



ALEJANDRO INDACOCHEA

Presidente de Indacochea Asociados y profesor del Centro de Negocios PUCP- CENTRUM

¿Cuánto vale una distribuidora comercial?

Es común que el empresario se pregunte por el valor de su empresa, el cual depende de las condiciones específicas del negocio. La respuesta no es fácil ya que determinar el valor de una distribuidora comercial requiere de un enfoque estratégico que no quede limitado únicamente a los aspectos puramente financieros. Para valorar una distribuidora comercial, se requiere conocer sus productos, sus marcas, los acuerdos con los proveedores de estas y sus clientes más importantes con su potencial futuro. Es así que resulta clave entender el entorno y la situación específica de la empresa mediante un análisis estratégico del sector y de los factores que crean o generen el valor del negocio conocidos como «key-drivers».

Bajo el principio de «negocio marcha», una empresa vale por lo que puede generar como flujos de caja (efectivo) a futuro. El valor se determina por su potencial de generar efectivo en el futuro por lo que la información histórica de la empresa es una mera referencia.

Las características propias del negocio -como el espacio físico de la empresa, los canales de venta, la participación en el mercado y las líneas de productos- determinan el valor para el posible comprador. Asimismo, la oportunidad de poder generar «sinergias» con otras marcas del mercado agrega también un valor adicional al posible comprador.



Al proyectar los ingresos futuros del negocio se debe tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Los ingresos proyectados sobre la base de las distintas unidades de negocio de la empresa a fin de determinar el potencial de crecimiento. Si la empresa se encuentra ubicada en distintas zonas del país, hay que considerar el potencial de crecimiento por zona. Asimismo, se debe tener en cuenta la dinámica propia del sector que atiende y el contexto económico para los próximos años.
- Se debe considerar el *staff* administrativo, y sus capacidades, por ser el principal generador de valor del negocio. En lo que se refiere a la representación de marcas, el trato con los proveedores es un aspecto importante que valora a la empresa en las relaciones con los clientes.

- El precio de venta y las comisiones de los vendedores así como los costos de importación son factores importantes que influyen en la determinación del valor. Es conveniente compararse con los competidores en estos aspectos.

- El nivel de rotación de inventarios y la capacidad de los almacenes también se deben tener en cuenta. Este factor es esencial pues determina el nivel de inversiones futuras que se requerirán para seguir creciendo al ritmo proyectado. Otro tema a considerar es que en este tipo de empresas siempre suele haber desbalances en los inventarios. Por esto es importante llevar un buen registro de los faltantes y sobrantes.

- El capital de trabajo se define como las necesidades operativas del negocio; se debe considerar las inversiones necesarias para cubrir

sus necesidades. Es decir, el requerimiento de capital para financiar las actividades del día a día. Se debe tener en cuenta el desfase entre el crédito de proveedores y la necesidad de efectivo para mantener inventarios y cuentas por cobrar.

- El costo de capital que representa el valor del dinero en el tiempo de la empresa se determina considerando el nivel de riesgo local, el nivel de endeudamiento de la empresa y el retorno exigido por los accionistas/dueños del negocio.

I. Flujo de caja descontado: Distribuidora de Materiales – “DIMACSA”

La empresa DIMACSA cuenta con tres líneas de negocio: industrial, tienda y contratistas; de estas, la principal fuente de ingresos es la línea industrial. Se realizó una proyección de los ingresos de la empresa por líneas de negocios según sus perspectivas de crecimiento con un horizonte de proyección de cuatro años.

Gráfico N°1: Composición de las ventas (t0) Distribuidora de Materiales – “DIMACSA”

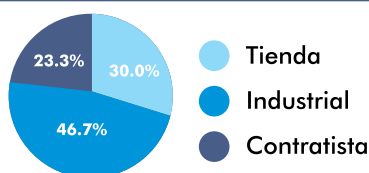


Tabla N°1: Proyección de ventas (en miles de S/.)

Años	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄
Tienda	9 000	9 900	10 800	11 700	12 600
Industrial	14 000	15 500	17 000	18 500	20 000
Contratista	7 000	7 600	8 200	8 800	9 400
Total	30 000	33 000	36 000	39 000	42 000

A continuación se muestra la proyección de los estados financieros de DIMACSA con fines de hallar el valor patrimonial de los dueños bajo la metodología de flujos de caja descontado.

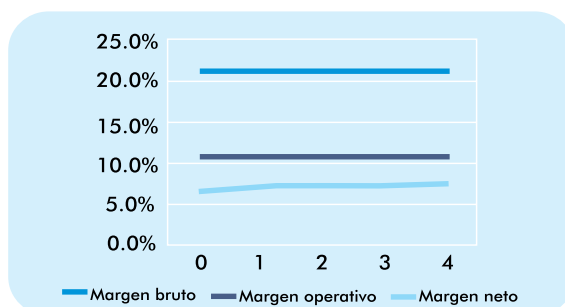
Tabla N°2: Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectados: Distribuidora de Materiales – “DIMACSA” (en miles de S/.)

Años	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	
Ventas	30 000	33 000	36 000	39 000	42 000	CAGR= 8.8%
Costo de ventas	-23 700	-26 070	-28 440	-30 810	-33 180	-79.0%
Utilidad bruta	6 300	6 930	7 560	8 190	8 820	
Gastos administrativos	-1 650	-1 815	-1 980	-2 145	-2 310	-5.5%
Gastos de ventas	-1 470	-1 617	-1 764	-1 911	-2 058	-4.9%
Utilidad operativa	3 180	3 498	3 816	4 134	4 452	
Gastos financieros	-376	-284	-185	-279	-179	
Ingresos financieros	270	297	324	351	378	0.9%
Utilidad antes de part. e impuestos	3 074	3 511	3 955	4 206	4 651	
—	-154	-176	-198	-210	-233	-5.0%
Utilidad antes de impuestos	2 920	3 335	3 757	3 996	4 418	
Impuesto a la renta	-876	-1 001	-1 127	-1 199	-1 325	-30.0%
Utilidad neta	2 044	2 335	2 630	2 797	3 093	

Los gastos financieros se proyectan según los cronogramas de la deuda. La empresa cuenta con tres préstamos financieros revolventes. El costo promedio de la deuda (Kd) es de 8%.

Para obtener el flujo de caja del accionista se suma la depreciación del periodo a la utilidad neta, las inversiones en activo fijo (CAPEX)¹ y el cobro por servicio de la deuda, y se resta la variación en el capital de trabajo. Las inversiones operativas o de capital de trabajo son las necesidades operativas del día a día, lo que corresponde a la compra de existencias, la deuda con los proveedores y las cuentas por cobrar a los clientes. La variación en el capital de trabajo equivale a 8% del incremento en ventas.

Gráfico 2: Márgenes



¹Capital Expenditure: Las inversiones en activo fijo se refieren a los fondos usados por la empresa para adquirir o implementar activos fijos tales como maquinaria y equipo. Esto es necesario para mantener o mejorar la capacidad instalada.

FCA = Utilidad neta + Depreciación – Inversiones en Activo Fijo (CAPEX) – Variación en el capital de trabajo + Cobros a pagar por servicio de la deuda

El costo de accionista es el retorno mínimo que esperan recibir los inversionistas. El flujo de caja del accionista se descuenta al costo de capital del accionista ($K_e = 12\%$). Este refleja la rentabilidad esperada por el negocio en marcha y debe justificar el retorno generado por el negocio. El costo de capital del accionista se calcula a través del modelo CAPM².

$$K_e = R_f + \beta (E(R_m) - R_f) + CR$$

Donde,

- R_f : es la tasa libre de riesgo (usualmente el rendimiento de bonos del tesoro de EE.UU.).
- β : es el índice de riesgo no diversificable de la inversión similar en un país desarrollado (generalmente los EE.UU.).

²El modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) se usa para determinar una tasa de retorno teórica de un activo.

• $E(R_m)$: es el rendimiento esperado de la cartera de mercado (usualmente el S&P 500).

• CR : es la prima por riesgo país x (generalmente el diferencial de rendimiento entre un bono gubernamental a largo plazo en dólares estadounidenses emitido por el país y un bono a largo plazo del tesoro

$$K_e = 5\% + 1.2 (10\% - 5\%) + 1\% = 12\%$$

de EE.UU.).

En este caso:

Para proyectar la perpetuidad a partir del cuarto

$$P = FC_{t4} / (K_e)$$

año se divide el flujo entre la el costo del accionista (K_e).

Luego de descontar el flujo de caja del accionista al costo del accionista (K_e) se suman los flujos de caja a valor presente.

Tabla N°4: Valor Patrimonial - Método del Flujo de Caja del Accionista (FCA): Distribuidora de Materiales – “DIMACSA” (en miles de S/.)

Años	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄
Utilidad neta	2 044	2 335	2 630	2 797	3 093
+Depreciación	500	500	500	500	500
-Inversiones en Activo Fijo	-500	-500	-500	-500	-500
-Variación en el capital de trabajo	-240	-240	-240	-240	-240
+Cobros a pagar por servicio de deuda	3 555	-1 237	-1 336	1 258	-1 342
=Flujo de Caja del Accionista	5 359	858	1 054	3 815	1 511
Valor residual					12 591
Factor de conversión	1.00	0.89	0.80	0.71	
Flujo de Caja del Accionista Actualizado		766	840	2 715	8 962
Valor patrimonial	13 283				
Valor patrimonial US\$ (T.C. = 2.75)	4 830				

El valor patrimonial equivale a S/. 13.2 millones o US\$ 4.8 millones.

II. Valorización por el método de los múltiplos de mercado

El método de los múltiplos de mercado toma como referencia el valor de mercado de las empresas similares en el sector, el cual además sirve para compararlo con el valor obtenido mediante el método del flujo de caja descontado.

En principio, la comparación por múltiplos de mercado puede estar distorsionada por factores como el tamaño del mercado y de las empresas en la muestra o la región y contexto económico de las distintas empresas. A pesar de ello, este análisis nos brinda una herramienta para saber a cuánto se cotizan empresas similares en mercados del mismo sector a fin de realizar una comparación entre las diferentes metodologías.

Asimismo se analiza el múltiplo de valor empresa entre EBITDA que es la utilidad antes de impuestos, depreciación, y amortización (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Este indicador es útil para comparar con los múltiplos de otras empresas en el mercado.

Se tomó una muestra de empresas dentro del sector de distribución comercial en mercados emergentes para hallar un múltiplo del Valor Em-



Tabla N°5: Cálculo del EBITDA: Distribuidora de Materiales – “DIMACSA” (en miles de S/.)

	t₀
Utilidad Operativa	3 180
+ depreciación	500
= EBITDA	3 680

presa/EBITDA de mercado a fin de compararlo con la empresa de nuestro ejemplo. Para hacer comparable la muestra, se eligieron empresas del sector distribución comercial con servicios similares y con un nivel de EBITDA también similar al de la empresa comparada:

Si bien las empresas de la muestra comparable no tienen exactamente las mismas unidades de negocio o los mismos servicios que DIMACSA, sirven de referencia para poder tener un indicador del mercado.

Tabla N°6: Valor Patrimonial - Método de Múltiplos de Mercado: Distribuidora de Materiales – “DIMACSA” (en miles de S/.)

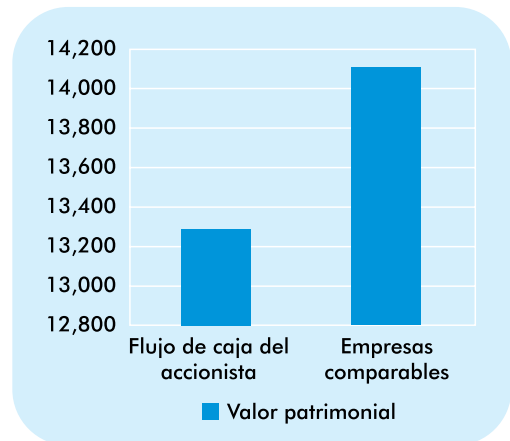
	Múltiplo EBITDA	Valor Patrimonial
Flujo de Caja del Accionista	3.61 x	13 283
Empresas Comparables	3.83 x	14 094

Como se puede ver, el promedio de la muestra analizada arroja un múltiplo del EBITDA muy similar al hallado en el ejemplo (3.61 x y 3.83 x). Al comparar con la muestra se puede inferir que la valorización por flujos de caja descontados se aproxima al valor de mercado.

Cabe mencionar que la selección de las empresas de la muestra debe ser lo más parecida a la empresa comparada para que la comparación pueda ser más acertada y realista. En este ejemplo se tomaron algunas empresas que, si bien no comparten las mismas líneas, pertenecen al sector de distribución comercial por lo que siempre es posible establecer algún nivel de comparación.

Se muestra el valor patrimonial de distribuidora de materiales DIMACSA alcanzado según las dos distintas metodologías. Como se puede apreciar, los múltiplos de mercado dan un valor algo superior del hallado mediante el flujo de caja.

Gráfico N°3: Valor Patrimonial DIMACSA (en miles de S/.)



En todo caso, lo más importante es la verificación del valor patrimonial con ambas metodologías y el poder contar con un rango de referencia del valor para los dueños de Distribuidora Comercial DIMACSA.

Como vemos el valor del DIMACSA se ubica entre 13 y 14 millones de soles. Finalmente, vale la pena comentar que el valor obtenido para el propietario es diferente del valor del comprador que, de acuerdo con su propia situación, está dispuesto a pagar un precio mayor Distribuidora Comercial DIMACSA en función de los beneficios adicionales que puedan obtener por la compra.

El precio final a pagar por DIMACSA dependerá del perfil del comprador y lo más importante de una adecuada negociación del proceso de compra-venta de Distribuidora Comercial DIMACSA.

