

Cómo valorar UNA EMPRESA COTIZADA



ISBN 978-84-15-30413-5



9 788415 304135



CaixaBank

Edita: **INVERSOR EDICIONES, S. L.**

Director: **Alejandro Ramírez**

Edición revisada por **Cristina Vallejo**

Diseño: **Ignacio Juez y Pablo Delgado**

Juan Ignacio Luca de Tena, 7 - 1ª planta- 28027 Madrid

Imprime: Industrias Gráficas Printone

ISBN: 978-84-15304-13-05

Depósito Legal: M-16377-2013

INTRODUCCIÓN

La revista INVERSIÓN & Finanzas.com publicó su anterior manual sobre «Cómo valorar una empresa cotizada» en el año 2000, poco después del estallido de la burbuja tecnológica. Mucho ha llovido desde entonces, con una espectacular crisis por medio que todavía no ha llegado a su fin. Pero el cambio de escenario que se atisba en el horizonte ha provocado que en los últimos meses cada vez más inversores se muestren interesados por regresar a la renta variable. Y para hacerlo, es fundamental contar con toda la información y análisis de las compañías donde quieren invertir.

De ahí que, ahora, en colaboración con Caixabank, procedamos a actualizar y ampliar esta obra que profundiza en los métodos, herramientas y criterios de valoración de las compañías cotizadas, con el objetivo de que el inversor pueda valorar, a la hora de entrar en bolsa, si el precio de la acción que compra responde a la realidad de la compañía que está detrás.

ÍNDICE

1	Conceptos previos.....	7
2	Métodos basados en el balance (valor patrimonial).....	19
3	Métodos basados en múltiplos.....	27
4	Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.....	43
5	Métodos compuestos de valoración.....	69
6	Análisis de la solvencia.....	79
	Glosario de términos.....	87

Conceptos previos

- 1.1. El objetivo financiero de la empresa9
- 1.2. ¿Qué es la valoración?.....10
- 1.3. ¿Para qué se realiza una valoración?11
- 1.4. Diferenciación entre valor y precio12
- 1.5. Consideraciones previas a la valoración15

1. CONCEPTOS PREVIOS

1.1. El objetivo financiero de la empresa

Normalmente se define a la empresa como un centro de transformación en el que se aportan recursos provenientes del entorno, con la intención de fabricar un producto o prestar un servicio, que posteriormente serán objeto de transacción en el mercado. Estos bienes o servicios vendidos generan unos ingresos que tendrán la utilidad de remunerar los recursos utilizados y obtener un beneficio empresarial.

Se dice que la empresa es un sistema abierto porque, como centro de transformación, coge elementos de fuera, los recursos que precisa para la elaboración de los servicios o bienes, para posteriormente, una vez ya transformados, realizar la transacción comercial en el mercado, fuera de la empresa. Por lo que se produce un proceso continuado de recogida de factores de fuera, transformación de los mismos y reenvío al mercado.

Además del flujo monetario generado por la venta de los bienes o servicios ofertados por la empresa, el proceso de venta de los mismos en el mercado produce un flujo de información que retroalimenta al sistema, ya que la mejor o peor aceptación del bien o servicio en el mercado reporta información sobre el posicionamiento de la empresa,

la relación calidad-precio respecto a otras empresas, su capacidad de crecimiento, la productividad de los recursos utilizados, la actualidad de los procesos o procedimientos aplicados, el nivel de remuneración óptimo para los distintos recursos, entre otros datos, permitiendo evaluar constantemente la viabilidad de la estrategia empresarial definida. Y, también, nos permite realizar su valoración, añadimos nosotros.

La empresa también se puede definir como un sistema o conjunto de elementos interrelacionados que persiguen un plan común o unos mismos objetivos. En este sentido, la empresa se compone de los siguientes elementos: recursos físicos o materiales; recursos financieros (el dinero en sus múltiples expresiones, como préstamos, créditos, efectivo...); recursos tecnológicos; recursos organizativos.

Según Álvaro Cuervo y Pedro Rivero, todo el análisis económico financiero debe plantearse sobre la base de considerar la empresa como una unidad de producción en funcionamiento, lo cual lleva a su vez la necesidad de tener presente de forma explícita o implícita el flujo de valores correspondientes a la actividad que realiza.

1.2. ¿Qué es la valoración?

La valoración es el proceso por el que tratamos de asignar valor a las cosas. En el caso concreto de una empresa, se busca determinar el grado de utilidad que reporta a sus usuarios o propietarios. No se trata de determinar el precio de la empresa (que se fijará por convenio en una posible transacción futura) ni su coste (determinado en el pasado), sino de medir y cuantificar monetariamente la capacidad de generar utilidad para sus partícipes.

El valor de una empresa o su utilidad es medida normalmente desde el punto de vista económico-financiero considerando que la empresa o negocio es un bien duradero y del que se espera que genere unas rentas, teniendo en cuenta el factor tiempo (actualización) y el posible valor residual del negocio. El problema reside en que una empresa es un bien complejo, formado por activos tangibles e intangibles que difícilmente se pueden separar y algunos muy difíciles de cuantificar, que se ordenan en el tiempo con el propósito normalmente de mantenerlos indefinidamente, aspecto que, a su vez, depende de

cómo se gestione el negocio. Además, hay que añadir un inconveniente ligado al concepto de valor: la subjetividad. Porque, y esto es importante, como señala Valls Martínez (4), valorar un bien consiste, en definitiva, en estimar su precio. Pero valor y precio no son lo mismo. La característica que distingue a uno de otro es la certeza: el valor es una posibilidad, mientras que el precio es una realidad: es lo que alguien está dispuesto a pagar por la empresa, o que de hecho paga.

1.3. ¿Para qué se realiza una valoración?

Los motivos que provocan la valoración de una empresa pueden ser muy variados. Se puede distinguir, por el origen de estas razones, entre internas y externas:

Internas: proceden del seno de la empresa y están causadas por necesidades de la misma, por ejemplo, para tomar decisiones y planificaciones estratégicas; para valorar la gestión empresarial presente, pasada y sus perspectivas de futuro; para implantar sistemas de gestión; para conocer el patrimonio; para cumplir con exigencias legales; para realizar una ampliación de capital; para fijar la política de dividendos...

Externas: están motivadas por causas de política exterior de la empresa, como operaciones de compra-venta, fusiones o escisiones, salidas a bolsa o la posibilidad de participación de otras empresas.

El profesor Pablo Fernández también enumera una serie de propósitos para los que sirve una valoración:

Operaciones de compraventa: para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. Al vendedor, le indica el precio mínimo por el que debe vender. Y también le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir en qué valores invertir (que serán, lógicamente, los más infravalorados).

rados por el mercado) después de haber realizado una comparación entre ellos.

Salidas a bolsa: la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.

Herencias y testamentos: la valoración sirve para comparar el valor de las acciones de las empresas con el de otros bienes.

Sistemas de remuneración basados en creación de valor: la valoración de una empresa o unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

Identificación y jerarquización de los impulsores de valor: identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de la empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.

Planificación estratégica: decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar.

Procesos de arbitraje y pleitos: requisito a presentar por las partes en disputa sobre precios, dado que la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez.

1.4. Diferenciación entre valor y precio

«Entre las múltiples definiciones que la literatura especializada ha dado de valor de una empresa, la que nos parece más acertada es aquella que supone que éste es el precio que por ella pagaría un comprador medio a un vendedor medio cuyos gustos y preferencias coinciden con los de la sociedad en la que viven». Son palabras de José Ángel Ansón Lapeña. Este autor comienza señalando que el valor de una empresa debería

venir marcado en función de la utilidad que reporta a su dueño. Pero ello daría lugar a una medida muy subjetiva de su valor. Frente a esa medida subjetiva, hay que apostar por la medición de su valor objetivo. Pero, ¿es el objetivo de la valoración la determinación de un precio? ¿Es el precio una buena referencia para la determinación del valor? Según continúa Ansón Lapeña, el valor sí será de utilidad para la determinación del precio, pero únicamente como punto de referencia, como una opinión que servirá de punto de partida para la negociación entre comprador y vendedor, que en caso de acuerdo entre ambos dará lugar a la fijación de dicho precio. Luego, mientras éste es en sí mismo un hecho, un dato real, el valor no es más que una opinión.

Labatut Serer dice que el valor es un concepto económico, subjetivo y abstracto, no es único y depende de la situación personal y particular de los individuos, porque hace referencia a la apreciación por parte de las personas de las cualidades de los objetos o cosas, por lo que es un concepto individual, particular y relativo de cada individuo.

Aunque también es verdad que se puede decir que el valor está asociado o es una función de dos elementos fundamentales: utilidad o grado de utilidad de los objetos en el futuro, es decir, los beneficios que se espera obtener en un futuro de los mismos; y el coste de obtención de los mismos en el pasado, es decir, el precio pagado en el pasado por su obtención.

Desde una perspectiva económica, podemos definir el valor como el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades, por lo que tiene una proyección futura muy importante que obliga a realizar una correcta planificación de las expectativas. Cuanto más acertada sea esta planificación futura de expectativas, más representativo será el valor asociado a la misma.

La respuesta a si el precio es una buena referencia para la determinación del valor es más compleja y entra en relación con el concepto de eficiencia de los mercados. Sólo en los casos en los que los mercados estén constituidos por numerosos demandantes y oferentes, y todos ellos tengan acceso a la misma información, podrá obtenerse un precio razonable de mercado equiparable al concepto de valor económico. En estos casos en los que los mercados alcanzan altos grados

de eficiencia y de perfección, el precio se transforma en una buena medida del valor.

En todo caso, el precio, según Labatut Serer, es el importe monetario de la transacción. Depende únicamente de las condiciones de mercado y es un valor de equilibrio en función de la oferta y la demanda del bien en cuestión. Depende de la escasez del bien en el mercado y puede ser diferente en el tiempo en función del acuerdo al que se llegue en cada momento en la negociación, por lo que es un hecho y no una opinión. Su determinación es el objetivo último que se persigue, e insistimos en que es una función de la oferta y demanda del bien en un momento determinado.

Peró, como continúa Ansón Lapeña, a la hora de valorar una empresa no siempre disponemos de un mercado de referencia que cumpla con las condiciones más idóneas. En realidad, se dan numerosos casos de transmisiones de empresas en los que se detectan importantes diferencias entre el precio pagado y el valor económico de la empresa. Aunque estas diferencias pueden deberse al contexto de la transacción: en él intervienen factores como la situación económica y financiera de la empresa, la motivación de las partes, las relaciones de mercado o de fuerza, el talento de los negociadores...

Una última pregunta que plantea Lapeña es si el valor es único o, por el contrario, se pueden determinar distintos valores para una misma empresa. En primer lugar, hay que tener en cuenta que el procedimiento de cálculo del valor de una empresa supone la necesidad de predecir escenarios futuros en los que se va a desarrollar la actividad de la misma, por lo que debido a la incertidumbre existente en dicha predicción, será imposible determinar un único valor, por lo que habrá que limitarse a establecer un rango de valores entre los que se encontrará el valor más probable de la empresa. En segundo lugar, el valor siempre se va a ver influido por las características particulares del sujeto que está llevando a cabo la valoración, el cual proyectará sus preferencias, por lo que se puede llegar a estimar distintos valores para una misma empresa. Por último, habrá que tener en cuenta cuál es el objetivo de la valoración, pues en función del mismo podemos llegar a obtener distintos valores. Así, hablaremos de valor a efectos fiscales, valor de liquidación, valor de empresa en funcionamiento...

1.5. Consideraciones previas a la valoración

Gregorio Labatut Serer, ante un caso concreto de valoración, y previamente a la aplicación de un método, afirma que debemos tener presente una serie de consideraciones previas al proceso de valoración. Estas consideraciones pasan por adquirir un conocimiento del sector al que pertenece para poder evaluar la posición que ocupa en el mismo, determinar el grado de penetración en el mercado, posibilidades de crecimiento, etc. En definitiva, debemos hacernos una idea de la viabilidad de la empresa a valorar.

Para ello, debemos obtener todo tipo de información sobre el sector y la empresa y, del mismo modo, hay que disponer de la información financiera suficiente para poder realizar un diagnóstico económico-financiero de la misma. Así, hay que contar con las cuentas anuales de la empresa de los cuatro o cinco ejercicios precedentes y realizar un análisis financiero y patrimonial basado en la contabilidad de la empresa. Según Labatut Serer, un conocimiento del pasado empresarial es fundamental para poder realizar una planificación financiera futura a largo plazo lo más acertada posible.

Lo malo es que la contabilidad no recoge ciertos factores que influyen en la valoración de la empresa, como el valor de mercado de los activos, la información sobre intangibles y capital intelectual, etc. Por ello, es necesario realizar una reelaboración de la información, actualizando inventarios, corrigiendo valoraciones, contingencias fiscales y laborales, activos no productivos, etc.

Considerando todas estas cuestiones, hay que realizar la elección del método de valoración más apropiado para la empresa en cuestión y además, con independencia de la finalidad perseguida, hay que considerar las siguientes circunstancias: grado de información disponible y calidad de la misma; conocimiento del sector, del mercado y de la competencia; capital intelectual y recursos humanos; tamaño de la empresa; situación económica-financiera de la empresa; características del negocio; inmuebles propiedad de la empresa; y finalidad de la valoración.

En ocasiones y en función de la finalidad que se persiga, como por ejemplo ante posicionamientos en una estrategia de negociación, no es recomendable aplicar un solo método de valoración. En estos casos

será más apropiado aplicar varios métodos, de tal manera que a partir del valor obtenido con cada uno de ellos se pueda elaborar un intervalo o rango de valoración. Ello ofrece la ventaja, según continúa Labatut Serer, de situar el valor de la empresa entre un amplio espectro de valores, evitando así asignar un único valor o una valoración encorse-tada. Pero en otros casos resultará necesario obtener un valor único, por lo que sólo será de aplicación un solo método de valoración. En esas circunstancias, el método de valoración seleccionado deberá ser el más adecuado a las circunstancias, a la información disponible y al tipo de empresa en cuestión.

Un problema que debe resolver el experto encargado de la valoración es la elección del método valorativo a emplear. Los métodos de valoración de empresas son diferentes sistemas o procedimientos creados para asignar un valor a una unidad económica o empresa.

Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

2.1. ¿En qué consisten estos métodos?	21
2.2. Valor nominal.....	22
2.3. Valor contable	22
2.4. Valor contable ajustado o valor del activo neto real	23
2.5. Valor sustancial	23
2.6. Valor de liquidación	25
2.7. Método de los capitales permanentes necesarios para la explotación	25
2.8. Método patrimonial en términos estocásticos.....	25

2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

2.1. ¿En qué consisten estos métodos?

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, ni tampoco la situación del sector, problemas de recursos humanos...

Según explica Labatut Serer, ésta es la metodología más antigua y entiende el valor del patrimonio como la agregación de los elementos que lo componen. En el paraguas estático que acoge a estos métodos, tiene una importancia fundamental el inventario y la valoración individual de los elementos que componen el patrimonio y no tiene en cuenta la rentabilidad futura del negocio ni los proyectos futuros de la empresa. Se basa, pues, en los principios contables y en valores de tasación, con la eliminación de los activos ficticios.

Los métodos estáticos o analíticos pueden aplicarse principalmente a:

- Negocios en liquidación o con resultados negativos.
- Empresas con activos fijos muy importantes (inmuebles con plusvalías).

- Valoración de pequeños negocios, apoyándolo con algún otro método basado en múltiplos.
- Negocios donde resulte muy difícil realizar planificaciones a largo plazo.

2.2. Valor nominal

Por aquí comienza Valls Martínez. Este método consiste en valorar la empresa por el valor nominal de sus acciones. Aunque esto sólo sirve para las empresas que tengan su capital dividido en este tipo de títulos. Una de sus principales limitaciones es que no nos informa sobre el valor global de la empresa, sino sólo sobre el valor de ésta para sus accionistas. Según Valls Martínez, la utilidad práctica de este método de valoración es mínima.

2.3. Valor contable

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible. Esta metodología, como explica Fernández, tiene el problema en su propia definición: la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa y los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad.

Normalmente, el valor contable nunca coincide con el valor de mercado: además de que los criterios contables están sometidos a una gran dosis de subjetividad, el valor de las acciones depende en gran medida de las expectativas.

Otros inconvenientes citados por la literatura que hay sobre el tema son la dificultad que existe a veces para identificar los elementos que constituyen activos reales, la posibilidad de manipular las cifras dentro de la normativa contable, excesivo conservadurismo de la contabilidad consecuencia del afán de proteger al acreedor y la incapacidad de la contabilidad para captar y valorar el capital intelectual de la empresa, es decir, sus intangibles.

2.4. Valor contable ajustado o valor del activo neto real

Como hemos visto, el valor contable de una empresa tiene muchas limitaciones. Para evitar algunas de ellas, hay que dar un paso más con el cálculo del valor contable ajustado, para lo que los valores de los activos y de los pasivos se ajustan a su valor de mercado. De ahí que Ansón Lapeña considere que éste, que el activo neto real, es el que verdaderamente representa el patrimonio real de la empresa. Se obtiene por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Es, por lo tanto, la parte del patrimonio que corresponde a los accionistas de la empresa. Según apunta Ansón Lapeña, si los valores que aparecen en el balance de situación correspondieran a los valores reales de los bienes, su cálculo sería sencillo. Sin embargo, los criterios contables de valoración producen distorsiones entre el valor contable y el valor considerado como real. Esta falta de coincidencia obliga a realizar una evaluación individualizada de los distintos elementos.

Según la profesora Valls Martínez, éste podría ser un buen método si al valor obtenido le sumamos el importe del «fondo de comercio», que se habrá de calcular de forma independiente. Pero esta analista también considera que éste sólo es un buen método para aquellas empresas que presentan beneficios inestables, que han sido recientemente creadas y, en definitiva, en todos los casos en los que sea difícil estimar los beneficios futuros de manera suficientemente fiable. Porque sí, el principal inconveniente de este método de valoración es su carácter estático: no tiene en cuenta las expectativas de crecimiento ni de beneficios futuros de la empresa.

2.5. Valor sustancial

Éste es un verdadero ejercicio de simulación, dado que, con el método del valor sustancial se pretende averiguar la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, pero no de todos, únicamente de aquellos que sirven para la explotación. De esta manera, no se

incluirían los terrenos no utilizados o las participaciones en otras empresas. Y, como recuerda Valls Martínez, sí deberíamos incluir determinados elementos que, aunque no pertenezcan a la empresa, son utilizados por ésta, como activos en alquiler o prestados. Podríamos decir que es una aproximación al valor de mercado, puesto que habría que calcular el valor de reposición de los activos útiles para la producción a día de hoy. Pablo Fernández distingue tres clases de valor sustancial:

Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.

Valor sustancial neto o activo neto corregido: es el valor sustancial neto menos el pasivo exigible. Es, en definitiva, el patrimonio neto ajustado.

Valor sustancial bruto reducido: es el valor bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

Según algunos teóricos, el valor sustancial muestra la verdadera capacidad de generación de rentas de la empresa, porque lo que genera beneficios es el conjunto de medios vinculados a la explotación. Aunque, según otros, los que defienden el empleo del activo neto real argumentan que es ése el que realmente proporciona la base generadora de rentabilidad: lo importante son los beneficios obtenidos, con independencia de que éstos procedan de la utilización correcta de los activos de explotación o de una adecuada política financiera.

Como apunta Ansón Lapeña, como para el cálculo de este valor no se considera la fuente con la que están financiados los activos, el valor sustancial debe ser entendido como los capitales utilizados en la explotación, que diferirá del valor de la empresa para los accionistas, dado que parte de esos capitales pueden ser ajenos. Por eso, difícilmente, según este analista, puede ser considerado un método correcto de valoración de la empresa. Únicamente nos servirá como punto de partida para la aplicación de otros métodos y para calcular la rentabilidad económica de la empresa por comparación con los beneficios que obtenga la explotación.

2.6. Valor de liquidación

Es el valor de la empresa en el caso de que se proceda a la liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor, describe Pablo Fernández, se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación). La utilidad de este método, como precisa Fernández, está restringida a una situación muy concreta, como es la compra de una empresa con el fin de liquidarla posteriormente. En ese caso, este método es sumamente útil, porque responde a la pregunta: ¿Cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa? Pero, como apunta Valls Martínez, para las compañías que permanezcan en funcionamiento, se puede calcular un valor aproximado de liquidación, llamado valor liquidativo, que será la cantidad por debajo de la cual no puede descender el valor de la empresa, ya que éste representa el valor mínimo de enajenación.

2.7. Método de los capitales permanentes necesarios para la explotación

Es una incorporación de la Enciclopedia. Según este método, el valor de la empresa viene dado por el importe de su activo no corriente y el fondo de rotación operacional, ambos necesarios para la correcta explotación de la actividad empresarial. En definitiva, es el valor de sus inversiones permanentes.

2.8. Método patrimonial en términos estocásticos

Con este método termina Valls Martínez el capítulo de los que tienen como base el balance. Según explica, todos los métodos anteriores, a excepción del nominal, se pueden enfocar de manera estocástica, considerando para cada partida, no un solo valor, sino un conjunto de valores, cada uno de ellos con su respectiva probabilidad. Así, el valor estocástico de cada elemento estará formado por su media más su desviación. El balance determinístico vendrá dado por los valores medios, de modo que los recursos propios medios serán la suma de las medias del inmovilizado, realizable y disponible, menos la media de los recursos ajenos.

Métodos basados en múltiplos

- 3.1. ¿En qué consisten los métodos basados en múltiplos?..... 29
- 3.2. ¿Qué tipos de métodos basados en múltiplos existen y en qué contextos pueden ser utilizados? ... 30
- 3.3. Pasos y reglas básicas para la utilización de los múltiplos 32
- 3.4. ¿Qué ratios de valoración existen? 33

3. Métodos basados en múltiplos

3.1. ¿En qué consisten los métodos basados en múltiplos?

El profesor Pablo Fernández los llama «métodos basados en la cuenta de resultados». No en vano, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Pero con un matiz. Fernández dice: «Es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o de sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo)...». Según este método, el precio de la acción de una compañía sería múltiplo del beneficio. Trataría de responder a la pregunta: ¿Cuántos años de beneficio están recogidos en el precio de sus acciones?

Son métodos que tienen un objetivo eminentemente comparativo: ¿Qué empresa está más cara? ¿Cuál recoge más años de beneficios en sus acciones? De hecho, la profesora Valls Martínez a estos métodos los llama, directamente, «comparativos».

Por esa gran utilidad, es una metodología muy utilizada. También, por su sencillez. De todas maneras, hay que realizar una advertencia, como la hace la Enciclopedia. A pesar de su uso generalizado, se trata de una metodología que debería ser tomada como auxiliar o complementaria de otros criterios valorativos. La razón es que su resultado puede no ser representa-

tivo del verdadero valor de la empresa a causa de la alta volatilidad que sufren algunos de los múltiplos utilizados. Y la profesora Valls Martínez dice, además, que sirven para comparar compañías «de similares características y pertenecientes al mismo sector de actividad».

3.2. ¿Qué tipos de métodos basados en múltiplos existen y en qué contextos pueden ser utilizados?

Martínez Conesa y García Meca, citando a Pablo Fernández y a Morgan Stanley, concentran los indicadores en:

a) Múltiplos basados en la capitalización de la empresa: estos ratios se encuentran entre los más empleados por los analistas financieros debido a su mejor comprensión y a la disponibilidad de la variable precio. En este sentido, quizás motivado por su mayor empleo, son considerados como los ratios con mejor capacidad predictiva. Entre ellos nos encontramos con el PER, el Precio/Ventas, Precio/Cash Flow...

b) Múltiplos basados en el valor de la empresa, entendido como la suma de la capitalización bursátil más deuda neta e intereses minoritarios. Entre ellos se encuentran el EV / EBITDA, el EV / Ventas...

c) Múltiplos referentes al crecimiento de la empresa, como el PEG.

Los tres tipos de ratios bursátiles son criterios de valoración útiles por cuanto permiten la comparación entre distintas empresas de un sector, orientando la toma de decisiones de inversión. En consecuencia, como apuntan Martínez Conesa y García Meca, estos ratios necesitan de un contexto en el cual ser comparados. Existen tres escenarios básicos:

a) **Datos pasados:** esta forma de comparar los múltiplos está teniendo cada vez menos relevancia en la valoración de empresas. La razón básica es que los datos de mercado se van incrementando con el tiempo, por lo que la mayor parte de las acciones europeas parecen estar cotizando a precios muy caros en comparación con sus valores diez o quince años atrás, debido a la caída de los tipos de interés de los últimos años.

b) **Datos de mercado:** los problemas de la comparación de los múltiplos con datos históricos de la compañía parecen desaparecer cuando

realizamos la comparación con datos del mercado. Pero este tipo de análisis tiene riesgos: si, por ejemplo, el crecimiento de beneficios de una empresa ha sido históricamente mucho mayor que el del mercado, debería merecer una prima en su valoración, pero si el mercado percibiese cualquier riego de bajada en su crecimiento, o una disminución en la visibilidad de sus beneficios, la acción resultaría cara en su comparación con un múltiplo del mercado. Además, el mercado suele cambiar su composición, por lo que su comparación con los múltiplos de la empresa en el tiempo introduciría importantes distorsiones.

c) Datos sectoriales: las comparaciones de los múltiplos en sectores evitan las limitaciones del empleo de datos históricos de la empresa o de mercado, por lo que cada vez son más empleadas por directivos y analistas. En este sentido, es importante destacar la importancia del sector frente al país para explicar las diferencias en los rendimientos de las empresas. El único peligro del empleo de ratios sectoriales es la dificultad de discernir sobrevaloraciones de sectores; si el precio de mercado de todas las empresas de un sector se incrementa, entonces el múltiplo relativo al sector podría resultar inflado, dando lugar a importantes distorsiones difíciles de corregir.

Los métodos de valoración relativos cuentan con la ventaja de estar basados en resultados históricos y en los resultados futuros más inmediatos, por lo que la información disponible es mayor y más fiable. Pero las principales ventajas de la aplicación de estos ratios, basadas en su simplicidad y comparabilidad, son su principal deficiencia, comentan Martínez Conesa y García Meca. No permiten, por ejemplo, incorporar análisis de aspectos como el riesgo o expectativas futuras. Además, los múltiplos son enfoques de valoración relativos: no indican si un activo está valorado adecuadamente, sino que únicamente muestran si está apropiadamente valorado en relación con algún grupo de comparación. Además, la validez de los resultados del análisis de múltiplos está condicionada a que se cumplan una serie de circunstancias, como es que el negocio tenga crecimientos históricos y esperados uniformes, necesidades de inversión en capital regulares y vida no limitada.

3.3. Pasos y reglas básicas para la utilización de los múltiplos

Podemos establecer cuatro pasos básicos en el empleo de los múltiplos:

- Asegurar que el múltiplo es definido de forma consistente y medido uniformemente a lo largo de las empresas objeto de estudio.
- Analizar la distribución por secciones del múltiplo, no sólo entre empresas del sector, sino también a través del mercado.
- Entender las variables fundamentales que determinan el múltiplo y cómo se vería afectado por sus cambios.
- Encontrar las empresas adecuadas para realizar comparaciones, controlando las diferencias que puedan persistir entre las mismas de tal forma que los múltiplos reflejen la realidad presente y futura de la sociedad objeto de valoración. Se deben considerar las similitudes existentes en el tamaño, crecimiento, rentabilidad o riesgo, entre otros aspectos, de las empresas objeto de comparación. Por tanto, antes de calcular los múltiplos de valoración será necesario ajustar las magnitudes sobre las que se calcularán dichos múltiplos para lograr que se adecúen a la realidad presente y a las perspectivas futuras de la compañía.

Además, se deben respetar una serie de reglas básicas en el empleo de las valoraciones relativas enumeradas por Morgan Stanley y recogidas por Martínez Conesa y García Meca:

- A cada uno lo que se merece: es lógico emplear el ratio precio/beneficio, ya que el precio de la acción en el mercado debe ser la valoración que éste otorga a la acción y el beneficio neto pertenece al accionista. Por eso, es necesario correlacionar ambas magnitudes.
- No olvidar el crecimiento: la mayor parte de los ratios son estáticos y el crecimiento debe ser tenido en cuenta mediante el ajuste de los ratios a sus crecimientos esperados y el conocimiento de la existencia, o no, de beneficios cíclicos.
- Medir el riesgo: la medición del riesgo es otro de los aspectos debatidos de forma frecuente en la valoración de empresas. Algunos analistas utilizan la beta, a pesar de que ésta sólo mide el riesgo sistemático, no contemplando el riesgo no sistemático inherente a la acción. Una solución es observar la volatilidad de los activos mediante la medición de la

desviación estándar de los rendimientos y su comparación con el nivel medio de rentabilidad.

- La valoración por sí sola nunca es suficiente: los precios no siempre se ajustan al valor intrínseco calculado de la acción, pero la dirección del valor intrínseco es incluso más importante que su distancia con el valor de mercado.

3.4. ¿Qué ratios de valoración existen?

Hay numerosos ratios de valoración por fundamentales. Todos ellos ponen en relación el precio o el valor de la empresa («entreprise value»), que surge de la suma de la capitalización con la deuda, con alguna otra variable del negocio de la compañía, como los beneficios, las ventas, el cash flow o el dividendo que paga la empresa.

3.4.1. PER (Price to earnings ratio)

Es el ratio más popular. Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER. O, tomado a la inversa, es el cociente entre el precio y el beneficio. Eso significa que el PER nos dice cuántas veces está incluido el beneficio en el precio o, dicho de otro modo, cuántos años de beneficio anual estamos pagando en el precio.

Como explica Alejandro Scherk en su «Manual de Análisis Fundamental», el PER se puede calcular usando datos de la compañía o datos por acción. En el primer caso, tenemos que emplear la capitalización bursátil y el beneficio neto de la compañía:

$$\text{PER} = \text{capitalización bursátil} / \text{beneficio neto.}$$

En el segundo caso, la cotización de los títulos y el beneficio por acción:

$$\text{PER} = \text{precio} / \text{beneficio por acción.}$$

Cuando calculamos este ratio tenemos que decidir qué beneficio por acción utilizamos. ¿El del último ejercicio cerrado? ¿El estimado para este año? ¿El estimado para el próximo ejercicio? En función de eso, obtendremos un PER actual o un PER estimado.

La principal utilidad del PER es que nos permite comprobar, en términos relativos, lo cara o lo barata que está una empresa. En primer lugar,

podemos comparar el PER de una empresa con el del conjunto del mercado. Si su PER es más bajo, podemos decir que está infravalorada en comparación con el conjunto del mercado. Pero todavía más útil resulta comparar el PER de una compañía en particular con sus comparables, es decir, con otras empresas de su sector, para ver si es más o menos atractiva según este ratio. Esto es así porque hay sectores que tienden a tener PER más altos (los de crecimiento, por ejemplo).

Además, como apunta Martínez Conesa y García Meca, el PER es un ratio útil para identificar el potencial de crecimiento asignado por el mercado a diferentes empresas. El ratio PER es empleado en compañías donde la visibilidad de los beneficios es baja, tales como compañías que operan en sectores cíclicos. También se suele utilizar en los sectores de construcción, bienes de capital o petróleo. Aunque en todos estos sectores es crucial ajustar los beneficios en función de la posición de la compañía en el ciclo.

También es verdad que hay que tomar este ratio con precaución, porque un PER bajo, o anormalmente bajo, más que mostrar el atractivo de una compañía, puede ser síntoma de que las cosas no le van bien. No es muy apropiado basar una decisión de inversión, o realizar la valoración de una compañía, atendiendo a un solo método de valoración. Pero sí que es cierto, como apunta Fernández, que esta sencilla fórmula permite en muchas ocasiones realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o infravaloración de empresas. Aunque no nos es útil para empresas en pérdidas. Martínez Conesa y García Meca también desaconsejan su uso en el caso de empresas que crecen a un ritmo mayor al mercado por su autofinanciación o por la tasa de actualización prevista por el inversor.

Con los mismos elementos (capitalización bursátil y precio), podemos calcular la rentabilidad por beneficio. Sólo hay que hacer una cuenta inversa: Rentabilidad por beneficio = beneficio neto / capitalización bursátil o Rentabilidad por beneficio = beneficio por acción / precio. Éste es un buen indicador de la rentabilidad bursátil esperada por el mercado y puede ser comparada con la rentabilidad esperada en otras inversiones alternativas a la bolsa, como la renta fija.

Ejemplo: La entidad holandesa de banca y seguros ING ganó 3.894 millones de euros en el año 2012. Cinco meses después de terminarse el

ejercicio, tiene una capitalización bursátil de 26.020 millones de euros. ¿Cuál es su PER? Para calcularlo, tenemos que dividir la capitalización entre el beneficio neto. Así, obtenemos que es de 6,68 veces. Éste es el PER actual, porque lo estamos calculando con los últimos beneficios. Para obtener su PER estimado para 2013 tendríamos que utilizar el beneficio previsto para este año. Vamos a calcular el PER previsto para este año, pero vamos a utilizar la previsión de beneficio por acción. Para 2013, el consenso de analistas espera un beneficio por acción de 0,997 euros. Como su acción cotiza a 6,791 euros, el PER estimado para este año es de 6,81 veces. En principio, parece que sus acciones son baratas, pero hay que tener en cuenta que sólo podemos decir que una acción está cara o barata en términos relativos, es decir, en comparación con otras del mismo sector. Vamos a poner algunos casos: los PER actuales de BBVA y Santander superan las 30 veces, pero los estimados para el año 2013 bajan hasta las 10 veces.

3.4.2. Precio/cash flow

Si el PER nos dice cuántas veces pagamos el beneficio de la compañía, el P/CF nos dice cuántas veces pagamos su «cash flow». ¿Y qué es el «cash flow»? Simplemente, el flujo de caja, es decir, la diferencia entre las entradas y las salidas de flujos monetarios. El método más conocido para calcularlo es aquél que resulta de sumar a los beneficios obtenidos las amortizaciones y las provisiones. Pero hay otras alternativas y formas de calcular el flujo de caja: podemos hablar del flujo de caja operativo, que es el derivado de la actividad típica de la empresa; el de inversión, que es el relacionado con los proyectos de inversión de la empresa; o de financiación, que relaciona los recursos obtenidos y devueltos. Los expertos, en general, destacan lo problemático que es el cálculo del «cash flow». Pero, puesto en relación con el precio de la acción puede dar una información interesante. Como sucede con el PER, cuanto más bajo sea el P/CF, más atractiva será la compañía. Y como sucede también con el PER, resulta más útil cuando se utiliza para comparar compañías del mismo sector. Quizás mucho más en este caso, puesto que los flujos de caja se comportan de manera diferente según los sectores de los que estamos hablando. Así, este ratio tiende a favorecer a las empresas que son intensivas en inmovilizado, como las eléctricas, dado que la partida de

amortizaciones es muy grande, en detrimento de otras que son intensivas en rotación de inventario, como las cadenas de supermercados, sobre todo si no son dueños de los inmuebles que ocupan, puesto que tienen cifras bajas de amortización.

Este ratio, como el PER, es un ratio estático, lo que favorece su empleo en sectores cíclicos, donde la visibilidad de beneficios sea limitada. Los sectores químico y automovilístico también suelen emplear con frecuencia este indicador, al igual que los sectores de energía y construcción. Sin embargo, no se muestra de utilidad en empresas financieras, como bancos o aseguradoras, debido a la ausencia de sentido del concepto de «cash flow» en estas compañías.

Ejemplo: Vamos a comparar dos compañías del sector automovilístico: la alemana BMW y la francesa Renault. El precio de las acciones de la primera recoge trece veces su «cash flow». Las de la segunda, 3,75 veces. Está más barata la segunda, pero no podemos sacar conclusiones sólo con estos ratios. Porque, ¿Y si estuviera justificado que Renault cotice a ratios más bajos por sus peores perspectivas o por su presencia en mercados de menor crecimiento?

3.4.3. Precio/ventas

Los dos ratios que hemos visto con anterioridad comparan el precio de la acción con el beneficio y con la generación de caja. Éste lo hace con las ventas dividiendo la capitalización bursátil de la empresa entre las ventas realizadas durante un año. Con este ratio lo que se trata de mostrar es el número de veces que están cotizados los beneficios en el precio de una empresa. Su ventaja, dicen los expertos, reside en que las ventas pueden ser mucho más estables que los beneficios o que la generación de caja. También es cierto que la cifra de ventas es la rúbrica menos fácilmente manipulable, así que este ratio ofrece una información mucho más fiable. Además, se revela especialmente útil para comparar empresas que venden productos similares.

El empleo de este indicador, como explican Martínez Conesa y García Meca, ha dado lugar a que exista cierta preocupación de que cuando la valoración está basada únicamente en estimaciones de las ventas, la tentación de inflar las perspectivas futuras de una compañía quizás sea

irresistible. Así, los analistas consideran peligroso utilizar únicamente este múltiplo para valorar empresas.

Este ratio se aconseja para la valoración de empresas donde la información disponible no sea muy grande, ya que los datos de precios y ventas son fácilmente obtenibles. También se emplea cuando la cifra de beneficios no es del todo fiable y en aquellas empresas que se encuentran iniciando su negocio y que además suelen obtener pérdidas como consecuencia de los requerimientos de fuertes inversiones. Los sectores de telecomunicaciones, Internet y media suelen ser valorados con este indicador.

Ejemplo: Inditex cotiza a 4,05 veces ventas. Su principal competidor, H&M, a 3,17 veces. De acuerdo con este ratio, Inditex está más cara que H&M. Pero igual que antes nos sucedía cuando comparábamos a Renault con BMW, es posible que esté justificado que Inditex esté más cara que H&M, porque quizás, la española tiene mayor potencial de crecimiento que la sueca.

3.4.4. EV / Ventas

No lo hemos dicho, pero el ratio anterior tiene una gran limitación y es que no tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa: no sabemos si su actividad está financiada íntegramente con recursos propios o si está muy endeudada. Para evitar ese problema, que puede distorsionar nuestra interpretación sobre la situación de la compañía, utilizamos este otro ratio, que compara el valor de la empresa («enterprise value») con las ventas.

Ejemplo: Vamos a continuar comparando a Inditex y a H&M para ejemplificar este ratio. Hemos escogido uno que compara el valor de la empresa con las ventas efectuadas en los doce últimos meses. Y también nos salen más caras las acciones de la compañía española: el valor de Inditex es 3,77 veces las ventas de la empresa, frente a las tres veces justas que supone el valor de H&M respecto de sus ventas.

3.4.5. EV / Ebitda

Aquí también cogemos el «enterprise value», no la capitalización bursátil y lo dividimos entre el resultado bruto de explotación (ebitda). Con

ello, obtenemos el multiplicador de la empresa sobre los recursos que genera, independientemente de su estructura financiera, porque el ebitda no incluye los intereses de la deuda. ¿Cuándo tiene especial sentido utilizar este ratio? Scherk dice que cuando se trata de valorar empresas industriales y de tecnología, que suelen estar muy endeudadas dadas sus elevadas necesidades de inversión. Pero también es verdad que estas compañías disfrutan de una explotación brillante o con muy buenas expectativas, pero incurren en pérdidas por sus gastos financieros. Por eso, con este ratio tenemos una imagen más precisa de la situación de la compañía.

Según Alejandro Scherk, un ratio inferior a 3 es excelente; de 3 a 5 es barato; de 5 a 7 es intermedio; de 7 a 9 es alto; y por encima de 9 es muy alto. Pero esto debe matizarse por el potencial de crecimiento de cada compañía.

Excepcionalmente a las empresas financieras, este ratio es empleado sobre la totalidad de las empresas cotizadas.

Ejemplo: como el analista fundamental Alejandro Scherk recomienda utilizar este ratio con compañías tecnológicas, le vamos a hacer caso y vamos a comparar a tres empresas del sector. Tres de las más famosas. Dos de ellas siguen en la cresta de la ola: son Apple y Google. Y la otra corre el riesgo de convertirse en una vieja gloria: hablamos de Microsoft. El valor de Apple es 4,73 veces su ebitda; en el caso de Microsoft, esta cifra sube hasta las 5,82 veces, mientras que en el caso de Google se dispara por encima de las 13 veces. Entonces, de acuerdo con la escala de Scherk, ninguna de las tres estaría en una situación excelente, pero Apple estaría barata y Microsoft, en una situación intermedia. La que se encuentra en una situación complicada sería Google. Aunque no hay que olvidar el matiz que introduce Scherk: hay que tener en cuenta cuál es el potencial de crecimiento de cada una de las compañías.

3.4.6. Precio/valor contable

Con este ratio, comparamos el valor total de la compañía con el nivel de sus recursos propios con las siguientes fórmulas: $P/VC = \text{capitalización bursátil} / \text{recursos propios}$ o $P/VC = \text{precio} / \text{valor contable por acción}$.

En los últimos años, el mercado se ha fijado especialmente en este ratio y en el sector financiero. De hecho, todos los bancos españoles, por no hablar de los europeos o de los estadounidenses, han estado cotizando muy por debajo de su nivel contable. El mercado descontaba con ello que su valor contable, que el valor de sus fondos propios estaba hinchado como consecuencia de que no había terminado de pinchar la burbuja inmobiliaria. Ése es el ejemplo que utilizaremos para ilustrar este ratio. A día de hoy, el 15 de mayo de 2013, el P/VC de Santander y BBVA es de 0,77, lo que significa que cotiza con un descuento del 60 por ciento respecto a su valor contable, por que si este ratio fuera 1 implicaría que cotiza al mismo valor de sus fondos propios. Pero también puede suceder lo contrario. Por ejemplo, ACS cotiza a 2,26 veces sus fondos propios. Según Alejandro Scherk, en su Manual de Análisis Fundamental, la prima suele ser el reflejo de al menos tres cosas: recursos propios cuyo valor de mercado es superior al valor contable, capacidad futura de generación de beneficios y fondo de comercio de la empresa basado en su liderazgo, su marca...

En general, como apuntan Martínez Conesa y García Meca, este método es adecuado para empresas cuyos activos reflejados en la contabilidad son muy significativos en el negocio. En general, los analistas lo aplican a empresas de sectores financieros, como banca y seguros, inmobiliarias, y en ocasiones a empresas industriales intensivas en capital. Suele ser menos útil para comparar empresas de sectores como distribución o seguridad privada.

3.7. PEG.

Este ratio relaciona el precio de una acción medido a través del PER con su potencial de crecimiento. Para obtenerlo, hay que dividir el PER entre la tasa de crecimiento. En general, como sucede con el PER, cuanto más bajo, más barata está la compañía. Lo óptimo, es que se sitúe por debajo de 1. En cambio, si es superior a 1,5 o a 2, podemos decir que la compañía está cara, aunque, como siempre, no hay que sacar conclusiones precipitadas: depende de cada caso y, también, del sector en el que se encuadre.

Si el PER es sólo aplicable a las compañías con beneficios, es decir, a aquéllas que no estén en pérdidas, el PEG sólo es útil cuando

hablamos de empresas en proceso de crecimiento. Precisamente, ése es el «plus» del PEG con respecto al PER: la atención y la importancia que presta al crecimiento. De hecho, los analistas dicen que es mejor una empresa algo más cara que crezca con cierta velocidad que una empresa barata con parcos ritmos de crecimiento. Así, los partidarios de este ratio dicen que, con él, se obtiene el multiplicador de beneficios que hay que pagar por cada punto de crecimiento.

Igual que en el PER nos encontramos con el problema de elegir un año de beneficios para calcular bien el PER actual, bien el de años siguientes, cuando nos ponemos a calcular el PEG, también tenemos que seleccionar el PER de un ejercicio en concreto. Y lo que es más importante y puede traernos más quebraderos de cabeza: ¿Qué tasa de crecimiento escoger? Algunos analistas dicen que hay que escoger la tasa de crecimiento de los beneficios observada en el pasado, en un periodo de al menos cinco años, pero sólo si de verdad se considera que la compañía va a ser capaz de seguir creciendo a ese ritmo.

De nuevo, este ratio hay que utilizarlo con ánimo comparativo. Y sin exagerar su importancia, dado que no contempla los riesgos de la compañía, que pueden tener que ver, en un momento como el actual, con un excesivo endeudamiento, o grandes oscilaciones en ventas, en márgenes...

Este ratio suele ser aplicado a empresas que cuentan con altas tasas de crecimiento, como las del sector tecnológico o salud.

Ejemplo: Hemos escogido dos compañías del sector farmacéutico, la francesa Sanofi y la británica GlaxoSmithKline. Hemos cogido el PEG actual y en ambas alcanza los dos puntos. Eso, con el PER actual, es decir, con el que resulta de los últimos resultados presentados. Por lo tanto, podemos decir que ambas empresas están caras. Les hemos querido dar una oportunidad y hemos calculado los PEG previstos para 2013 y para 2014 y hemos visto que siguen rondando los 2 puntos. Y aquí no podemos utilizar la coartada de que es posible que ratios tan altos estén justificados por su potencial de crecimiento porque, precisamente este ratio tiene muy en cuenta el ritmo de crecimiento al que se prevé que evolucionen las empresas. De todas formas, es comprensible que estén caras: en los últimos años

de crisis han actuado como refugio y han sufrido una importante expansión de múltiplos.

3.4.7. Rentabilidad por dividendo

Se calcula dividiendo el dividendo de una acción entre su precio. Los dividendos son, según comenta Pablo Fernández, los pagos periódicos que una empresa realiza a los accionistas. Ese pago viene del beneficio. En algunos casos, las empresas deciden un pago fijo por acción. Por ejemplo, Telefónica acaba de establecer que remunerará con 0,75 euros brutos por acción. En cambio, hay otras compañías, como Enagás, que establecen un «pay-out», es decir, se comprometen a destinar un porcentaje del beneficio a remunerar al accionista.

El profesor Pablo Fernández propone calcular la valoración de una empresa a partir de los dividendos que reparte. De este modo, según este método, el valor de una acción sería el valor actual de los dividendos que se espera obtener de ella. En el caso que esperemos dividendos perpetuos, es decir, que la empresa reparta dividendos todos los años, el valor de sus acciones resultaría de dividir el dividendo que paga por acción entre la rentabilidad exigida a las acciones. Este último concepto, el de «rentabilidad exigida a las acciones» es la rentabilidad que esperan los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Normalmente, se toma como referencia la rentabilidad del bono a diez años del país que corresponda. La rentabilidad esperada para la bolsa, en condiciones normales, se sitúa por encima de esa tasa, porque se añade la prima de riesgo de la empresa.

También puede ocurrir que esperemos que el dividendo de la compañía en cuestión crezca a un ritmo anual constante. Entonces, el valor de la acción resultaría de la división del dividendo del año 1 entre la rentabilidad exigida por el inversor menos la tasa de crecimiento.

Aunque hay bastante controversia sobre este tema, el profesor Fernández dice que la evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos como porcentaje de sus beneficios no suben más en Bolsa. Y, a su juicio, ello se debe a que cuando una empresa remunera con más generosidad a sus accionistas, normalmente reduce su crecimiento, porque reduce su cantidad de dinero disponible para invertir.

Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

- 4.1. ¿En qué consisten los métodos basados en el descuento de flujos de fondos y cuáles son las etapas que hay que seguir?.....45
- 4.2. ¿Cómo se calcula la tasa de descuento?47
- 4.3. ¿Cuándo se utiliza el modelo de valoración por descuento de flujos de caja?.....49
- 4.4. ¿Con qué criterio se establece el horizonte temporal?50
- 4.5. ¿Cómo se calculan los rendimientos, es decir, la cuantía a descontar?51
- 4.6. ¿Qué pasa cuando calculamos el valor de una empresa cuyos rendimientos son los dividendos? Valoración de empresas mediante descuento de dividendos.....53
- 4.7. Descuento de «free cash flow».....60
- 4.8. Valor operativo de la empresa63
- 4.9. Valor presente ajustado.....64
- 4.10. Valor residual o terminal.....65

4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

4.1. ¿En qué consisten los métodos basados en el descuento de flujos de fondos y cuáles son las etapas que hay que seguir?

Como explica la profesora Valls Martínez, este grupo de métodos están basados en la capacidad de generación de rentas de la empresa. Así, el valor de la empresa se calculará actualizando las rentas potenciales estimadas. Esta formulación, continúa Valls Martínez, puede adoptar diversas versiones, ya que los rendimientos de los diferentes periodos pueden considerarse constantes o variables, el horizonte temporal finito o perpetuo, la tasa de actualización constante o variable anualmente. Además, la renta es posible interpretarla como beneficios, dividendos o flujos de caja. Por lo tanto, la historia se puede complicar tanto como se quiera.

Según el profesor Fernández, el método de descuento de fondos es el único método de valoración conceptualmente correcto, porque, con él, se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos. La filosofía que subyace es que el valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad de generar dinero para sus propietarios. Para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos fondos usando una tasa de descuento apropiada.

De acuerdo con Fernández, citado en Martínez Conesa y García Meca, las etapas fundamentales para realizar una buena valoración por descuento de flujos son las siguientes:

- Análisis histórico de la empresa y del sector:
 - a) Análisis financiero: evolución de las cuentas de resultados y balances, evolución de los flujos generados por la empresa, evolución de las inversiones de la empresa, evolución de la financiación de la empresa, análisis de la salud financiera, ponderación del riesgo del negocio.
 - b) Análisis estratégico y competitivo: evolución del sector, evolución de la posición competitiva de la empresa, identificación de la cadena de valor, posición competitiva de los principales competidores, identificación de los «value drivers».

- Proyecciones de los flujos futuros:
 - a) Previsiones financieras: cuentas de resultados y balances, flujos generados por la empresa, inversiones, financiación, valor terminal, previsión de varios escenarios.
 - b) Previsión estratégica y competitiva: presión de la evolución del sector, previsión de la posición competitiva de la empresa, posición competitiva de los principales competidores.
 - c) Consistencia de las previsiones de flujos: consistencia financiera entre las previsiones, comparación de las previsiones con las cifras históricas, consistencia de los flujos con el análisis estratégico.

- Determinación del coste de los recursos: coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones, coste ponderado de los recursos.
 - Actualización de los flujos: actualizar los flujos previstos a su tasa correspondiente, valor actual del valor terminal, valor de las acciones.
 - Interpretación de los resultados: comparación del valor obtenido con el valor contable, comparación con empresas similares, análisis de sensibilidad, identificación de la creación de valor prevista, sostenibilidad de la creación de valor, justificación estratégica de la creación de valor prevista.

4.2. ¿Cómo se calcula la tasa de descuento?

La determinación de la tasa de descuento es, pues, uno de los puntos más importantes, esenciales, de la metodología. Se realiza, cuenta Fernández, teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas... La profesora Valls Martínez habla de la «tasa de actualización». Ésta, dice, es necesaria para homogeneizar en un instante común, el presente, los rendimientos que están referidos a distintos momentos del tiempo. La elección de esta tasa es el mayor problema con el que se encuentra el evaluador para determinar el valor de rendimiento de la empresa, porque pequeñas variaciones en la cuantía de la misma pueden ocasionar grandes variaciones en el valor de la empresa.

Según Valls Martínez, la tasa de actualización representa la rentabilidad que el inversor exige a su inversión. Hay autores que consideran que esta rentabilidad viene determinada por el coste del capital. El profesor Anson Lapeña lo define como el coste medio de las distintas fuentes o recursos financieros que la empresa utiliza, calculado a partir del precio pagado a los aportantes de los fondos, no sólo por la utilización de los mismos, sino como compensación del riesgo al que se enfrentan. Así, para el cálculo del coste medio ponderado del capital deberemos conocer en primer lugar cuál es el coste de cada una de las fuentes de financiación, para posteriormente calcular el promedio de todos ellos utilizando como ponderación la proporción que cada uno de los recursos financieros utilizados por la empresa representa sobre el total del pasivo.

Valls Martínez dice que al considerar como la tasa de actualización el coste del capital, estaremos utilizando la rentabilidad mínima que exigirá el inversor y obtendremos, en consecuencia, el máximo valor de la empresa.

Pero esta experta también destaca que hay algunos autores que consideran que la rentabilidad exigida debe ser superior al coste de capital, por lo que la tasa de actualización a emplear será más elevada. Por lo tanto, nos encontramos con dos opciones: la primera es considerarla como la rentabilidad de las inversiones alternativas y la segunda es obtener la tasa de actualización como la suma de un tipo base (que puede ser el tipo de interés de la deuda a largo plazo o el tipo de rendimiento medio del sector al que pertenece la empresa, por ejemplo) más una prima de riesgo.

Como alerta Valls Martínez, para no sobrevalorar la empresa hay que aumentar el tipo base con una prima de riesgo. Aunque también cabe la posibilidad, como ella apunta, de considerar el riesgo en los rendimientos, disminuyendo su valor, y no en la tasa de actualización. De todas maneras, Valls es más partidaria de incorporar el riesgo en la tasa de actualización para, además, cubrirse de otras eventualidades, como el riesgo económico (el ya aludido de inseguridad de la obtención de las rentas futuras estimadas), el riesgo financiero (derivado de la estructura financiera de la empresa) o el riesgo de iliquidez (la posibilidad de que la transmisibilidad de la empresa se haga más difícil).

Tampoco debemos olvidar que la inflación hará que la rentabilidad exigida a la inversión sea mayor para compensar la pérdida de poder adquisitivo de la moneda. A este respecto Valls Martínez recomienda tener cuidado y aplicar la prima de riesgo al tipo deflactado, puesto que de hacerlo al tipo no deflactado se elevaría de forma incorrecta la tasa de actualización.

En definitiva, ¿cuál es el coste de los recursos propios de una empresa? De acuerdo con el modelo Capital Assets Pricing Model, se calcula sumando a la rentabilidad sin riesgo una prima que implica el reconocimiento del riesgo de la inversión en la empresa. Así, hay que sumar la rentabilidad sin riesgo (por ejemplo, la del bono soberano a diez años) más la prima de riesgo por invertir en Bolsa más la beta de los recursos propios en la empresa apalancada. Esta beta representa el riesgo sistemático que no se puede eliminar mediante la diversificación, por lo que representa la relación entre la rentabilidad del título con la del mercado.

Ejemplo: Vamos a extraer un caso práctico del libro de Martínez Conesa y García Meca.

Calcular el coste del capital con una beta de 1,24 y suponiendo una rentabilidad del bono del Estado a diez años del 7%. La tasa de compensación de riesgo de capital, medida para series históricas cercanas a cien años y tomando como instrumento libre de riesgo de los bonos del Estado a diez años es del 5,5%.

En este ejemplo, la prima de riesgo que se demanda a la inversión, definida como la diferencia entre la rentabilidad esperada para la inver-

sión, definida como la diferencia entre la rentabilidad esperada para la inversión y la rentabilidad de los instrumentos libres de riesgo, es de 5,5.

El coste de capital es:

$$7\% + (1,24 \times 5,50\%) = 13,82\%$$

En otras palabras, los administradores necesitan generar un rendimiento del 13,82% sobre el capital de sus inversores. Sobre un periodo de tiempo largo, si los administradores fallan en generar estos rendimientos para sus inversores, el precio de las acciones caerán porque estos decidirán vender.

Uno de los mayores supuestos fundamentales en el descuento de flujos de caja es que la estructura financiera del capital permanece estable durante el horizonte de tiempo en el que se implementa el pronóstico, ya que cuando cambia la estructura del capital de la firma, la tasa de descuento también cambia, lo que afecta al valor presente de la empresa por valorar.

Por otro lado, como apuntan Martínez Conesa y García Meca, para la actualización de los flujos de fondos se aconseja emplear el coste promedio del capital, es decir, el coste medio ponderado de los recursos.

4.3. ¿Cuándo se utiliza el modelo de valoración por descuento de flujos de caja?

Hay empresas o sectores en los que no es aconsejable utilizar este método. Éstos son los casos de empresas con gran crecimiento; negocios con bienes de equipo o construcción, porque no se sabe con exactitud cómo evolucionará el ciclo económico en los próximos años; bancos y empresas aseguradoras, por problemas en la determinación de la estructura de capital, flujos disponibles para los accionistas. Así pues, la valoración por descuento de flujos de caja es útil especialmente en los negocios que cumplan las siguientes características:

- Que formen parte de sectores de carácter cíclico.
- Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones y / o estructura.
- Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión o expansión económica.

- Aquellas empresas pertenecientes a sectores que utilicen técnicas de creación de valor.
- Que experimenten o vayan a producirse cambios previsibles con respecto a la evolución en los últimos años.
- Que tengan un plan de inversiones significativos para los próximos años.
- Que contemplen acometer cualquier proceso de reestructuración.
- Que tengan una vida limitada.

4.4. ¿Con qué criterio se establece el horizonte temporal?

Como apunta Ansón Lapeña, uno de los aspectos importantes a la hora de aplicar los modelos de valoración basados en previsiones de beneficios futuros es la determinación del horizonte temporal en el que se van a realizar tales predicciones y, por tanto, el número de años cuyos beneficios se van a capitalizar.

No hay unanimidad entre los estudiosos. Hay algunos expertos que consideran que el horizonte temporal ha de ser infinito, pues si bien la duración de la empresa no se puede considerar eterna, sí lo será su capital, ya que a lo largo de la vida de la entidad se busca el mantenimiento de éste. Pero hay otros autores que argumentan la necesidad de establecer un periodo finito para la determinación del valor de rendimiento. Ello no significa que la vida de la empresa termine en ese plazo, sino que su continuidad a partir del mismo será consecuencia, no de los factores actualmente existentes, sino de los que hayan sabido crear sus dirigentes en el futuro. Para este segundo grupo de autores, según recoge Ansón Lapeña, la duración se fijará teniendo en cuenta dos tipos de factores: por un lado, los de carácter objetivo, como la existencia de patentes, estudios, situaciones de monopolio..., que permiten la elección de un periodo más amplio; por otro, los de tipo subjetivo, como la capacidad de sus dirigentes, que en caso de predominar sobre los anteriores, supondrán la necesidad de establecer un periodo más corto.

Pero hay un tercer grupo de expertos que, a juicio de Ansón Lapeña, son los que tienen una opinión más «correcta». Son partidarios de establecer un horizonte finito en el que se realizarán las predicciones

de manera explícita, y un periodo posterior en el que se determinará el valor de continuidad de la empresa, que añadido al obtenido por el descuento de los beneficios o flujos de caja en el periodo anterior, permiten determinar el valor global de la entidad.

De esta manera, Martínez Conesa y García Meca precisan que el horizonte temporal, en realidad, depende de muchos factores, entre otros: la estabilidad esperada en la economía, en la industria en general y en la empresa en particular; la estabilidad esperada en las variables macroeconómicas, como la inflación, los tipos de interés, los impuestos, los tipos de cambio; y también depende en buena parte del nivel de experiencia del analista financiero en tareas de valoración de empresas. El tipo de negocio que se esté analizando y la historia disponible son también aspectos fundamentales en la estimación del número de periodos a considerar.

La profesora Valls Martínez aporta otra alternativa: a su juicio, el horizonte temporal debe ser limitado. Pero, puesto que la empresa al cabo de esos «n» años no tiene un valor nulo, se ha de tener en cuenta el valor de ésta en dicho momento. Hablamos de su valor residual. Normalmente, se acepta como valor residual el valor liquidativo en ese instante.

4.5. ¿Cómo se calculan los rendimientos, es decir, la cuantía a descontar?

Por último, tenemos que calcular la cuantía a descontar. La renta, los rendimientos, pueden ser considerados como beneficios, dividendos o «cash flows». Seguimos a Valls Martínez. A su juicio, si decimos calcular el valor de rendimiento en base a los beneficios, el problema que se plantea es la previsión futura de éstos. Hay dos maneras de estimarlos: analizando la tendencia de los resultados pasados, o analizando los ingresos y costes futuros. Para esta experta, sería conveniente calcular el beneficio futuro de ambas formas para, posteriormente, comparar los resultados, de modo que si éstos son similares, sabremos que nuestra estimación es acertada, pero si encontramos una desviación importante en los mismos, entonces tendremos que analizar su causa, que podría estar en un error en la previsión realizada por el análisis de la tendencia,

o bien en un cambio en la coyuntura que mediante la prospección del pasado no es posible detectar.

¿Cómo debe procederse al análisis de los resultados pasados para que nos permitan determinar los beneficios futuros? Los resultados que ofrece la contabilidad deben primeramente ser sometidos a una serie de correcciones, tanto al alza como a la baja. En primer lugar, hay que corregir las amortizaciones, que deben ser calculadas de acuerdo al valor actual de los activos. Además, hay que eliminar las pérdidas y los beneficios excepcionales. Y, por último, si el empresario ha percibido remuneraciones de la empresa, hay que aumentar o disminuir el beneficio en la diferencia entre aquéllas y las que se hubiesen dado a un tercero.

A continuación, hay que corregir los beneficios con los índices de precios. A partir de los beneficios ya normalizados y en unidades monetarias reales, se puede efectuar ya la estimación de los beneficios futuros, pero teniendo en cuenta: los hechos ajenos a la empresa que puedan alterar de manera inesperada su rentabilidad; las características de la gestión pasada; y las decisiones adoptadas en el seno de la empresa que pueden alterar significativamente su cuenta de resultados.

Si realizamos las previsiones basándonos en un análisis de los ingresos y gastos futuros, hemos de estudiar de forma detallada: volumen y valor de las ventas, volumen de la producción, volumen y valoración de las adquisiciones, dimensiones de los costes de producción, dimensiones de los costes estructurales, dimensiones de los costes de ventas, dimensiones de los costes financieros y fiscales.

Pero, en realidad, cuando intentamos prever el resultado de los años próximos, nos encontramos siempre en un ambiente de incertidumbre. Esto quiere decir que tendremos distintos valores posibles de beneficio para cada ejercicio, pero no sabremos exactamente con qué probabilidad se va a presentar cada uno de estos valores. El evaluador puede solucionar este problema de dos formas, bien asignando probabilidades de forma subjetiva, en función de su experiencia y de las expectativas futuras, bien asignando probabilidades de manera objetiva, es decir, asignando la misma probabilidad a cada uno de los posibles resultados.

El valor de rendimiento en base a beneficios se debe evitar usar en las empresas en las que los resultados dependan fuertemente de la gestión personal del directivo, y cuando la previsión de los mismos sea en exceso especulativa. Será, sin embargo, un método idóneo para los casos en los que los resultados estén vinculados a variables de tipo objetivo.

Si lo que se pretende es calcular el valor global de la empresa, es decir, para el conjunto de inversores, el beneficio que hay que tomar es el que es independiente de la forma de financiación: al beneficio contable habrá que sumarle los intereses de las fuentes de financiación ajenas. Ahora bien, si lo que se busca es el valor de la empresa para sus propietarios, entonces el beneficio a actualizar será aquél que sea posible distribuir íntegramente a los socios.

El valor de rendimiento también se puede calcular actualizando, en lugar de los beneficios, los flujos de tesorería. Encontramos dos: desde el punto de vista de las operaciones económicas tenemos los flujos de tesorería que provienen de la explotación y los flujos de tesorería de las operaciones de inversión / desinversión. Desde el punto de vista de las operaciones financieras, los flujos de tesorería derivados de la financiación propia y los derivados de la financiación ajena. La elección de uno u otro flujo de tesorería dependerá del valor de la empresa que deseemos calcular: para determinar el valor global, habrá que considerar los flujos de tesorería de la explotación más los de las operaciones de inversión / desinversión. Si el valor buscado es el de la empresa para los accionistas, entonces habrá que actualizar los flujos de tesorería de las operaciones financieras de capital propio.

Además, también se puede calcular el valor de rendimiento en base a dividendos. Pero, en este caso, no obtendremos el valor de la empresa, sino el valor de una acción o grupo de acciones.

4.6. ¿Qué pasa cuando calculamos el valor de una empresa cuyos rendimientos son los dividendos? Valoración de empresas mediante descuento de dividendos

Como hemos visto, los métodos de rendimiento o de descuento de flujos de fondos consideran a la empresa como un proyecto de

inversión enfocado a la obtención de rentas. Así pues, estos modelos estiman el valor de la empresa como el valor actualizado de las rentas que se espera obtener de ella, ajustadas o no al nivel de riesgo que en cada caso lleve aparejada la inversión. Estos modelos reflejan el permanente afán del mercado en convertir un flujo de fondos futuros en un valor actual, en un empeño de anticipar el futuro, como explican Martínez Conesa y García Meca. Acabamos de ver el método que consiste en el descuento de beneficios futuros. Ahora vamos a ver el descuento de dividendos. Para ello, hay que tener en cuenta primero una serie de consideraciones como el modo en que la compañía paga los dividendos y consideraciones alrededor del pago de dividendos.

El dividendo es toda distribución de caja entre los accionistas. El dividendo es el derecho económico por excelencia concedido a los socios o a los accionistas de una sociedad. Estrictamente, representan la parte de los beneficios obtenidos por una sociedad que se destinan a remunerar a los accionistas por sus aportaciones al capital social de la empresa. Los beneficios no distribuidos en forma de dividendos se destinan a la constitución de reservas con la finalidad de propiciar el crecimiento de la empresa.

4.6.1. ¿Qué tipos de dividendos existen y cuáles son los que se utilizan para valorar una empresa?

Existen distintas modalidades de dividendos:

Dividendo a cuenta: es el dividendo distribuido a los accionistas con anterioridad a la aprobación de las cuentas anuales, a cuenta de los beneficios estimados para el ejercicio.

Dividendo complementario: es el dividendo que se abona cuando ya se han abonado dividendos a cuenta y una vez especificada la cantidad a repartir entre los accionistas atendiendo al resultado del ejercicio.

Dividendo fijo: es el dividendo fijado por la sociedad, independientemente del resultado obtenido por la misma.

Dividendo bruto: es el dividendo repartido antes de deducirse el efecto impositivo.

Dividendo neto: es el dividendo resultante después de impuestos.

No todas las empresas distribuyen periódicamente dividendos, ya que este tipo de remuneración para el accionista depende, fundamentalmente, de la capacidad y solvencia financiera de la empresa, de sus beneficios, de sus estrategias de crecimiento, del momento del ciclo económico y empresarial que atraviesen, etc.

Determinar cómo se reparte el dividendo es una decisión que la junta general ordinaria de cada sociedad toma libremente. Es esta misma junta la que fija la fecha en la que se llevará a cabo el pago. Las empresas pueden decidir distintas políticas de pago de dividendos. En general, tienen un objetivo de «pay out» (porcentaje del beneficio que se reparte entre los accionistas), pero la retribución al accionista suele seguir el curso de los beneficios que obtenga la empresa, aunque es raro que los dividendos cambien por una variación transitoria del curso de los resultados. De hecho, las compañías muestran bastantes reticencias a la hora de cambiar su política de retribución al accionista, sobre todo si la transformación a realizar es a la baja.

No hay un solo modo de pagar el dividendo. Se puede realizar por cualquiera de estas maneras: pago del dividendo común, es decir, de una cantidad por cada acción con cargo a los beneficios de cada ejercicio; las primas de asistencia a juntas generales; la reducción del nominal de las acciones por medio de la devolución de las aportaciones realizadas por los accionistas; la recompra de acciones en el mercado; además del reparto de acciones u otros bienes a los accionistas, aunque respecto a esta vía hay cierta controversia: hay quien no lo considera dividendo, aunque ahora es más difícil mantener esta opinión cuando se ha generalizado el pago del dividendo en acciones (o scrip dividend), aunque muchas veces estas acciones se distribuyen a un precio inferior al de mercado. Por último, las empresas también remuneran a sus accionistas mediante ampliaciones de capital liberadas.

De todas maneras, para valorar empresas mediante descuento de dividendos, debemos considerar dividendos sólo aquellas operaciones

que supongan una transferencia de riqueza desde la compañía a sus accionistas. En este sentido, las ampliaciones de capital liberadas no suponen tal transferencia, sino sólo una redistribución de la riqueza entre los accionistas.

4.6.2. Polémicas alrededor de las políticas de retribución a los accionistas

También hay que tener en cuenta que hay distintas posturas respecto a los dividendos. Hay analistas que están en contra del pago de dividendos. Éstos consideran que, desde el punto de vista financiero, es más eficiente económicamente que la empresa retenga los beneficios para, por ejemplo, invertirlos en su crecimiento. De hecho, retener los beneficios es la manera más barata de captar recursos propios. Pero también hay quien opina que el objetivo de una empresa es proporcionar rentabilidad a sus accionistas y que llega un momento en el que las inversiones de la compañía van perdiendo rentabilidad o, simplemente, la compañía deja de necesitar tantas inversiones. Si genera mucha caja, lo mejor que puede hacer con ella es repartirla entre sus accionistas. En definitiva: si la empresa no encuentra oportunidades de negocio suficientemente atractivas y opta por retener beneficios estaría destruyendo valor para los accionistas, ya que está reinvertiendo los beneficios a una rentabilidad inferior al coste de los recursos propios. De acuerdo con los autores de la primera edición de este manual, existen algunos medios de conocer si la empresa, reteniendo beneficios, está destruyendo valor: en primer lugar, se puede seguir el ROE, es decir, la rentabilidad que se está obteniendo con los últimos beneficios retenidos. También se puede medir el ROCE, es decir, el retorno sobre el capital empleado, donde se trata de obtener la rentabilidad de las inversiones de la compañía prescindiendo de cómo se ha financiado. Y, por último, se puede ver cómo va evolucionando el RBE, el resultado bruto de explotación, ponderándolo por el número de accionistas.

4.5.3. ¿En qué consiste la metodología del descuento de dividendos?

Ahora entramos de lleno en el modelo de valoración de empresas por descuento de dividendos. Y vamos a seguir a las profesoras Martínez

Conesa y García Meca. Según ellas, el precio de una acción sería el valor actualizado de sus dividendos futuros. Si la rentabilidad exigida a la inversión viene determinada por K , entonces el valor de la acción viene determinado por la siguiente fórmula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPA_t}{(1+k)^t}$$

Donde: P_0 es el precio de la acción en t_0

K es la tasa de descuento

DPA es el dividendo por acción del periodo t .

La expresión general para un número coherente de n periodos futuros, viene dado por la expresión:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPA_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Este modelo cuenta, según Martínez Conesa y García Meca, con problemas derivados de la determinación del horizonte temporal de valoración, la estimación de un valor terminal, así como la falta de adecuación de los dividendos como variable determinante del valor de la empresa. Además, este modelo entiende el valor de la empresa únicamente en función de una variable, careciendo de valor aquellas acciones de empresas que no reparten dividendos o cuando éstos son excesivamente irregulares en el tiempo.

4.6.3. El modelo de Gordon: cuando esperamos un crecimiento constante de los dividendos

También tenemos una ecuación para medir el valor de una empresa cuando asumimos que los dividendos van a crecer a una tasa constante g :

$$P_0 = \frac{DPA_1}{k-g}$$

El modelo anterior, conocido como modelo básico de Gordon Shapiro, sólo tiene sentido en el caso de que $k > g$ (algo lógico en condiciones

normales de mercado). Esta fórmula es la utilizada para calcular el valor presente de una renta periódica perpetua de una cuantía DPA creciente geoméricamente a una tasa g y descontada a un tipo K . P_0 sería el valor estimado de la compañía, D es el dividendo esperado del año siguiente, k es el coste de los recursos propios de la compañía considerada y g , su tasa perpetua de crecimiento de los dividendos.

Es una fórmula muy sencilla, pero tiene las limitaciones propias de esa sencillez: parten de la base de que los dividendos crecen a una tasa constante, que ese crecimiento constante continuará hasta el infinito y que el coste de los recursos propios es siempre superior a esa tasa de crecimiento constante.

El modelo de Gordon considera, pues, tres variables relevantes que son: el dividendo estimado, el coste de los recursos propios y el crecimiento esperado de los dividendos. ¿Qué impacto tiene cada uno de ellos en la valoración?

a) Cuanto mayor sea el dividendo, tanto mayor será la valoración. Hay, pues, una relación directa entre estas dos variables.

b) Cuanto mayor sea el coste de los recursos propios, tanto menor será la valoración. Entre estas dos variables hay una relación inversa.

c) Cuanto mayor sea el crecimiento esperado de los dividendos, tanto mayor será la valoración. La vinculación entre estas dos variables es directa. De todas maneras, existe el límite de que $k = g$. Por tanto, la principal limitación de este modelo es que no es aplicable en los casos en los que la tasa de crecimiento esperado es superior al coste de los recursos propios (aplicando la fórmula, obtendríamos un valor negativo para la acción).

Lo bueno de las fórmulas es que podemos darles la vuelta y, en este caso, resulta interesante estimar el coste de los de capital implícito a partir de la cotización actual del valor. La fórmula que nos saldría sería ésta:

$$K_E = \frac{D_1}{P} + g$$

Además, la fórmula de Gordon se puede relacionar con el ratio PER de la siguiente forma:

$$PER = \frac{P}{BPA} = \left(\frac{1}{BPA_1} \right) x \left(\frac{DPA_1}{k - BPA_1} \right)$$

Siendo BPA y DPA el beneficio por acción y el dividendo del próximo ejercicio respectivamente, ambos estimados mediante la tasa de crecimiento g .

Este modelo sigue contando con problemas de estimación de parámetros, como es el cálculo de la tasa de crecimiento g . Además, si se utiliza este modelo para calcular el coste del capital y utilizar este valor en un cálculo del valor actual neto (VAN), se está suponiendo implícitamente que el riesgo del proyecto es el mismo que el nivel general de riesgo al que están sometidos actualmente los accionistas por su inversión en la empresa. Asimismo, según Martínez Conesa y García Meca, no refleja la realidad de la compañía al limitarse a proporcionar una fotografía de la compañía en un momento determinado del tiempo.

4.6.4. Modelos para calcular la tasa de crecimiento perpetuo de los dividendos

Una conclusión que podemos sacar de este modelo de valoración es que da por hecho un crecimiento perpetuo de los dividendos. Los analistas estiman esa tasa de crecimiento, que ya hemos calificado de problemática, a partir de tres modelos.

En primer lugar, las estimaciones macroeconómicas suponen que los dividendos crecerán en el largo plazo a una tasa igual al crecimiento nominal de la economía. En definitiva, podemos decir que los dividendos crecerán a la misma tasa que el PIB. Tendremos que tomar en consideración no el crecimiento del PIB para el año siguiente, sino la media de crecimiento del PIB con vistas al largo plazo. Y tiene lógica, puesto que hay una tremenda vinculación entre la evolución del PIB y los beneficios empresariales y entre estos últimos y los dividendos.

En segundo lugar, los analistas, para prever un crecimiento infinito de los beneficios empresariales se pueden fijar en la experiencia histórica. Los dividendos, históricamente, han crecido. La limitación estriba en que no es aplicable a todo tipo de empresas. Porque hay compañías que decaen y acaban muriendo.

Por último, podemos estimar el crecimiento perpetuo de los dividendos tomando como base al ROE, es decir, la rentabilidad financiera, que es el resultado de dividir el beneficio neto entre los recursos propios.

Si la compañía tiene un ROE constante, el crecimiento de los beneficios estará determinado por la tasa de distribución de los mismos.

4.6.5. Modelos para calcular la valoración de una empresa a partir de los dividendos que puede pagar en diferentes etapas de su vida

Además, podemos tener en cuenta el ciclo de vida de los negocios. Normalmente, suelen distinguirse cuatro fases o etapas: crecimiento inicial, expansión rápida, crecimiento maduro y estabilización. Teniendo en cuenta ese desarrollo en la vida de una compañía, se puede valorar una empresa en concreto para la que esperamos crecimientos diferentes en momentos distintos de su evolución. El método de valoración que vamos a describir a continuación se emplea cuando hay un periodo de crecimiento de beneficios superior al coste de los recursos propios (lo cual hace inaplicable el modelo de Gordon que antes hemos visto). En este caso, se estima en la primera etapa un crecimiento superior y en la segunda, un crecimiento menor compatible con el modelo de Gordon.

También se puede emplear en otras circunstancias. Por ejemplo, si una empresa entra en fase de reestructuración, con crecimientos bajos o negativos durante una etapa, para luego tener una fase de crecimiento normal.

El valor de la empresa resultaría de la suma de dos «sumandos». En el primero, incluiríamos el valor actual de una renta creciente en progresión geométrica, con una tasa de crecimiento g , durante un periodo m , descontada a una tasa k . Un crecimiento de beneficios geométrico se da en el caso de que éstos aumenten en un porcentaje fijo todos los años. En el segundo sumando sí incluiríamos el modelo de Gordon actualizado al momento presente. Esta fórmula serviría para dos etapas, pero podemos añadir tantas etapas como necesitemos, aumentando el número de sumandos, que serán similares al primero.

4.7. Descuento de «free cash flow»

El «free cash flow», también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa des-

pués de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular, explica el profesor Fernández, los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es decir, se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería.

En otras palabras, el cash flow libre está formado por los fondos generados por la empresa en un periodo determinado que están disponibles para la devolución del endeudamiento y para remunerar al capital, tanto propio como ajeno.

4.7.1. ¿Cómo se calcula el "free cash flow"?

El free cash flow se calcula de la siguiente forma:

Free cash flow = beneficio ordinario después de impuestos + intereses netos e impuestos + amortizaciones + provisiones - variación en capital circulante (excepto tesorería) - variaciones en activos fijos.

Para obtener el «free cash flow» a partir del beneficio antes de intereses e impuestos se debe calcular el importe de los impuestos a pagar sobre el EBIT directamente, sin tener en cuenta los intereses y añadiéndole las amortizaciones y provisiones. A esta cifra se debe añadir / restar las cuantías destinadas a desinversiones / nuevas inversiones en activos fijos y circulante.

Free cash flow = beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) x $(1 - T)$ + amortizaciones + provisiones - variaciones en capital circulante - variaciones en activos fijos.

El flujo de caja disponible para los accionistas es el dinero que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades operativas de fondos y de inversión en activo. Permiten obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirán también establecer el valor total de la empresa. Se calcula restando a los flujos de fondos libres los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los acreedores a largo plazo y sumando las aportaciones de nueva deuda a largo plazo. La fórmula es la siguiente:

Cash flow disponible para los accionistas = free cash flow - intereses pagados $(1 - T)$ - pagos principal abonados + nueva deuda a largo plazo.

El flujo de caja disponible para los accionistas es, en una empresa con deuda, normalmente inferior al «free cash flow». Cuando una empresa se financia exclusivamente con recursos propios, ambos importes coinciden.

4.7.2. ¿Qué flujo de caja se debe utilizar?

Además de los problemas derivados de estimar correctamente los flujos de caja, otra cuestión a resolver cuando empleamos el método del descuento de flujos es ¿qué flujo de caja se debe considerar en la valoración? En este sentido, según Martínez Conesa y García Meca, hay que tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Se deben usar los flujos de caja libres en todos los otros casos en donde se está más interesado en valorar la empresa que el capital y en aquellas empresas que tienen información parcial del apalancamiento; o aquellas que tienen apalancamiento demasiado alto o demasiado bajo, y esperan cambiar su nivel de apalancamiento en el tiempo, porque los pagos y las emisiones de deuda no tienen que ser forzados en el flujo de fondos y la tasa de descuento (coste medio de capital) no cambia dramáticamente en el tiempo en que se realice la valoración.

- Se deben usar los flujos de caja disponibles para los accionistas en la valoración para aquellas empresas que tienen un nivel de endeudamiento estable, tanto si es alto como si no lo es.

En los modelos de descuento de flujos también se plantea la cuestión de la adecuación de los flujos de caja disponibles para los accionistas frente al empleo de los dividendos. Deben ser considerados, según Martínez Conesa y García Meca, los siguientes aspectos:

- Se debe utilizar el modelo de descuento de dividendos:
 - a) Para empresas que pagan dividendos que están cercanos al flujo de efectivo disponible para los accionistas sobre un periodo u horizonte de temporalidad.
 - b) Para empresas donde el flujo disponible para los accionistas es difícil de estimar.
- Se debe usar el modelo de flujos de caja disponibles para los accionistas:
 - a) Para empresas que pagan dividendos y que son significativamente más altos o más bajos que el flujo de efectivo.
 - b) Para empresas donde los dividendos no están disponibles.

4.8. Valor operativo de la empresa

El valor operativo de una empresa, según explica Ansón Lapeña, será el resultado de capitalizar los flujos de caja libres esperados, es decir, los flujos de caja que se esperan serán generados por la explotación de la actividad empresarial. Esos flujos de caja libres se destinarán por un lado a atender las obligaciones contraídas por la deuda y por otro a remunerar a los accionistas de la entidad. La actualización de unos y otros dará lugar a la determinación de los valores de la deuda y de las acciones, respectivamente. Por lo tanto, el valor de la empresa para los accionistas será la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda. El punto de partida para el cálculo de los flujos por operaciones es el beneficio ordinario antes de intereses e impuestos, al que deberemos ajustar por los impuestos pagados, los gastos de explotación que no suponen pago, y las inversiones realizadas tanto en activo circulante como inmovilizado. Por lo tanto, no se tienen en cuenta los flujos de caja de las actividades financieras, sino sólo los de las actividades de explotación.

Este método de cálculo de los flujos de caja es el conocido como indirecto, que consideramos de mayor utilidad que el directo, porque permite hacer uso de los valores estimados para las variables de beneficio si, como ocurre normalmente, el evaluador hace uso de ambos métodos para la determinación del valor de la empresa. Además, la utilización del método directo, consistente en determinar los flujos de caja por diferencia entre cobros y pagos del periodo, estará condicionada a la posibilidad de disponer información sobre estas variables.

El flujo de caja operativo de una empresa coincide con el flujo financiero: los flujos generados por la actividad de la empresa coincidirán con los destinados a los acreedores por un lado y a los accionistas por otro. Pero si el flujo operativo es negativo significa que la empresa habrá tenido que captar nuevos recursos por el mismo importe, bien a través del endeudamiento, bien mediante la realización de ampliaciones de capital.

El flujo de caja financiero está constituido por tres elementos:

- Los flujos procedentes de las inversiones financieras de la empresa.
- Los pagos netos realizados a los acreedores, o sea intereses pagados menos aumentos en las deudas.

- Los pagos netos realizados a los accionistas de la empresa, es decir, dividendos menos aportaciones por ampliaciones de capital.

Los flujos procedentes de las inversiones financieras son separados del flujo de caja operativo, porque si bien ambos condicionarán el valor de la empresa, el riesgo en su obtención, y por lo tanto la tasa de actualización a utilizar serán distintos. Además, si se trata de títulos con cotización oficial, su valor de mercado nos indica las expectativas de flujos futuros que van a generar, facilitándose de esta forma el proceso de valoración.

4.9. Valor presente ajustado

En el descuento de flujos de caja se asume que la estructura financiera del capital permanece estable durante el horizonte de tiempo en el que se implementa el pronóstico, ya que cuando cambia la estructura del capital de la firma, la tasa de descuento también cambia, lo que afecta el valor presente de la empresa por valorar. Las interacciones en el modelo financiero usado para calcular el valor presente de la empresa incrementan el riesgo de cometer errores y obtener una valoración equivocada. Cuando se presenta una situación así, una estructura financiera del capital cambiando durante el horizonte del pronóstico, se recomienda complementar el anterior método de valoración con otros, como el del valor presente ajustado, que vamos a describir siguiendo a Martínez Conesa y García Meca.

Éste es un método que valora a la compañía de forma global, como una entidad, descontando sus flujos de fondos a valor presente. El método del valor presente ajustado distingue entre dos categorías de flujos de efectivo:

- Los flujos de efectivo reales, o flujos de efectivo disponibles asociados con las operaciones de la compañía objeto de estudio.

- Los efectos colaterales o flujos de efectivo asociados con las políticas financieras de la empresa objeto de estudio. El mayor efecto colateral para la mayoría de las compañías son los gastos financieros asociados a cualquier deuda circulante.

El valor presente ajustado se calcula así: se suma el valor presente de los flujos de efectivos disponibles para la compañía con el valor presente de los efectos colaterales.

Debido a que el riesgo de los dos componentes del valor presente ajustado puede diferir, cada uno de los flujos se descuentan utilizando diferentes tasas de descuento. Los flujos de efectivos disponibles para la compañía se descuentan al coste de capital sin apalancamiento, mientras que los flujos de efectivo asociados con el beneficio fiscal por deducción de intereses se descuentan generalmente usando el coste de la deuda de la compañía.

4.10. Valor residual o terminal

Para terminar este capítulo, vamos a definir el valor residual o terminal, siguiendo la Enciclopedia, que lo define como el valor de una entidad al final de un periodo definido, en el que se pueden identificar las variables que lo componen de forma concreta, y que recoge el valor hasta la extinción de la empresa. Este valor surge como consecuencia de los métodos de valoración de empresas basados en el descuento de los flujos que éstas generan, por la imposibilidad de hacer previsiones durante toda la vida prevista para la empresa (continuidad indefinida). De acuerdo con estos métodos, el valor de la empresa se corresponde con el valor a día de hoy de los flujos de fondos que obtendrá en el futuro, lo que implica hacer previsiones para este periodo. Ahora bien, si se considera que la vida de la entidad es indefinida (por lo menos en un principio), esta labor se hace poco menos que imposible, así que la práctica común es establecer un horizonte temporal determinado (puede ser de diez o quince periodos) en los que se planifica pormenorizadamente la posible evolución de la entidad fijándose, siguiendo estas proyecciones, los flujos que generará, y a partir de éste un valor terminal o residual para la entidad. Este valor, pues, debe recoger de una manera simplificada lo que se espera que la empresa genere hasta el final de su existencia.

Las formas más comunes en la práctica para estimar el valor residual son:

- Valor de venta del negocio en marcha (valor en continuidad). Éste se puede calcular utilizando la formulación financiera de las rentas perpetuas o con crecimiento constante. Es decir, suponer que, en lo que le resta a la empresa de vida, generará flujos constantes o un crecimiento fijo anual.

Así, la forma de cálculo del valor residual o terminal en caso de crecimiento nulo (renta perpetua) será el resultado de dividir el flujo de fondos estimado para el último periodo detallado o explícito de planificación o proyección y que se espera constante en lo que queda de vida a la entidad entre la tasa de actualización, que será igual al coste de la estructura financiera de la empresa.

En caso de estimarse un crecimiento fijo y constante, su formulación sería la siguiente:

$$VT = Q \times (1+g) / (k+g)$$

- Valor de liquidación. Aunque hace referencia al cierre de la entidad, a su extinción, también se usa como valor residual, por su facilidad de obtención.

5

Métodos compuestos de valoración

- 5.1. ¿Qué son los métodos compuestos de valoración?.....71
- 5.2. ¿Cuántos métodos de valoración existen?72

5. Métodos compuestos de valoración

5.1. ¿Qué son los métodos compuestos de valoración?

Estos métodos aúnan en una misma fórmula los métodos patrimoniales y los métodos basados en la capacidad de generación de rentas. De ahí su denominación de compuestos. Según Gregorio Labatut Serer, estos métodos también incorporan un componente dinámico en la valoración. Ya no se trata sólo de determinar el valor patrimonial de la empresa como suma de sus componentes, sino que agregan el concepto de plusvalía económica, «goodwill» o fondo de comercio como concepto dinámico, realizando una valoración del mismo en función de las rentas que se pueden obtener en el futuro.

Si, en el problema que nos ocupa, la suma de las partes fuese igual al todo, valorar la empresa sería relativamente simple. No tendríamos nada más que sumar el valor de cada uno de los elementos patrimoniales integrantes de la misma. En definitiva, eso es lo que hacen todos los métodos de valoración basados en el patrimonio de la empresa y en la información contable. Ahora bien, la conjunción de los distintos elementos produce una sinergia que no podemos ignorar, denominada fondo de comercio o «goodwill».

Para remediar el problema, dice Valls Martínez, surgen los métodos de valoración basados en la capacidad de generación de rentas de

la empresa. No obstante, estos métodos presentan el inconveniente de su elevada subjetividad, puesto que, tanto la determinación de la renta a actualizar, como el tipo de actualización y el número de años a considerar son subjetivos. Es más, pequeñas variaciones en estos parámetros pueden ocasionarnos grandes variaciones en el valor final de la empresa.

Los métodos compuestos tratan de paliar estos inconvenientes, dando como resultado unos valores que se encuentran a caballo entre los obtenidos con los «métodos puros». De hecho, como explica Labatut Serer, la utilización combinada de los métodos estáticos y dinámicos permite obtener un intervalo de valor para la empresa, de manera que a partir de los estáticos se obtendrá el límite inferior del valor, mientras que los dinámicos ofrecerán el límite superior. Es importante señalar que el valor obtenido con los métodos estáticos (valor de inventario) debe ser estrictamente menor al obtenido con los métodos dinámicos (valor de los flujos descontados). Si fuera mayor significaría que la empresa no sería capaz de generar la renta suficiente para recuperar el valor de la inversión y, en este caso, habría que reestructurar el negocio o liquidar una parte de los activos que tengan un valor por encima del que requiere la realización de la actividad de la empresa.

Esta forma de proceder, reconoce Valls Martínez, ha sido criticada por la literatura especializada. Pero ella la justifica porque reduce la incertidumbre. La valoración, dice, es una estimación y como tal nunca podrá ser precisa y exacta. El experto podrá concluir con más fiabilidad cuanto mayor sea su abanico de posibilidades y, puesto que los métodos compuestos vienen a completar tal abanico, no deben ser desechados.

5.2. ¿Cuántos métodos de valoración existen?

Los métodos compuestos de valoración son los siguientes. Según Labatut Serer, la formulación clásica comprende los siguientes métodos:

5.2.1. Método compuesto simple o método clásico

Según Martínez Conesa y García Meca, la idea subyacente en este método es que el valor de la empresa viene determinado por el valor

de sus activos o valor analítico (VA) corregido por la estimación del fondo de comercio (FC).

$$VE = VA + FC$$

No obstante, como explican estas expertas, no existe acuerdo a la hora de calcular esos dos componentes.

Según explica Valls Martínez, el método compuesto clásico consiste en calcular el valor global de la empresa como la suma del activo neto real más el «goodwill» (fondo de comercio), que se obtiene multiplicando el beneficio medio de los últimos años, o el beneficio medio previsto para el futuro, por un número (n), que oscilará, dependiendo del tipo de industrial al que pertenezca la empresa, entre 1,5 y 3. Una variante consiste en sustituir en la fórmula el beneficio (B) por la cifra de ventas (V).

$$V = ANR + nB \quad \text{o} \quad V = ANR + nV$$

Pero vamos a abundar un poco más en el fondo de comercio, en cuyo análisis también Martínez Conesa y García Meca se detienen. Éste se calcula mediante la capitalización del superbeneficio, considerando como tal el beneficio que se obtiene por encima de la renta que produciría la inversión, por ejemplo en un mercado financiero, de un capital igual al valor del activo considerado. Por lo tanto, el fondo de comercio sería el resultado de capitalizar, para el horizonte temporal considerado, la renta calculada para cada uno de los años de acuerdo con la siguiente expresión:

$$SB = B - i VA$$

Donde: B es el beneficio esperado

VA es el valor analítico de la empresa

i es el tipo de interés sin riesgo

Entonces, el fondo de comercio será positivo cuando la rentabilidad de las inversiones realizadas sea superior al interés ofrecido en el mercado financiero por los activos libres de riesgo. En caso contrario, el fondo de comercio sería negativo y, por tanto, el valor de la empresa, inferior al valor de sus activos, teniendo en cuenta que nunca será inferior al valor de liquidación de los mismos, por ser éste el importe que podría obtenerse aún en caso de decidirse el cese total de las actividades.

Un fondo de comercio negativo se puede deber a dos causas distintas. La primera y obvia es que la empresa genere pérdidas, y la segunda que el resultado aún siendo positivo, suponga una actividad inferior a la obtenida en los mercados financieros.

La situación más problemática para la empresa es aquella en la que el fondo de comercio es negativo como consecuencia de la existencia de pérdidas. En estos casos, el papel del evaluador se centra en analizar cuáles son las posibles causas de esas pérdidas, con vistas a estimar la inversión necesaria para reflotar la empresa, inversión que deberá minorar, lógicamente, el valor final de la empresa. El análisis de las pérdidas deberá iniciarse por comprobar si éstas se deben a factores externos que afectan a la economía general, o a la propia del sector o si, por el contrario, son debidas a factores específicos de la empresa. En este último caso, el paso siguiente será detectar si tales pérdidas se generan en el resultado de explotación y, por lo tanto, se requiere una reconversión de la estructura productiva de la empresa, o si las mismas se producen en el resultado neto, en cuyo caso sería la política financiera de la empresa la causante de las mismas.

5.2.2. Método clásico

También conocido como método alemán o de los prácticos. Supone como verdadero valor de la empresa el valor de rendimiento (VR). Por otro lado, considera que el «goodwill» creado por el vendedor de la empresa está llamado a desaparecer a causa de la competencia del mercado, surgiendo, en su lugar, un nuevo «goodwill» creado por el comprador, el cual no debe, en consecuencia, pagar por él. Por ambos motivos, se reduce el valor de la empresa por debajo del valor de rendimiento. Pero... ¿hasta dónde? Parece claro que, puesto que consideramos la empresa en funcionamiento, el mínimo valor posible debe ser el valor sustancial (VS) o el activo neto real (ANR). Por lo tanto, el valor finalmente considerado pertenecerá al intervalo (VS,VR) o bien (ANR, VR).

Normalmente, se tomará como valor de la empresa el punto intermedio de este intervalo:

$$V = \frac{VR + VS}{2} \quad \text{o} \quad V = \frac{VR + ANR}{2}$$

Este método establece la misma ponderación para el valor de rendimiento y el valor analítico, ya que considera que el valor global de la empresa se obtiene a partir de la media aritmética de ambos. Se está por lo tanto considerando un fondo de comercio que es igual a la mitad de la diferencia entre el valor de rendimiento y el valor sustancial.

Pero es un método criticable, según Martínez Conesa y García Meca, porque fija el valor de la empresa en un punto intermedio entre los valores de rendimiento y sustancial, lo cual no siempre está justificado, ya que puede haber situaciones en las que tenga más importancia uno que otro.

Se considera que tomando éste nos aproximamos más al verdadero valor, debido a que la desviación absoluta en relación a este valor verdadero desde la media es mínima. Ahora bien, se admiten otras ponderaciones. Así, por ejemplo, si suponemos que el verdadero valor está más cerca del valor sustancial, podríamos ponderar éste al doble.

5.2.3. Método directo

También conocido como método anglosajón, por su origen. Se le denomina directo porque para calcular el «goodwill» no precisa calcular previamente el valor de rendimiento. Su finalidad última es reducir el valor de la empresa por debajo del valor de rendimiento, debido a la incertidumbre que afecta al mismo. Según este método, el valor de la empresa se determina sumando al valor patrimonial considerado, bien sea éste el valor sustancial o el activo neto real, el fondo de comercio («goodwill»), calculado como capitalización de un superbeneficio:

$$V = VS + GW \quad \text{o} \quad V = ANR + GW$$

La idea que subyace aquí es la siguiente: el «goodwill» surge debido a que la empresa obtiene un beneficio superior al rendimiento normal del capital que en ella se ha invertido, de modo que actualizando estos extra-beneficios obtendremos el valor del «goodwill».

Siendo «B» el beneficio empresarial e «i» el rendimiento normal (que puede ser elegido como el tipo de interés de los activos sin riesgo, o como el tipo medio del sector al que pertenece la empresa), el extra-beneficio será $B - i \times VS$ o $B - i \times ANR$. Esto sería para cada uno de los «n» años futuros que se espera permanezca aún el «goodwill» creado

por el vendedor. Si actualizamos estos super-rendimientos futuros al momento presente obtendremos el valor del «goodwill».

La crítica que se realiza a este método, según Martínez Conesa y García Meca, es que supone que con las condiciones actuales se va a obtener un superbeneficio de forma indefinida, lo que es incorrecto, pues si bien la actual situación va a proyectarse durante un determinado número de años, tendrá un límite a partir del cual los superbeneficios ya no dependerán de las condiciones actuales, sino de mejoras que se vayan incorporando con posterioridad.

Una variante de este método que trata de subsanar este inconveniente es la capitalización del superbeneficio durante un número finito de años, conocido como «método de la duración abreviada del fondo de comercio».

Otra crítica realizada a este método es que desde el punto de vista del comprador, si se realiza la valoración con vistas a una transmisión, el superbeneficio debería ser calculado aplicando el interés nominal no sobre el valor sustancial, sino sobre el valor global de la empresa, que en definitiva será sobre el que se fijará el importe que tiene que desembolsar.

Hay que tener en cuenta que en todos estos modelos se calcula el valor de la empresa sin tener en cuenta la forma en la que se encuentran financiados los activos, por lo que si el objetivo es estimar el valor que la empresa tiene para sus accionistas, deberemos descontar el valor actual de todas las fuentes de financiación ajenas, a excepción del último en el que sólo se descontarán las deudas a largo plazo, por estar ya contempladas en el mismo aquéllas con vencimiento a corto plazo.

Labatut Serer añade, además, una formulación moderna, que está constituida por el denominado Método de la Unión de Expertos Contables (UEC) o capitalización del «goodwill». Este método intenta superar las deficiencias en las actualizaciones a perpetuidad de los beneficios de las formulaciones anteriores. De este modo, la actualización del superbeneficio o del «goodwill» se realizará durante una serie de años (normalmente cinco), ya que es irreal que éste se mantenga a perpetuidad.

Análisis de la solvencia

- 6.1. El binomio rentabilidad-riesgo
y el papel de la deuda.....81
- 6.2. ¿Qué es la solvencia? ¿Cómo se mide?.....83
- 6.3. La capacidad de autofinanciación
de una empresa.....84

6. ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA

6.1. El binomio rentabilidad-riesgo y el papel de la deuda

Vamos a incorporar el análisis financiero, porque los métodos de valoración no lo tienen en cuenta. Y es fundamental, sobre todo en un momento como éste, en el que la deuda y sus costes son los principales riesgos para una compañía. Álvaro Cuervo y Pedro Rivero apuntan que la base del análisis económico financiero está en la cuantificación del binomio rentabilidad-riesgo. Por ello, este tipo de análisis tiene una triple funcionalidad: por un lado, se analiza la rentabilidad de la empresa; también, la solvencia; y, por último, se analiza la estructura financiera de la empresa, con el objetivo de comprobar su adecuación para mantener un desarrollo estable.

El núcleo de la rentabilidad de una empresa es su rentabilidad económica o rentabilidad que obtiene la empresa por sus activos. Dicha rentabilidad es consecuencia del juego de la rotación y del rendimiento o resultado económico.

La rotación mide la eficacia en el uso de los activos. Puede dividirse en rotación de activos inmovilizados y circulantes. La rotación del circulante puede expresarse a partir de los periodos de maduración de sus componentes; así, el periodo de maduración de las existencias o el tiempo medio de permanencia de las mismas en el almacén, el periodo medio de pago a los proveedores, el periodo medio de cobro a los clientes... son

indicadores de la gestión del circulante y permiten determinar sus efectos sobre la rentabilidad económica a través de su repercusión en la rotación.

Los componentes del rendimiento o resultado económico de la venta pueden ser analizados según criterios económicos o funcionales. En el primer caso se considera el valor añadido bruto con relación a la venta o producción desagregado en sus elementos constituyentes: gastos de personal, gastos financieros, amortizaciones y dotaciones para provisiones y beneficios. En el segundo se puede partir del beneficio bruto con relación a la venta, y analizar los gastos conforme a su agrupación funcional en gastos de venta, gastos de administración, gastos financieros...

La rentabilidad económica puede calcularse en función del activo total neto o en función de la inversión en sentido estricto: los recursos permanentes que deberían financiar el inmovilizado total neto y los capitales circulantes de carácter estructural o activo circulante permanente.

La rentabilidad financiera o de los capitales propios es igual a la relación por cociente entre beneficios y capitales propios. La rentabilidad financiera es producto de dos factores: la rentabilidad económica y del efecto apalancamiento.

El efecto apalancamiento indica que si la empresa dispone de oportunidades de inversión capaces de proporcionar unas rentabilidades superiores a los costes de utilización de capital ajeno, será beneficioso para los accionistas que la empresa se endeude, pues ello llevará a una mejora de la rentabilidad de los fondos propios. Pero cuando la rentabilidad que se obtenga de las inversiones sea inferior al coste de la deuda, el empleo de recursos ajenos sólo contribuirá a reducir la rentabilidad de los recursos propios.

El aumento de la deuda, además, puede implicar el aumento del riesgo financiero y, por tanto, el aumento del coste de la deuda, lo que puede anular el efecto de apalancamiento positivo.

El análisis del apalancamiento se puede realizar empleando los valores medios de los costes nominales de la deuda y la rentabilidad de los activos, o bien, lo que es más correcto, sobre la base de los costes financieros y la rentabilidad en términos reales.

El apalancamiento es una política exigida por los procesos de rápida acumulación y la necesidad de financiar el crecimiento, más que resultado de la elección libre de dicha estrategia financiera. El efecto apalanca-

miento se suele sobreestimar en épocas de expansión, con rentabilidades crecientes de los activos, pero en periodos de estancamiento, con débil rentabilidad de la inversión y costes de capital ajeno crecientes, el efecto apalancamiento reductor acentúa la mediocridad de la rentabilidad de los fondos propios e incluso la anula.

El empleo de la deuda permite a una empresa financiera su expansión sin esperar hasta haber generado los medios propios necesarios para ello y puede dar lugar a un aumento de la remuneración de los fondos propios a través del efecto del apalancamiento financiero. No obstante, esta forma de financiación no puede revestir un carácter permanente, porque el riesgo de la empresa (liquidez y solvencia) se encuentra sistemáticamente aumentado.

6.2. ¿Qué es la solvencia? ¿Cómo se mide?

Precisamente, la solvencia de la empresa es uno de los objetivos planteados en el análisis financiero. Por solvencia se entiende la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones financieras, es decir, la devolución del principal y los gastos financieros, a su vencimiento, consecuencia del endeudamiento. En la solvencia conviene diferenciar dos niveles. En el corto plazo, la solvencia se une a la liquidez y a los indicadores de la misma. En el medio y largo plazo, a la capacidad de generar rentas para hacer frente a los servicios de la deuda.

La solvencia a corto plazo se refiere, pues, al cumplimiento, es decir, a la tesorería necesaria para hacer frente a los compromisos inmediatos. A medio y largo plazo, indica la capacidad de generar recursos para hacer frente al conjunto de obligaciones financieras (gastos financieros más devolución del principal o amortización financiera).

La necesidad de estudiar la solvencia surge cuando la empresa, ante la necesidad de financiar sus inversiones, su expansión, acude al capital ajeno o capital deuda, pues en ese momento es preciso determinar la estructura financiera más adecuada para dicha empresa que permita su equilibrio financiero.

En el análisis de la capacidad para hacer frente a la carga de la deuda, podemos diferenciar dos componentes: los intereses y las amortizaciones financieras o devolución de la deuda recibida. Para hacer frente a los pri-

meros se cuenta con los beneficios antes de gastos financieros e impuestos. La devolución de la deuda se realiza con base en el ahorro e la empresa. Dado que la financiación a medio y largo plazo es una anticipación de los recursos generados, el ahorro de la empresa o autofinanciación debe ser capaz de hacer frente a las amortizaciones de la deuda. Si no se plantea la devolución del principal, sino renovaciones sucesivas de la deuda recibida, el endeudamiento global tiene un límite máximo en la capacidad de la empresa para hacer frente a los gastos financieros.

En el corto plazo o análisis de la liquidez se diferencian dos métodos basados en los ratios para analizar el riesgo de insolvencia. En una primera aproximación se utilizan ratios de balance como indicadores del potencial de liquidez de la empresa. El índice disponible más realizable con relación al pasivo circulante o, de forma más estricta, el disponible con relación al exigible o pasivo a corto, pretenden indicar el potencial de liquidez de la empresa. Una segunda forma de medida viene planteada con base en los flujos financieros. El cash flow con relación a las deudas a corto nos indica la capacidad de generar fondos para amortizar la deuda a corto. Sin duda, el indicador más fiable se obtendría al comparar la tesorería de explotación con las deudas a corto, ya que el concepto de cash flow como recursos generados sólo indirectamente puede tener relación con el concepto de liquidez a corto.

La solvencia en el medio y largo plazo de las empresas es analizada de dos formas. En primer lugar, se puede partir de las cuentas del balance como indicadores de la solvencia. Así se consideran como indicadores el ratio capitales permanentes y/o el capital ajeno con relación al inmovilizado. El primero muestra una supuesta correcta estructura financiera y el segundo, el volumen de deuda utilizada para financiar el inmovilizado. Igualmente, se suele considerar el endeudamiento o relación entre los capitales ajenos y los propios como indicador del riesgo de insolvencia, complementado con la estructura del endeudamiento o relación entre capital ajeno a corto y capitales ajenos o total de deudas.

6.3. La capacidad de autofinanciación de una empresa

Otra alternativa para evaluar la solvencia de la empresa se encuentra a partir de la autofinanciación y de la capacidad de autofinanciación,

es decir, del ahorro de la empresa como indicador del potencial de devolución de la deuda. Se compara con el capital ajeno o, más correctamente, con el capital ajeno a medio y largo plazo. Las posibilidades de atender los gastos financieros pueden venir reflejados por el ratio de beneficio más gastos financieros o beneficios antes de gastos financieros e impuestos con relación a los gastos financieros y el beneficio antes de gastos financieros e impuestos incluyendo las dotaciones a amortización con relación a los gastos financieros y devolución de la deuda corregida por los efectos fiscales.

El análisis financiero actual de la solvencia centra la atención sobre los recursos generados por la empresa como variable explicativa de su capacidad de endeudamiento y, por tanto, de la expansión (la financiación a corto plazo refleja meros anticipos de las ventas y los préstamos y créditos a medio y largo plazo son anticipos esperados del cash flow de la inversión).

El límite máximo de endeudamiento viene determinado por la capacidad de absorción de los gastos financieros de acuerdo con los recursos generados por la explotación, los cuales, deducidos los dividendos e impuestos, nos indican el poder de autofinanciación.

El equilibrio financiero debe partir del análisis temporal y la incidencia implícita de los flujos de inversión-financiación, teniendo como horizonte la rotación entre los flujos de disponibilidad y exigibilidad, en su sentido más amplio, que los une a través del concepto de «cash flow» en su acepción pura de tesorería. El coeficiente básico de financiación establece la relación en términos estructurales de inversión y financiación permanentes por lo que mide la estabilidad financiera a medio y largo plazo. Se calcula así:

$$CF = (\text{recursos propios} + \text{recursos ajenos a largo}) / (\text{activos fijos} + \text{fondo de rotación mínimo necesario}).$$

En sentido estructural, este coeficiente debe reflejar resultados en torno a 1 para indicar estabilidad financiera, en el sentido de que las inversiones deben ajustarse a procesos de financiación en los que la vida media de la transformación en disponibilidad de las primeras se ajuste en el tiempo al periodo medio de exigibilidad en las segundas, incluida la no exigibilidad de los recursos propios.

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Acción: Valor mobiliario que representa una parte proporcional del capital social de una empresa. La acción puede ser anónima, limitada, anónima limitada... Los tenedores de acciones son, por tanto, socios propietarios de la sociedad, en proporción a su participación. En consecuencia, la acción representa una parte alícuota del capital social de una empresa. Ser propietario de acciones da lugar a una serie de derechos: a la asistencia y al voto en las juntas generales, a percibir dividendos, a la suscripción preferente de títulos en caso de ampliación de capital y, en caso de disolución de la sociedad, a participar en el reparto del patrimonio. Sobre este último derecho, debe tenerse en cuenta que el accionista es siempre el último en cobrar en caso de liquidación de la compañía; antes que el accionista deben cobrar los trabajadores, los acreedores y los propietarios de bonos. Las acciones pueden ser cotizadas en el mercado secundario (bolsa), o no, pero, en cualquier caso, pueden ser transmitidas. Las acciones cuentan con un valor nominal que en la inmensa mayoría de las ocasiones no coincide con el de cotización. Las acciones pueden estar representadas por títulos físicos o por anotaciones en cuenta; la representación por anotaciones en cuenta es obligatoria si la sociedad está admitida a cotización en bolsas de valores. Desde el punto de vista del inversor, la

acción es un título de renta variable, lo que significa que no es posible conocer de antemano su rentabilidad.

Acción gratuita o liberada: En algunas ampliaciones de capital, la sociedad emite las nuevas acciones con cargo a las reservas disponibles, por lo que los accionistas las adquieren sin tener que realizar desembolso alguno. En ocasiones, se emite una parte con cargo a reservas, y el resto tiene que ser aportado por el accionista; en este último caso, las acciones son parcialmente liberadas.

Activo circulante: Bienes y derechos de la empresa que serán vendidos o consumidos a corto plazo, por lo que se transformarán en efectivo dentro del ejercicio económico. Los activos circulantes permiten a las empresas el desarrollo de sus actividades cotidianas. También es llamado capital de explotación.

Activo fijo: También denominado inmovilizado. Está integrado por los bienes y derechos de una empresa que no están destinados a la venta, sino a asegurar su funcionamiento y continuidad. Está constituido por el inmovilizado (material, inmaterial y financiero) más los gastos de establecimiento. Este tipo de activo se caracteriza por su permanencia en la empresa durante un periodo largo, normalmente superior a doce meses. Estos activos se amortizan durante toda la vida del bien.

Ampliación de capital: Operación por la que se aumenta el capital de una sociedad. Este aumento de capital puede hacerse emitiendo nuevas acciones, o por elevación del nominal de las acciones ya existentes. En ambos casos, la contrapartida de la ampliación puede materializarse mediante aportaciones, o por transformación de reservas o beneficios que ya formaban parte de su patrimonio. La ampliación es una fórmula que utiliza la sociedad para obtener nuevos recursos. Los accionistas suelen tener derecho preferente a suscribir las acciones de la ampliación. Si no quieren ejercer ese derecho preferente, pueden vender los cupones representativos de sus derechos.

BAI, beneficio antes de impuestos o beneficio bruto: Es el resultado obtenido por una sociedad como consecuencia de la diferencia entre los ingresos y los gastos, antes de restar las amortizaciones y correspondientes impuestos.

BAII, beneficio antes de intereses e impuestos: Dato anual que indica la eficiencia operativa de la empresa y la capacidad de los activos de generar rentas. Como no se restan los intereses ni los impuestos, el BAII no muestra el efecto del endeudamiento sobre los resultados de la empresa.

Benchmark: Término anglosajón que se puede traducir por referencia que se usa para hacer comparaciones. En el ámbito financiero, cualquier índice que se tome como referencia para valorar la eficiencia en la gestión de una cartera es un benchmark. Por ejemplo, para una cartera invertida en renta variable española, el benchmark más frecuente es el Ibex-35, y una buena gestión consistiría en superar la revalorización del índice o en perder menos que su devaluación.

Beneficio de actividades ordinarias: Beneficio de explotación descontados los gastos financieros y la amortización del fondo de comercio.

Beneficio de explotación: Se refiere a un resultado positivo que una empresa obtiene con su actividad ordinaria, antes de impuestos, intereses y resultados extraordinarios. El beneficio de explotación indica cuáles son las ganancias de una compañía como consecuencia de la evolución habitual del negocio, esto es, el que la empresa define en su objeto social.

Beneficio neto: Resultado obtenido por una compañía después de restar al total de ingresos todos los gastos (incluidos amortizaciones e impuestos).

Beneficios no distribuidos: Parte del resultado distribuible (después de impuestos) que no se reparte en forma de dividendos, sino que permanece en la empresa (generalmente se aplica a la constitución de

reservas). La no distribución de beneficios responde a una decisión estratégica de la empresa (adoptada por la junta general de accionistas), que puede estimar conveniente un aumento de los recursos propios.

Break-even: También llamado punto de equilibrio, punto muerto o umbral de rentabilidad. Hace referencia al nivel de ingresos a partir del cual se cubren los costes tanto fijos como variables. Por encima del punto de equilibrio la cifra que se obtiene es beneficio. Por debajo, pérdida. El «break-even» también es un método de análisis de inversiones en productos derivados.

Caja: Cuenta del activo de una empresa que refleja la cobertura en metálico. La expresión «generación de caja» se refiere a la capacidad de una compañía para obtener recursos financieros. La expresión “flujo de caja” se refiere a los ingresos efectivos que una empresa obtiene.

Capex: Abreviatura de «capital expenditures». Hace referencia a las inversiones en inmovilizado que realiza una empresa en un ejercicio. La diferencia entre el EBITDA (resultado de explotación obtenido por una empresa antes de deducir los intereses, impuestos, provisiones y amortizaciones) y el «capex» da lugar al «cash flow» o flujo de caja generado.

Capital: Conjunto de recursos dinerarios (o que se pueden convertir en dinero) de una persona. En una empresa, son las aportaciones realizadas por los socios para su creación. Cuando se trata de una sociedad anónima, el capital social se divide en acciones.

Capitalización bursátil: Valor que el mercado atribuye a una empresa, expresado como producto del número de acciones emitidas por el precio de cotización de las mismas. Para obtener esta cifra, se multiplica la cotización del valor por el número de títulos emitidos. La capitalización de un índice o de un mercado es la suma de las capitalizaciones de todas las empresas que lo componen.

Coste de capital: Coste que los accionistas de una empresa exigen a la misma por el hecho de invertir en ella.

Derechos del accionista: El inversor que adquiere acciones es propietario al mismo tiempo de una serie de derechos. Estos derechos se pueden resumir en los siguientes: el de suscripción preferente en caso de ampliación de capital, el derecho a la información, el derecho a participar en los beneficios de la compañía a través del reparto de dividendos, el derecho al voto en la junta general de accionistas y el derecho a participar en el reparto en el caso de liquidación de la sociedad.

Dividendo: Parte del beneficio social que se reparte entre los accionistas de una compañía. Constituye la remuneración que recibe el accionista por ser propietario de la sociedad. La cantidad es variable según los resultados anuales que la empresa ha obtenido en el ejercicio. El montante del dividendo lo propone el consejo de administración para su aprobación en junta general. El dividendo puede ser de muchos tipos (bruto, neto, a cuenta, complementario, extraordinario). También existe el scrip dividend, que es el que da la posibilidad de cobrarlo en los propios títulos de la compañía.

Enterprise value (EV): Valor de empresa calculado como la capitalización bursátil más la deuda financiera neta.

Economic value added: Este concepto mide si la gestión de los directivos de la empresa genera valor para el accionista. Compara si la rentabilidad que se obtiene es superior al coste de capital, es decir, al rendimiento que el propio accionista puede esperar razonablemente. Si la rentabilidad conseguida es mayor, se habrá creado valor, es decir, el EVA mostrará tasas positivas de crecimiento.

Flujo de caja (cash flow): Diferencia entre los cobros y pagos efectivamente realizados en un periodo de tiempo, como consecuencia de la actividad de una compañía. A esta entrada y salida de dinero también se le llama flujo de tesorería. En el ámbito del análisis y valoración de empresa, se distingue entre los conceptos de flujo de caja (beneficios después de impuestos más amortizaciones) y flujo de caja libre. Este último se obtiene restando al flujo de caja las inversiones necesarias para atender las necesidades operativas de la empresa, y que consti-

tuye la liquidez efectiva de la misma. El descuento de dichos flujos es uno de los métodos más habituales para valorar compañías desde el punto de vista del análisis fundamental.

Fondo de comercio: Expresión contable de la diferencia que existe entre el precio pagado por una determinada compañía y su valor en libros. Forma parte del activo inmaterial de la empresa, ya que incluye conceptos como el valor de una marca, el prestigio de la sociedad comprada, la posición de liderazgo en un sector, la capacidad del equipo directivo...

Fondo de maniobra: también llamado capital circulante es la parte del activo circulante que se financia con fondos a largo plazo. Puede calcularse como diferencia entre los recursos permanentes y el activo fijo de la empresa.

Pasivo: Término contable que define el conjunto de deudas y obligaciones pendientes de pago. Mientras el activo muestra en qué ha invertido una sociedad, el pasivo informa sobre el origen de los fondos para realizar dichas inversiones, es decir, de dónde saca el dinero la empresa para poder realizar sus actividades.

Prima de riesgo: Rentabilidad adicional que un inversor espera por realizar una inversión arriesgada en lugar de una segura con respecto a otra rentabilidad de referencia. Es un concepto que se puede asociar a cualquier producto financiero y es muy utilizado, sobre todo, en los mercados de deuda. En bolsa, normalmente, la prima de riesgo se refiere al exceso de rentabilidad requerido respecto a la renta fija. También es el diferencial de tipos de interés de la deuda con respecto al tipo de otro activo.

Profit warning: Un aviso sobre ganancias es una advertencia que lanza una empresa para informar al mercado sobre una posible caída de sus resultados con respecto a las previsiones que esa compañía había realizado previamente. El "profit warning" sirve al inversor para tener información razonable antes de adquirir o transmitir valores, ya que

este aviso puede influir rápidamente en la cotización de un título afectado. En el mercado bursátil español, las empresas no están obligadas a publicar previsiones sobre sus ventas, beneficios o cualquier otra magnitud contable.

Ratio bursátil: Indicador que permite comparar el comportamiento de las acciones, bien del mismo sector o de sectores diferentes.

Ratios empresariales: Indicadores que miden la situación de una empresa. Pueden ser de endeudamiento, los que indican a los inversores el riesgo que tiene la empresa y los riesgos de no poder devolver los préstamos; de liquidez, que miden la capacidad de una empresa para afrontar sus compromisos de pago a corto plazo; de rentabilidad, que miden el rendimiento de una empresa, poniendo en relación los beneficios obtenidos con distintas magnitudes.

Recursos propios: Los aportados por los accionistas o los beneficios generados por la empresa que no han sido repartidos. Comprenden, por tanto, el capital social, las reservas y los resultados pendientes de aplicación.

Reservas: Beneficios obtenidos por la empresa y que no han sido distribuidos entre sus propietarios. Se diferencian tres grandes bloques de reservas: reservas procedentes de beneficios no repartidos, reservas provenientes de la actualización de los balances y reservas derivadas de aportaciones de los socios.

ROA (return on assets): Ratio que indica la rentabilidad de una empresa en relación con su activo total. Indica el rendimiento que se está obteniendo de los activos. Se calcula dividiendo el beneficio neto entre el activo total.

ROE (return on equity): Ratio que indica la relación entre el beneficio neto obtenido por la sociedad y sus recursos propios. Ofrece una medida de la rentabilidad que obtienen los propietarios de la empresa por su inversión.

Tasa de descuento: Tipo de interés que se utiliza para calcular el valor actual de los flujos de dinero futuros. Cuanto mayor es la tasa de descuento, menor es el valor actual.

Tasa de reparto de dividendos (pay-out): Porcentaje de los beneficios que la empresa destina al pago de dividendos. Se calcula como cociente entre el dividendo y el beneficio neto.

Tipo de interés libre de riesgo: El que ofrecen los activos que se consideran virtualmente libres de riesgo. Normalmente, se atribuye tal cualidad a la deuda pública de los países más desarrollados del mundo.

Umbral de rentabilidad: Es el momento en el que una inversión comienza a generar beneficios una vez que se han cubierto los gastos requeridos por la misma.

Bibliografía

Ansón Lapeña, A.: Valoración de empresas. Análisis de los métodos utilizados en la práctica. Ediciones del Instituto de auditores-censores jurados de cuentas de España. Madrid. 1997

Camarero, J.M.: Diccionario del inversor. Inversor Ediciones, S.L. Madrid.

Cuervo, A. y Rivero, P.: El análisis económico-financiero de la empresa, en Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. XVI, n. 49. 1986. pp. 15-33.

Fernández, P.: Métodos de Valoración de Empresas. IESE Business School. Universidad de Navarra. Madrid. 2008.

Labatut Serer, G.: El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). Técnica contable. Vol. 57, Nº 676, 2005, págs. 18-31.

Marazuela, E. y Rodríguez de Prado, F.: Cómo valorar una empresa cotizada. Inversor Ediciones, S.L. Madrid.

Martínez Conesa, I. y García Meca, E.: «Valoración de empresas cotizadas. Principales métodos. El papel de los intangibles. Estudio mediante casos». Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Madrid. 2005.

Palomo Zurdo, Ricardo J. (coord.): Enciclopedia de Economía, Finanzas y Negocios. Varios tomos. Wolters Kluwer España. Madrid. 2010.

Scherk. Manual de Análisis Fundamental. Quinta Edición revisada y Actualizada. Inversor Ediciones, S.L. Madrid.

Valls Martínez, M.C.: Métodos clásicos de valoración de empresas, en Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa Vol. 7, nº3, 2001. Pp. 49-66.

