

El proceso de valoración de las acciones

Recientemente se ha hablado mucho de la valoración del mercado accionario global. Muchos inversionistas se preguntan si las acciones de empresas norteamericanas están caras con respecto a sus precios históricos. ¿Qué opinión hay de las acciones de empresas europeas?, ¿tienen niveles de valoración atractivos?, ¿qué indicadores utilizan los analistas para determinar la valoración de la acción de una empresa?

Antes de entrar en esta discusión debemos comprender el proceso teórico de valoración de la acción de una empresa y como se compara este valor con la percepción actual del mercado sobre la cotización del precio de la acción.

¿Cuánto vale la acción de una empresa?

Un supuesto fundamental en el proceso de valoración de las acciones con cotización pública es que el precio de mercado podría variar con respecto al valor intrínseco o teórico de la acción. El valor intrínseco representa el valor real de un activo desde la percepción de un inversionista particular, el cual generalmente es obtenido a través de un modelo de valoración determinado. El proceso de valoración presupone los siguientes aspectos:

- El conocimiento del negocio de la empresa.
- Las proyecciones del desempeño futuro de la empresa.
- La selección del modelo de valoración apropiado.

En los modelos de valoración de acciones la primera variable que debemos obtener es el resultado neto de la empresa a ser valorada. Las compañías producen bienes y servicios, lo cual origina las ventas. Luego como es lógico también incurren en costos y gastos que al restarlos de las ventas produce el resultado operativo. Después de hacer ciertos ajustes como por ejemplo las amortizaciones y de hacer deducciones como el pago de impuestos, llegamos al resultado neto de la empresa. Tanto los ingresos como los egresos son afectados por factores externos e internos.

El factor externo más importante a seguir es el desempeño de la economía en general; el indicador más relevante es el Producto Interno Bruto (PIB). El desempeño de la mayoría de las empresas tiene una relación directa con el comportamiento de la economía en general, así como con el comportamiento del sector económico en el cual se opera. Si la coyuntura económica es robusta y el sector económico en el

que se opera se encuentra en una fase de crecimiento sostenido, entonces es de esperarse que las empresas ligadas a este sector produjeran más bienes y servicios, aumentaran sus ventas y sus márgenes y por ende obtuvieran un mejor resultado neto. Otro factor externo importante es el desempeño de la inflación, a medida que la inflación se mantiene dentro del rango promedio y en relación con el ritmo de crecimiento de la economía, los costos de las empresas serían manejables. Igualmente, las estructuras de mercado de la industria en la que se opera y el posicionamiento de la empresa dentro de la industria son factores determinantes.

Por otro lado, existen factores internos de cada empresa que afecta el resultado neto y que influyen en el desempeño de una compañía. Por ejemplo, los procesos de producción, la estrategia de mercadeo, el manejo racional y eficiente de sus costos, la gestión del financiamiento (deuda, acciones) y el manejo corporativo y gerencial, entre otros.

Los modelos de valoración más conocidos son:

- El modelo de valor presente o modelo de flujos de caja descontados, conocido en inglés como *Discounted Cash Flow Model* (DCF).
- El modelo de valor relativo o de múltiplos.

El modelo de flujos de caja descontados

Este se basa en el principio teórico que supone que el valor de un activo tiene que estar relacionado con los beneficios o rendimientos que se esperan recibir durante el periodo en el que se posee el mismo. Estos rendimientos los denominamos flujos de caja futuros¹.

Para determinar el valor intrínseco de la acción de una empresa debemos proyectar su desempeño futuro basado en las premisas económicas actuales y futuras (crecimiento de las ventas, inflación, tasas de interés, etc.), así como en su estructura corporativa (modelo de negocios, ventas, estructura de capital, financiamiento, etc.). Al incorporar estas variables, procedemos a obtener el flujo de caja.

Bajo el supuesto de una tasa de crecimiento, que puede variar dentro del periodo, proyectamos el flujo de caja futuro esperado dentro de un primer periodo determinado, por ejemplo 5 años. Adicionalmente y asumiendo para un periodo

¹ Los flujos de caja más comúnmente utilizados dentro del modelo son: los dividendos, flujo de caja libre e ingreso residual.

posterior (segundo periodo) un flujo de caja perpetuo, basado en el supuesto de una tasa de crecimiento constante, estimamos el valor terminal. Estos dos flujos de caja futuros esperados son traídos a valor presente dividiéndolos entre la tasa de retorno (tasa de interés) requerida para la inversión. Uno de los factores más sensibles para la valoración de la acción de una empresa es la tasa de interés a utilizar para el descuento de dichos flujos, a mayor tasa menor será el valor presente y por ende menor el valor intrínseco de la acción. La tasa de interés utilizada está ligada al flujo de caja escogido, pero en términos generales ésta depende de la tasa de interés pagada por los activos sin riesgo (por ejemplo, bonos del tesoro americano) más una prima de riesgo inherente a la inversión a realizar; en otros casos está relacionada a su vez con la estructura de capital utilizada para financiar la inversión. Al final dividimos este valor presente resultante entre el número de acciones emitidas y obtenemos el precio teórico de la acción.

El Modelo de valor relativo o de múltiplos

Este modelo compara el valor estimado de un activo contra el de otro. El principio teórico que rige el modelo es que activos similares deberían ser vendidos a precios similares. En términos de la valoración de las acciones el modelo compara las valoraciones estimadas de empresas del mismo sector o los estimados históricos con los actuales para determinar el valor relativo de la acción. La valoración relativa es implementada a través de múltiplos (relación entre el precio de mercado y una variable fundamental).

El múltiplo más utilizado es la relación precio por acción / ganancia por acción, conocida en inglés como **Price to Earnings Ratio (P/E)**. Este múltiplo es el precio de cotización de la acción en el mercado dividido entre la ganancia o utilidad por acción. Es un multiplicador que refleja cuantas veces el mercado está dispuesto a pagar por la acción con respecto a la utilidad neta por acción. Supongamos que la acción de Apple (AAPL) que cotiza a USD 140 en el mercado y que la más reciente ganancia o utilidad por acción es de USD 8,36, quiere decir que su P/E es de 16,76 veces (140/8,36). Lo que equivale a que los inversionistas están dispuestos a pagar más de 16 veces el valor de la ganancia actual que genera la compañía. ¿Qué significa esto? ¿Por qué pagar varias veces la utilidad que genera la compañía? En esencia, el múltiplo P/E indica el monto que un inversionista puede esperar al colocar un dólar en la ganancia de la empresa, si el múltiplo del ejemplo anterior es 16 veces, el inversionista espera en el largo plazo ser retribuido por haber pagado 16 dólares por cada dólar que gana Apple. Es evidente que el inversionista espera mayores ganancias de la empresa en el futuro. Un P/E bajo comparado con empresas del mismo sector con características similares puede indicar que la empresa está infravalorada. Sin embargo, hay que considerar las expectativas de crecimiento del sector económico donde la empresa opera. No es lo

mismo un sector de alto crecimiento como el tecnológico donde en promedio los múltiplos suelen ser altos, debido a que el factor de crecimiento de las utilidades es mayor, que el sector de servicios básicos donde usualmente los indicadores del P/E son en promedio más bajos.

Miremos más detalladamente los factores que impactan a los componentes del P/E.

Por parte del denominador, la ganancia por acción está en función del desempeño de la economía (mejores proyecciones de crecimiento económico, genera expectativas más positivas en términos del futuro resultado neto de la compañía), de la tasa de crecimiento al que se espera que crezcan las utilidades, así como de la tasa de retorno que se espera para la inversión. Por otro lado, están los factores internos de la empresa, como por ejemplo cuanto porcentaje de la utilidad neta de la empresa se reinvierte en la actividad operativa y cuanto se reparte en dividendos.

En referencia al numerador (precio de cotización) este es solo el reflejo de las expectativas que los inversionistas tienen sobre el futuro desempeño de la empresa. En una coyuntura donde las compañías reportan resultados económicos mejores a lo esperado por los analistas y en un entorno de mayor crecimiento económico futuro, es de esperarse un alza del múltiplo P/E (se paga más hoy por la compañía con la promesa que en el futuro será retribuido por una mejor ganancia neta). Por el contrario, si se espera que la utilidad neta se reduzca, el múltiplo debería ajustarse a la baja.

Existen dos tipos de P/E, el que utiliza las ganancias históricas de la empresa (no considera expectativas), se le llama *P/E Trailing*, el cual es adecuado para medir la situación actual pero menos para analizar el comportamiento futuro. El otro indicador es el *P/E Forward* que sí considera la expectativa de ganancias futuras estimadas de la compañía.

Análisis de valor relativo para el mercado de acciones de empresas norteamericanas.

Aplicando el análisis del múltiplo P/E para todo el mercado, utilizando el índice de acciones norteamericanas S&P 500 como base para definir el mercado, podríamos inferir la valoración de todo el mercado accionario como clase de activo. En noviembre de 2019, el P/E (Forward) del S&P 500 cotiza a 17,5 veces. Este múltiplo está por encima de su promedio histórico de los últimos 5 años y de su promedio histórico de los últimos 10 años. Ver Gráfico².

² Reporte Earnings Insight Noviembre 15, 2019, FACTSET

(Gráfico) Histórico Forward P/E Ratio 12 meses de los últimos 10 años. La línea verde representa el promedio de 5 años y la línea azul el promedio de 10 años



Al analizar la información que se deriva del múltiplo, podríamos concluir que el mercado accionario norteamericano está valorado por encima de su promedio histórico; es decir, los inversionistas tienen expectativas positivas y proyectan que las ganancias futuras de las empresas estarán mejorando y por consiguientes están dispuestos a pagar precios altos comparados con los promedios históricos.