



Sepa cómo valorarla

¿Cuánto vale una empresa constructora?

Es la pregunta que muchas veces se plantea el empresario. La respuesta no es fácil ya que la valorización de una empresa de construcción requiere de todo un trabajo técnico con un enfoque estratégico integral que no debe estar limitado únicamente al ámbito financiero. Para valorar una empresa hay que tener en cuenta los aspectos de mercado, tecnológicos, legales y sociales, entre otros.

La tarea de valorar una empresa exige, en primer lugar, entender estratégicamente el negocio y solo después proceder al análisis de la parte financiera. En muchos casos, sin haber entendido y reflexionado sobre la realidad de la empresa, se

procede a aplicar metodologías y técnicas como un simple ejercicio financiero, lo cual impide ver el verdadero valor a obtener y sesga la negociación a un juego de cifras.

Una empresa en marcha vale como “negocio vivo” por lo que puede generar como efectivo a futuro y tiene un valor financiero que es inherente al flujo de caja descontado que se proyecte, para lo cual se requiere:

- Proyectar los ingresos a base de un análisis de todo el contexto económico y del sector, esto incluye: el posicionamiento estratégico dentro de la industria de la construcción, la elasticidad marginal de los precios para los servicios que ofrece, la “capacidad de contratación” para realizar obras

de construcción de cierta envergadura y, lo más importante: la calidad y cantidad de los contratos de construcción que tiene vigentes.

- Proyectar los costos basado en un análisis de los costos fijos y variables, separando los que impliquen desembolsos o no de efectivo.
- Proyectar las inversiones en base a las necesidades requeridas de la inversión en capital de trabajo y en capital fijo (principalmente maquinaria y equipo) para las obras a emprender.
- Proyectar el costo de capital basado en un análisis para el contratista del costo marginal de capital, teniendo en cuenta la estructura óptima de capital para la empresa, lo cual incluye los distintos tipos de riesgo asociados con el negocio y los propietarios.
- Proyectar el valor residual o de continuidad al final del período de pronóstico (horizonte de valorización). Este análisis involucra la capitalización del flujo de caja neto o de las ganancias netas de la compañía al final del período de pronóstico.

A continuación se muestra el caso de dos empresas del sector construcción:

“Pequeña Ingenieros” que vale para sus actuales accionistas \$

1. Alejandro Indacochea. Presidente de Indacochea Asociados



		2009	2010	2011	2012
Ingresos por obras		30'000,000	31'500,000	33'075,000	34'728,750
Costo de obras	90%	-27'000,000	-28'350,000	-29'767,500	-31'255,875
Utilidad Bruta		3'000,000	3'150,000	3'307,500	3'472,875
Gastos de administración	3%	- 900,000	- 945,000	- 992,250	-1'041,863
Utilidad (pérdida) de la operación		2'100,000	2'205,000	2'315,250	2'431,013
Otros ingresos (gastos)					
Otros	0.01%	3,900	4,095	4,300	4,515
Utilidad (pérdida) antes de impuesto a la renta		2'103,900	2'209,095	2'319,550	2'435,527
Impuestos	30%	- 631,170	- 662,729	- 695,865	- 730,658
Utilidad operativa después de impuestos		1'472,730	1'546,367	1'623,685	1'704,869
Depreciación		30,000	30,000	30,000	30,000
Amortización		10,000	10,000	10,000	10,000
Flujo de caja operativo (FCO)		1'512,730	1'586,367	1'663,685	1'744,869
Incremento de capital fijo		100,000	100,000	100,000	100,000
Incremento de capital de trabajo	1%	300,000	315,000	330,750	347,288
Flujo de caja libre (FCL)		1'112,730	1'171,367	1'232,935	1'297,582

Valor presente neto FCL	\$ 3'390,216				
Valor de perpetuidad	\$ 5'567,820				
Deuda	\$ 5'000,000				
Valor para el accionista	\$ 3'958,036				
		Monto	Composición	Tasa	Tasa ponderada
Capital		4'000,000	44%	18%	8%
Deuda		5'000,000	56%	13%	7%
Total		9'000,000	100%	31%	15%

		2009	2010	2011	2012
Ingresos por obras		50'000,000	52'500,000	55'125,000	57'881,250
Costo de obras	87%	-43'500,000	-45'675,000	-47'958,750	-50'356,688
Utilidad Bruta		6'500,000	6'825,000	7'166,250	7'524,563
Gastos de administración	2.50%	-1'250,000	-1'312,500	-1'378,125	-1'447,031
Utilidad (pérdida) de la operación		5'250,000	5'512,500	5'788,125	6'077,531
Otros ingresos (gastos)					
Otros	0.01%	6,500	6,825	7,166	7,525
Utilidad (pérdida) antes de impuesto a la renta		5'256,500	5'519,325	5'795,291	6'085,056
Impuestos	30%	-1'576,950	-1'655,798	-1'738,587	-1'825,517
Utilidad operativa después de impuestos		3'679,550	3'863,528	4'056,704	4'259,539
Depreciación		50,000	50,000	50,000	50,000
Amortización		20,000	20,000	20,000	20,000
Flujo de caja operativo (FCO)		3'749,550	3'933,528	4'126,704	4'329,539
Incremento de capital fijo		120,000	120,000	120,000	120,000
Incremento de capital de trabajo	1%	500,000	525,000	551,250	578,813
Flujo de caja libre (FCL)		3'129,550	3'288,528	3'455,454	3'630,727

Valor presente neto FCL	\$ 9'495,120				
Valor de perpetuidad	\$ 15'433,260				
Deuda	\$ 7'000,000				
Valor para el accionista	\$ 17'928,380				
		Monto	Composición	Tasa	Costo ponderado
Capital		6'000,000	46%	18%	0.083076923
Deuda		7'000,000	54%	13%	0.07
Total		13'000,000	100%	31%	0.153076923

Para poder determinar el precio máximo que “Constructora Mediana” está dispuesta a pagar es importante simular el flujo de caja para “Gigante Inmobiliario”, el cual no es la simple suma de los dos flujos anteriores. \$3'958,036, suma por la cual los actuales propietarios están dispuestos a vender su empresa. De un modo similar “Constructora Mediana” tiene un valor de \$ 17'928,380 para sus actuales accionistas y contempla la adquisición de “Pequeña Ingenieros” a fin de crear una nueva empresa que se llamará “Gigante Inmobiliario”.

Análisis de las sinergias (ventajas) para “Constructora Mediana” de adquirir “Pequeña Ingenieros”
La magnitud y tamaño de la nueva empresa fusionada permite tomar nuevos contratos en proyectos que antes estaban limitados por el tamaño individual de ambas empresas. Anualmente se podrían realizar, como mínimo, un nuevo

proyecto cuyo valor de venta sería mayor a los diez millones de soles.

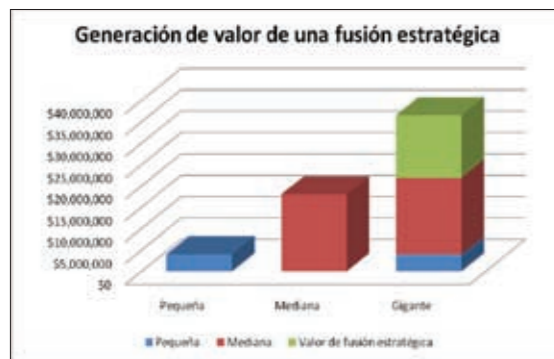
La integración de las actividades de “Pequeña Ingenieros” con “Constructora Mediana” permite reducir los gastos administrativos y costos de servicio conjuntos de la actividad combinada, y el ahorro se estima como mínimo en 2.5% de las ventas.

“Gigante Inmobiliario”: Flujo de Caja Projectado

		2009	2010	2011	2012
Ingresos por obras		90'000,000	94'500,000	99'225,000	104'186,250
Costo de obras	85%	-76'500,000	-80'325,000	-84'341,250	-88'558,313
Utilidad Bruta		13'500,000	14'175,000	14'883,750	15'627,938
Gastos de administración	2%	-1'800,000	-1'890,000	-1'984,500	-2'083,725
Utilidad (pérdida) de la operación		11'700,000	12'285,000	13'544,213	
Otros ingresos (gastos)					
Otros	0.01%	11,700	12,285	12,899	13,544
Utilidad (pérdida) antes de impuesto a la renta		11'711,700	12'297,285	13'557,757	
Impuestos	30%	-3'513,510	-3'689,186	-3'873,645	-4'067,327
Utilidad operativa después de impuestos		8'198,190	8'608,100	9'038,504	9'490,430
Depreciación		80,000	80,000	30,000	30,000
Amortización		30,000	10,000	10,000	10,000
Flujo de caja operativo (FCO)		8'308,190	8'648,100	9'078,504	9'530,430
Incremento de capital fijo		220,000	220,000	220,000	220,000
Incremento de capital de trabajo	1%	900,000	945,000	992,250	1'041,863
Flujo de caja libre (FCL)		7'188,190	7'483,100	7'866,254	8'268,567

Valor presente neto FCL	\$ 21'670,277
Valor de perpetuidad	\$ 35'147,496
Deuda	\$ 20'400,210
Valor para el accionista	\$ 36'417,563

	Monto	Composición	Tasa	Costo ponderado
Capital	17'485,895	46%	18%	8%
Deuda	20'400,210	54%	13%	7%
Total	37'886,105	100%	31%	15%



1. Una empresa en marcha vale como “negocio vivo” por lo que puede generar como efectivo a futuro y tiene un valor financiero que es inherente al flujo de caja descontado que se proyecte.

Hay nuevas oportunidades interesantes desde la perspectiva de desarrollo de ambas empresas: “Pequeña Ingenieros” tiene una reconocida trayectoria en el diseño y la ingeniería que al ponerse al servicio de “Constructora Mediana” va a permitirle, a futuro, la creación de nuevos productos y servicios para la construcción.

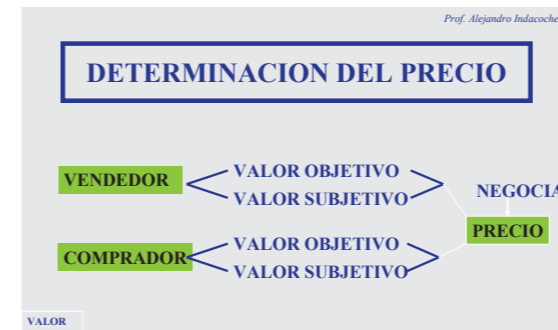
Como se puede apreciar en el gráfico adjunto, las sinergias permiten crear un valor adicional de \$ 14'531,146 que es el monto máximo que “Constructora Mediana” estaría dispuesta a pagar por la adquisición de “Pequeña Ingenieros”.

Es importante tener en cuenta que el valor calculado o de referencia que la empresa tiene para el actual dueño o propietario, en este caso para “Pequeña Ingenieros” (vendedor), difiere del valor estratégico que la empresa puede tener para el potencial comprador que es “Constructora Mediana”.

Sin duda el valor estratégico de una empresa, desde el punto de vista del comprador, depende de lo que él desee hacer en el futuro y al valorar el negocio para su potencial venta lo importante es verlo estratégicamente bajo esta óptica. Es el caso que al valorar la probable adquisición de una empresa constructora por otra empresa del sector habría que considerar el valor adicional que se obtiene por el efecto de la sinergia sobre el negocio comprador; es decir el valor que el potencial comprador está dispuesto a pagar en función de sus proyectos futuros.

Un caso similar se da cuando el comprador es una empresa dedicada a la fabricación de materiales de construcción; en este caso se debe calcular el valor probable que se genera al complementarse o integrarse con los negocios existentes, lo cual es mucho más importante que el valor que se obtiene por el simple flujo proyectado de la empresa constructora funcionando hoy en día para los actuales propietarios.

Estos casos nos enseñan que los activos de una empresa pueden ser administrados de distinta manera y pueden rendir distintos flujos con lo cual se asocian diversos riesgos con diferentes valores para el mismo negocio. Es decir, el valor estratégico es lo más importante en un negocio y éste debe ser considerado tanto desde el punto de vista del vendedor como del comprador, a fin de tener estos datos en cuenta durante el proceso de negociación. El valor estratégico incluye todas las sinergias involucradas con las mejoras que se logren en la empresa compradora, ya sean administrativas, en la producción, logísticas, en marketing, diseño e ingeniería y recursos



tecnológicos. Este valor representa el monto máximo que un potencial comprador está dispuesto a pagar para adquirir la compañía que se está vendiendo.

Finalmente el precio que se obtenga por la compra-venta de una empresa depende del proceso de negociación final; entre el valor del vendedor y del comprador que, en definitiva, son diferentes. CUADRO 02.

Como vemos la compra-venta de una empresa es un proceso que involucra evaluar integralmente todos aquellos aspectos que elevan el valor al negocio y que van más allá de los simples cálculos financieros.

Para el vendedor de una empresa lo más importante no es tratar de justificar un valor previamente calculado con sus supuestos como instrumento de negociación, sino el poder encontrar el comprador adecuado para el cual el valor estratégico con sus distintas opciones para el negocio reconvertido es máximo y está dispuesto a pagar el mayor precio por la empresa como negocio en marcha.

En la práctica, el peor negocio que he visto hacer a los empresarios, es cuando ellos mismos negocian la venta de sus empresas ya que siempre hay aspectos subjetivos que los llevan a sobrevaluar o subvaluar el negocio. Los efectos son; en un primer caso, la pérdida de una oportunidad interesante que nunca más podría volverse a presentar y, en segundo lugar, la pérdida del patrimonio por la venta a un bajo precio. De optar por la venta de la empresa se recomienda que todo el proceso sea encargado a una entidad especializada en este tipo de negocios, a fin de que pueda valorarla estratégicamente y negociarla en la forma más objetiva posible para poder obtener el mayor precio de venta. ■

