

Los Balances y los Inversores, 2da parte El Net Firm Value

Analizamos uno de los más importantes métodos para valorar a las empresas, utilizando los aportes de Capital por los accionistas y de los terceros. Es un buen método para comparar distintas empresas y hacer simulaciones del tipo “que pasa si...”.

Afortunadamente la Bolsa da espacio a distintos estilos de inversión. Para quienes invertimos en el largo plazo no basta con invertir en empresas con buenos fundamentos. Hay que invertir en empresas con buenos fundamentos, pero que estén muy baratas.

Determinar cuáles están muy baratas es un tema que no tiene una fácil solución: ¿cómo saber si una empresa está barata? ¿Cuándo tiene un *Price Earnings* bajo? ¿Acaso mirando el Precio de Mercado respecto del Valor de Libros? ¿Mejor el Precio respecto del EBITDA? ¿El Flujo de Fondos? Y podríamos seguir sin una respuesta que sea contundente. Como siempre digo, estos cálculos solo deben servirnos para darnos coraje para encarar un análisis más profundo de una empresa que luzca atractiva, pero en el mundo bursátil, este análisis también puede servir para jugarse. Este artículo describe otra manera de valorar a las empresas: el *Net Firm Value* (NFV) o Valor Empresario.

En agosto de 2003 publiqué lo que podría considerar la primera parte de este artículo, el que solo mantiene una secuencia porque están ambos muy ligados. Tenía entonces temor a críticas por aspectos contables, sin embargo solo hubo buenas críticas, y ahora con el tiempo vengo a descubrir que en realidad esa metodología podría emparentarse con este viejo ratio bursátil de análisis fundamental: el *Net Firm Value* (NFV), el cuál es un muy buen medidor del valor que da el mercado a una empresa que cotiza en Bolsa. Y además ambos se complementan.

En general el análisis fundamental se centra en dos aspectos:

- ? El desempeño de la empresa en relación al monto a invertir, tales como el Price Earnings, el Precio sobre EBITDA, y otros. Este lineamiento, generalmente el más importante, valoriza a los Flujos de Fondos (FF) y los resultados e ignora al patrimonio.
- ? El precio en relación a los bienes que posee la empresa, tales como el Precio de Mercado sobre Valor de Libros. Este lineamiento no descrea de la importancia de los resultados, pero asume que el patrimonio algún día podría ser redituable y por ende debería tener valor de *per se*, con independencia de lo que produce hoy. Tarde o temprano alguien encontrará una forma de sacarle jugo. El NFV pertenece a esta línea.

El Net Firm Value

Un error muy corriente en los inversores bursátiles es creer que el valor de una empresa está dado por la Capitalización Bursátil (CB), es decir el precio de cotización de una acción multiplicado por la cantidad de acciones emitidas por esa empresa. Esto no es así de ninguna manera.

Para operar las empresas requieren de dinero: su Capital de Trabajo. Ese dinero pueden aportarlo los accionistas, los Bancos, los proveedores, otros inversores, etc... La suma de todos estos aportes hacen el Capital requerido para operar, y de ello el valor de una empresa. En resumen hablamos de Capital Propio (el de los accionistas, llamado Patrimonio Neto en términos contables y que se refleja en los libros de la empresa, o la CB que es exactamente lo mismo pero con la valuación que le asigna al Patrimonio Neto el mercado bursátil) y el Capital de Terceros (el aporte de Bancos, Proveedores, etc...).

El NFV se calcula sumando el Capital Propio según lo valúan los inversores (la CB), y el Capital de Terceros según valuación en Balance (las Deudas Financieras: Bancarias y Obligaciones Negociables, y restando el dinero en efectivo e Inversiones de Corto Plazo que podría utilizarse al pago de las deudas y eventualmente ser distribuido -si hay exceso- a los accionistas).

Veamos su concepto: si yo quisiera comprar y tener el control absoluto de una empresa, por ejemplo para despiezarla y vender cada uno de sus activos en un caso extremo o cualquier otra decisión importante, debería tener dinero para comprar todas sus acciones (que se asume se compran al valor en Bolsa o es decir la CB), y pagar todas las deudas financieras para lo cuál podría usar el dinero que tenga en caja o en inversiones la empresa en cuestión. Si este dinero excede a las deudas, lo embolso para recuperar parte de lo que usé para comprar las acciones.

Tanto las deudas como los créditos comerciales se obvian pues se consideran que hacen al desempeño operativo normal de la empresa, junto a los Bienes de Cambio y los Activos Fijos.

Cuando una empresa tiene deudas, los accionistas no tienen el control absoluto de la empresa: los Bancos seguramente habrán puesto cláusulas en los préstamos concedidos que obligan a mantener determinados ratios financieros, políticas de dividendos en efectivo, inversiones, etc...

Si el Capital de Terceros es predominante, el flujo de fondos será destinado principalmente a su amortización y al pago de los intereses y poco quedará para los accionistas o

para crecer. Uno podría ver a los Bancos como una especie de dueño privilegiado: cobra su renta aunque haya pérdidas y recupera su Capital de acuerdo a un cronograma determinado, corriendo un riesgo menor al resto de los socios, pero con riesgo al fin.

Hay muchas empresas en nuestra Bolsa donde el Capital de los Terceros es mucho más importante que el de los accionistas de la empresa, y seguramente los Bancos tengan bastante poder en ciertas decisiones empresarias.

Algo a tener en cuenta es que a veces el mercado asume que habrá renegociación con los acreedores y eventualmente podrá haber una quita en la deuda tal como uno la toma de Balances. En ese caso la CB suele ser mayor que la que sería si la empresa debiera pagar la deuda completamente. Claro que es posible que el mercado también asuma que se pagará capitalizando deuda (pago parcial con acciones de la empresa). Como resumen, en el caso de deudas en proceso de renegociación puede ser erróneo el NFV obtenido.

Mi cálculo del NFV

Uno de los problemas que he encontrado es que hay empresas que se endeudan financieramente con sus proveedores y ello se registra como deuda comercial y no como deuda financiera. Entonces tomo también las Deudas Comerciales y para compensar su efecto incluyo también a los Créditos Comerciales. En realidad tomo todo el Pasivo menos las Provisiones, y los Créditos Comerciales de corto plazo como Capital de Terceros menos el efectivo (Disponibilidades) y las Inversiones de Corto Plazo.

En mi criterio, mientras mantengamos un concepto similar en el tiempo y al comparar distintas empresas no hay mayores riesgos.

Interrelaciones

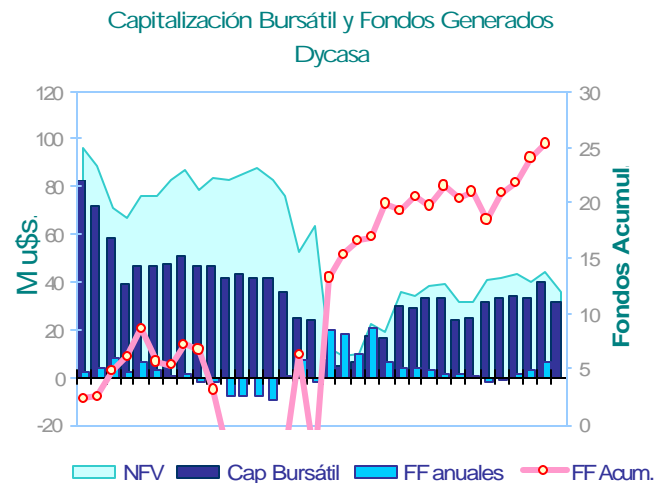
Además de analizar el valor empresario (NFV) es interesante compararlo con otros elementos relacionados y su variación en el tiempo, tales como el Capital de Terceros, el FF, los saldos de Bienes de Cambio, Pasivos u otros. También es interesante calcular ratios respecto de capacidad instalada si fuese posible.

Un ejemplo

Veamos un ejemplo. Uno podría pensar que la acción de Dycasa está cara dado que vale en dólares solo poco menos que lo que valía en el 2001 pues en estos momentos tiene varios frentes de tormentas con los peajes (medidos en dólares) de Autopistas del Sol, la ruta a Mar del Plata o la de Rosario-Santa Fe. Sin embargo, cuando uno mira bien, es decir no la Capitalización Bursátil sino el Valor Empresario (NFV) ve el tremendo castigo en la cotización, dado de que la empresa antes trabajaba con un 60% de capital propio y hoy lo hace con casi un 100%.

Para el mercado bursátil la empresa vale hoy en dólares la mitad de lo que valía a fines de los 90. Paralelamente Dycasa está teniendo un importante Flujo de Fondos en dólares (ver la curva de fondos acumulados) y uno se pregunta si el mercado le está prestando atención. Es cierto que es una empresa difícil de analizar, pero no para todos:

el Grupo español San José, famoso en España tras un intento de compra hostil fallido, se ha hecho en el último año de un 11% del Capital de Dycasa sin que el mercado lo percibiera: una inversión bursátil estimada en unos 3 millones y medio de dólares.



Ejercicios de Simulación

La corriente de pensamiento que le da peso al valor de los bienes en las empresas asume que en algún momento las condiciones harán que finalmente el mercado reconozca el valor de los bienes de una empresa. En general se asume que las épocas malas no duran toda la vida y que alguna vez las inversiones tienen que rendir, especialmente si la empresa está bien manejada. Los empresarios siempre se las han ingeniado en Argentina para que los Gobiernos aseguren un buen retorno para la inversión. Y si las situaciones del mercado y de resultados cambian, con lo cuál dos cosas podrían verificarse usualmente para las empresas que tengan FF positivos:

1. Si se mantiene el NFV (Mercado Neutro), la CB variaría el mismo monto del FF del período, y de ahí la importancia de estimar el FF. El retorno de la inversión estará dado por el FF/CB.
2. Que un buen FF entusiasme al mercado y que por ello suba el NFV (Mercado Positivo), la CB variaría en un monto superior a su relación con el FF del período. Claro que si decrece el FF, podría caer el NFV.

Cuando uno hace ejercicios de simulación de largo plazo, puede jugar con esos dos elementos: el Flujo de Fondos en el tiempo y el Valor Empresario que justifica el precio de los activos de la empresa y ese Flujo de Fondos.

En principio el Flujo de Fondos se destina a disminuir el Capital de Terceros, y luego a crecer o a pagar dividendos en efectivo a los accionistas. Una empresa con menos deudas, es una empresa con mayor valor y por ello el NFV debe ser mayor, incluso mayor que el valor de los Activos cuando se obtienen buenos retornos por ellos.

Cambie o no el Valor Empresario, la Capitalización Bursátil variará en relación al cambio en el Capital de terceros. El porcentaje de aumento de la acción (la Capitalización

Bursátil) será mayor que el porcentaje de crecimiento de la Valuación Empresaria (NFV). La Capitalización Bursátil será la diferencia entre el NFV y el Capital de Terceros. No es fácil de comprender, pero una buena mejora en el FF logrará una mayor suba en el precio de la acción en una empresa muy endeudada que en una poco endeudada.

Supongamos que para una empresa dada usted estima un flujo de Fondos de 50 millones de dólares (Mu\$s) en el año, el que será aplicado a disminuir el Capital de Terceros que es hoy de Mu\$s 150 millones de dólares. Si hoy la empresa vale Mu\$s 300, aún conservando el mismo NFV en ese período, la Capitalización Bursátil debería pasar de Mu\$s 150 a Mu\$s 200, mostrando un aumento del 33% en el

período analizado, aún manteniendo la misma valuación como empresa (NFV). Si el buen desempeño hiciera reconocer al mercado bursátil que existe un mayor Valor Empresario, el aumento de la acción sería aún superior. Así usted podrá estimar distintos Flujos de Fondos y distintos humores del mercado e inferir posibles retornos para su inversión.

✉ <http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro
28 de abril de 2006

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y de Economía
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial
