

# 98 Errores en valoraciones de empresas CIIF

16 de Marzo de 2006

Pablo Fernández

## 98 Errores en valoraciones de empresas

Recolección de errores cometidos en distintas valoraciones de empresas

Fuentes:

1. valoraciones a las que el autor ha tenido acceso al colaborar en
  - procesos de compra-venta de empresas,
  - arbitrajes, y
  - procesos judiciales.
2. valoraciones publicadas por analistas financieros.

Todos los nombres de personas, empresas y ciudades se han modificado.

Intención de estas páginas:

“Cuando veas a un sabio echar un borrón, cuida tú de no echar dos”.

## 98 Errores en valoraciones de empresas

Los errores se clasifican en 6 categorías:

- 1) Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa;
- 2) Errores al calcular o prever los flujos esperados;
- 3) Errores al calcular el valor terminal;
- 4) Inconsistencias y errores conceptuales;
- 5) Errores al interpretar la valoración; y
- 6) Errores de organización.

LAS SIGUIENTES PÁGINAS CONTIENEN ALGUNOS DE ESTOS ERRORES

### 1.B. Errores en la beta utilizada en la valoración

*Utilizar el promedio de las betas de empresas del sector cuando el resultado atenta contra el sentido común.*

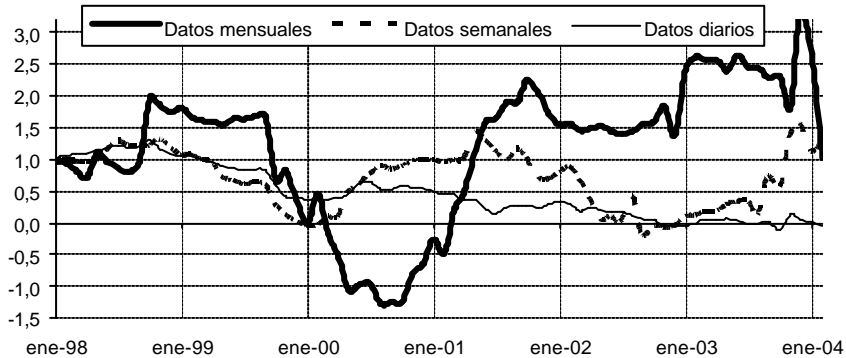
*Utilizar la beta calculada de una empresa cuando su magnitud atenta contra el sentido común.*

*Utilizar fórmulas incorrectas para apalancar y desapalancar las betas.*

Utilizar la beta de la empresa compradora para valorar la empresa objetivo.

### Beta de Telefónica del Perú

Calculada respecto al S&P 500 utilizando datos diarios, semanales y mensuales del último año



5

## 1. C. Errores en la prima de riesgo del mercado utilizada en la valoración

*Suponer que la prima de riesgo del mercado es igual a la rentabilidad histórica de la bolsa sobre la renta fija.*

Tres conceptos distintos:

- prima de riesgo del mercado o *market risk premium*;
- rentabilidad diferencial histórica; y
- expectativa de la rentabilidad diferencial.

*Suponer que la prima de riesgo del mercado es la expectativa de la rentabilidad futura de la bolsa sobre la renta fija.*

Ejemplo. En 2004 un analista de un banco nacional publicó un informe en el que pronosticaba una rentabilidad de la bolsa del 20%. Esta previsión fue utilizada por una consultora financiera para argumentar que la prima de riesgo de España para 2004 era 15,5% (20% - 4,5%). 4,5% era la rentabilidad de los bonos del estado.

6

## 1. D. Errores en el cálculo del WACC

Definición errónea del WACC.

Ejemplo tomado de la valoración de una empresa productora de aceite en Ucrania realizada por un banco de inversión europeo en abril de 2001.

"La definición de WACC es:  $WACC = R_F + \beta_u (R_M - R_F)$ ,  
siendo:

$R_F$  = tasa sin riesgo (risk-free rate);  $\beta_u$  = beta desapalancada (unlevered beta);  $R_M$  = market risk rate."

*La proporción deuda/acciones que se utiliza para calcular el WACC es distinta de la que se obtiene en la valoración.*

*Valorar todos los negocios de una empresa diversificada utilizando el mismo WACC (mismo apalancamiento y mismo  $K_e$ )*

Calcular el WACC suponiendo una estructura de capital y restar OTRA deuda distinta del valor obtenido para la empresa.

7

## 2. Errores al calcular o prever los flujos esperados

### 2. A. Definición errónea de los flujos

Olvidar el aumento de las necesidades operativas de fondos (NOF) al calcular los flujos esperados.

*Considerar un aumento de tesorería como flujo para los accionistas.*

Sumar la caja será correcto sólo si la tasa de intereses cobrados por la tesorería fuera igual a la tasa de intereses pagados por la deuda, la caja se distribuyera inmediatamente, o el coste de la deuda utilizado para calcular el WACC fuera la media ponderada del coste de la deuda y tasa de intereses recibidos por la tesorería (entonces, deuda utilizada para calcular el ratio deuda/fondos propios tiene que ser deuda menos caja)

*Los flujos esperados para las acciones no son iguales a los dividendos esperados más otros pagos a los accionistas (recompras de acciones,...).*

Considerar que el beneficio o el beneficio más la amortización es un flujo.

8

### 3. Errores al calcular el valor terminal

*Inconsistencias en el flujo utilizado para calcular una perpetuidad.*

*Utilizar promedios aritméticos (en lugar de geométricos) para estimar el crecimiento.*

Calcular el valor residual con una fórmula errónea.

*Suponer que la perpetuidad comienza un año antes de cuando comienza en realidad.*

### 4. B. Errores al utilizar múltiplos

*Utilizar el promedio de múltiplos procedentes de transacciones realizadas en un largo período de tiempo y con gran dispersión.*

Un banco de inversión realizó esta valoración en enero 2003. "La Tabla muestra los múltiplos de recientes transacciones. Utilizamos la mediana de estos múltiplos (6,8), ya que la mediana elimina valores extremos."

#### Múltiplos en las transacciones del negocio del aceite

Adquiriente/Objetivo	Fecha	EV/EBITDA
Bunge/Cereol	Noviembre 2002	6,3x
Cargill/Cerestar	Octubre 2001	12,1x
Land O'Lakes/Purina Mills	Junio 2001	4,0x
Primor Inversiones/Mavesa	Enero 2001	7,5x
Corn Product International/Arcancia CPC	Octubre 1998	7,3x
Eridania Béghin-Say/American Maize products	Febrero 1995	5,5x
	<b>Media</b>	7,1x
	<b>Mediana</b>	6,8x

## 4. B. Errores al utilizar múltiplos

Utilizar múltiplos sin utilizar el sentido común.

Ejemplo. En un arbitraje realizado en Madrid en mayo de 2001, se preguntó a un valorador aficionado a los múltiplos: "Tres empresas, A, B, y C tienen un volumen de ingresos comparables en un determinado momento. No sabemos nada de sus beneficios. Tienen los siguientes recursos propios: A: €0,7 millones; B: €6 millones; C: €6 millones. Preguntas:

- 1.- ¿Utilizaría un multiplicador sobre ventas para valorar estas empresas? Respuesta: Sí, es el más indicado.
- 2.- En el caso expuesto, ¿sería el mismo multiplicador para las tres empresas? Respuesta: Sí, si la evolución de las ventas ha sido parecida, sería el mismo.
- 3.- Si dicha evolución de ventas ha sido parecida, ¿significa que las tres empresas tienen el mismo valor si facturan lo mismo? Respuesta: "sí, valen lo mismo".

## 4. E. Otros errores conceptuales

No considerar los flujos procedentes de inversiones futuras previstas.

Considerar que el valor contable de las acciones es una buena aproximación a su valor de mercado

Olvidar incluir el valor de los activos no operativos.

Valorar una empresa holding suponiendo pérdidas perpetuas (sin ahorro de impuestos) en unas empresas y beneficios en otras.

*Concepto erróneo de la estructura óptima de capital.*

En empresas de sectores maduros, los flujos esperados son muy superiores a los históricos sin ninguna justificación.

**4. E.16.** Sumar el valor de liquidación y el valor actual de los flujos esperados.

Tomado de una valoración realizada por una institución: “El valor mínimo de las acciones de la empresa es \$20,1 millones, la suma del valor de liquidación (\$9,6 millones) y el valor actual de los cash flows esperados (\$10,5 millones).”

**4. E.17.** Utilizar fórmulas extrañas para valorar intangibles.

Tomado de una valoración realizada por una consultora financiera: “Valorar los intangibles es muy difícil. Pero una aproximación podría ser cuantificar las garantías que los accionistas han depositado en los bancos. La deuda financiera de la empresa es de unos \$20 millones. Nosotros estimamos que los préstamos bancarios sin las garantías de los accionistas podrían tener un coste adicional anual del 2,5%. Cuantificando este 2,5% durante 10 años, el coste financiero adicional será de unos \$2 millones. Entonces, \$2 millones son una buena aproximación del valor de los intangibles.”

Otro ejemplo. Las explosiones de unas maniobras militares coincidieron con la muerte de varias conejas reproductoras de una granja cercana. El propietario de la granja demandó al Ministerio de Defensa y le pidió la siguiente cantidad por cada coneja fallecida:

<b>Perjuicio por cada coneja reproductora muerta</b>	
Número de partos perdidos	3,5
Número de crías/parto	8
Total de conejos perdidos	28
Peso medio de cada conejo vendido con 3 meses de edad (Kg.)	2,167
Precio medio del Kg. de conejo	1,8
Valor de venta de los conejos no vendidos debido a la muerte de la madre	109,22
Menos valor del pienso que habrían comido los conejos (0,7 €)	-19,6
<b>A</b> Total pérdida por los 28 conejos no vendidos debido a la muerte de la madre	<b>89,62</b>
<b>B</b> Más coste de comprar una coneja reproductora	<b>18,03</b>
Total perjuicio por cada coneja reproductora muerta (A + B)	<b>107,65</b>

Obtención del número de partos perdidos. Si una coneja muerta no se sustituyera inmediatamente comprando otra de 5 meses de edad (precio de mercado 18,03€), sino que se obtuviera de inseminar una coneja de las ya existentes en la granja, el tiempo que habría que esperar para su primer parto sería:

Tiempo que transcurre desde la inseminación de la madre hasta el nacimiento de la cría: 1 mes.  
Tiempo que transcurre desde el nacimiento de la cría hasta que se la puede inseminar: 5 meses  
Tiempo que transcurre desde la inseminación de la cría hasta el primer parto: 1 mes.  
Total: 7 meses.

Como desde una inseminación hasta la siguiente transcurren 2 meses (1 mes hasta el nacimiento, más un mes de lactancia), el número de partos perdidos es  $7/2 = 3,5$ .

Valor del pienso. Los conejos son amamantados por la madre el primer mes. Permanecen en la granja otro mes siendo alimentados con pienso, tras el cual se venden en el mercado con dos meses de edad. El coste del pienso en ese mes es de 0,7€/conejo.

La "plantilla" de conejas reproductoras de la granja se mantuvo, lo que significa que las conejas reproductoras muertas se sustituyeron comprando conejas con 5 meses de edad.

## 5. Errores al interpretar la valoración.

Surgen al olvidar que el valor depende de expectativas (acerca del futuro de la empresa, de la industria, del país y de la economía mundial) y de la estimación del riesgo de la empresa.

### *Confundir Valor con Precio.*

Diferencia entre \$20 millones en efectivo y \$20 millones escritos en una hoja de cálculo de Excel.

Afirmar que "la valoración es un resultado científico, no una opinión".

*Considerar que el fondo de comercio (goodwill) incluye el valor de la marca y del capital intelectual.*

Olvidar que una valoración depende de un conjunto de hipótesis sobre la generación futura de flujos y sobre su riesgo.

Ejemplo. La valoración que tenía un pujador de las acciones de una empresa era \$273 millones. Pero otro pujador ofreció \$325 millones. La dirección general de la primera empresa pidió al director financiero que elaborara otra valoración con un mínimo de \$350 millones. El director financiero incrementó las ventas esperadas, los márgenes esperados y el crecimiento residual esperado y obtuvo una valoración de \$368 millones. La dirección general ofreció \$350 millones, adquirió la empresa y organizó una fiesta para celebrarlo.

## 6. Errores de organización

### 6. A. Valoración sin ninguna revisión de las hipótesis del cliente.

Un ejemplo: Una empresa embotelladora de bebidas refrescantes en España presentó una previsión en la que las ventas se doblaban cada cuatro años. Sin embargo, se suponía una plantilla constante y no había muchas inversiones significativas.

### 6. B. *Encargar una valoración a un investment bank y no involucrarse en ella en absoluto.*

### 6. C. *Asignar la valoración de una empresa objetivo sólo al departamento de finanzas y contabilidad.*

Para tener una valoración presentable, es necesaria la implicación de las ventas, de la producción, del marketing, del personal, de la estrategia y de los departamentos legales.

Fin

Versiones del documento se pueden descargar en:

<http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>

y en:

[http://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=12696](http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696)