

---

# Valoración de empresas: valor global frente a valor patrimonial

---

PID\_00271288

Dorina Chicu

---

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 1 hora

---



**Dorina Chicó**

Doctora en Economía y Empresa (2015) acreditada por ANECA (2019). Desde 2011, imparte asignaturas de grado y máster y tutoriza trabajos de fin de grado, posgrado y máster en la Universidad Rovira i Virgili (URV), la Universitat Oberta de Catalunya (UOC), EAE Business School y Ostelea School of Tourism and Hospitality. Durante los últimos años ha participado en proyectos de investigación como Erasmus+ ISCLIS (financiado por la Comisión Europea), Factor Humano, Organización y Mercados (financiado por AGAUR) y SERENSA (financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación de España). Miembro de la Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección (ACCID) y autora de diversos artículos científicos presentados en conferencias nacionales e internacionales (EURAM, IFSAM, EIASM, ACED, AEMARK) y publicados en revistas de impacto como *The Journal of Service Theory and Practice* o *Business Research Quarterly*.

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por el profesor: Jorge Mario Uribe Gil (2020)

Primera edición: marzo 2020  
© Dorina Chicó  
Todos los derechos reservados  
© de esta edición, FUOC, 2020  
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona  
Realización editorial: FUOC

*Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.*

# Índice

<b>Introducción</b> .....	5
<b>Objetivos</b> .....	6
<b>1. Métodos para valorar una empresa</b> .....	7
1.1. El valor contable .....	7
1.2. Valoración basada en de flujo de efectivo descontado .....	7
1.3. Valoración de empresas basada en múltiplos .....	8
1.3.1. Relación de precio-ganancias .....	10
1.3.2. Relación precio/ventas por acción .....	10
1.3.3. Coeficiente PEG .....	10
1.3.4. Otros múltiplos .....	11
1.3.5. Precio/valor contable .....	11
1.3.6. Recomendaciones para elegir un buen múltiplo .....	11
<b>Resumen</b> .....	15



## Introducción

En los módulos anteriores aprendimos cómo podemos valorar proyectos de inversión y también empresas utilizando los métodos dinámicos del VAN (valor actual neto) y la TIR (tasa interna de rentabilidad).

Cuando valoramos una empresa, intentamos hallar su valor global, no el valor del patrimonio.

Con **valor global** nos referimos a la capacidad de la empresa de generar beneficios y/o flujos de caja, mientras que el **valor patrimonial** hace referencia más bien al precio de la empresa (o el precio de la acción), contemplando el valor de los recursos de la empresa.

No obstante, cabe destacar que hay una relación directa entre el valor global y el valor patrimonial, ya que el valor de las acciones proviene de la capacidad de la empresa de generar flujos de caja y/o beneficios y, por consiguiente, del valor de los recursos.

En este módulo aprenderemos cómo valorar el patrimonio de los accionistas. Supongamos que queremos comprar o vender acciones de una empresa que no cotiza en bolsa. En este caso, deberíamos valorar el patrimonio de los accionistas y estimar a qué precio se podría vender o comprar una acción.

## Objetivos

Los objetivos que el estudiante deberá alcanzar después de trabajar este módulo son los siguientes:

1. Describir y analizar las técnicas de valoración de empresas más comunes.
2. Comprender la aplicabilidad de cada técnica, así como las ventajas y las desventajas asociadas a cada método.
3. Comprender la diferencia entre el valor global de una empresa y el valor patrimonial.
4. Adquirir las capacidades básicas para poder evaluar una empresa.

# 1. Métodos para valorar una empresa

La literatura existente nos proporciona varios métodos que podrían emplearse para valorar una empresa. A continuación, explicaremos la técnica de cálculo y la aplicabilidad de algunos de los modelos más comunes, por ejemplo, el **método basado en el valor contable**, el **método basado en el flujo de caja descontado**, el **método basado en múltiplos**, etc.

## 1.1. El valor contable

El **valor contable** es un método que estima el valor de la empresa a partir del valor de los fondos propios (valor del patrimonio) que aparece en el balance.

La desventaja de este método es que recoge los valores estáticos, sin tener en cuenta la evolución futura de la empresa. La realidad es que en la mayoría de los casos, el valor contable de los activos no coincide con el valor de mercado. Por ese motivo, no es aconsejable utilizar este método si no se emplean otras técnicas adicionales que permitan la comparación.

## 1.2. Valoración basada en de flujo de efectivo descontado

Tal como se ha explicado en los módulos anteriores, este método es muy similar al análisis del valor actual neto. Imaginémos una empresa que tiene en su balance activos que generan flujos de caja para la empresa. Entonces el método del flujo de efectivo descontado<sup>1</sup> consiste, primero, en estimar los flujos de caja futuros y actualizar dichos flujos de caja al presente. Una vez que calculamos todos los valores actuales de los flujos de caja futuros que genera la empresa, y sumamos esos valores actuales, obtenemos el **valor de la empresa**. Al resultado obtenido debemos restarle la deuda de la empresa y obtendremos el **valor de mercado de la empresa**.

<sup>(1)</sup>En inglés, *discounted cash flow*.

Una vez hallado el valor de mercado, podemos calcular el precio por acción empleando la fórmula siguiente:

$$\text{Precio de la acción} = \frac{\text{Valor de la empresa} - \text{Deuda}}{\text{Número de acciones}}$$

### Ejemplo 1

Una empresa estima generar los flujos de caja siguientes:

- Año 1: 105 millones
- Año 2: 115 millones
- Año 3: 120 millones
- Año 4: 130 millones
- Año 5: 135 millones

A partir del año 5, se espera que los flujos de caja incrementen a una tasa de crecimiento constante del 3 %. El coste promedio ponderado del capital es del 8 %. La compañía tiene 300 millones de euros en deuda y 100 millones de acciones. Se requiere calcular el precio de una acción.

#### Solución

Al implementar el método del flujo de efectivo descontado, tomamos esos flujos de efectivo futuros y el valor terminal, y los descontamos al 8 %.

Por lo tanto, el valor terminal será:

$$TV = 135 * (1 + 3\%) / (8\% - 3\%) = 2.781,00 \text{ millones de euros}$$

$$DCF = \frac{105}{(1+0,08)} + \frac{115}{(1+0,08)^2} + \frac{120}{(1+0,08)^3} + \frac{130}{(1+0,08)^4} + \frac{135+2.781}{(1+0,08)^5} = 2.371,21$$

$$\text{Valor de mercado} = DCF - \text{Deuda} = 2.371,21 - 300 = 2.071,21 \text{ euros}$$

$$\text{Precio por acción} = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Número de acciones}} = \frac{2.071,21}{100} = 20,72 \text{ euros}$$

### 1.3. Valoración de empresas basada en múltiplos

El enfoque de múltiplos es una teoría de valoración basada en la idea de que activos similares se deben comercializar a precios similares. Se conoce también como **análisis de múltiplos** y supone que un índice particular es aplicable a varias compañías que operan dentro del mismo sector o industria.

Es decir, cuando las empresas son comparables, el enfoque de múltiplos permite determinar el valor de una empresa en función del valor de otra empresa. La idea de este enfoque es que los activos que generan flujos de caja o ganancias idénticas deben tener el mismo precio. Por lo tanto, intentamos inferir el valor de una empresa en función de los valores de mercado de empresas similares (comparables).

El término *múltiplos* se refiere a una serie de indicadores diferentes que se pueden usar para valorar una empresa.

Un **múltiplo** es un coeficiente que se calcula dividiendo el valor de mercado de un activo por un elemento específico en los estados financieros (beneficios, flujo de caja, etc.).



Es necesario que dicho elemento (sea el beneficio o el flujo de caja) tenga una relación lógica con el valor de mercado observado o que de alguna manera sea un elemento que impulse este valor de mercado.

El análisis de múltiplos podría descomponerse en tres pasos:

- 1) Buscar empresas comparables.
- 2) Calcular la relación entre el valor de mercado y las ganancias.
- 3) Inferir el valor de la empresa que nos interesa.

Por lo tanto, el primer paso implica encontrar un conjunto de empresas comparables, luego calcular la relación entre el valor de mercado y las ganancias, y finalmente inferir el valor de la empresa que nos interesa.

Los múltiplos se podrían dividir en dos categorías:

1) Los **múltiplos basados en el valor de una empresa** incluyen:

- Valor de empresa/EBITDA
- Valor de empresa/ventas
- Valor de empresa/EBIT

2) Los **múltiplos basados en el valor del patrimonio** implican examinar la relación entre el precio por acción de una empresa y un elemento del rendimiento de dicha empresa (beneficio, ventas, etc.). Los múltiplos basados en el valor del patrimonio más conocidos son:

- Relación entre el precio y la ganancia por acción.<sup>2</sup>
- Relación entre el precio y el crecimiento del beneficio por acción (PEG).
- Relación entre el precio y el valor contable.
- Relación entre el precio y las ventas.

<sup>(2)</sup>Conocido como *P/E Ratio* por sus iniciales en inglés.

Se considera que los múltiplos basados en el valor de la empresa permiten la comparación directa entre diferentes empresas, ya que no tienen en cuenta el impacto de la estructura de capital. Sin embargo, los múltiplos basados en el valor del patrimonio pueden verse afectados artificialmente por un cambio en la estructura de capital, incluso cuando no hay un cambio en el valor de la empresa. No obstante, a nivel práctico se utilizan más los múltiplos de capital, ya que están ampliamente disponibles y se pueden calcular con facilidad.

A continuación, se explicará el cálculo y las ventajas de los múltiplos más empleados.

### 1.3.1. Relación de precio-ganancias

Uno de los múltiplos más utilizados es la **relación de precio-ganancias (P/E Ratio, PER)**, que es popular en parte debido a su amplia disponibilidad y a la importancia atribuida a las ganancias por acción como un factor de generación de valor. La relación precio-ganancias (relación P/E) surge al valorar una empresa, y mide el precio actual de las acciones en relación con sus ganancias.

Para determinar el valor P/E, simplemente se divide el precio actual de una acción por las ganancias por acción.<sup>3</sup> El precio de una acción (P) se puede obtener en un sitio web de finanzas, de acuerdo con el mercado en el que se encuentre listada la compañía, y la ganancia por acción se puede obtener a partir de los documentos financieros de la empresa.

<sup>(3)</sup> Conocido como *Earning per Share, EPS*.

$$\text{Múltiplo P/E} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Conociendo el múltiplo P/E de otras empresas del sector, podemos despejar el precio por acción para la empresa que analizamos:

$$\text{Precio por acción} = \text{Múltiplo P/E} * \text{Beneficio por acción}$$

### 1.3.2. Relación precio/ventas por acción

La **relación precio/ventas por acción**<sup>4</sup> es otro indicador de valoración de acciones similar a la relación P/E. La relación P/S mide el precio de las acciones de una empresa frente a sus ventas anuales, en lugar de las ganancias. Al igual que la relación P/E, la relación P/S refleja cuántas veces los inversores pagan por cada euro de ventas de una empresa. Dado que las ganancias podrían estar sujetas, en un grado u otro, a estimaciones contables, muchos inversores consideran que las ventas (ingresos) de una empresa son un componente de relación más confiable para calcular el precio de una acción múltiple que la cifra de ganancias.

<sup>(4)</sup> Conocido como *Price per Sales, P/S*.

$$\text{P/S} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Ventas por acción}}$$

Una vez hallada la ratio P/S, podemos despejar el precio por acción.

### 1.3.3. Coeficiente PEG

El **coeficiente PEG**<sup>5</sup> se considera que proporciona una imagen más completa en comparación con el índice P/E, ya que tiene en cuenta el crecimiento esperado de las ganancias de la compañía.

<sup>(5)</sup> Acrónimo del inglés, *Price per Earning per Share Growth*.

$$\text{PEG} = \frac{\frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}}{\text{Crecimiento de beneficio por acción}} = \frac{\text{P/E}}{\text{Crecimiento de beneficio por acción}}$$

Para calcular la relación PEG, es necesario primero calcular el índice P/E. Posteriormente, se requiere estimar la tasa de crecimiento esperada y sustituir los valores en la fórmula para hallar el índice PEG.

A veces el índice P/E nos puede hacer creer que una acción determinada es una buena inversión, pero si profundizamos y calculamos el PEG, podremos enfrentarnos a una realidad bien diferente. Cuanto más bajo es el índice PEG, más alta es la probabilidad que la empresa esté subestimada debido a sus expectativas de crecimiento futuro. Por tanto, añadir el cálculo del PEG ayuda a ajustar el resultado para las compañías que esperan una alta tasa de crecimiento.

#### 1.3.4. Otros múltiplos

Otros múltiplos de uso común se basan en el valor de la empresa, como, por ejemplo: EV/EBITDA (*Enterprise Value / Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), EV/NOPAT (*Enterprise value / Net Operating Profit after Taxes*), etc. Estos múltiplos revelan la calificación de un negocio independientemente de su estructura de capital y se emplean comúnmente en adquisiciones y transacciones en empresas privadas.

$$\text{EVM} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBITDA}}$$

#### 1.3.5. Precio/valor contable

Por último, hay que tener en cuenta que no todos los múltiplos se basan en ganancias o factores de flujo de efectivo. La relación **precio/valor contable**<sup>6</sup> es un índice común que compara el valor de mercado con el valor contable de los activos de la empresa.

<sup>(6)</sup> Conocido como *Price to Book Value*, P/B.

$$\text{P/B} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Valor contable por acción}}$$

#### 1.3.6. Recomendaciones para elegir un buen múltiplo

Pero ¿cómo elegir un buen múltiplo? No podemos decir que un múltiplo es mejor que otro, ya que todos son válidos y, considerando su facilidad de cálculo, es recomendable calcular todos los índices, ya que cada múltiplo nos podría proporcionar información distinta.

Como norma general, deberíamos tomar múltiplos que operen en la misma industria para asegurarnos de que tenemos un riesgo operativo similar. Y también debemos tratar de escoger empresas que se encuentren en una etapa si-

milar de desarrollo, lo que significa que tienen la misma tasa de crecimiento esperada. Adicionalmente, para el índice P/E (la relación entre el precio y las ganancias), también debemos asegurarnos de que las empresas tengan un riesgo financiero similar.

### Ejemplo 2

Sabemos que la empresa A tiene un EBITDA de 52 millones de euros, 8,2 millones de acciones y 180 millones en deudas. Según la información recopilada, las empresas comparables en la misma industria tienen la relación entre el valor de la empresa y el EBITDA (EV/EBITDA) igual a 7,4. ¿Cuál es el precio de una acción para la empresa A?

#### Solución

Tal como indicamos anteriormente, los métodos basados en múltiplos nos permiten calcular el valor de una empresa en función de otras empresas similares que operan en la misma industria. Por tanto, asumimos que el índice EV/EBITDA sería el mismo tanto para la empresa A como para otras empresas de la misma industria. Es decir:

$$\begin{aligned} \text{EV/EBITDA} &= 7,4 \\ \text{EV} &= 52 * 7,4 = 353,60 \text{ millones de euros} \end{aligned}$$

El valor de la empresa A es de 353,60 millones de euros.

$$\text{Precio de la acción} = \frac{(\text{EV} - \text{Deudas})}{\text{Número de acciones}} = \frac{(353,60 - 180)}{8,2} = 21,17 \text{ euros}$$

Por consiguiente, el precio de una acción para la empresa A es de 21,17 euros.

### Ejemplo 3

Estamos considerando invertir en la empresa ABC. Al realizar un análisis financiero exhaustivo, se pronosticaron los flujos libres de caja (FLC) siguientes:

- Año 1: 220 millones de euros
- Año 2: 250 millones de euros
- Año 3: 330 millones de euros
- Año 4: 390 millones de euros
- Año 5: 415 millones de euros

Después de realizar un análisis, se determina que el coste neto de la deuda es del 9 % y el coste del capital propio es del 37 %. A partir del año 5 en adelante, se estima un crecimiento constante del 1,5 %. Finalmente, sabemos que la empresa tiene una deuda de 880 millones de euros y 1.750 millones de capital propio. En el último año, el BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos) fue de 385 millones de euros. El número total de acciones es de 120 millones.

Se requiere determinar:

- 1) ¿Cuál es el coste promedio ponderado de capital (WACC) si la tasa impositiva es del 25 %?
- 2) ¿Cuál es el valor de la empresa mediante el método DCF (flujo de caja descontado), así como el valor terminal (al final del año 5)?
- 3) ¿Cuál es el precio de una acción? Se requiere utilizar el método del flujo de caja descontado (DCF).
- 4) Imaginaros que la empresa ABC comercializa sus acciones en el mercado financiero a un precio de 4,17 euros por acción. Se requiere valorar si la empresa está subestimada o sobreestimada por el mercado.

5) Ahora está contemplando el siguiente proyecto: comprar 30 millones de acciones al precio de mercado de 4,17 euros por acción. ¿Cuál es el valor actual neto (VPN) de esta inversión? ¿Es una inversión viable desde punto de vista financiero?

6) Para sacar las conclusiones finales, debes emplear el método de valoración basado en múltiplos. Según los datos disponibles, las empresas similares del sector tienen un índice P/E igual a 1,3. Considerando esta información, se requiere calcular el precio de una acción de la empresa ABC. Comparar el precio por acción obtenido mediante el método del flujo de caja descontado (pregunta 3) y el precio por acción obtenido mediante el método de múltiplos.

### Solución

1) Para calcular el coste promedio ponderado de capital, tenemos que contemplar las fuentes de financiación a largo plazo (en este caso, la deuda y los fondos propios), así como el coste de cada fuente de financiación:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{\text{Fondos propios}}{\text{FP+Deuda}} * K_e + \frac{\text{Deuda}}{\text{FP+Deuda}} * K_d * (1 - T) = \\ &= \frac{1.750}{(1.750+880)} * 37 \% + \frac{880}{(1.750+880)} * 9 \% * (1 - 25 \%) = 26,88 \% \end{aligned}$$

2) Para hallar el flujo de caja descontado es necesario primero calcular el valor terminal:

$$\text{TV} = \frac{415 * (1 + 1,5 \%) }{(26,88 \% - 1,5 \%) } = 1.659,78 \text{ millones de euros}$$

El valor de la empresa mediante el método del flujo de caja descontado se calcula mediante la fórmula siguiente:

$$\text{DCF} = \frac{\text{FLC}_1}{(1 + \text{WACC})} + \frac{\text{FLC}_2}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FLC}_n + \text{VT}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

$$\text{DCF} = \frac{220}{(1 + 0,2688)} + \frac{250}{(1 + 0,2688)^2} + \frac{330}{(1 + 0,2688)^3} + \frac{390}{(1 + 0,2688)^4} + \frac{415 + 1.659,78}{(1 + 0,2688)^5} = 1.271,76 \text{ millones}$$

3) El precio de una acción se calcula mediante la fórmula siguiente:

$$\text{Precio por acción} = \frac{(\text{DCF} - \text{Deudas})}{\text{Número de acciones}} = \frac{(1.271,76 - 880)}{120} = 3,26 \text{ euros}$$

4) Según el método del flujo de caja descontado, el precio de una acción es de 3,26 euros. Si actualmente la empresa comercializa sus acciones a un precio de 4,17 euros, significa que el valor de mercado de la empresa es superior a su valor real y, por lo tanto, concluimos que la empresa está sobrevalorada por el mercado (4,17 > 3,26).

5) Se contempla comprar 30 millones de acciones a un precio de 4,17 euros por acción. Por lo tanto, la inversión inicial es:

$$C_0 = 30 * 4,17 = 125,10 \text{ millones de euros}$$

En cuanto a los flujos de caja, tenemos que ajustar los que corresponden a los 30 millones de acciones.

Si hay un total de 120 millones, significa que 30 millones representa el 25 % (30 \* 100 % / 120 = 25 %).

Por lo tanto, tenemos que contemplar el 25 % de los flujos de caja indicados en el enunciado:

- Año 1: 220 millones de euros \* 25 % = 55
- Año 2: 250 millones de euros \* 25 % = 63
- Año 3: 330 millones de euros \* 25 % = 83
- Año 4: 390 millones de euros \* 25 % = 98
- Año 5: 415 millones de euros \* 25 % = 104

- Valor terminal:  $1.659,78 * 25 \% = 414,95$

$$VAN = -125,10 + \frac{55}{(1+0,2688)} + \frac{63}{(1+0,2688)^2} + \frac{83}{(1+0,2688)^3} + \frac{98}{(1+0,2688)^4} + \frac{104+414,95}{(1+0,2688)^5} = 192,84$$

El VAN obtenido es positivo, es decir, concluimos que este proyecto de inversión es viable, ya que nos proporciona un retorno de 192,84 millones de euros.

6) Sabemos que el beneficio de la empresa es de 385 millones y el índice P/E en el mercado es de 1,3. Por tanto:

$$\text{Ganancia por acción} = \frac{\text{Beneficio total}}{\text{Número de acciones}} = \frac{385}{120} = 3,21$$

$$\begin{aligned} \text{Precio por acción} &= \text{Ganancia por acción} \\ & * \text{Múltiplo P/E} = 3,21 * 1,3 = 4,17 \text{ euros} \end{aligned}$$

Comparando el precio por acción obtenido mediante el método de múltiplos (4,17 euros), observamos que es superior al precio por acción obtenido mediante el método del flujo de caja descontado (3,26 euros). Volviendo a la pregunta 4, podemos concluir que la empresa no está sobrevalorada por el mercado, y el precio de 4,17 euros por acción es el precio correcto.

En definitiva, podemos concluir que para valorar una empresa es recomendable utilizar más de un método de valoración, ya que esto nos permitirá profundizar y descubrir los diferentes escenarios, y evitar así un análisis superficial.

## Resumen

En este módulo hemos profundizado en las principales técnicas de valoración de empresas y proyectos de inversión. Cabe destacar que a la hora de evaluar una empresa, es recomendable distinguir y calcular tanto el valor global como el valor patrimonial de la misma, y para ello hay que emplear más de un método.

Cada herramienta de valoración tiene sus propias ventajas y desventajas; esto nos puede presentar realidades diferentes y brindarnos una visión panorámica de los elementos que influyen en el valor de una empresa.

Al final del módulo se ha presentado un enfoque práctico de los métodos teóricos explicados, explicando paso a paso los cálculos necesarios, así como la interpretación de los resultados obtenidos.

