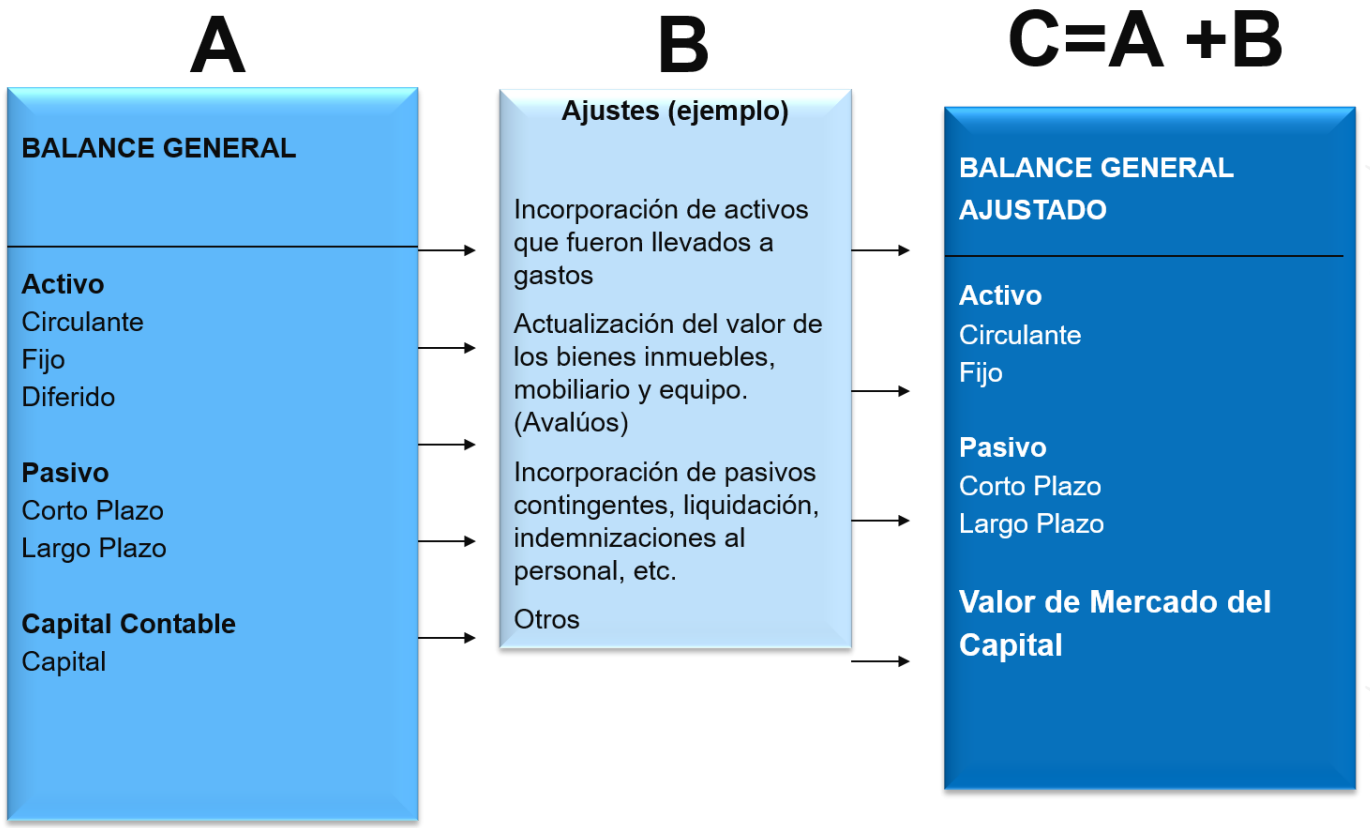
Fuentes: Valuación y Estrategia Financiera (VEF) (https://www.vefmx.com/l/comportamiento-de-multiplos-de-valuacion-por-industrias-ante-covid-19-no-5/.
Nota: el análisis original se modificó para mostrar las caídas más importantes por el COVID-19.

- **Industrias con mayores crecimientos (Abr.20 vs. Abr.21)**: Hoteles y Restaurantes **211%**, Transportes y Aeropuertos **203%,** Farmacias y Tiendas de Especialidades **80%**, Comerciales Departamentales **71%,** Productores y Grupos Empresariales **63%**
- En promedio los múltiplos crecieron **65%**.

Enfoque de Costos

ENFOQUE DE COSTOS (Valor Neto de Activos) – Diagrama y procedimiento

1. Analizar las partidas que integran los activos y pasivos del negocio a la fecha de la valuación.
2. Ajustar las partidas a sus valores de realización.
3. Obtener la diferencia en Activos y Pasivos ajustados para determinar los valores.



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE COSTOS (Valor Neto de Activos) – Descripción

"Es una forma general de determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, una acción o un activo intangible utilizando uno o más métodos basados en el valor de los activos netos.

- **Enfoque de Costos también se basa en el principio o premisa de sustitución:** un comprador prudente no pagaría más por una empresa o activos que lo que costaría construir, adquirir la empresa o los activos que en conjunto proporcionen el mismo nivel de beneficios (ajustados por riesgos) por la propiedad.
- **Se utilizan métodos tales como:** a)Valor Neto de Activos (en análisis en el presente curso): utilizado asumiendo negocio en marcha; b)Valor de Liquidación: asume que la empresa se disolverá y los activos serán vendidos a través de una liquidación (ordenada o forzada); c) Utilidades Excedentes: capitalizar las utilidades excedentes que son determinados después de asignar rendimientos a los activos tangibles.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE COSTOS (Valor Neto de Activos) – Ejemplos de ajustes

"Es una forma general de determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, una acción o un activo intangible utilizando uno o más métodos basados en el valor de los activos netos.

- **Caja, Bancos y Equivalentes:** usualmente no requieren ajuste.
- **Cuentas por Cobrar:** revisar recuperabilidad, en su caso analizar provisiones por cuentas incobrables y ajustar en su caso. Dependiendo el plazo estimado de cobro podría requerirse estimaciones de valores presentes con tasa adecuada de descuento.
- **Activos Fijos (Terreno, Edificios y Equipo):** normalmente se requiere el apoyo de valuadores especializados para determinar valores de mercado. Se consideran Enfoques de Ingresos, Mercado y Costos aplicables a los activos específicos
- **Activos Intangibles:** normalmente se requiere apoyo de valuadores especializados, ejemplos de activos Intangibles: Marcas, Listas de Clientes, Patentes, Contratos, entre otros. Se consideran Enfoques de Ingresos, Mercado y Costos aplicables a los activos específicos.
- **Activos Fiscales**: Pérdidas Fiscales a valor presente de los beneficios, se deben revisar aspectos relativos a la posibilidad de ser vendidos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE COSTOS (Valor Neto de Activos) – Aplicaciones

"Es una forma general de determinar una referencia de valor de un negocio, una participación en la propiedad de un negocio, una acción o un activo intangible utilizando uno o más métodos basados en el valor de los activos netos.

Aplicaciones a empresas:

- Con alto nivel de activos tangibles.
- Dedicadas a bienes raíces.
- Tenedoras de acciones.
- Dedicadas a fabricación.
- Con pérdidas y alta probabilidad de desaparecer.

Menos aplicable para empresas:

- Dedicadas a Servicios y/o cuyo valor de activos intangibles sea muy importante.
- Al valuar partes minoritarias de un negocio (más adelante se comentará este punto).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

ENFOQUE DE COSTOS (Valor Neto de Activos) – Valuación (Ejemplo)

	A	B	C = A + B
	Valor en Libros	Ajustes	Valor de Mercado
Activo			
Caja y Bancos	100	0	100
Inversiones en Valores (acciones)	200	(50)	150
Cuentas por Cobrar	1,000	(100)	900
Terreno	500	1,000	1,500
Edificio	1,500	300	1,800
Maquinaria y Equipo	450	(50)	400
Activo Total	**3,750**	**1,100**	**4,850**
Pasivo			
Cuentas por Pagar	800	0	800
Deuda Financiera	2,000	0	2,000
Pasivo Total	**2,800**	**0**	**2,800**
Valor del Capital Contable			**2,050**

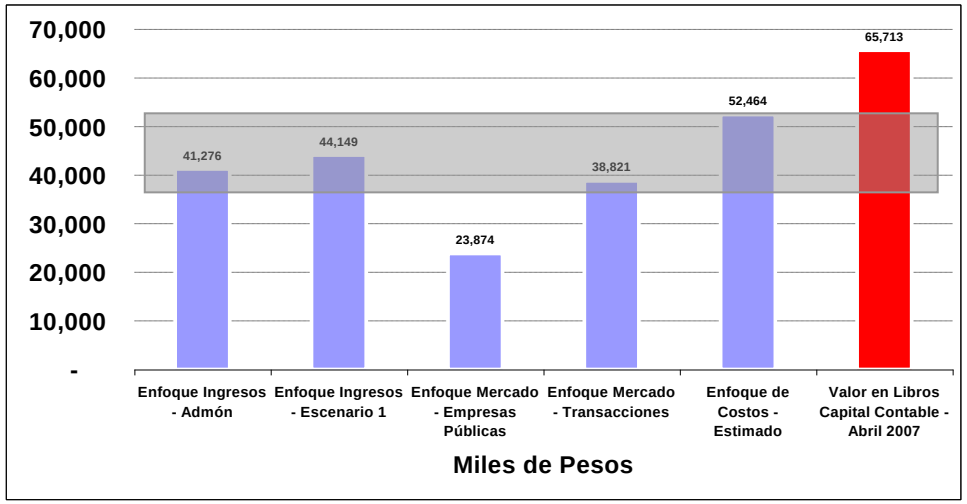
Notas:
No se asumen descuentos o premios.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Resumen de Valores y Ajustes (Descuentos y Premios)

RESUMEN DE VALORES

Resumen de Valores

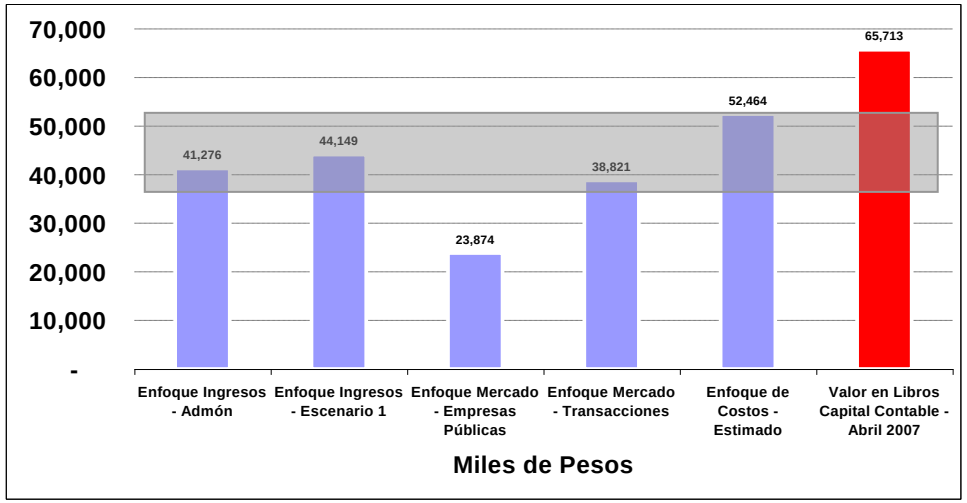


- Sobre condiciones normales (no siempre) los enfoques de mercado e ingresos deberían estar razonablemente cercanos entre ellos.
- En caso de disparidades importantes revisar (enunciativo):
  - Cálculos generales , ajustes realizados a múltiplos y criterios para su selección, supuestos razonables en la consideración de supuestos económicos, de la industria o de la misma empresa en las proyecciones, posibilidad de que las empresas comparables utilizadas realmente no lo sean, entre muchos otros.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

RESUMEN DE VALORES

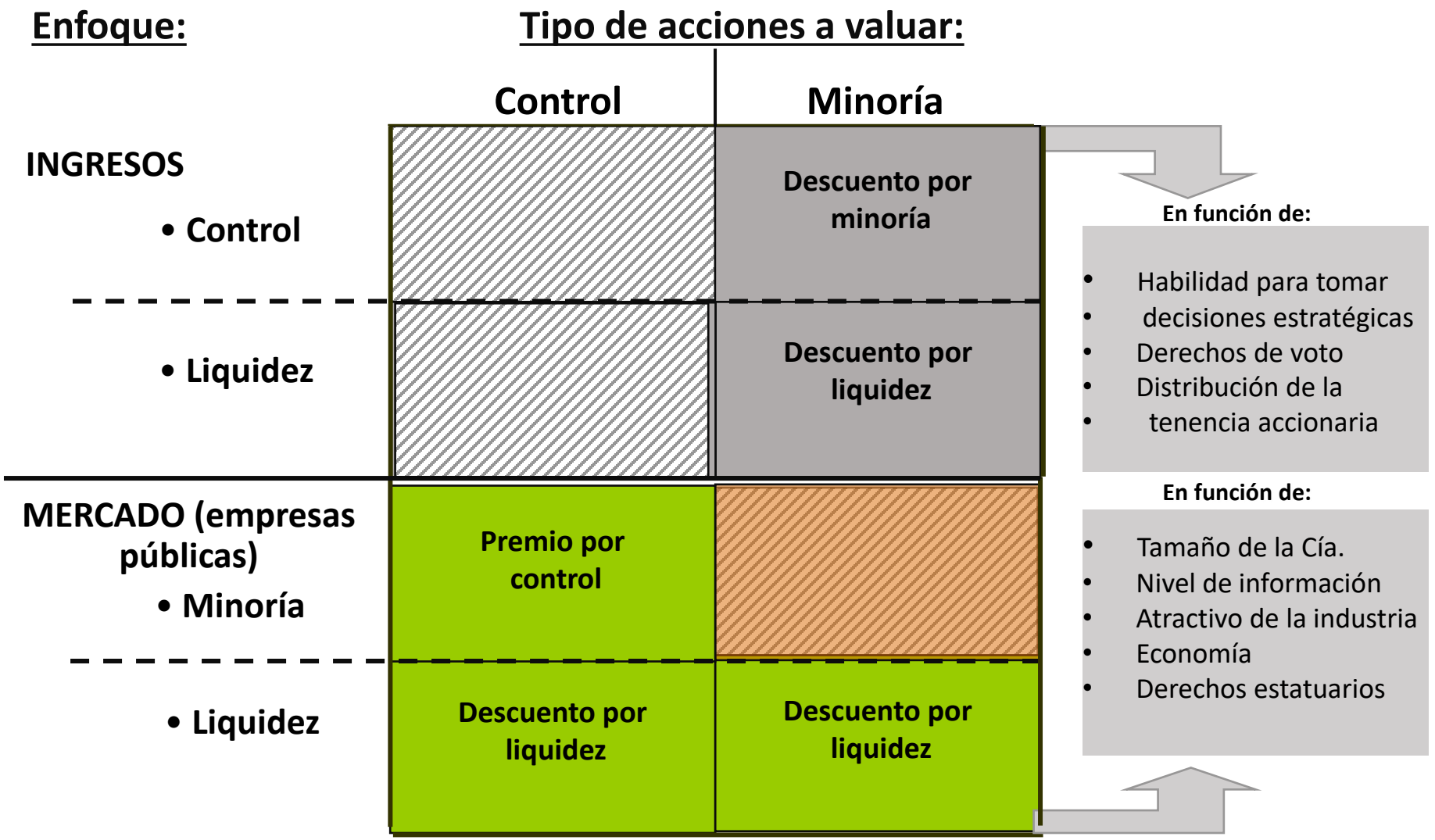
Resumen de Valores



- La ponderación de valores puede ser utilizada. Sin embargo, se debe tener cuidado al reconciliar o concluir valores demasiado diferentes.
- Se deben expresar las razones del porqué se utilizan ciertos porcentajes en este proceso.
- No se deben realizar promedios de diversos métodos o enfoques y con ello llegar a una conclusión sin un razonamiento adecuado.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

DESCUENTOS Y PREMIOS



- Después de determinar los valores del capital de las empresas, se aplican (en su caso) ajustes por descuentos o premios por aspectos tales como: minoría, liquidez, aspectos de control, entre otros.
- El cuadro ejemplifica potenciales ajustes dependiendo del tipo de valor a obtener y enfoque de valuación aplicado.
- Para su estimación se utilizan estudio y bases de datos.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

Caso Práctico de Valuación de Negocios

CASO PRÁCTICO

- Se solicita realizar la valuación económica del 100% del Capital de una empresa del Sector Restaurantero por el plazo remanente del contrato.

- La empresa cuenta con un contrato de operación de franquicia con una marca de Restaurantes el cual expira dentro de un periodo de 26 años.

- El restaurante se ubica en una de las ciudades más importantes del país y cuenta con 128 lugares para sus clientes.

- El terreno y edificio son arrendados a un tercero con contratos renovables cada año.

Nota: las cifras de la empresa a valuar han sido.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Evolución del Negocio

2017

Inicio de Operaciones

Adquisición de Activos Fijos y Otros Gastos de Arranque

2018

Segundo Año de Operaciones

Inicio estabilización del Negocio

2019

Afectaciones Operaciones:

- Inicio Construcción Línea X Metrobús CDMX

- Bajo Crecimiento Económico en México

Inicio Ventas con:

Rappi

Uber Eats

2020

Afectación a Operación:

- Cierre por COVID -19
Baja General en Ventas
Economía
Aumento Ventas: Rappi / Uber Eats / Venta Calle

Reestructuración COVID-19:

- Reducción Personal.

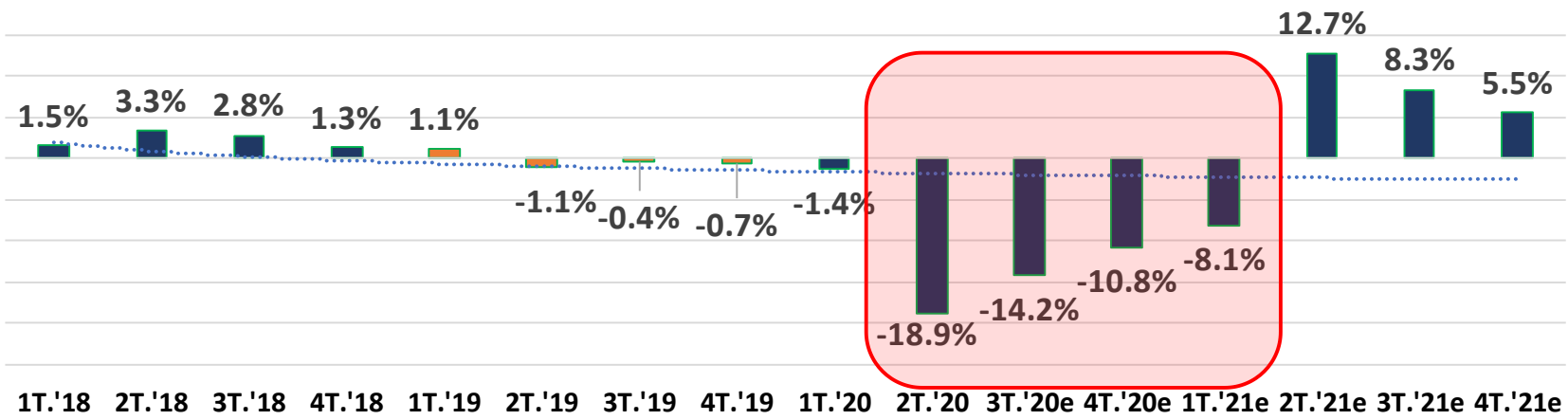
- Ajuste Gastos

- Préstamos Accionistas

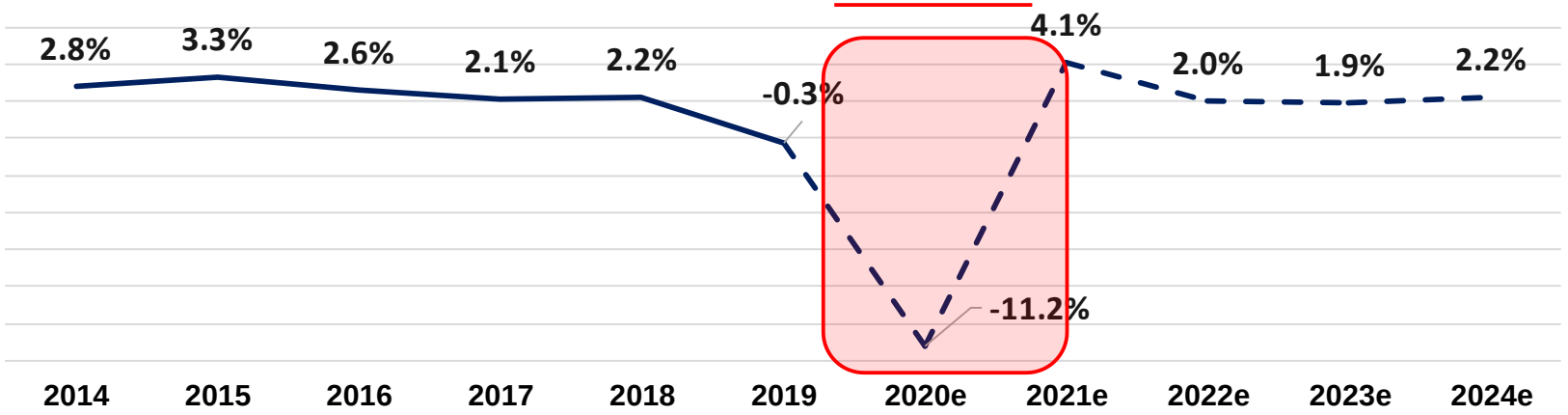
L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Situación Económica en México

PIB Trimestral en México 2018-2021
(Crecimiento Real Anual)



PIB Anual en México 2014-2024
(Crecimiento Real Anual)



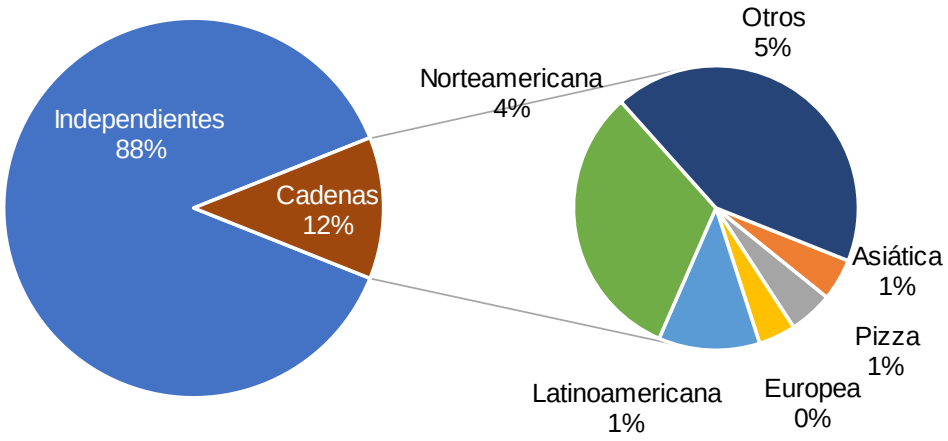
Fuente: Citibanamex; e = Estimado

- Desaceleración de economía (Mexicana y Mundial) en 2019 y afectación importante por pandemia mundial virus "COVID-19" en 2020.
- Se estima que el punto más bajo del ciclo económico mundial por la pandemia se registró en el segundo trimestre de 2020.
- Decisiones gubernamentales inadecuadas respecto a la gestión de la pandemia (la falta recursos fiscales para atender emergencia), los analistas han revisado continuamente a la baja el crecimiento del PIB.
- La inversión ha tenido tendencia decreciente desde 2017. Se estima caída de -22.0% y crecimiento de 4.5% para 2020 y 2021 respectivamente.
- Se estima que el **crecimiento real (sin inflación) del PIB para 2020 de -11.2% y posible recuperación en 2021 de 4.1% y para 2022-2024 rondará el 2.0% (Citibanamex).**

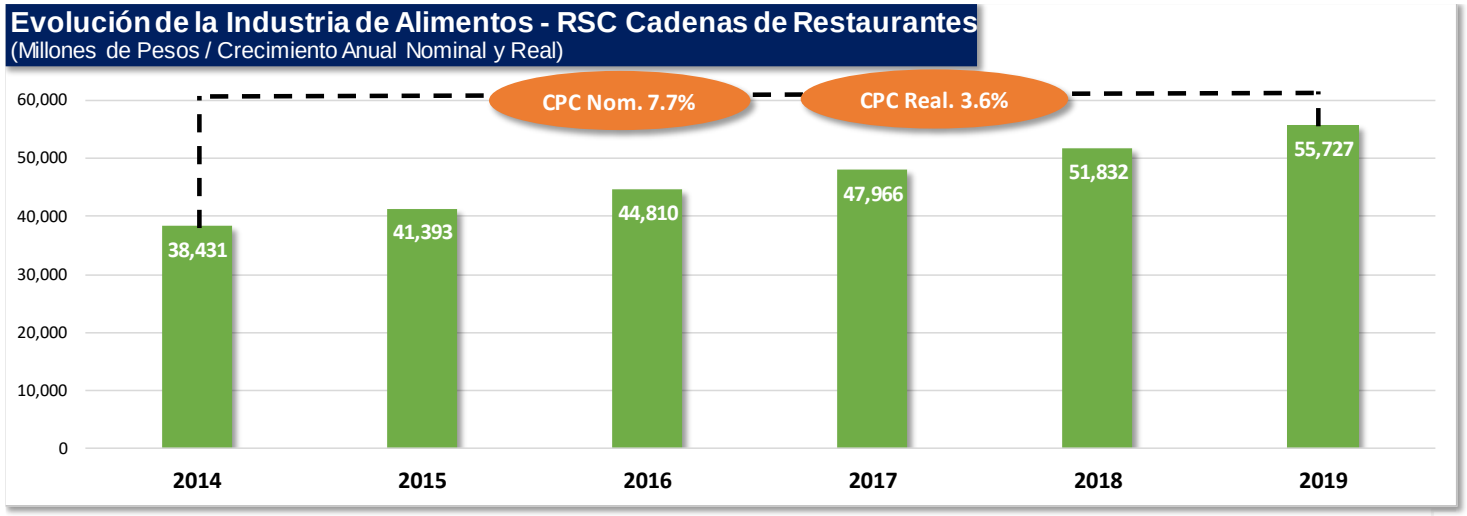
L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Situación y Perspectiva de la Industria

Composición de las Cadenas de Restaurantes (más de 10 unidades) por tipo de comida dentro de RSC.



Fuente: Euromonitor International. Base = Valores en Millones de Pesos



Fuente: Euromonitor Intl., CPC = Crecimiento Promedio Compuesto

- La Industria Restaurantera está expuesta a varios factores que inciden negativamente en sus operaciones, tales como: Reforma fiscal, poder adquisitivo de la población, inseguridad e incremento de la delincuencia, informalidad e ilegalidad toleradas, introducción del formato de Food Trucks, emergencias sanitarias, entre otros.
- **Restaurantes de Servicio Completo (RSC) representaron casi 21% de la Industria en México, dividido en 88.0% y 12.0% para Independientes y Cadenas respectivamente.**
- **La Industria de Alimentos (RSC-Cadenas Restaurantes) ha mostrado un crecimiento promedio nominal de 7.7% (3.6% real o sin inflación) de 2014 a 2019 ($38,431 a $55,727 millones de pesos).**
- La industria ha enfrentado eventos y retos importantes recientes: elección presidencial 2018, firma T-MEC, pandemia COVID-19 (2020), entre otros, con incremento de incertidumbre, freno a inversiones, menores crecimientos PIB.

CASO PRÁCTICO – Situación y Perspectiva de la Industria

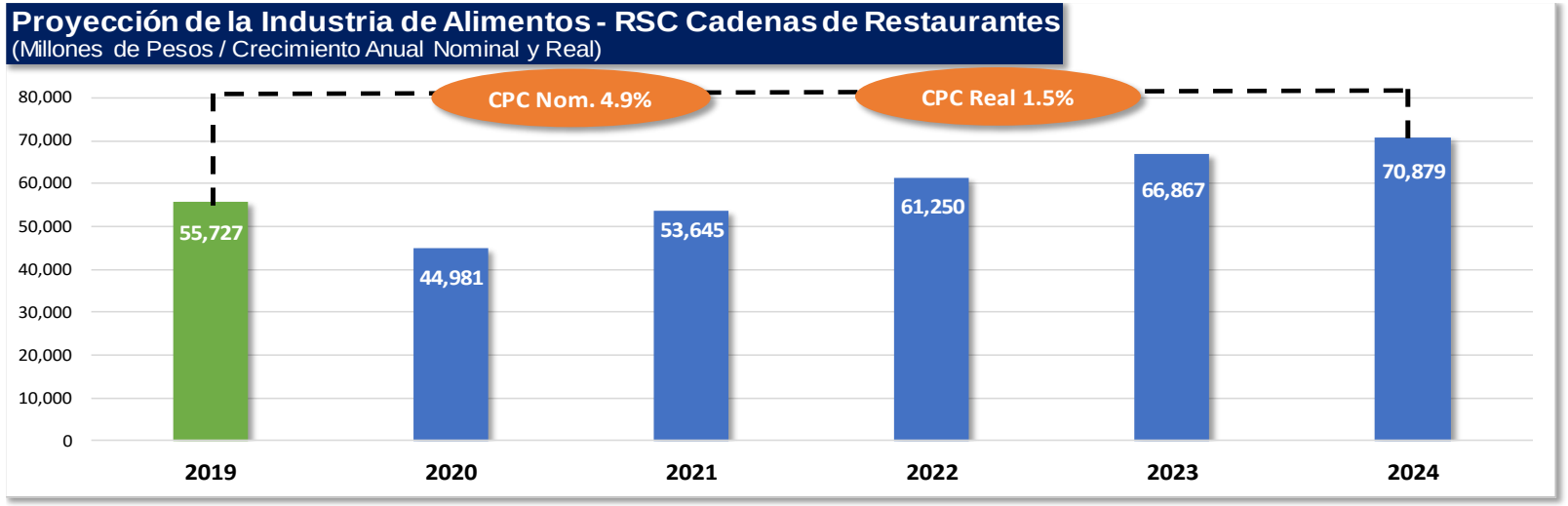
- El sector restaurantero se caracteriza por ser un mercado muy pulverizado y dinámico.
- En México, la proliferación de marcas originarias de E.U. ha sido notable, desde la llegada de Chili´s en 1992, especialmente en los segmentos de “casual dining” y “fast food.”
- Además, se ha incrementado la competencia al interior de las plazas comerciales.
- Alguna marcas como CMR han iniciado procesos de diversificación de segmentos (ejemplos: incursionar en coffee shops o adquisición de cadenas de comida oriental - sushi).
- Un evento importante en la industria fue la adquisición de la cadena Sushi Itto por CMR en 2019.
- **Con los datos del mercado anteriormente analizados, Empresa X, S.A. de C.V. tiene una participación de mercado estimada de alrededor de 0.03%.**
- **La participación directa en el área de influencia de Empresa X, S.A. de C.V. son restaurantes de las marcas: Vips, Sanborns**.

PRINCIPALES MARCAS	GRUPO / EMPRESA	PARTICIPACIÓN DE MERCADO (Base=Valores) 2015	2019	Cambio
vips / EL PORTÓN	Alsea	14.6%	11.8%	-19.2%
Toks	Grupo Gigante	9.6%	8.5%	-11.5%
chilis	Brinker International	5.9%	6.4%	8.5%
Sanborns	Grupo Carso	7.7%	5.8%	-24.7%
IHOP / Applebee's	DineEquity	5.4%	5.2%	-3.7%
Bisquets Obregon	DFLBBO	3.4%	3.3%	-2.9%
Chiltepino's	Restaurante Chiltepino's	2.8%	3.0%	7.1%
Italiannis	Remigio	2.7%	2.9%	7.4%
Liverpool	Liverpool	2.7%	2.5%	-7.4%
Wings Army	Operadora Wings Army	2.0%	2.3%	15.0%
Buffalo Wild Wings	Inspire Brands	0.0%	2.0%	NR
sushiitto	Distrib. Alimentos SI S	1.9%	1.8%	-5.3%
Mejor Wings	CMR	2.0%	1.3%	-35.0%
Casa Avila / Carl's Jr / Cucara Macara / La Mansión	Taco Holding	0.1%	1.5%	NR
P.F. Chang's	PF Chang's China Bistro	1.5%	1.2%	-20.0%
Wingstop	Wingstop Restaurants	0.5%	1.0%	100.0%
La Casa de Toño	Rest. y Pozolería La Casa de Toño	0.4%	0.7%	75.0%
Sushi Roll	Sushi Roll	0.3%	0.5%	66.7%

Fuente: Euromonitor International.Se incluyen las marcas principales. Existen marcas manejadas/operadas por diferentes empresas. NR = No Representativo)

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Situación y Perspectiva de la Industria

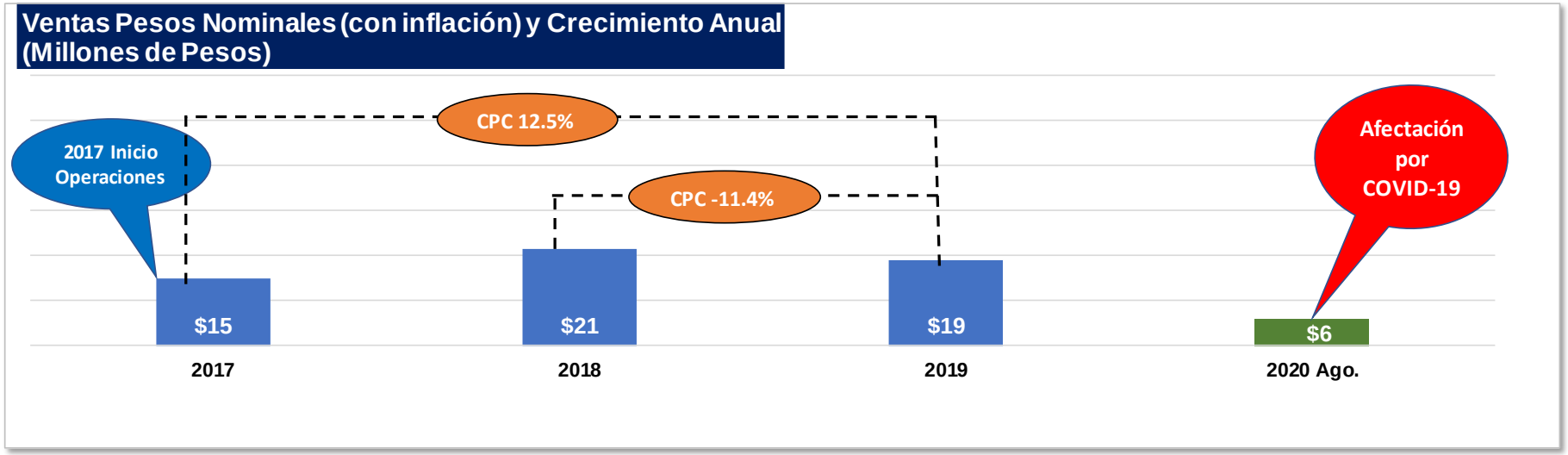


Fuente: Euromonitor International

- Debido a los efectos del COVID-19, Euromonitor estima que la Industria (RSC –Cadena Restaurantes) tendrá una caída de -19.3% en 2020, de un valor de ventas de $55,727 bajando a $44,981 millones de pesos para 2019 y 2020 respectivamente.
- Excepto por 2020, se estima un desempeño positivo en los siguientes años, pero menor al desempeño en años históricos. Lo anterior debido a la economía local y mundial inestable e inseguridad prevaleciente para los negocios de restaurantes.
- **En el periodo 2019 a 2024 el CPC nominal se estima en 4.9%, cifra que es menor al 7.7% de los últimos seis años históricos analizados. En términos reales este crecimiento es de 1.5%. Se estima que la industria recupere los niveles de 2019 en 2022 (véase gráfica arriba).**

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Análisis Histórico Ventas

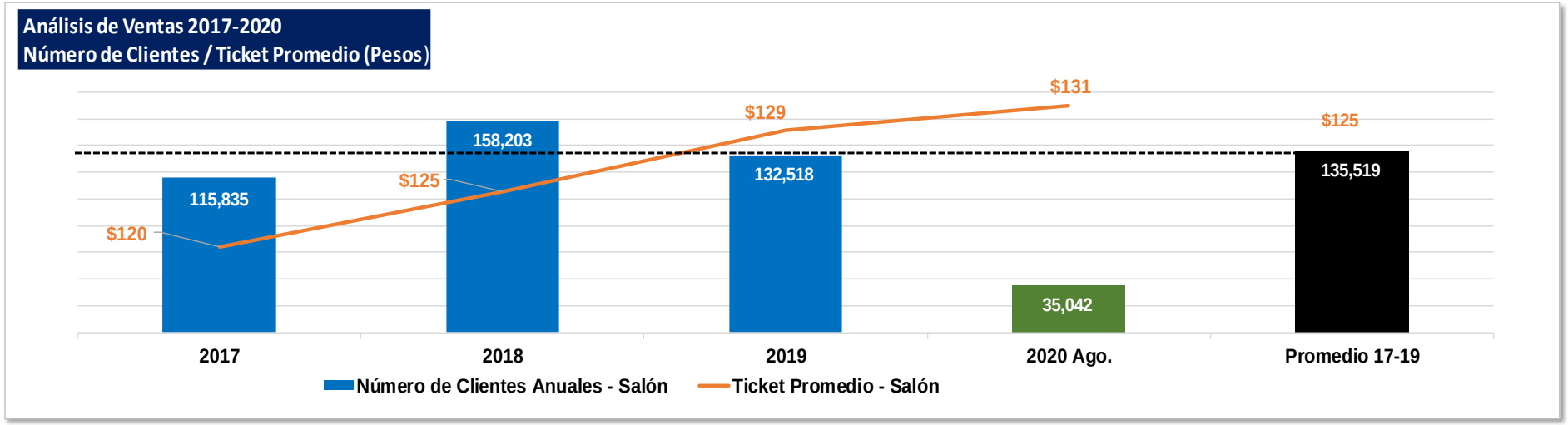


Fuente: Estadísticas de operación de la Administración. CPC = Crecimiento Promedio Compuesto

- Las Ventas han presentado un CPC 12.5% en términos nominales (8.3% real) en los últimos 3 años, con una reducción importante de -11.4% en 2019.
- La reducción principalmente se debe a baja en la economía del país, y la administración comenta que también por el inicio de construcción de una línea del Metrobús cercana al restaurante.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Análisis Histórico Ventas



Fuente: Estadísticas de operación de la Administración.

- El ticket promedio (precio) se ha mantenido en $124.7 pesos de 2017 a 2019, con incrementos anuales muy similares a la inflación.
- El número de clientes ha mantenido un promedio de 135,519 personas anuales en el mismo periodo. Con un incremento muy importante de 36.6% en 2018 (debido a que era el segundo año de operaciones) y una baja de -16.2% en 2019 por razones anteriormente descritas.
- La rotación de los asientos disponibles se ha mantenido en un promedio de 3.1 veces, siendo 2018 el año con mayor rotación de 3.6 veces.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Normalización

RESUMEN EBITDA AJUSTADO (miles de pesos)		**2017**	**2018**	**2019**	**2020 Ago.**	***Prom. 2017-2019***
EBITDA (antes de ajustes)	**A**	***(693)***	***2,982***	***1,261***	***(1,158)***	
% sobre Ventas		***-4.6%***	***14.0%***	***6.7%***	***-17.1%***	***5.3%***
Ajustes de Normalización	B	2,289	640	612	191	
% sobre Ventas		*15.3%*	*3.0%*	*3.2%*	*2.8%*	
EBITDA Normalizado	**C= A + B**	***1,596***	***3,621***	***1,873***	***(967)***	***2,363***
% sobre Ventas		***10.7%***	***17.0%***	***9.9%***	***-14.3%***	***12.5%***

- Se identificaron gastos extraordinarios y anormales tales como: gastos no operativos por pagos a socios, pagos de licencias no recurrentes, se reclasificaron gastos operativos que fueron considerados como financieros (comisiones), se cancelaron pagos de rentas no requeridas para las operaciones, entre otros menores.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Proyecciones

- Ventas 2021-2024: para la proyección de ventas de este periodo, se consideraron los siguientes elementos: PIB total para México, el Mercado de RSC de Cadenas de Restaurantes (proyectados por Euromonitor y Citibanamex), la Participación de la empresa valuada en el Mercado lo anterior utilizado para la proyección del Número de Clientes (volumen), así como el Ticket Promedio e inflación proyectada para México para los precios promedio.

- Se consideraron los escenarios de proyección del PIB en México proyectados por Euromonitor considerando potenciales comportamientos del COVID-19 (véase descripción más adelante).

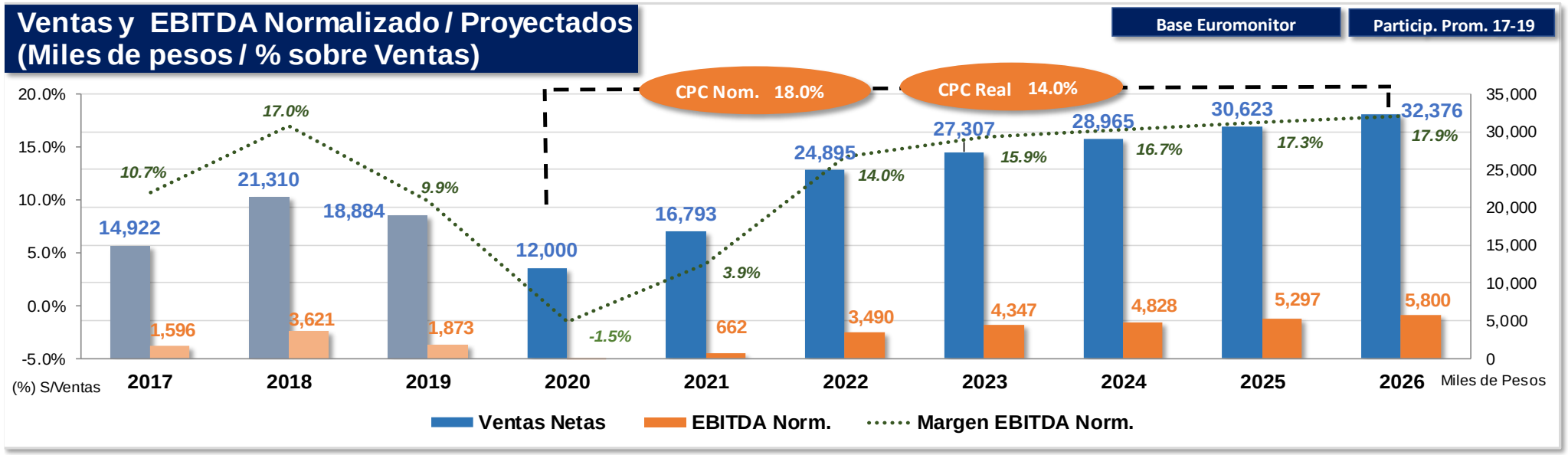
- Se generaron cuatro escenarios de proyección de las ventas de la empresa valuada conforme lo descrito anteriormente.

- Para costos, gastos, capital de trabajo e inversiones en activos fijos se consideraron parámetros históricos, el proceso de normalización, así como efectos de la pandemia de COVID-19 tanto en 2020 como en años futuros (ejemplos: recontratación de personal, nuevas estrategias de ventas a domicilio a través de plataformas como Rappi, Uber Eats, entre otros y sus efectos en comisiones pagadas, gastos de sanitización, entre otros).

- También se incluyeron los erogaciones por el contrato de franquicia tales como: uso de marca, publicidad, entre otros

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Proyecciones



- Escenario más Optimista (Probabilidad=5%).
- Se basa en los supuestos definidos por Euromonitor y una participación de mercado de la empresa valuada con base en promedios 2017 a 2019 (0.034%). que implica un ajuste a la alza en 2022 adicional a la que se estime por el PIB y comportamiento del mercado en 2021.
- Todos los escenarios consideran: Efectos por COVID-19, fechas probables de disponibilidad de vacuna, efectos en economía global por pandemia con efectos en México, afectaciones en diversas variables económicas, tasas diversas de financiamientos y diversos niveles de apoyos gubernamentales, frente a la pandemia.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Proyecciones

Concepto	Euromon. Base (1)	Alt. 1 Eurom.	Alt. 2 Eurom.
OLAS DE COVID -19	Dos olas importantes de COVID-19 en 1er y 2º Trimestre 2020.	Segunda ola importante de COVID-19 en 2020, posible tercer ola importante 2021.	Segunda ola importante de COVID-19 en 2020, posible tercer y cuartas olas importantes en 2021.
DIPONIBILIDAD DE VACUNA	A la mitad de 2021 Tasas contagio entre 1% y 15%, mortalidad entre 0.3% y 1.3%.	A la mitad de 2021 Tasas contagio entre 5% y 25%, mortalidad entre 0.3% y 1.3%.	Hasta 2022 o 2023 Tasas contagio entre 10% y 35%, mortalidad entre 0.5% y 2%.
ECONOMÍA MUNDIAL	PIB Global entre -6% y -3%. Recesión 2020. Recuperación 2021 PIB Global entre 3.5 y 7%.	PIB Global entre -7.5% y -5.5%. Recuperación más débil en 2021 PIB Global entre 0% y 3%.	PIB Global entre -8.5% y -6%. PIB Global 2021 negativo entre -3% y 0%.
EFECTOS EN VARIABLES ECONÓMICAS	Caídas importantes en: consumo, ingresos de negocios, empleos y salarios. Cierre causa entre 20-30% caída actividad económica. Relajamiento gradual de distanciamiento social en 2ª. Mitad de 2020.	Caídas más importantes por distanciamiento más prolongado en: consumo, ingresos de negocios, empleos y salarios.	Caídas más importantes por distanciamiento más prolongado en 2021 y 2022 caídas mayores vs. escenario Alt 1. en: consumo, ingresos de negocios, empleos y salarios. Rupturas importantes de cadenas de suministro y bajas en producción, escasez de productos.
TASAS FINANCIAMIENTO SECTOR PRIVADO / MERCADOS EMERGENTES	Entre 2 y 9 puntos porcentuales (pp) por arriba de economías desarrolladas vs. Niveles pre-COVID-19	Entre 1 y 5 pp por arriba de escenario Base.	Entre 2 y 8 pp por arriba de escenario Base.
APOYOS GUBERNAMENTALES Y BANCO CENTRAL	Programas reducen efectos negativos en recortes en sueldos y pérdida de empleos, permitir mayoría de negocios afectados evitar liquidaciones	Incremento en tasas de cierre de empresas de alto contacto social, escasez importante de flujo de efectivo/ liquidez persistentes en 2022 e insuficiente apoyo fiscal de gobierno.	Incremento masivo en tasas de cierre de empresas de alto contacto social, escasez importante de flujo de efectivo/ liquidez persistentes en 2021 y 2022 e insuficiente apoyo fiscal de gobierno.
PROBABILIDAD	**41 – 51%**	**25 – 35%**	**15 – 25%**

(1) Nota: se consideró el siguiente escenario más optimista: Base Euromonitor + Participación de mercado promedio 17-19 de la empresa valuada

- Considera los mismos supuestos que Escenario Euromonitor Base y ajustando incrementando la participación de mercado de la empresa valuada y probabilidad de 5%.

- Fuente: Euromonitor

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Tasa Descuento

Cálculo de Tasa de Descuento - Costo Promedio Ponderado de Capital

COSTO DE CAPITAL (Ke)

Tasa Libre de Riesgo	(1)	**Rf**	**7.1%**
Beta (Reapalancada)	(2)	**β**	**1.44**
Rendimiento de Mercado	(3)	**ERP**	**7.6%**
Premio Empresas Pequeñas	(4)	**PT**	**5.0%**

Ke = Rf + (β * ERP) + PT **23.0%**

COSTO DE Deuda (Kd)

Costo de Deuda (antes impuestos)	(5)	**d**	**13.0%**
Tasa de Impuestos	(7)	**T**	**30.0%**

Kd = [d * (1 - T)]+ RP **9.1%**

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (WACC)

Porcentaje de Capital	(6)	**(e / d+e)**	**44.7%**
Porcentaje de Deuda		**(d / d+e)**	**55.3%**

)

WACC = [Ke * (e / d+e)] + [Kd * (d / d+e)] **REDONDEADO** **15.00%**

Fuentes de Información:

(1) - Páginas de Internet de Banxico. Bono a Tasa Fija a 30 años en pesos, dato normalizado (promedio móvil últimos 10 años) a Julio 2020.
(2) - Información de empresas comparables obtenida de Capital IQ.
(3) - Damodaran a Julio 2020.
(4) - Premio por Tamaño de Duff & Phelps Valuation Handbook, 2020 edition.
(5) - Costo de Deuda de la Empresa/Grupo.
(6) - Estructura financiera corresponde a la de empresas del mercado.
(7) - Ley de Impuesto Sobre la Renta vigente en México.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Valuación

Hoja de Valuación al: (Miles de Pesos)	31/08/2020		2020	2021 Escenario	2022 Base Euromonitor	2023	2024 Particip. Prom. 17-19	2025	2026
Flujo Operativo			193	(4,159)	2,861	2,976	3,093	3,372	3,024
TASA DESCUENTO	15.0%								
VALOR PRESENTE (VP) FLUJO OPERATIVO			189	(3,533)	2,114	1,912	1,728	1,638	1,277
SUMA VP FLUJO OPERATIVO - A		5,323							
Tasa Crecimiento Perpetuidad	3.5%								
VP DE VALOR TERMINAL - B	2	8,746							
VALOR DE ACTIVOS DE OPERACIÓN C=A + B		14,069							
Pasivos Accionistas + Activos No Operativos-netos - D		298							
VALOR DEL CAPITAL (VMC) - C + D		14,368							
Valor del Capital Contable a la Fecha de Valuación		8,779							

TABLA SENSIBILIDAD DE VALORES (VMC)

Crecimiento LP	*2.5%*	*3.5%*	*4.5%*
Tasa Desc.			
14.0%	14,985	15,766	16,628
15.0%	13,695	14,368	15,108
16.0%	12,554	13,135	13,774

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Valuación

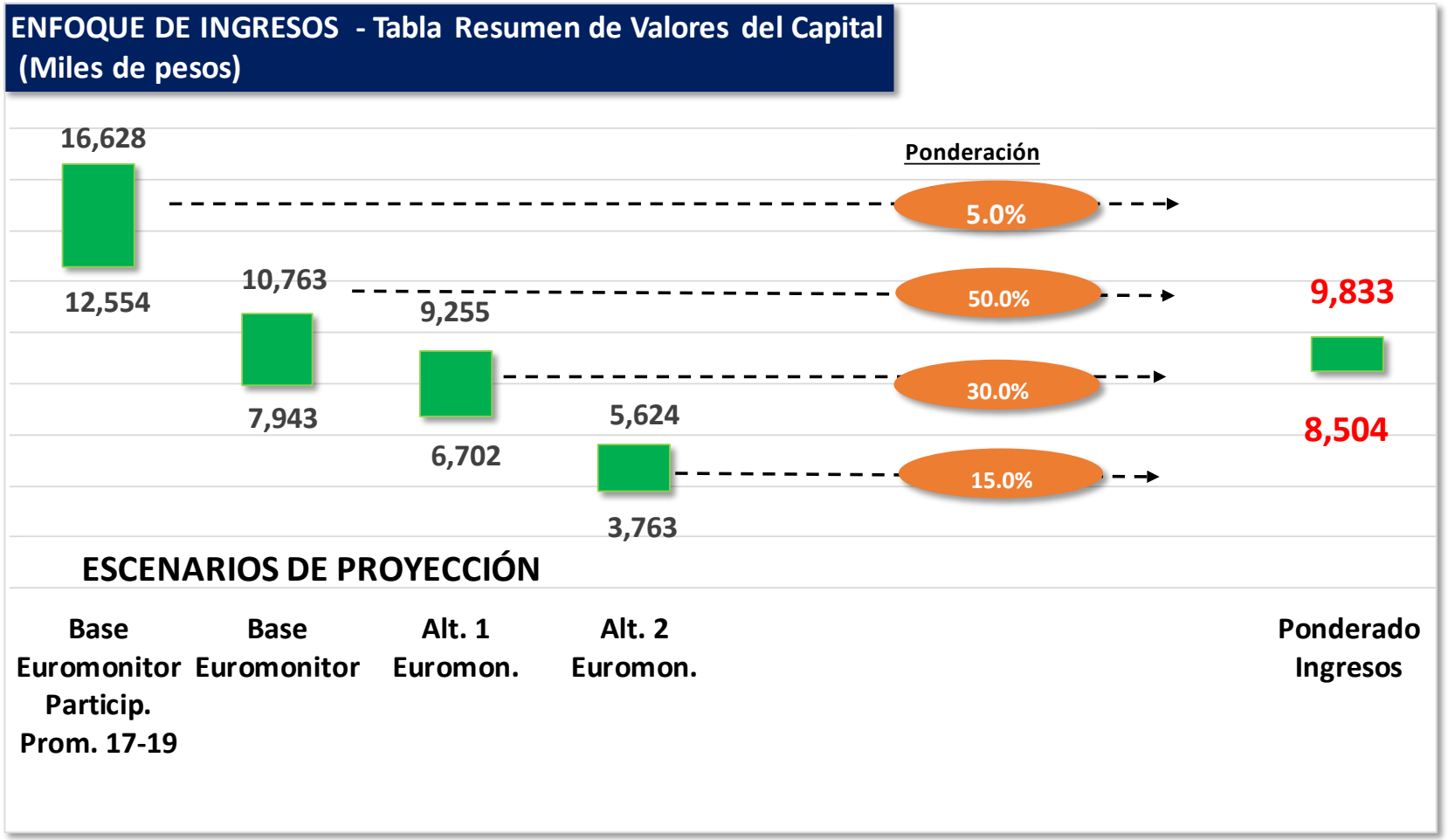
(Miles de Pesos)			Escenario:	Particip. Prom. 17-19	Base Euromonitor	Renovaciones:	2	
	A		B	C = A - B			E	F = C * E	
	Flujo Operativo		Inversiones Cambio Imagen	Subotal Flujo Operativo	Periodos Parciales	Descuento Mitad de Periodo	Factor de Descuento	VP Flujo Operativo	VP Flujo por Valor Terminal
2026	3,024			3,024	1	6.17	0.4224	1,277	
2027	3,130	Inversiones periódicas requeridas	(1,344)	1,786	1	7.17	0.3673	656	
2028	3,239		(1,344)	1,896	1	8.17	0.3194	605	
2029	3,353			3,353	1	9.17	0.2777	931	
2030	3,470			3,470	1	10.17	0.2415	838	
2031	3,591			3,591	1	11.17	0.2100	754	
2032	3,717			3,717	1	12.17	0.1826	679	6,564
2033	3,847			3,847	1	13.17	0.1588	611	
2034	3,982			3,982	1	14.17	0.1381	550	
2035	4,121			4,121	1	15.17	0.1201	495	
2036	4,265			4,265	1	16.17	0.1044	445	
2037	4,415	Inversiones periódicas requeridas	(2,527)	1,888	1	17.17	0.0908	171	
2038	4,569		(2,527)	2,042	1	18.17	0.0789	161	
2039	4,729			4,729	1	19.17	0.0686	325	
2040	4,895			4,895	1	20.17	0.0597	292	
2041	5,066			5,066	1	21.17	0.0519	263	
2042	5,243			5,243	1	22.17	0.0451	237	2,182
2043	5,427			5,427	1	23.17	0.0392	213	
2044	5,617			5,617	1	24.17	0.0341	192	
2045	5,813			5,813	1	25.17	0.0297	173	
2046	6,017			6,017	1	26.17	0.0258	155	
SUMA FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO DE VALOR TERMINAL									8,746

- Se asumen inversiones periódicas por cambio de imagen requeridas en su contrato de franquicia.
- El flujo se asume hasta el periodo de vigencia del contrato actual.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Valuación

- Se consideran los diferentes rangos de valores por cada escenarios y su probabilidad de ocurrencia conforme lo indicado por los expertos para establecer un rango probable de valor.



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Enfoque de Mercado

No.	NOMBRE (BOLSA DE VALORES) (Cifras monetarias en miles de dólares)	PAÍS	VENTAS (1)	EBITDA (1)	VMC (1)	VE (1)	MARGEN EBITDA	SIN AJUSTE VE / EBITDA	CON AJUSTE TAMAÑO VE / EBITDA	C/ AJUSTE RIESGO PAÍS VE / EBITDA	
1	Alsea, S.A.B. de C.V. (BMV:ALSEA *)	México	$2,045	$200	$814	$1,136	9.8%	5.88	4.90	4.90	
2	Arcos Dorados Holdings Inc. (NYSE:ARCO)	Uruguay	$2,846	$254	$962	$1,849	8.9%	7.29	5.84	5.43	
3	BJ's Restaurants, Inc. (NasdaqGS:BJRI)	E.U.	$952	$50	$447	$1,077	5.3%	16.50	11.32	10.05	
4	Bloomin' Brands, Inc. (NasdaqGS:BLMN)	E.U.	$3,576	$185	$995	$3,528	5.2%	13.70	9.24	8.20	
5	Chuy's Holdings, Inc. (NasdaqGS:CHUY)	E.U.	$419	$36	$313	$282	8.7%	7.76	6.39	5.67	
6	CMR, S.A.B. de C.V. (BMV:CMR B)	México	$112	-$7	$46	-$236	-6.1%	NR	NR	NR	
7	International Meal Company Alimentação S.A. (BOVESPA:MEAL3)	Brasil	$311	$23	$222	$217	7.5%	6.26	6.26	6.13	
8	J. Alexander's Holdings, Inc. (NYSE:JAX)	E.U.	$240	$17	$60	$89	6.9%	5.39	5.39	4.78	
9	Noble Roman's, Inc. (OTCPK:NROM)	E.U.	$12	$4	$7	$18	31.7%	4.93	4.93	4.37	
10	Noodles & Company (NasdaqGS:NDLS)	E.U.	$453	$32	$308	$267	7.1%	8.35	6.78	6.02	
11	Ruth's Hospitality Group, Inc. (NasdaqGS:RUTH)	E.U.	$375	$32	$223	$536	8.5%	16.90	16.90	14.99	
12	Texas Roadhouse, Inc. (NasdaqGS:TXRH)	E.U.	$2,718	$284	$3,895	$3,691	10.4%	13.00	8.63	7.66	
13	The Cheesecake Factory Incorporated (NasdaqGS:CAKE)	E.U.	$2,192	$67	$1,091	$1,674	3.0%	22.10	12.43	11.03	
14	BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (BOVESPA:BKBR3)	Brasil	$551	$53	$461	$500	9.7%	9.39	7.45	7.29	
	Máximo		**$3,576**	**$284**	**$3,895**	**$3,691**	**31.7%**	**22.1**	**16.9**	**15.0**	
	3er. Cuartil		**$2,155**	**$155**	**$925**	**$1,540**	**9.5%**	**13.7**	**9.2**	**8.2**	
	Promedio		**$1,200**	**$88**	**$703**	**$1,045**	**8.3%**	**10.6**	**8.2**	**7.4**	
	Mediana		**$502**	**$43**	**$380**	**$518**	**8.0%**	**8.4**	**6.8**	**6.1**	
	1er. Cuartil		**$327**	**$25**	**$222**	**$229**	**5.7%**	**6.3**	**5.8**	**5.4**	**Selección**
	Mínimo		**$12**	**-$7**	**$7**	**-$236**	**-6.1%**	**4.9**	**4.9**	**4.4**	
	Promedio sin Máximo ni Mínimo		**$1,101**	**$79**	**$495**	**$931**	**7.6%**	10.0	**7.7**	**7.0**	
	Promedio Empresas Latinoamericanas (4)		$1,173	$105	$386	$693	5.2%	7.2	**6.2**	**6.1**	**Selección**

Fuente: Capital IQ;
(1) - Últimos 12 Meses. Nota: las cifras por los siguientes 12 meses no estaban disponibles para algunas empresas, o bien no cambian de manera importante.
(2) - Factores de ajuste por riesgo país con base en información de The PRS Group, Febrero 2020.
(3) – Ajustes por tamaño con base en metodología propia e información de premios por tamaño de Duff&Phelps.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Enfoque de Mercado

14 Empresas (Incluye 2 de México+ 3 Latinoamericanas + 9 de E.U.)	Crecimiento Ingresos (CPC 3 años)	Rentabilidad Margen EBITDA	Actividad Ingresos / Activos Totales	Liquidez Activo Circulante / Pasivo Circulante	Otros Capex / Ingresos
Promedio	7.0%	8.3%	0.83	1.20	6.3%
Promedio Empresas Mexicanas y Latinoamericanas (5)	9.4%	5.9%	0.64	0.66	8.3%
		Normalizado			
Empresa Valuada (Prom. Histórico; excepto Capex que es 2018)	15.7%	12.5%	1.07	0.44	0.2%

Nota: Datos de comparables por los últimos 12 meses, en caso de múltiplos se incluyeron próximos 12 meses (consultados a Agosto de 2020).

Indica peor vs. comparables

Indica mejor vs. comparables

Indica similar al promedio vs. comparables

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

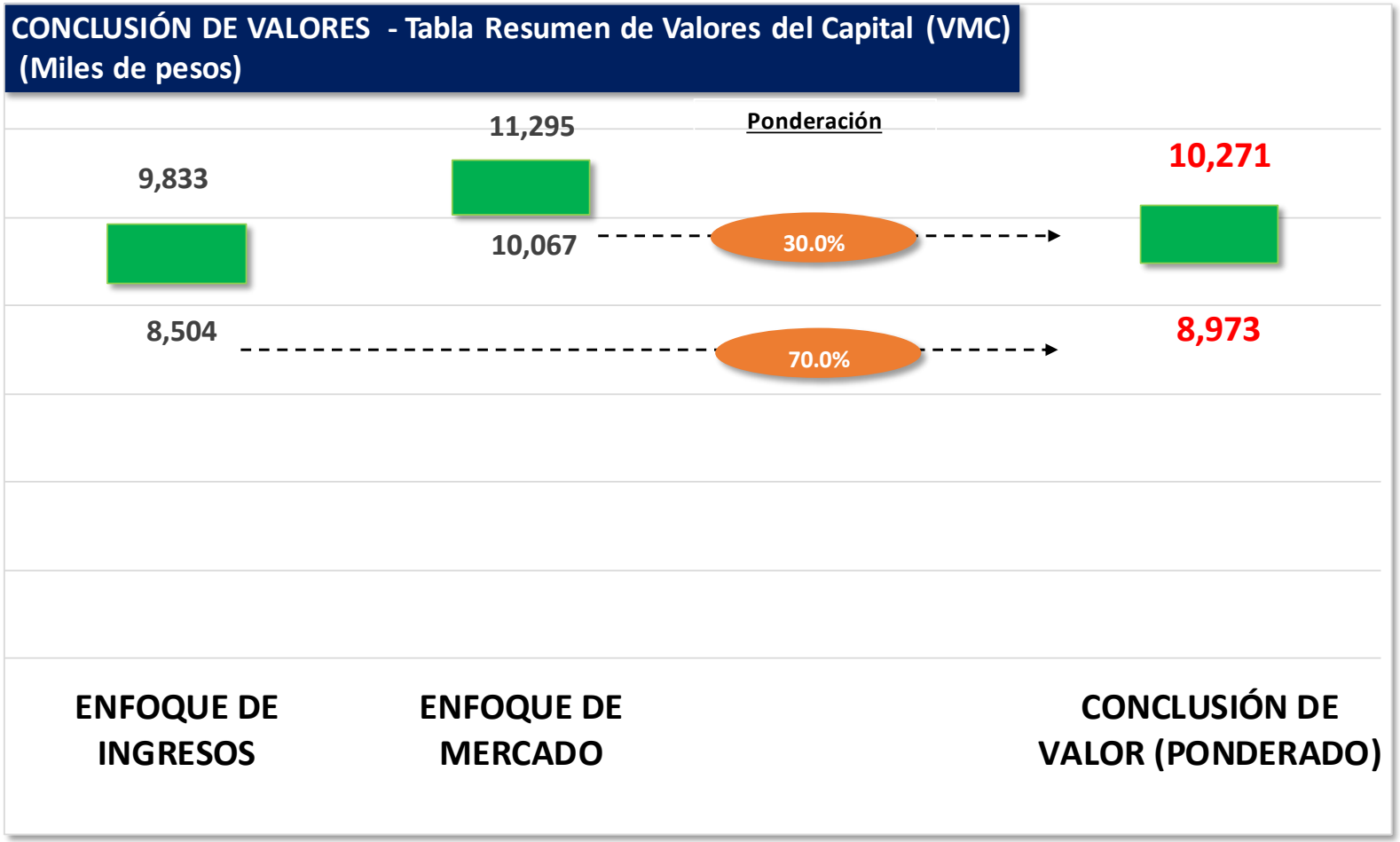
CASO PRÁCTICO – Enfoque de Mercado

Hoja de Valuación al:	31/08/2020	EBITDA	
(Cifras en Miles de Pesos)		Comparables Internacionales (14)	Comparables Latinoamericanas (4)
CIFRAS Empresa a Valuar		2,127	2,127
		x	x
Múltiplos de Mercado Ajustados por Riesgo País y Tamaño		6.1	5.4
VALOR DE LA EMPRESA (VE) (antes de no operativos)		12,989	11,545
Pasivos Accionistas + Activos No Operativos-netos		298	298
VALOR DEL CAPITAL (VMC)		13,288	11,844
Descuento por falta de liquidez (supuesto)	15.0%		
VALOR DEL CAPITAL (VMC) - Después Descuentos		11,295	10,067

- Se asume promedio EBITDA histórico y estimado 2021 (sobre escenario más probable).

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

CASO PRÁCTICO – Resumen de Valores



L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

BIBLIOGRAFÍA

- A continuación las principales fuentes bibiliográficas consultadas:

American Society of Appraisers. (2009). *Business Valuation Standards.* Herndon, Virginia: ASA.

American Society of Appraisers. (2015). *BV201: Introduction to Business Valuation – Market Approach.* Herndon, Virginia: ASA.

AMERICAN SOCIETY OF APPRAISERS. (2017). *BV202: Introduction to Business Valuation.* Herndon, Virginia: ASA.

Koller, T., Goedhart, & Wessels, McKinsey&Company (2015). *VALUATION.* New Yersey: John Wiley & Sons.

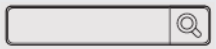
Pratt, S. (1989). *VALUING A BUSINESS.* Illinois: Dow Jones-Irwin.

UNAM, PwC, IMEF. (2002). *VALUACIÓN DE EMPRESAS Y CREACIÓN DE VALOR.* México: IMEF.

L.C.P.,M.A. CARLOS A. SILVA SÁNCHEZ, ASA-BV

POR SU ATENCIÓN ¡GRACIAS!

CONTÁCTANOS



PÁGINA WEB

www.cofide.mx

TELÉFONO

01 (55) 46 30 46 46

DIRECCIÓN

Av. Río Churubusco 594 Int. 203,
Col. Del Carmen Coyoacán, 04100
CDMX

SIGUE NUESTRAS REDES SOCIALES

COFIDE

Cofide SC

Cofide SC

@cofide.mx