

# Valuación de compañías y mercado de M&A: qué miran los inversores a la hora de decidir invertir en Argentina

**Garabato, Fernando**

## I. INTRODUCCIÓN

Desde hace un tiempo se habla de la "ola de inversiones", lo que plantea el interrogante de cuáles son los fundamentos que mandan sobre dichas decisiones de inversión. Se habla de crecimiento económico, de riesgo país, de inflación, entre otros. Pero dichas decisiones de inversión esconden esquemas de pensamiento y análisis complejos que capturan dichas variables y los interrelacionan con las variables de negocio de cada caso en cuestión. En esta ocasión, proponemos brindar una mirada desde el punto de vista de las finanzas corporativas proporcionando una cuantificación del impacto que dichas variables puedan tener sobre el valor de los activos.

De esta forma, a los fines de entender qué miran los inversores a la hora de decidir invertir en Argentina, mostraremos el impacto de variables macro en la valuación de las compañías, así como también realizaremos una consideración de los value drivers que determinan el valor de la compañía y su interrelación con las variables macro.

La estimación del valor de mercado de un activo o compañía requiere de dos elementos fundamentales: el flujo de fondos a descontar y la tasa de descuento.

De esta forma, el valor de un activo se determina como:

Valor de un activo = Sumatoria de flujos de fondos futuros / Tasa de descuento

Una forma simplificada de obtener dicho valor es mediante el modelo de perpetuidad, que es el enfoque que utilizaremos para analizar cómo afectan las variables macro a la valuación de los activos.

Vale aclarar que el flujo de fondos que se considera es el free cash flow (FCF por sus siglas en inglés) o Flujo Libre de Fondos y la tasa de descuento es la WACC.

El flujo libre de fondos es el flujo de caja que son capaces de generar los activos de la compañía y se define como el flujo operativo, determinado a partir del EBIT o Earnings Before Interest & Taxes, más las amortizaciones, más las variaciones en el capital de trabajo menos el impuesto a las ganancias operativo.

La tasa de descuento acorde al riesgo y tipo de flujo de fondos es el costo promedio ponderado de capital o WACC, por sus siglas en inglés. Dicha tasa se construye como una sumatoria de tasas de riesgo, como se detalla más abajo.

I.1. Principales variables macro que inciden en las decisiones de inversión en el mercado de M&A (1)

- Riesgo país.
- Crecimiento económico.
- Inflación.
- Tasa de interés.
- Tipo de cambio real.

La razón por la que los inversores consideran estas variables es por su impacto en el valor de los activos. Tanto si se trata de inversores estratégicos que buscan expandir su negocio, como de fondos de inversión en búsqueda de rentabilidad, la perspectiva de evolución de valor del activo en que deseen invertir es clave a la hora de tomar dicha decisión.

De esta forma, las finanzas corporativas proveen herramientas cuantitativas que permiten capturar el impacto de estas variables en el valor, y esto se realiza a través de la estimación de valor de mercado o valuación de la compañía target.

Cuando se considera un proceso de M&A, la valuación de una compañía es una de las etapas clave del proceso, tanto desde el lado del comprador, como desde la arista del vendedor, ya que permitirá no sólo sentar un precio de referencia a partir del cual se centrarán las negociaciones, sino que a su vez el tipo de análisis que requiere dicho proceso permite capturar cuáles son los value drivers de la compañía y entender cuál es el impacto de variables exógenas a ella, como las macroeconómicas, así como también, poder evaluar el impacto de decisiones de gestión sobre dicho valor.

## II. TASA DE DESCUENTO

En primer lugar, nos vamos a focalizar en la tasa de descuento, viendo cómo impactan variaciones del riesgo país, de la prima por tamaño reducido y de la tasa de interés en la tasa de descuento.

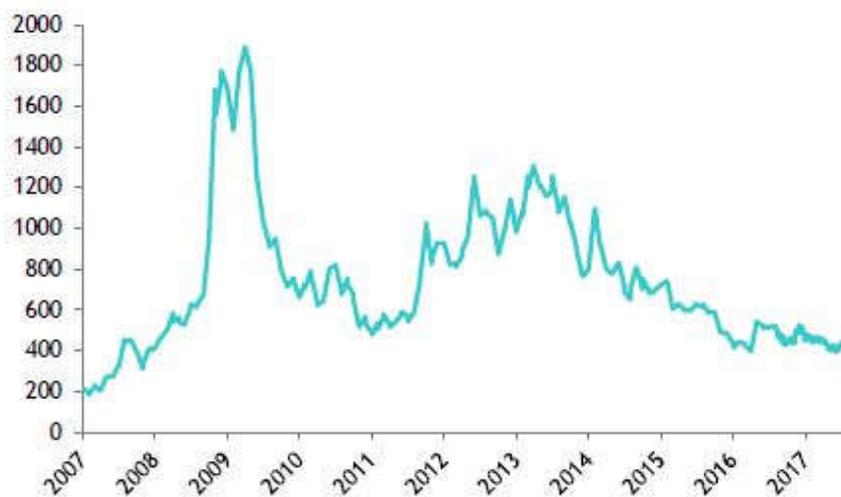
Como se mencionó, la tasa de descuento acorde para descontar el free cash flow es la WACC, que consiste en un promedio ponderado entre el costo del equity y el costo de la deuda.

El costo del equity se compone por la sumatoria de la tasa libre de riesgo, —hoy en 2,26% y con tendencia ascendente, considerando como referencia el bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años, la prima de riesgo de mercado— determinada por el diferencial entre el rendimiento del mercado de acciones de Estados Unidos y la tasa libre de riesgo, el beta —que ajusta por el riesgo propio de la industria de cada caso particular—, el riesgo país y la prima por tamaño reducido.

En este caso, haremos foco en los componentes de riesgo país y prima por tamaño reducido, dado su impacto en el valor y la perspectiva de mejora de dichas variables, y en segundo lugar, en la tasa de interés o costo de la deuda.

### II.1. Impacto del riesgo país en el valor de las compañías

El riesgo país en la Argentina ha experimentado reducciones significativas desde el último cambio de Gobierno, como puede apreciarse en el siguiente gráfico:



La expectativa es que la progresiva mejora en las condiciones macroeconómicas, en particular, relativa a cuestiones de crecimiento y ordenamiento de la inflación y el déficit fiscal, redunden en una nueva mejora de dicha variable, convergiendo al promedio de la región.

Considerando un riesgo país promedio para los últimos 5 años hasta la fecha del 6,92% (con un cap de 1.000 puntos básicos en los períodos en que se supera dicho límite) explica el 26,8% sobre una WACC promedio del 12,9% si consideramos una estructura de D/E igual a 1. Cuanto mayor es el porcentaje de equity mayor participación tiene sobre la tasa de descuento y el impacto sobre el valor es cada vez mayor, ya que repercute directamente sobre el costo del equity.

Así, si consideramos una compañía sin deuda, la participación del riesgo país asciende a 41,1%, debido al efecto de la tasa de interés sobre el promedio ponderado del capital (costo del capital de terceros es inferior al costo del capital propio).

WACC	Base	%	Base	%
Rf	2,15%	8,3%	2,15%	12,8%
Rm	6,24%	24,2%	6,24%	37,1%
Bu	0,61		0,61	
D/E	100,00%		0,00%	
Tax	35,00%		35,00%	
Bl	1,00		0,61	
Rp	6,92%	26,8%	6,92%	41,1%
Sp	3,99%	15,5%	3,99%	23,7%
Ke	19,30%	74,8%	16,84%	100,0%
Kd	10,00%	38,8%	10,00%	0,0%
Tax Shield	3,50%	13,6%	3,50%	0,0%
Kd	6,50%	25,2%	6,50%	0,0%
E%	50,00%		100,00%	
D%	50,00%		0,00%	
WACC	12,90%	100,0%	16,84%	100,0%

La tasa de descuento es uno de los elementos que entran en juego en la negociación y que marcan una primera brecha entre las expectativas del vendedor y del comprador, en particular en lo que se refiere al rendimiento que se demandará a dicho activo y que marca el gap entre valor y precio.

Habiendo ponderado la relevancia de esta variable en la valuación de una compañía, a continuación, realizamos un ejercicio de valuación en el que se puede ver cómo cambiaría el valor de una compañía según si estuviera situada en distintos países de Latam, en función del riesgo país, considerando un crecimiento nulo de la economía:

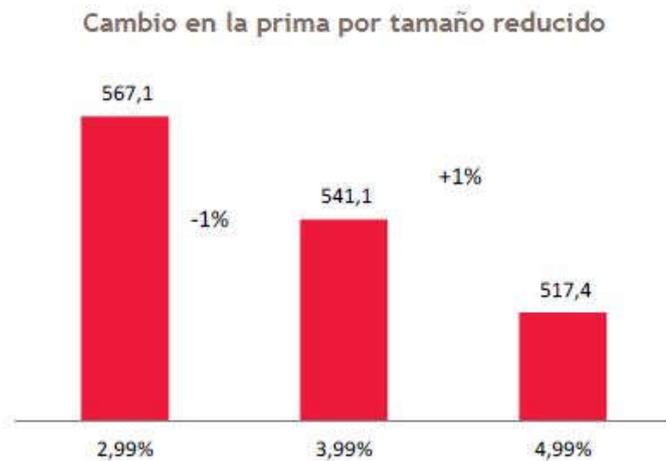


Fuente: elaboración propia.

## II.2. Impacto de la prima por tamaño reducido en la valuación de las compañías

La prima por tamaño reducido representa el retorno o prima en exceso de empresas con pequeña capitalización de mercado por el mayor riesgo asociado al menor tamaño y volumen de cotización. En Argentina, dicha prima asciende por lo general hasta 3,99%.

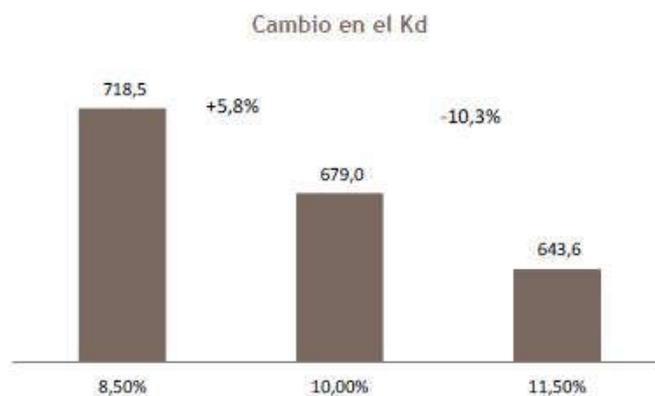
Una mejora de 1% en dicha prima hasta 2,99% redonda en un incremento de valor de +4,8%, según puede observarse a continuación. La perspectiva de mejora de esta variable se ve asociada a una profundización del mercado de capitales local.



Fuente: elaboración propia.

### II.3. Impacto de la tasa de interés en el valor de las compañías

La tasa de interés o costo de la deuda (su acrónimo en inglés  $K_d$ ) es uno de los elementos que forman parte del costo promedio ponderado del capital. El retorno de Argentina a los mercados internacionales ha redundado en una disminución de dicha tasa de interés, como lo reflejan las últimas colocaciones de deuda que ha hecho el Gobierno. De esta forma, si volvemos a nuestro modelo de perpetuidad, podemos apreciar el impacto que tiene dicha variable sobre el valor:



Fuente: elaboración propia.

## III. FLUJO DE FONDOS

El flujo de fondos operativo que descontamos para determinar el valor de una compañía viene determinado, como se mencionó, por el margen operativo, el capital de trabajo, los capex y el impacto impositivo de ganancias. Nos centraremos en los primeros tres componentes para analizar el impacto en el valor de las distintas variables —tanto de control como fuera de control por parte de la empresa— que afectan el valor de la compañía.

### III.1. Impacto del crecimiento económico en la valuación de las compañías

Como mencionamos inicialmente, otro de los drivers que determinan el retorno de las inversiones a Argentina es la perspectiva de mejora en el crecimiento económico. Para 2017 el FMI pronostica una tasa de crecimiento real de la economía de 2,4% mientras que para 2018 dicha variable asciende a 2,2%.

Si desde nuestro modelo base sin crecimiento consideramos que la economía crecerá un 2% anual, esto implica una mejora a nivel del flujo de fondos —p. ej., a través de un mayor crecimiento en los volúmenes de venta—, como puede observarse a continuación:



Fuente: elaboración propia.

### III.2. Impacto del tipo de cambio, inflación, contexto en el valor de la compañía

Como mencionamos, a la hora de determinar el valor de un activo y por lo tanto de tomar la decisión de inversión, es relevante evaluar los flujos de fondos futuros que es capaz de generar dicho activo. El esquema a continuación resume la interrelación entre los distintos componentes del flujo de fondos y las variables macro:



Fuente: elaboración propia.

Lo interesante es que este esquema permite incorporar una amplia diversidad de variables al análisis, lo que permite enriquecerlo capturando una vasta serie de variables tanto del contexto como del negocio, y permitiendo abarcar todo tipo de industria/ servicio.

Como mencionamos, el flujo de fondos operativo que generan los activos de la compañía está determinado por el resultado operativo, el capital de trabajo, las inversiones en activos fijos y el impuesto a las ganancias principalmente.

Las variables inflación y tipo de cambio tienen un impacto significativo sobre dichas variables, tanto a nivel de resultados por su impacto en la rentabilidad, como del capital de trabajo por las necesidades de caja crecientes en las que resulta un contexto inflacionario.

El capital de trabajo es uno de los conceptos más subestimados por los ejecutivos a la hora de tomar decisiones y sin embargo, es determinante en el valor de una compañía.

El ejemplo más trivial está dado en el trade off que existe entre los objetivos de los comerciales de incrementar ventas sin importar el alargamiento en el plazo de cobranza.

En particular, en contexto de elevada inflación, el alargamiento del plazo de cobranza implica necesidades crecientes de inversión en capital de trabajo aun cuando el aumento en volumen no sea significativo, disminuyendo el flujo de caja operativo, lo que detrae valor de la compañía.

Una empresa cuyos ingresos están atados al tipo de cambio, una devaluación impacta positivamente redundando en un mayor flujo de fondos. Por otra parte, si la empresa tiene sus ingresos denominados en pesos, pero depende de materias primas importadas, el impacto de una devaluación será negativo para el

flujo de fondos, dada la reducción del margen operativo que implica dicha devaluación.

Este tipo de análisis ha sido relevante en la historia de los últimos años hasta hoy, dado el contexto de inflación en dólares.

En el cuadro más arriba se observa que pueden evaluarse otras variables, como el impacto de la carga salarial, la capacidad de trasladar inflación a precios, la dependencia de materias primas, y el impacto de cambios regulatorios. De esta forma, se logra incorporar al análisis tanto variables dentro del control de la compañía como otras fuera de control.

#### **IV. CONCLUSIÓN**

A la hora de tomar decisiones de inversión, debe considerarse una amplia gama de variables para determinar el valor de un activo y la rentabilidad de dicha inversión.

En este amplio espectro de variables, el inversor debe considerar tanto variables de control, en el marco de la gestión de la compañía, como variables fuera de control.

La perspectiva de mejora en este último grupo de variables, en particular, riesgo país, prima por tamaño reducido, tasa de interés, inflación y tipo de cambios, son los principales drivers o incentivos que fundamentan la llamada "ola de inversiones" en Argentina, y que a su vez, su evolución en este último año y medio, son las que determinan que dicha ola no haya sido explosiva sino que se vaya desarrollando gradualmente.

En este sentido, es clave que se completen las políticas macroeconómicas que inciden sobre la estabilización de dichas variables, como ser la inflación y también el déficit fiscal, así la mejora en el mercado de capitales a través de la nueva legislación y la profundización del proceso de inserción de Argentina en los mercados financieros internacionales.

Desde el punto de vista de las variables de control, será clave para el inversor a la hora de maximizar la rentabilidad, trabajar sobre la mejora de eficiencias, mejoras en la productividad y eficientización en el manejo del capital de trabajo.

(1) Fusiones y adquisiciones de empresas, conocidas también por su acrónimo en inglés M&A.

© Thomson Reuters