

Valoración de Terra

Pablo Fernández
e-Business Center PwC&IESE
2000

En noviembre de 1999, Terra salía bolsa con un valor de 13 euros por acción. En febrero de 2000, las acciones valían 139,75 euros, proporcionando a sus accionistas una rentabilidad del 975%. Cinco meses después, el precio de la acción caía a 40 euros.

Terra comenzó a cotizar en bolsa en noviembre de 1999. El precio de colocación fue 13 euros por acción. En febrero de 2000 cotizó a 139,75 euros. En menos de cuatro meses la empresa había proporcionado a sus accionistas una creación de valor de 34.000 millones de euros (una rentabilidad del 975%). Pero el 3 de agosto de 2000 el precio de la acción fue 40 euros, un 29% del máximo histórico de febrero. La volatilidad anual media de la acción de Terra ha sido superior al 100%. Una empresa americana valoró las acciones de Terra inmediatamente antes de la OPS (a finales de octubre de 1999), basándose en sus previsiones de flujos. Supusieron que la beta de Terra era 2,5 y la prima de mercado era 3,5%. Como la rentabilidad de los bonos del estado a largo plazo era 5,15%, estimaron la rentabilidad exigida a las acciones en 13,9%. Así llegaron a un valor por acción de 16,3 euros. Basándose en esta valoración, recomendaron acudir a la OPS. En marzo de 2000, cuando el precio de la acción de Terra era 117,15 euros, un banco francés emitió un informe en el que valoraba la acción a 86 euros.

La valoración se basaba en el ratio [valor de mercado/ventas] de empresas comparables: Freeserve, Tiscali, Freenet.de e Infosources. El banco francés también proporcionaba una valoración revertida como las que describe mi colega Javier Estrada en su artículo. Era una valoración por descuento de flujos.

Suponiendo una beta de 2,5, una prima de mercado de 3,5% y una tasa sin riesgo del 6%, llegaba a una rentabilidad exigida a las acciones del 14,75% y un coste ponderado de los recursos del 14,6%. El banco argumentaba que para justificar el precio de 117,15 euros por acción, era preciso suponer un crecimiento de los flujos a partir del 2010 del 14%. Como este 14% de crecimiento le parecía exagerado, el banco francés concluía que Terra a 117,15 euros estaba sobrevalorada.

El 8 de septiembre, con el precio a 52 euros, el consenso de los analistas era comprar. Sin embargo, había más de 10 millones de acciones prestadas. El espectacular descenso de la cotización de Terra no es un caso único. La siguiente tabla muestra la evolución de 13 empresas de B2B. La capitalización de las 13 empresas pasó de 30.082 millones de dólares en marzo a 9.908 millones el 3 de agosto. Es interesante observar que la variación de los precios a lo largo del último año ha sido enorme. En 11 de las 13 empresas, el precio mínimo ha sido 10% o menos del precio máximo. De los datos

presentados se puede concluir que la valoración de las empresas de Internet es, cuando menos, cuestionable. Hay analistas y directivos que sostienen que las empresas de Internet no pueden valorarse por el método tradicional de descuento de flujos esperados.

Esto es falso, es una barbaridad conceptual, y es la mejor receta para crear burbujas especulativas. Es cierto que el descuento de flujos debe complementarse en algunos casos con la valoración de las opciones reales (posibles nuevos negocios que pueden proporcionar flujos adicionales a la empresa en el futuro). Pero no todas las empresas de Internet disponen de opciones reales valiosas. Una opción real sólo aporta valor a una empresa cuando ésta dispone de alguna exclusividad para el ejercicio futuro de dicha opción.

Por otro lado, las opciones reales presentes en empresas de Internet no se pueden describir tan fácilmente como las opciones reales que constituyen la explotación de una mina o la explotación de un yacimiento petrolífero.

Una buena valoración de una empresa de Internet debe enjuiciar la sensatez del plan de negocio (con énfasis en el análisis del crecimiento esperado de ventas y de margen), y debe reconocer y cuantificar el valor (si existe) de las opciones reales presentes en la empresa. ¿Podemos concluir que todas las empresas de Internet son una burbuja? Ciertamente no (aunque es obvio que varias de las empresas citadas han constituido una burbuja especulativa). Existen muchas empresas y proyectos de Internet con sensatos planes de negocio que permiten albergar razonables expectativas de crecimiento de ventas y de margen. Pero también existen muchas empresas y muchos proyectos de Internet que no permiten albergar expectativas de crecimiento o de margen. La palabra Internet no es el rey Midas, aunque en algunos momentos lo pareciese.