

Expansión

DIGITAL

Un paso adelante: valoración revertida

Condiciones para que el precio de una empresa sea razonable.

En los métodos de valoración relativa (ver Expansión del día 22 de septiembre), el valor de una empresa se estima en relación al valor de otra u otras empresas. No obstante, estos métodos tienden a ser demasiado simplistas y a omitir variables básicas del negocio. Alternativamente, en los métodos de valoración absoluta, el valor de una empresa se estima en base a variables fundamentales de la propia empresa.

El modelo estándar de valoración absoluta es el típicamente llamado método DCF (discounted cash flow o descuento de flujo de fondos), mediante el cual se descuentan los cash flows esperados de una empresa a una tasa que refleje el riesgo de los mismos.

Este modelo DCF, que en principio es aplicable a todo tipo de empresas, presenta problemas particulares de aplicación en lo que se refiere a empresas de Internet y, por tanto, no es utilizado con mucha frecuencia para valorarlas. Esto se debe, al menos, a dos motivos.

Motivos

Primero, la mayoría de las empresas de Internet no tienen cash flows positivos ni esperan tenerlos en un futuro cercano, es decir, no hay nada que descontar. Ciertamente, por otra parte, que se espera que la mayoría de las empresas tarde o temprano generen cash flows positivos. La cuestión es cuándo los generarán y en qué magnitud. La incertidumbre con respecto al cuándo y al cuánto es tal, que no habría mucha diferencia si las predicciones son realizadas por un analista o por una señora en toga con una bola de cristal.

Segundo, para estimar tasas de descuento apropiadas, generalmente se utilizan unos cinco años de datos de rentabilidad, un período bastante mayor al número de años de existencia de la mayoría de las empresas de Internet. Por lo tanto, estas empresas

no tienen una historia lo suficientemente larga como para generar medidas de riesgo confiables. En consecuencia, con cash flows impredecibles y con dificultades en la estimación de tasas de descuento apropiadas, la aplicación del método DCF a empresas de Internet es, al menos, difícil.

Modelo

La introducción de un pequeño cambio al modelo DCF, sin embargo, genera un modelo similar pero mucho más aplicable (y aplicado) a empresas de Internet. Este pequeño cambio convierte al modelo DCF en un modelo a veces llamado de valoración revertida por

Si la capitalización de 113.900 millones de dólares de Yahoo! es razonable, los beneficios deberían crecer al 65% anual durante los próximos quince años

los siguientes motivos.

El método de valoración revertida es una técnica que permite exponer los supuestos escondidos detrás de un precio de mercado dado con el propósito de evaluar su plausibilidad. En palabras se podría expresar así: "Si *a* y *b* ocurren, entonces estas acciones cotizando a *x* euros tienen un precio razonable. Ahora bien, ¿es probable que *a* y *b* ocurran?".

Se puede decir que "si los beneficios de Yahoo! crecieran al 65% anual durante los próximos 15 años, su capitalización de 113.900 millones de dólares a comienzos de 2000 sería razonable. Ahora

bien, ¿es probable que los beneficios de Yahoo! crezcan a una tasa anual del 65%?". Para explorar más este punto, se puede considerar la situación de Yahoo! a comienzos del año. La capitalización de la empresa ascendía a 113.900 millones de dólares, y sus beneficios e ingresos en 1999 fueron de 142,8 millones de dólares y 588,6 millones, respectivamente. Se puede ignorar, para simplificar, la distinción entre beneficios y cash flows (la variable correcta a descontar) y se puede partir entonces de esos beneficios de 142,8 millones de dólares.

¿A qué tasa se debería descontar estos beneficios? Una aplicación direc-

ta del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), ampliamente utilizado para estimar tasas de rentabilidad requerida, daría una tasa de descuento del 23%. Se llega a este resultado utilizando una tasa libre de riesgo del 6,5%, una prima de riesgo del 5,5%, y una beta (parámetro que refleja el riesgo de la empresa) de 3. Finalmente, se puede suponer que los beneficios de Yahoo! a partir de 2015 se establezcan en una tasa de crecimiento del 5% anual. La pregunta entonces es, ¿a qué tasa anual tendrían que crecer los beneficios de Yahoo! durante los próximos 15 años para justificar una capitalización

de mercado de 113,9 millones de dólares? La respuesta es al 65% anual. Pero el análisis, por supuesto, no tiene por qué detenerse en este punto. En realidad, el análisis debería continuar unos pasos más. Se podría, por ejemplo, argumentar que "si el número de visitantes a la página web de Yahoo! crece al *x*% anual, entonces los beneficios de Yahoo! podrían crecer al 65% anual durante los próximos 15 años. Ahora bien, ¿es probable que los visitantes a la página

web de Yahoo! crezcan al *x*% anual?".

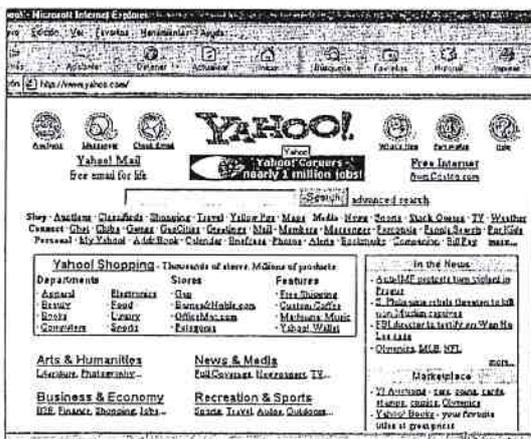
O se podría argumentar que "si los beneficios por publicidad de Yahoo! crecen al *y*% anual, entonces los beneficios de Yahoo! podrían crecer al 65% anual durante los próximos 15 años. Ahora bien, ¿es probable que los beneficios por publicidad crezcan al *y*% anual?".

Conclusiones

El mensaje de todo esto es claro: el analista debe tratar de llegar a un punto en el cual pueda contestar si las proyecciones que sustentan un precio observado son posibles, probables o improbables. En este tipo de análisis no se argumenta que los beneficios de Yahoo! crezcan al 65% anual durante los próximos 15 años. La técnica de valoración revertida es un análisis del tipo *si-entonces*. Por tanto, si se tiene en cuenta que la capitalización de 113.900 millones de dólares de Yahoo! es razonable, entonces, los beneficios deberían crecer al 65% anual durante los próximos 15 años.

En conclusión, la técnica de valoración revertida ayuda al analista a exponer las condiciones bajo las cuales una valoración es razonable. Y la opinión del analista sobre la plausibilidad de dichas condiciones es la que finalmente determinará su opinión sobre el valor de las empresas analizadas.

Javier Estrada,
profesor del IESE.



El método de valoración revertida se ha aplicado a la empresa de Internet Yahoo!