

**UNIVERSIDAD POLITECNICA DE VALENCIA**

**ESCUELA POLITECNICA SUPERIOR DE GANDIA**

**Diplomatura en Turismo**

---



**UNIVERSIDAD  
POLITECNICA  
DE VALENCIA**



**ESCUELA POLITECNICA  
SUPERIOR DE GANDIA**

# **“Valoración de una empresa turística, Caso Oliva Nova”**

**TRABAJO FINAL DE CARRERA**

Autor/es:  
**Luis Mejías Ramírez**

Director/es:  
**Carlos Gil**

**GANDIA, 2013**

# VALORACIÓN DE UNA EMPRESA TURÍSTICA.

## Índice:

1. Algunos conceptos macroeconómicos que conviene conocer para entender este trabajo
  - 1.1. Conceptos básicos.
  - 1.2. Diferencias entre microeconomía y macroeconomía
  - 1.3. Políticas macroeconómicas
  - 1.4. Agregados económicos
  - 1.5. El ciclo económico
  - 1.6. Inflación y deflación
  - 1.7. PIB
  - 1.8. Influencia en las empresas de dichas variables.
  
2. Relación entre el entorno económico y el desarrollo de una empresa.
  - 2.1 Relación política
  - 2.2 Relación económica
  - 2.3 Relación social
  - 2.4 Relación tecnológica
  - 2.5 Repercusión en el mercado turístico
  
3. Creación de un modelo teórico de valoración empresarial
  - 3.1 el valor substancial de una empresa
  - 3.2 el fondo de comercio
  - 3.3 valor del activo neto
  - 3.4 determinación del valor de Good-Will
  - 3.5 Modelos teóricos
  - 3.6 Métodos de Valoración
  - 3.7 valoración de recursos intangibles
    - 3.7.1 marca de la empresa
    - 3.7.2 personal y los proveedores como un recurso valorativo más.

## 4 Aplicación del método de Valoración económica en el hotel “Oliva Nova Beach and Golf”

4.1 situación actual y perspectivas del sector turístico

4.2 Descripción de la empresa y análisis DAFO

4.3 Activos Fijos

4.4 Cash Flow

4.5 Estimación del precio aproximado

4.6 Valoración de Oliva Nova

## 5 Conclusiones

### Introducción

La intención de este proyecto es establecer un procedimiento para determinar el valor global de una empresa privada. Evidentemente nos centraremos en empresas del sector turístico, y aplicaremos las medidas mas objetivas posibles para garantizar, en la mayor medida, un criterio capaz de conseguir estimar un valor real de mercado, y no un valor especulativo o desfavorable para alguna de las dos partes que intervienen, por ejemplo, en la compraventa de una empresa como un todo unitario.

### Base del proyecto

#### Idea general

Creemos que es muy importante conocer el valor real de una empresa, ya que sirve tanto Para tomar decisiones como adquisiciones o ventas de empresas, Fusiones Establecimiento de acuerdos de compraventa Capitalización de una empresa Valoración de activos intangibles (fondo de comercio) Obtención de líneas de financiación Valoraciones patrimoniales Valoraciones fiscales Compraventa de acciones Herencias Confirmación de otras valorizaciones. "Segunda opinión" Valoración de paquetes accionariales minoritarios Suspensiones de pagos.

Aplicación en la empresa.

Y Responder preguntas como:

¿Cuánto vale mi negocio? ¿Cual ha sido la rentabilidad sobre la inversión de mi negocio?  
¿Qué se puede hacer para mejorar esta rentabilidad y crear riqueza? ¿Está bien dimensionado mi negocio? ¿Habría fuentes de financiación más aconsejables, económicas o rentables para mi negocio? ¿Qué inversiones podría afrontar a medio plazo para mejorar esta rentabilidad?

Apartado teórico.

Vertiente objetiva:

Por una parte analizaremos y valoraremos mediante modelos económicos, los activos de la empresa, obteniendo así un importante índice del valor de dicha empresa.

Tan importante como la valoración del activo es conocer la valoración de los pasivos, puesto que las obligaciones de pago a proveedores o entidades de crédito pueden ser determinantes en la valoración empresarial. Por ello, al igual que estudiaremos los activos de la empresa, analizaremos sus deudas, y la longevidad de estas, también tendremos en cuenta los intereses adjuntos a estas deudas, y por supuesto el valor del dinero en el presente.

Vertiente subjetiva

Por otra parte, analizaremos la consolidación de la marca y la fidelización de los clientes entre otras cosas, esta es la parte mas “conflictiva” ya que es difícil valorar objetivamente algo tan abstracto como es la marca por ejemplo.

Posteriormente aplicaremos los valores teóricos a la empresa turística “Oliva Nova”

Aplicación practica

Con todas las determinaciones anteriores, aplicaremos el método diseñado al hotel “oliva nova golf and Beach” y realizaremos su valoración cuantitativa.

# 1. Algunos conceptos macroeconómicos que conviene conocer para entender este trabajo.



Para entender el Valor Real de una Empresa, lo primero que debemos estudiar es el entorno macroeconómico.

Para ello obtendremos una visión general de la macroeconomía como un conjunto, y sus principales diferencias con la microeconomía.

También definiremos los conceptos de ciclo económico, inflación, deflación y estabilidad de precios.

## 1.1 Microeconomía y Macroeconomía: Diferencias.

La macroeconomía examina el comportamiento agregado de la economía, de que manera las acciones de todos los individuos y empresas interactúan para producir un nivel en particular de rendimiento económico para toda la economía. Por ejemplo a la macroeconomía le interesa el índice general de precios de la economía y como ha subido o bajado respecto al año anterior en lugar de centrarse en el precio de un bien o servicio específico.

Por su parte, la microeconomía se centra en estudiar como toman sus decisiones los individuos y las empresas y en analizar las consecuencias de dichas decisiones, es decir, usamos la microeconomía para decidir: ¿Cuánto nos costaría ofertar un producto determinado?

Una vez hecho este análisis de costes y beneficios decidiremos si ofertar dicho producto o no.

Aunque hay conceptos básicos como la oferta y la demanda que son tan esenciales en macroeconomía como microeconomía, las respuestas macroeconómicas requieren un conjunto de herramientas adicionales y un marco de referencia más amplio. Los tres puntos principales en los que la macroeconomía difiere de la microeconomía son:

-“el total es más que la suma de las partes”: varios miles o millones de acciones individuales se combinan y producen un resultado que es mayor que la simple suma de las acciones individuales, como por ejemplo en “la paradoja del ahorro”

A corto plazo el efecto combinado de las acciones individuales pueden producir consecuencias muy diferentes de las que cada uno de los individuos decisores preveían y a menudo estas consecuencias son malas.

## 1.2 Políticas macroeconómicas:

El hecho anterior nos lleva hacia la importancia que desempeñan las políticas públicas, en microeconomía el gobierno no debería intervenir en el, con excepción de algunos casos, deja el conjunto de la sociedad peor de lo que estaba inicialmente.

En cambio, en el campo de la macroeconomía, los gobiernos tienen que desempeñar un papel mucho más activo, sobre todo para hacer frente a las fluctuaciones a corto plazo y a los sucesos adversos que se producen en la economía.

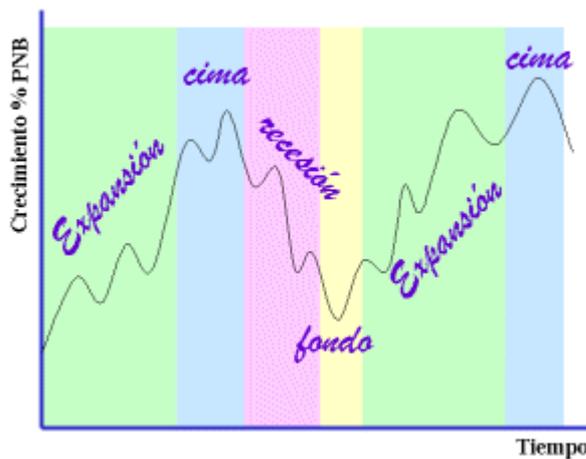
Esta opinión generalizada proviene de la Gran depresión de 1930, los economistas desarrollaron el conjunto de los instrumentos de la macroeconomía moderna: la política fiscal, control de gasto público y de los impuestos, y la política monetaria, el control de los tipos de interés y de la cantidad de dinero en circulación.

## 1.3 Agregados económicos

Son magnitudes económicas que suman datos de diferentes mercados de bienes, servicios, trabajo y activos, y tanto en la teoría como en la práctica de la puesta en marcha de políticas se centra en los agregados económicos.

## 1.4 El ciclo económico

Es la sucesión a corto plazo de caídas y auges de la economía.  
Las caídas se llaman recesiones y las subidas expansiones.  
Una depresión es una disminución de la actividad económica muy aguda y prolongada.  
Las recesiones son periodos de menor actividad económica en los que la producción y el empleo descienden.  
Las expansiones son periodos de mayor actividad económica en los que sube la producción y empleo.



Al igual que la depresión, la recesión conlleva un crecimiento del desempleo, menor producción, menores ingresos y niveles de vida más bajos.

El empleo es el número total de personas con trabajo en un momento dado y el desempleo es el número total de personas que buscan empleo de forma activa pero que en un momento dado no encuentran trabajo. La población activa de un país es la suma de empleo y desempleo, por tanto la población activa no incluye a aquellas personas que están en edad de trabajar, pero que no buscan empleo activamente.

La tasa de desempleo refleja el número de personas sin empleo como porcentaje de la población activa:

$$\text{Tasa de desempleo} = \frac{\text{personas desempleadas}}{\text{Personas desempleadas} + \text{personas empleadas}} \times 100$$

La tasa de desempleo es un buen indicador de las condiciones del mercado de trabajo.

Si es elevada, el mercado de trabajo está poco activo y es difícil encontrar empleo.

Si es baja, indica un mercado de trabajo muy activo y es fácil encontrar empleo.

Durante las recesiones el desempleo sube y durante las expansiones baja.

## 1.5 La producción agregada.

El ciclo económico no sólo trata de empleo y desempleo sino también de producción, durante el ciclo económico, la tasa de desempleo y la producción se mueven en direcciones opuestas.

La producción agregada es el total de bienes y servicios finales producidos en una economía en un periodo determinado, que en general es el año.

Se excluyen bienes y servicios utilizados en la producción de otros bienes y servicios.

El producto interior bruto real es la magnitud que se utiliza con más frecuencia para medir la producción agregada, esta cae durante las recesiones y crece durante las expansiones.

### Controlar el ciclo económico

Uno de los principales objetivos de la macroeconomía es entender por qué se producen las recesiones y si es posible hacer algo para controlarlas, también el análisis de la inflación, un alza a nivel general de precios que a menudo tiene lugar durante una fuerte expansión económica. Para intentar conseguir dichos objetivos, se establecen las denominadas políticas de estabilización:

La política monetaria es un tipo de política estabilizadora en la que se modifica la cantidad de dinero en circulación, los tipos de interés o ambos.

La política fiscal es un tipo de política estabilizadora en la que se realizan cambios en el sistema impositivo, cambios en el gasto público o cambios en ambos.

## 1.6 Inflación y deflación

Una importante distinción dentro de la macroeconomía, la diferencia entre nominal y real. Una magnitud nominal de algo, como los salarios nominales, es una magnitud que no ha sido ajustada por los cambios en los precios.

Una magnitud real en cambio, es aquella que si ha sido corregida por dichos cambios en los precios.

Por tanto es conveniente hablar de salarios reales, ya que estos si representan el poder adquisitivo y su posible variación durante el tiempo.

Llamamos nivel de precios agregados, al nivel de precios general de todos los bienes y servicios en la economía, el nivel de precios de la producción agregada.

Cuando este índice sube, decimos que hay inflación en la economía, cuando baja decimos que hay deflación.

Se utilizan dos magnitudes para medir el nivel de precios agregados: el deflactor del PIB y el índice de precios al consumo o IPC.

Tanto la inflación como la deflación pueden causar problemas en una economía, aunque en menor medida que los que provoca una depresión.

La inflación no ofrece alicientes para conservar el dinero en efectivo, ya que el efectivo pierde valor en el tiempo si el nivel de precios crece, volviendo al trueque en casos de inflación extrema. La deflación provoca el efecto contrario, conservar el efectivo, puede ser una inversión más atractiva que las nuevas fábricas y otros activos productivos, y esto perjudica y agrava la recesión.

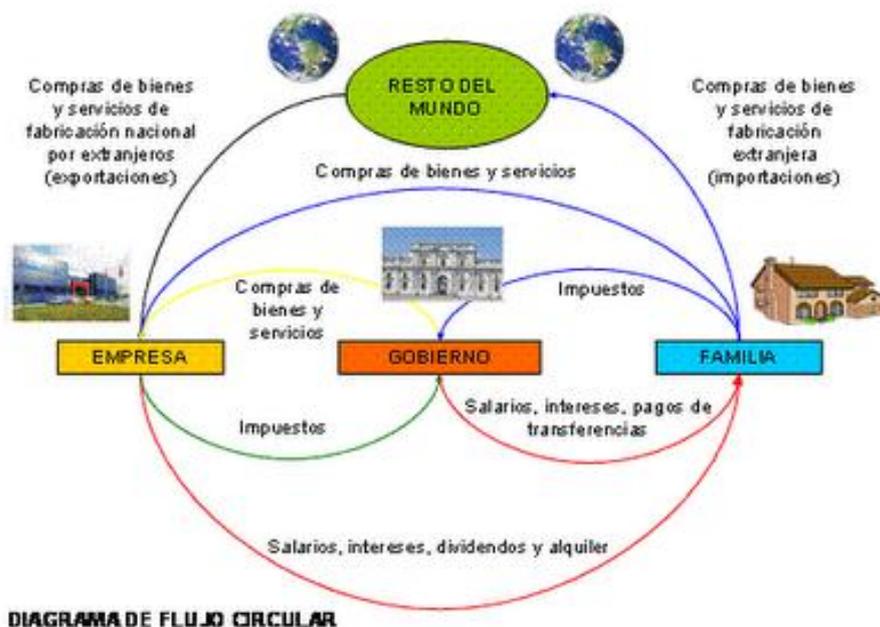
Un objetivo deseable es conseguir la estabilización de los precios, una situación en la que el nivel de precios cambia muy despacio, el punto ideal sería una variación entre el 2 y el 3 % en el índice de precios.

El cambio anual en el nivel general de precios, expresado en tanto por ciento, se denomina tasa de inflación (es un porcentaje negativo si se trata de deflación)

La contabilidad nacional:

En general cuanto más correcta es la contabilidad, más desarrollado económicamente está el país, cuando las instituciones económicas internacionales intervienen, es para ayudar a un país menos desarrollado, y pretenden mejorar entre otras cosas la contabilidad nacional del país.

La contabilidad nacional calcula los flujos monetarios existentes entre los distintos sectores económicos, es decir, calcula el consumo privado, el gasto público, las ventas de los productores, la formación de capital fijo o inversión y otros flujos monetarios.



**DIAGRAMA DE FLUJO CIRCULAR**

El consumo privado recoge lo que gastan las familias en bienes y servicios.

Una acción es una participación en la propiedad (capital) de una empresa y su propietario se denomina accionista.

Una obligación o bono es un título de deuda, es decir, un préstamo cuya retribución son los intereses que genera.

Las transferencias (subsídios) son pagos realizados por el estado a los individuos sin que el estado reciba a cambio ni bienes ni servicios.

La renta disponible de los hogares, que es igual a los ingresos recibidos más los subsidios estatales (transferencias) menos los impuestos, equivale al total de ingresos de los que dispone un hogar para dedicarlos al consumo o al ahorro.

El ahorro privado, que es igual a la renta disponible menos el consumo de los hogares, es aquella parte de la renta disponible que no se dedica al consumo.

Se denominan mercados financieros a los mercados bancarios, de acciones y bonos que canalizan el ahorro privado y los fondos captados en el extranjero hacia el gasto de inversión, la deuda pública y el préstamo al extranjero.

Los empréstitos públicos son la suma de los fondos que el estado toma prestado en los mercados financieros.

El gasto público de bienes y servicios es el gasto del estado en bienes y servicios.

Los bienes y servicios vendidos a los residentes de otros países se denominan exportaciones. Los bienes y servicios adquiridos a los residentes de otros países se denominan importaciones.

El gasto de inversión es la suma que se dedica a la compra de capital físico productivo, es decir, maquinaria, construcción de inmuebles o variaciones en los inventarios de existencia.

## 1.7 Producto interior bruto

La compra por parte de un consumidor de un nuevo coche es un claro ejemplo de una compra de un bien y servicio final, es decir, los bienes y servicios finales son bienes y servicios que se venden al usuario final de dicho bien o servicio.

Los bienes y servicios intermedios, que una empresa compra a otra, son utilizados para la producción de bienes y servicios finales, en este caso sería el acero utilizado, las ruedas, etc....

El producto interior bruto o PIB es el valor total de todos los bienes y servicios finales producidos por una economía en un año concreto.

El gasto agregado, que es la suma del consumo privado, el gasto de inversión, el gasto público en bienes y servicios, y la diferencia entre las exportaciones e importaciones, es el gasto total en bienes y servicios finales producidos en el interior de la economía.

### Calcular el PIB

Existen tres métodos para calcular el producto interior bruto, iremos analizándolos y explicándolos uno por uno:

**Calcular el PIB como el valor de la producción de bienes y servicios finales:** sumar el valor de todos los bienes y servicios finales producidos en la economía, un cálculo que excluye el valor de los bienes y servicios intermedios.

Hay una forma de evitar contar dos o más veces un mismo producto cuando se calcula el PIB y es utilizar el valor añadido generado por cada productor, el valor añadido es el valor de sus ventas menos el valor de sus compras.

**Calcular el PIB como gasto en bienes y servicios finales producidos en el mercado interior:** Calculamos el PIB mediante la suma del gasto agregado en los bienes y servicios finales producidos en el mercado interior, el PIB puede calcularse a través del flujo de fondos que entra en las empresas nacionales.

$$\text{PIB} = C + I + G + X - \text{IM}$$

C= consumo

I= ventas de bienes de inversión

G= gasto público en bienes y servicios

X= exportaciones

IM= importaciones

**Calcular el PIB como las rentas de los factores pagadas por las empresas de la economía:** sumar todos los ingresos pagados por las empresas de la economía a los factores de producción, es decir, salarios, intereses, arrendamientos y dividendos de accionistas.

En definitiva, el PIB se usa sobre todo para medir el tamaño de una economía y proporciona una escala con la que comparar el comportamiento de una economía año tras año o con la que comparar el rendimiento de un país con el de otro país.

Una vez aclarados la definición de determinados conceptos, vamos a pasar a ver como muchos de ellos influyen considerablemente en el funcionamiento de muchas empresas, el consumo de los habitantes de una población, el precio de los productos, etc....

## 1.8 Influencia de las variables en las Empresas

Las empresas por tanto se verán afectadas directamente por las variables que hemos visto anteriormente, principalmente porque la macroeconomía es la disciplina que estudia la economía en su conjunto a través de la agregación de una serie de variables como son la producción, el empleo y los precios.

A su vez las variables agregadas que trata son básicas para la marcha de cualquier empresa, ya que todas las organizaciones han de producir, han de tener mano de obra con la que producir y han de comprar y vender materiales o servicios. Y cualquier cambio en una de estas variables afectará de modo directo a la marcha del resto.

Lo primero que deberían analizar las empresas para organizar una estrategia adecuada y de futuro es la oferta y la demanda agregada.

Como hemos visto antes la oferta y la demanda agregada son el conjunto de oferta y demanda dentro de una sociedad concreta.

Es un factor fundamental para el devenir de la empresa ya que influye directamente en el consumo de bienes.

El consumo de bienes se ve afectado positivamente por la renta (mayor renta, mayor consumo) y negativamente por los impuestos (mayores impuestos, menor consumo).

Otro factor a analizar es la inversión que se ve afectada positivamente por la renta también y negativamente por los tipos de interés (a mayor subida de tipos, menores inversiones al estar más caro el dinero); también se ha de tener en cuenta el gasto público, las exportaciones (afectadas positivamente por la renta y por los tipos de cambio) y las importaciones (afectadas positivamente por la renta y negativamente por los tipos de cambio).

Por su parte, El ciclo económico es muy influyente en la actividad empresarial dependiendo si nos encontremos en expansión o recesión la inflación aumentará o disminuirá y por tanto los precios aumentarán o disminuirán, la variación en los precios repercutirá también en la producción de la empresa y en sus ventas, y por consecuencia en sus beneficios a finales del ejercicio.

La tasa de desempleo nos ayudara a saber aproximadamente que poder adquisitivo tienen los habitantes dentro de una sociedad, una tasa de desempleo alta, reducirá el consumo y por tanto el beneficio de las empresas en general.

El PIB es el valor estimado de la demanda agregada, es decir, estima cuanto consumieron los agentes que componen una economía (hogares, empresas, gobierno) en bienes y servicios durante un periodo de tiempo.

El valor del PIB es importante para las empresas porque su comportamiento indica que dinámica está teniendo la economía del país (Auge, Normal, Recesión) la cual, en analogía, indica cómo se comporta la dinámica de consumo de todos los bienes y servicios en el país, y en proporción la del producto o servicio que ofrecen las empresas.

Aunque el PIB no afectaría directamente a las empresas, se puede utilizar como una medida ya que Se supone que en términos generales una mejora en el PIB tarde o temprano debería repercutir en todos los sectores productivos del país y viceversa.

En definitiva, aunque no son factores decisivos, ya que muchas empresas se sobreponen a situaciones económicas negativas y por el contrario otras en condiciones óptimas quiebran, es importante conocer la situación macroeconómica en la que se encuentra una empresa para entender mejor el funcionamiento de esta, poder predecir ciertos sucesos futuros en consecuencia de dicha situación, poder preveer un aumento o una disminución de las ventas y la producción, aplicar unos precios adecuados... en definitiva poder conocer mejor la empresa y por tanto estimar mejor su valoración

## **2. Relación entre el entorno económico y el desarrollo de una empresa.**

Lógicamente el entorno en el que se encuentra situada una empresa, la condiciona a la hora de valorarla, no es lo mismo comparar una empresa que esta situada en un país desarrollado o en alza, con una alta estabilidad tanto social como económica y con unos recursos tecnológicos elevados, con otra que este establecida en un país subdesarrollado en general.

Empezaremos este apartado en ver como afectan los 4 factores globales más importantes externos a una empresa, a esta, es decir, los factores económicos, sociales, políticos y tecnológicos.

El éxito o fracaso en una determinada actividad empresarial depende de las condiciones que le rodean, el contexto en el que se mueve pueden ayudar o, dificultar. El entorno hace referencia a los factores externos a la empresa. Es conveniente diferenciar entre dos niveles de entorno: el entorno general y el entorno específico. El entorno general es aquella parte del entorno que ejerce una influencia indirecta sobre las empresas. Un mismo aspecto puede afectar más a las empresas de un sector que a las de otro o a las empresas de un determinado tamaño o zona geográfica. Suelen diferenciarse determinados componentes del entorno general, que constituyen lo que se denomina análisis PEST (empleando sus iniciales) y son, los siguientes:

Entorno Político legal, Entorno Económico, Entorno Socio-cultural, Entorno Tecnológico y El entorno global de la empresa: el entorno general

### **2.1 Entorno político legal**

La acción de los diferentes gobiernos y administraciones públicas afecta a las condiciones competitivas de la empresa por medio de la regulación de los sectores.

Regulación procedente de instituciones supranacionales (algunos casos de la Unión Europea) o instituciones supra nacionalistas (algunos caso de América Latina), medidas de fomento de determinadas condiciones relacionadas con la innovación, internacionalización, numerosas facetas de la práctica empresarial. La regulación del mercado laboral, la legislación mercantil, administrativa, política fiscal y tributaria (impuestos).

Por tanto Los factores político-legales son los referentes a todo lo que implica una posición de poder en nuestra sociedad, en sus diferentes niveles, ya sean estatales, comarcales o provinciales, que tendrán una repercusión económica.

En los factores político-legales podemos observar cierta importancia de los aspectos referentes a las ideologías y partidos políticos relevantes , pues normalmente los partidos de derecha o centro-derecha tienden a favorecer a las empresas rebajando los

impuestos directos, y acentuando los indirectos, de forma que esto beneficia a los empresarios y por tanto a nuestra empresa, los partidos de izquierda por otro lado generalmente centran su política en acentuar sus ingresos ( impuestos) a partir de las grandes empresas, y los impuestos directos suelen ser mas elevados, aunque en la mayoría de los casos la ideología política influye moderadamente en el funcionamiento de una empresa, en determinados países es el factor clave a la hora de ejercer una actividad mercantil, por un lado hay países donde dispondrías de tanta libertad mercantil que los empresarios tienden a auto conformarse y estancarse, el caso opuesto lo podemos apreciar en países donde la exportación de empresas esta a la orden del día.

Otro aspecto relevante es el marco exterior, nos afecta muy significativamente en materia de turismo, ya que generalmente podemos ser receptores de clientes de otros países, en función de la estabilidad política y económica en que se encuentren. Hoy en día, El mundo de la empresa está muy globalizado, tanto para multinacionales como para las empresas que no lo son, es importante la imagen de cara al exterior para que muchos potenciales clientes no descarten los servicios de determinadas empresas, simplemente por el hecho de la inestabilidad política-económica del país a que pertenece.

## 2.2 Entorno económico

Las condiciones del entorno económico condicionan sus rendimientos actuales y futuros de las empresas y viceversa. Véase la influencia de algunos factores del entorno económico:

El crecimiento económico consiste en el ritmo al que aumenta la producción de bienes y servicios de un determinado país. Esta variable económica se refleja en el gasto o consumo de las familias. Cuanto mayor crecimiento económico, mayor será el consumo y más fácil será incrementar las ventas. Este crecimiento alivia la presión competitiva, ya que las empresas no tienen que luchar necesariamente entre sí para mantener e incrementar su actividad.

Los tipos de interés Cuanto mayor sean, más caro le resultará a las empresas financiar sus proyectos de inversión, y por lo tanto, más costosa le será a los consumidores la adquisición de bienes mediante pagos aplazados. En consecuencia, tanto la inversión como el consumo tenderán a decrecer.

Los tipos de cambio de las monedas afectan a la capacidad de las empresas para competir en los mercados internacionales. Una moneda fuerte favorece las importaciones y perjudica a las exportaciones.

La inflación es la tasa en que se incrementan los precios de los productos y servicios. Cuanto mayor es más se devalúa el dinero y reduce el consumo de las familias. Las empresas por el lado de los costes tienen una subida de las materias primas y tiende a reducir sus beneficios. Otros aspectos como las tasas de desempleo, el déficit público, o la política fiscal y tributaria, afectan sobre las posibilidades competitivas de las empresas.

En lo que se refiere a tributos, una política tributaria que incremente los impuestos permite una menor renta disponible, tanto para empresas como para particulares. La empresa deberá ajustar sus precios o verá reducidos sus beneficios, por las recaudaciones tributarias. Al tiempo, los clientes verán reducida su renta disponible y tendrán que recortar gastos (entre los primeros de esa lista estarán sus vacaciones), con lo que la empresa, tributando más y percibiendo menos ingresos, reducirá ampliamente su beneficio y su posibilidad de reinvertir o de retribuir a sus accionistas.

Por otro lado, en un periodo de elevado desempleo, la renta disponible de las familias se verá también minorada, con lo que la oferta del sector turístico se resentirá y tendrá que buscar alternativas para captar clientes. Esto se verá, en parte, compensado por una menor retribución de los recursos humanos, ya que al haber una mayor tasa de desempleo, los trabajadores estarán dispuestos a ofrecer trabajo a un precio menor (siempre respetando las limitaciones legislativas al respecto).

### 2.3 Entorno socio cultural

Las empresas se desenvuelven en el seno de la sociedad, con todas sus características y sus procesos de cambio. Son especialmente importantes los siguientes aspectos:

Condiciones demográficas: condicionan enormemente el potencial de desarrollo de numerosos sectores y condenan a su desaparición o a la marginalidad a otros. Por ejemplo, el crecimiento de la esperanza de vida de la población, está propiciando nuevos sectores orientados a la tercera edad.

Aspectos culturales: la cultura de la sociedad: individualista, grupal, societaria o comunicativa. , afectan a las posibilidades de actuación empresarial y a la Aceptación de los productos/servicios.

Aspectos sociológicos: el papel que desempeña la mujer, los cambios de valores sociales, diferentes estilos de vida, ecologismo constituyen fuentes de oportunidades para las empresas.

### 2.4 Entorno tecnológico

Una de las dimensiones que más están evolucionando a lo largo de las últimas décadas es la tecnológica. El desarrollo y su aceleración modifican constantemente las condiciones en las que compite la empresa. Suponen, la apertura de nuevas posibilidades para la empresa, o peligro para aquellas que no sepan adaptarse. Entre los aspectos más destacados a tener en cuenta estarían:

a) Influencia de las nuevas tecnologías sobre la empresa: el grado en que las nuevas tecnologías pueden modificar el producto o servicio que la empresa ofrece, pueden afectar a los procesos de fabricación, puede modificar las relaciones de intercambio entre la empresa y sus competidores.

b) Velocidad de modificación del ambiente tecnológico. Por ejemplo, generar fuentes de energía sustitutivas del petróleo. El proceso de cambio es muy lento. Frente a otros

productos, como, los teléfonos móviles, o la televisión digital están modificando en muy pocos años la estructura global de la competencia.

En el análisis PEST, puede representarse gráficamente las principales amenazas y oportunidades que ofrece el entorno.

Puede comenzarse por identificación los principales factores que afectan a la empresa

Y valorar su impacto. Para ello, puede emplearse una escala likert de cinco puntos

(1. Muy negativo; 2. Negativo; 3. Neutro; 4. Positivo; 5. Muy positivo).

Los puntos extremos negativos suponen las principales amenazas del entorno, mientras que las del extremo opuesto constituyen las oportunidades.

Los factores que afectan a todas las empresas, no lo hacen ni de igual modo ni con la misma intensidad. Las características, según Mintzberg, en relación con el entorno general de las empresas:

a) El dinamismo, el grado y la velocidad con la que se producen cambios. Cuanto mayor dinamismo, más incertidumbre lleva aparejado y más difícil se hace su previsión.

b) Complejidad. Cuando los factores que lo conforman son difíciles de comprender y asimilar. Frente a éstos, los entornos simples no requieren de grandes esfuerzos para captar el sentido y la intensidad.

c) Diversidad. Cuando muchas de sus dimensiones son relevantes para la empresa. Es integrado cuando existen pocas variables relevantes y éstas son, similares.

d) Hostilidad: la hostilidad hace referencia a la intensidad, velocidad y posibles repercusiones o impacto de las variables del entorno sobre la empresa. Un entorno hostil es aquel en el que se producen muchos y muy intensos cambios, que pueden afectar la supervivencia a largo plazo de la empresa.

Según las características anteriores, pueden establecerse diferentes tipologías de entornos generales.

1. Entornos estables. Son entornos, simples, integrados y poco hostiles, por tanto predecibles. Las empresas pueden desarrollar estrategias a muy largo plazo.

2. Entornos reactivos o adaptativos. Estables, algo complejos, diversos y poco hostiles. El principal problema es comprender los mecanismos externos y como influirán en el futuro.

3. Entornos inestables o turbulentos. Son entornos dinámicos, complejos, diversos y hostiles, donde hay problemas de predicción y comprensión de los factores clave. Es difícil diseñar estrategias a muy largo plazo, siendo necesario dotarlas de flexibilidad.

A lo largo de las últimas décadas la tendencia ha sido hacia un predominio de entornos turbulentos.

Un ejemplo de análisis de esta faceta del entorno lo constituye el trabajo de Theodore Levitt sobre la globalización de los mercados.

## 2.5 Repercusión en el mercado turístico

Una vez visto el análisis PEST, vamos a centrarnos en como afecta el entorno al mercado del turismo.

Como hemos visto anteriormente un ciclo económico puede ser expansivo o recesivo, según el periodo en que nos encontremos, la repercusión sobre el sector turístico es abismal si lo comparamos con su periodo opuesto.

Un ciclo económico recesivo afecta negativamente al sector turístico: el tiempo medio de las estancias se reduce considerablemente, pasando por ejemplo de un periodo de 2-3 semanas, en periodo de expansión, a 7-10 días en un periodo de recesión, en muchos casos el turista se decanta por el alquiler de apartamentos para repartir gastos y desestima la opción de alojamientos en hoteles, al mismo tiempo que reducen sus días de estancia, también reducen su gasto medio diario, hasta el extremo que algunos turistas únicamente compran productos de supermercado, hecho que afecta de manera desastrosa al sector servicios

Los constantes avances tecnológicos influyen de manera positiva al sector turístico, la creación de trenes de alta velocidad otorgan facilidades para el transporte, los nuevos móviles con acceso a Internet o smartphones permiten a los clientes reservar viajes, hoteles, restaurantes... a cualquier hora del día y en cualquier lugar que se encuentre, facilitando el consumo y atrayendo a más potenciales clientes que si careciéramos de dichos avances tecnológicos.

Muy influyente para el sector será el tipo de cambio que tenga el visitante entre la moneda de su país de origen y la moneda del país receptor (si lo hay), ya que aumentará o disminuirá su poder adquisitivo y en consecuencia el consumo que realizará.

No es lo mismo por ejemplo viajar con euros a la Rivera maya, donde el tipo de cambio es muy favorable para el turista que disponga de Euros, el cual ve como su poder adquisitivo aumenta, a diferencia de un turista residente en Hungría que viaje a USA que tendrá un tipo de cambio negativo al adquirir Dólares, y por tanto su poder adquisitivo se vera reducido considerablemente.

Tan importante como la calidad del servicio que ofrece una empresa del sector turístico, es su entorno geográfico en donde se situé, si los recursos están bien mantenidos o por el contrario están sobreexplotados, la inversión que haga el país por mantener sus atractivos turísticos y la capacidad de impactar, sorprender e incluso emocionar a sus visitantes.

Como hemos visto son muchos los factores externos a la empresa que influyen considerablemente en el funcionamiento de esta, en su capacidad de desarrollo y en sus ventas.

Por tanto como hemos visto, son factores que repercutirán muy seriamente en la valoración de una empresa tanto positiva como negativamente y por ello considero que deberá ser un punto más a considerar en su valoración global.

Esta claro que se añadiría al valor de la empresa, pero de forma intangible, y a la vez como un elemento temporal y subjetivo (los entornos varían a lo largo del tiempo, y según el punto de vista del comprador pueden ser mas influyente o menos en algunos casos en los que para el actual propietario de la empresa le parecería intrascendente)

### 3. Modelos de Valoración Empresarial

Para valorar una compañía es necesario combinar los conocimientos de ingeniería financiera, contabilidad, administración de negocios, economía, derecho...

Valorar económicamente una empresa es proyectar los flujos de caja futuros para determinar la generación de efectivo y dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital.

La valoración de una sociedad que se plantea en numerosas ocasiones, requiere la aplicación de métodos de valoración que normalmente contemplan los siguientes conceptos:

El valor sustancial de la empresa

El fondo de comercio (Good-Will)

#### 3.1 el valor sustancial de una empresa

El valor sustancial viene determinado por la diferencia entre el activo real de la empresa y su pasivo exigible, aplicando criterios de valoración de precios de mercado.

El concepto fondo de comercio surge de la consideración de la empresa como "negocio en marcha" y por tanto de su capacidad de generar beneficios futuros.

Tanto las cifras utilizadas para el cálculo del valor sustancial como del fondo de comercio, requieren un estudio preliminar, realizado de acuerdo con unos criterios específicos, que garanticen la fiabilidad de la información que se va a utilizar en el método específico de valoración que se establezca.

#### 3.2 el fondo de comercio

El Good-Will traduce "clientela o buen nombre", los clientes se dirigen voluntariamente a este establecimiento debido a la calidad del servicio prestado y a su reputación. Es el factor específico de un negocio que ha sabido labrarse un nombre, un puesto, una clientela y una red de relaciones corresponsales de toda clase, sin que tales elementos puedan materializarse. Al Good-Will de los clientes se agrega el favor o confianza de los proveedores, empleados y el conjunto de quienes mantienen relaciones con el establecimiento.

En definitiva, valoramos la empresa como un compuesto, de elementos tangibles e intangibles, pero existen cosas que al ser intangibles no apreciamos, y por lo tanto son difícilísimas de valorar, pero vamos a analizar cada cosa punto por punto.

## ¿Por qué valoramos?

Para tomar decisiones de...:

- Adquisiciones o ventas de empresas
- Fusiones
- Establecimiento de acuerdos de compraventa
- Capitalización de una empresa
- Valoración de activos intangibles (fondo de comercio)
- Obtención de líneas de financiación
- Valoraciones patrimoniales
- Valoraciones fiscales
- Compraventa de acciones
- Herencias
- Confirmación de otras valoraciones. "Segunda opinión"
- Valoración de paquetes accionariales minoritarios
- Suspensiones de pagos.

La valoración de una empresa puede ayudar a responder preguntas tales como:

- ¿Cuánto vale mi negocio?
- ¿Cuál ha sido la rentabilidad sobre la inversión de mi negocio?
- ¿Qué se puede hacer para mejorar esta rentabilidad y crear riqueza?

## ¿Cuánto Vale?

En el mundo de los negocios existe una pregunta muy importante cuya respuesta genera toda clase de opiniones porque involucra una serie de factores internos y externos, tangibles e intangibles, económicos, sociales, tecnológicos, productivos, laborales, legales, de mercado y es ‘¿Cuánto vale mi empresa?’.

El valor comercial de un negocio debe determinarse en cualquier situación pero se hace indispensable en ciertos casos como ingreso o retiro de socios de entidades no inscritas en la bolsa de valores y en general, en transacciones de compraventa: en la evaluación de la gestión de la administración cuando el objetivo básico de los propietarios es maximizar el valor que la empresa tiene para ellos; en el análisis e interpretación de la situación financiera del negocio y cuando se analiza el esfuerzo al emprender un negocio una empresa.

Para darle el valor a un negocio se puede recurrir a elementos cuantitativos y cualitativos, partiendo de aquellos cuantificables como son el balance general, estado de resultados, la información sobre proyección de ingresos y costos. La información contable tiene como característica el agrupar cuentas cuya cifra son una combinación entre el pasado, presente y futuro; por lo tanto la cantidad que arroja como resultado no puede ser el valor comercial de la empresa.

Entonces, si el sistema de información contable no dice en realidad cuánto vale un negocio, ¿cómo se puede determinar? Un negocio vale por su capacidad de generar beneficios futuros (Good-Will) adicionalmente de lo que posee en un momento

determinado, es decir, un negocio vale por sus activos netos más el valor presente de sus beneficios futuros.

El proceso que se debe seguir para determinar el valor comercial de una empresa es el siguiente:

### 3.3 Valor del activo neto

Consiste en encontrar el valor comercial de los activos saneados y restarle el valor de los pasivos ajustados.

Con respecto de los activos saneados, se debe analizar cada una de las cuentas teniendo presente estas observaciones:

**Caja y Bancos:** La cantidad que aparece en el balance general está en valores comerciales, aunque se debe confirmar que aun exista en el momento de realizar la valuación.

**Inversiones:** Deben ajustarse al precio de mercado al momento de la valuación, teniendo en cuenta valorizaciones por intereses, devaluación y las comisiones que se deben pagar para hacerlas efectivas. Para el caso de las acciones o los bonos convertibles obligatoriamente en acciones, debe hacerse un análisis cuidadoso de todos y cada uno de ellos.

**Cuentas por cobrar:** Debe analizarse los vencimientos y con base en la calidad de cada una de ellas protegerlas según el grado de garantía que se tenga sobre las mismas.

**Inventarios:** Se debe dividir en materia primas, producto en proceso y producto terminado y fijar el valor por el cual podrían venderse en el mercado en el estado en que se encuentran. El método de valoración de inventarios (PEPS, UEPS, Promedio Ponderado) y la provisión para inventarios que aparece en el balance general carecen de importancia. Por tanto, el valorar el inventario puede ser un trabajo muy dispendioso por la cantidad de artículos y la posible exclusividad de ellos en el mercado.

**Activos fijos y otros activos:** Para la propiedad, planta y equipo, se debe consultar a evaluadores expertos que determinan su valor independientemente de que estén incorporados a un negocio específico. En este rubro se pueden presentar dificultades, como maquinaria que no se encuentre en el mercado pero que es vital para el funcionamiento del negocio.

**Valorizaciones y cuentas de orden:** No se incluyen en la determinación del valor comercial de los activos.

Respecto a los pasivos ajustados se debe hacer un análisis de los vencimientos de cada uno de ellos para determinar el plazo promedio de vencimiento que servirá como aspecto cualitativo en la determinación del valor comercial del negocio. Adicionalmente, se debe calcular aquellos pasivos contingentes que no estén incorporados en el balance general y legalizar un documento con los antiguos propietarios en el cual se comprometan a hacerse cargo de aquellos pasivos generados en periodos anteriores y que se presenten luego de concluido el periodo de venta.

### 3.4 Determinación del valor Good-Will

Para calcular el valor del intangible Good-Will debe hacerse una proyección de los flujos de caja sin tener en cuenta las cargas financieras y la amortización de la deuda durante un plazo justo; dicha proyección se puede definir con base en criterios como avances tecnológicos, grado de deterioro de los activos productivos, la posibilidad de aparición de productos sustitutos, etc.

Todas las proyecciones deben realizarse a precios corrientes; es decir, teniendo en cuenta aspectos como la inflación, devaluación y aumento o disminución en el número de unidades para producir y vender. La tasa de descuento utilizada será una tasa de oportunidad de mercado que contemple el riesgo de acuerdo con la naturaleza del negocio y debe ser convenida entre las partes que analizan la transacción. Debe tenerse presente que a medida que aumente la tasa de descuento disminuye el valor del intangible "Good-Will", en igualdad de las demás condiciones.

Esquema de flujo de cajas:

Compañía X

Flujo de caja del negocio

Ingresos por ventas MMM

- Costes variables (MMM)

-----

Margen de Contribución MMM

- Costes Fijos (MMM)

- Depreciación (MMM)

-----

Utilidad antes de impuestos MMM

- Impuestos (MMM)

-----

Utilidad después de impuestos MMM

+ Depreciación MMM

-----

Flujo de caja MMM

Como puede observarse el flujo de caja del negocio (no del inversionista), es similar al estado de resultados pero difieren en que el primero es con base en efectivo y el segundo con base en causación; El estado de resultados incluye intereses y el flujo de caja no, y en el flujo de caja la depreciación hace las veces de escudo fiscal con el fin de ahorrar impuestos.

Ahora bien, se debe calcular el Good-Will con base en el flujo de caja y no con base en el estado de resultados, por que al adquirir un activo se espera que este genere beneficios en efectivo que sean independientes del grado de endeudamiento que dicho

activo tenga, debido a que el hecho de tener o no acreencias no afecta para nada los ingresos y costes operativos, que en ultima instancia son los que determinan el concepto de Good-Will del negocio.

Ejercicio práctico para calcular el valor comercial de un negocio:

Se presentan los estados financieros y la información adicional requerida para proyectar durante cinco (5) años la situación financiera de la compañía Amigos S.L. (Empresa ficticia que ponemos como ejemplo)

<b>Activos</b>	Valor en libros	en Valor comercial	<b>Pasivos</b>	Valor en libros	Valor comercial
Caja	100	100			
Cuentas por cobrar	80		Cuentas por Pagar	300	300
Provisión de Cartera	(20)		Pasivos Laborales	200	200
Cuentas por Cobrar	60	50	Deuda a Largo Plazo	400	400
Inventarios	300				
Protección Inventarios	(50)		Total pasivo	900	900
Inventarios	250	400			
Propiedades	600	1000	Patrimonio		
Planta	400		Capital	200	
Depreciación Planta	(400)		Utilidades Retenidas	10	
Planta Neto	0	500	Superávit por Valoración	100	
Equipo	250				
Depreciación Equipo	(150)		Total patrimonio	310	1,350
Equipo Neto	100	200			
Valorizaciones	100	0			
Total activo	1,210	<b>2,250</b>	Total activo y patrimonio	1,1210	<b>2,250</b>
Cuentas de Orden	500	0	Cuentas de orden por el contrario	500	0

Compañía amigos S.L.

Estado de resultados

Enero 01 a Diciembre 31 de 2011

Ingresos por ventas	2,000
- Costes Variables	(1,100)
Margen de Contribución	900
- Costes Fijos	(400) (Incluye 20E de Depreciación)
Utilidad Antes de Intereses e Impuestos	500
- Intereses	(350)
Utilidad Antes de Impuestos	150
- Impuestos (30%)	(45)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>105</b>
- Reparto de Utilidades	(95)
Utilidades Retenidas	10

#### Información adicional

1. Los ingresos y los costes se incrementaran en un 25% anual, durante 5 años.
1. El 90% de las ventas son de contado y el 10% restante se recupera en el siguiente año.
1. El total de los costes y gastos se cancelan de contado en el mismo período.
1. La depreciación será de 20E anuales durante cada uno de los 5 años.
1. La Tasa de Oportunidad del mercado es del 32% anual.

Con base en la información anterior, se proyectan los flujos de caja anuales durante 5 años.

**Amigos S.L.**

Flujo de caja proyectado

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ingresos por Ventas (1)	2,310	3,062.50	3,828.12	4,785.15	5,981.44
Costes Variables (2)	(1,375)	(1,718.75)	(2,148.44)	(2,685.55)	(3,356.94)
Margen de Contribución	935	1,343.75	1,679.68	2,099.60	2,624.50
Costes Fijos (3)	(495)	(613.75)	(762.19)	(947.73)	(1,179.67)
Utilidad Antes de Impuestos	440	730	917.49	1,151.87	1,444.83
Impuestos (30%)	(132)	(219)	(275.25)	(345.56)	(436.45)
Utilidad Después de Impuestos	308	511	642.24	806.31	1,011.38
Más Depreciación	20	20	20	20	20
<b>Flujo de caja</b>	<b>328</b>	<b>531</b>	<b>662.24</b>	<b>826.31</b>	<b>1,011.38</b>

## Good Will

Para el cálculo del Good-Will, se utiliza la fórmula del valor presente del interés compuesto, así:  $VF = VP (1+i)^n$  de donde  $VP = VF / (1+i)^n$

$$328 + 531 + 662.24 + 826.31 + 1,011.38$$

$$\text{-----} = \mathbf{1365.72 \text{ EUROS}}$$

$$(1.32) (1.32)^2 (1.32)^3 (1.32)^4 (1.32)^5$$

### Notas:

(1) Para el año uno, las ventas serán:  $2,000 \times 1.25 \times 0.9 + 60 = 2,310 \text{ E}$

Para el año dos, las ventas serán:  $2,000 \times (1.25)^2 \times 0.9 + 250 = 3,062.50 \text{ E}$

(2) Para el año uno los costes variables serán:  $\$1,100 \times 1.25 = 1,375 \text{ E}$

Para el año uno los costes variables serán:  $\$1,375 \times 1.25 = 1,718.75 \text{ E}$

(3) Para el año uno los costes fijos serán:  $380\text{E} \times 1.25 + 20 = 495 \text{ E}$

Para el año dos los costes fijos serán:  $380\text{E} \times (1.25)^2 + 20 = 613.75 \text{ E}$

En conclusión, el valor justo a pagar por la compañía Amigos S.L. es de 3615.72 E representados por 2250 E del valor del activo neto en el mercado más 1365.72 E del intangible Good-Will.

Es importante anotar que la cifra antes mencionada solo servirá como base de negociación, debido a que existen factores cualitativos que afectan el valor comercial de un negocio, como por ejemplo: riesgos de cambios políticos, económicos, tecnológicos; alteración en los gustos y preferencias del consumidor final de los bienes y servicios que produce la empresa; concentración del conocimiento en la producción o mercadeo del producto en cabeza de alguna persona en particular, la calidad del personal de la organización y cualquier otro fenómeno que afecte la percepción que del negocio tiene el mercado.

## Contabilización del Good-Will

Por tratarse de un bien que carece de sustancia física se debe registrar como un intangible y la contrapartida como superávit del patrimonio, de conformidad con el decreto 2650/93 Plan Único de Cuentas (PUC) para comerciantes sería:

1605 crédito mercantil

3215 crédito mercantil

16 Intangibles (1 Activo) y 32 Superávit de capital (3 Patrimonio).

Para el ejercicio desarrollado sería:

1605 Crédito mercantil..... **1,365.72**

3215 Crédito mercantil..... **1,365.72**

En 1987, el Centro de Investigación y Consultorías Administrativas de la Universidad de Antioquia. recolectó información en junio y julio de ese año, entrevistando a ejecutivos financieros de 138 empresas de la ciudad, clasificadas por sectores: Bancos, Servicios personales y sociales, papel imprenta y editoriales, seguros, comercio y hoteles, construcción, Alimentos bebidas y tabacos, etc.

En la entrevista, daban varios temas y por cada tema varias opciones de respuestas. Las conclusiones de algunos temas en promedio se desarrollan a continuación y en dicho orden de inclinación por parte de los ejecutivos financieros.

El objetivo financiero: Maximizar las utilidades; Garantizar la supervivencia de la empresa; lograr un adecuado nivel de endeudamiento y maximizar la rentabilidad del patrimonio.

Jerarquización de las áreas de la empresa: Mercadeo, Calidad, Financiera, Personal, Producción, Costos-Beneficio Social, Sistematización y Exportación

Factores más adecuados para medir el valor económico:

Valor comercial de la empresa; Fuerza de distribución, tamaño del mercado y participación; Crecimiento en el valor intrínseco de la acción.

Criterios para valorar los activos:

Precios de Reposición; Precios de Mercado; Valor en libros Ajustado.

Criterios para valorar acciones:

Valor intrínseco; valor financiero y precios del mercado.

Factores que inciden en el valor de las acciones:

- Control general
- Expectativas
- Capital
- Informes gerenciales
- Actividad económica y sector industrial
- Imagen de la empresa
- Aspectos laborales
- Calidad de la administración, honestidad, imagen
- Historia de la empresa
- Recursos humanos y tecnológicos

Relacionados con una acorde gestión financiera:

- Solidez
- Rentabilidad
- Utilidades
- Utilidades por acción
- Rendimiento del Dividendo Sobre el valor de la inversión en activos
- Relación dividendos/precios
- Liquidez
- Nivel de endeudamiento
- Costos financieros
- Perspectivas de la valorización
- Valor de los activos
- Valor de la acción en bolsa frente al valor intrínseco
- Política de dividendos
- Valor de la compañía
- Valor comercial

Relacionados con el mercado empresarial

- Sector al que pertenece
- Calidad de los productos
- Fuerza de distribución, tamaño del mercado, participación

Relacionados con el mercado de capitales

- Información disponible
- Especulación
- Competencia de otros valores
- Oferta y demanda
- Oportunidades de inversión
- Concentración de la propiedad accionaria
- Transparencia del mercado

Relacionados con las políticas gubernamentales

- Impuestos
- Incentivos Fiscales
- Política económica

## 3.5 Modelos teóricos

### Teorías al Respecto

El valor del mercado de la empresa lo determinan factores como la tasa de rendimiento sobre la inversión, el pago de dividendos, el costo de capital, la estructura de capital, etc. Y que el rango de valores de estas variables lo condicionan elementos externos como el producto, los factores de producción y los mercados financieros.

### Teoría de Valuación de Valores

El estudio sobre la valuación de los precios de las acciones es fundamental para entender el mecanismo que permite a la transferencia de la propiedad corporativa en una economía de mercado. También es útil para fusiones, consolidaciones y adquisiciones.

Existen dos modelos: El Cuantitativo y el Cualitativo

**Modelo Cuantitativo:** Parte de la premisa de que las acciones inversionistas y de los vendedores de valores pueden explicarse en términos de ciertas variables cuantificables y sus relaciones.

**Modelo Cualitativo:** Se basa en patrones históricos de relaciones previo-volumen y en la psicología del mercado, tienen cuenta las circunstancias políticas, económicas, nacionales e internacionales. A veces este método sirve de base para explicar las desviaciones inesperadas de los precios calculados en el modelo cuantitativo.

### Enfoques metodológicos:

Existen tres enfoques metodológicos:

**1. Técnico** (Cualitativo) Los precios de los valores dependen de la ley de la oferta y la demanda que a su vez está supeditada por otros factores diversos y complejos desde la perspectiva del análisis. Se les atribuye este método a los corredores de bolsa y se considera como herramienta comercial en el corto plazo.

Por ejemplo: Los precios de los valores se definen por oferta y demanda y si presentan el siguiente comportamiento:

**2. Fundamentalista** (Cuantitativo) Los precios se determinan y pueden predecirse a partir de las expectativas del inversionista respecto a los valores que ciertas variables presentarán en períodos futuros. Posee los siguientes modelos:

- Modelo de Dividendos
- Modelo de Valuación de Utilidades
- Modelo de Flujo de Efectivo descontado
- Modelo de Inversión-Oportunidad
- Modelo de Costo de Capital

## Modelo de dividendos de Gordon y Shapiro

El valor presente del mercado de un valor es la suma de las corrientes de dividendos esperadas del valor.

$$P = (1+b) r A / K - r b$$

A es el total de activos de la empresa

1 - b es la tasa de distribución

R es la tasa que anticipa la empresa de crecimiento

B es la tasa que anticipa la empresa de retención corriente.

K es la tasa de descuento del mercado

$P = D / K - g$  de donde D es el dividendo por acción y G la tasa de crecimiento en los dividendos.

Ejemplo: D. Luis va a determinar el precio de las acciones de Amigos S.L. asesorado por una firma de finanzas llega a las siguientes conclusiones:

Dividendos 2 E, Tasa de descuento de mercado 20%, crecimiento de dividendos 15%:

$P = 2 / 0.2 - .15 = 40$  E El señor Luis concluye que puede ofrecer 40 E por acción en 100 acciones de Amigos S.L. Pero la afirma de finanzas le indica que las acciones están actualmente a 50 E, por lo tanto debe revisar sus cálculos o abandonar las acciones por sobre valuación.

## Modelo de valuación de utilidades

El valor de mercado de un valor lo determina el valor presente de todas las utilidades futuras.

$$P_t = E_t - I_t / (1+K)^t$$

Pt es el precio de mercado de la acción en el período T

Et Son las ganancias por acción en el período T

It es la inversión por acción en el período T

K es la tasa de descuento del mercado

Ejemplo: Una empresa espera anualmente utilidades de 8 E, de los cuales espera retener 5 E anuales para reinvertida, la tasa de descuento subjetiva que el inversionista atribuye a la compañía es del 12%

$$P = 8 - 5 / (1+0.12) t = 3 / 0.12 = 25$$
 E "a perpetuidad"

Ejemplo: El señor Luis desea invertir en Amigos S.L. si su rango de precios por acción es entre 16 a 20 E. La inversión sería por dos años. Hace dos años las utilidades de dicha empresa fueron 6 E y las utilidades de reinversión 4 E. El año pasado fueron 7 E y 5 E se reinvirtieron. El señor Luis espera que la compañía continuará con un pago de dividendos de 2 E y espera una tasa de rendimiento sobre inversión del 11%. Por tanto esta dispuesto a comprar 100 acciones de Amigos S.L. Y a conservarlas durante 2 años siempre y cuando gane un mínimo del 11%.

$$P = E_1 - I_1 + E_2 - I_2 + P_2$$

$$(1+k) (1+k)^2 (1+k)^2$$

$$P = 8-6 / 1.11 + 9-7/(1.11)^2 + 18 / (1.11)^2 = 1.80+ 1.62 +14.61 = 18.03$$

El valor de mercado de las acciones es \$17.25 y Luis decide invertir en las 100 acciones.

### **Modelo de flujo de efectivo descontado (Boden Hoorn)**

Iguala el capital contable de una empresa como el valor presente de todos los flujos futuros de efectivo entre los accionistas y la empresa. Estos flujos de efectivo se materializan en forma de dividendos, recompras de acciones o ventas adicionales de acciones entre los accionistas.

El modelo propone tres variables: Inversión inicial del accionista, la riqueza esperada del accionista al final del período y la riqueza real del accionista al final del período.

$$W1 = CF1 + P1$$

W1 Riqueza real

CF1 Flujo de efectivo real durante el período 1

P1 precio real de mercado de la acción al final del período 1

$$P = CFi / (1+K)^i$$

P es la inversión inicial

CFi es el flujo neto de efectivos anticipados a un plazo

K es la tasa de descuento del mercado

$$(W1) = CFi / (1+k)^{i-1}$$

(W) es la riqueza esperada

CFi y K indican valores. El primero es el flujo neto esperado.

### **Modelo del enfoque de inversión-oportunidad (Solomon)**

El valor de mercado de los valores de una empresa es la suma de los valores descontados:

$$P = V1 + V2 \text{ de donde } P \text{ es el valor de mercado de las acciones de la empresa.}$$

El valor presente de las utilidades constantes de los activos actualmente mantenidos por la empresa a perpetuidad V1

El valor presente de las utilidades provenientes de todas las oportunidades futuras de inversión emprendidas por la empresa V2

**Del camino aleatorio** (Cuantitativo) Los cambios en los precios no pueden pronosticarse a partir de la información histórica o actual. Parte de dos supuestos:

Los cambios sucesivos en el precio son independientes y ocurren conforme a cierta distribución de probabilidad

El primer supuesto habla de que la información disponible en un período no puede emplearse para predecir cambios en los precios en períodos subsecuentes.

El segundo supuesto, indica que los parámetros de distribución de probabilidad sean estacionario a lo largo del tiempo.

### 3.6 Métodos de Valoración de Empresas

Una vez visto las teorías al respecto de los Modelos económicos, vamos a centrarnos en los métodos de valoración de empresas, que se clasifican en 4, según en que se basen:

Balance, Cuentas de Resultado, Mixtos (good-will) y Descuentos de flujo de cajas.

#### **Métodos basados en el balance (valor patrimonial)**

Estos métodos consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan, como pueden ser la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables. Diferenciamos entre:

Valor contable: Es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas).

Valor contable ajustado: Consiste en el ajuste llevado a cabo al valorar activos y pasivos a su valor de mercado.

Valor de liquidación: Como indicábamos anteriormente, es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, se vendan sus activos y se cancelen sus deudas.

Valor substancial: Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

Estos métodos de valoración apenas muestra una parte de lo que sería el Valor real de la empresa, ya que no tienen en cuenta ni el futuro de la empresa, ni la variación del dinero, ni aquellos factores del entorno de la empresa que no se ven reflejados en los libros de contabilidad, por tanto consideramos que estos métodos son demasiado estáticos y cerrados como para utilizarlos en nuestra valoración empresarial.

#### **Métodos basados en la cuenta de resultados**

A diferencia de los anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro parámetro de la cuenta de resultados.

##### Múltiplo de los beneficios. PER

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de *Price earnings ratio*), es decir:

Valor de las acciones = PER x beneficio

El PER de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa. En ocasiones se utiliza también el PER relativo, que no es más que el PER de la empresa dividido por el PER del país.

### Múltiplo de las ventas

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número, según la coyuntura del mercado.

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

Precio/ventas = (precio/beneficio) x (beneficio/ventas)

El primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas.

### **Otros múltiplos**

Además del PER y el ratio precio/ventas, se utilizan con frecuencia múltiplos tales como:

- a) Valor de la empresa / Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT o EBIT)
- b) Valor de la empresa / Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (BAAIT o EBITDA)
- c) Valor de la empresa / Cash flow operativo
- d) Valor de las acciones / Valor contable

Es evidente que para valorar una empresa utilizando los múltiplos es preciso utilizar aquéllos de empresas comparables, he aquí su principal problema ya que no nos centramos únicamente en la valoración de nuestra empresa, estaríamos valorando también el mercado al que pertenece y sus competidores, que influirán en el número por el que multiplicaremos las ventas.

### **Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o good-will**

El fondo de comercio es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo.

En el siguiente cuadro podemos observar que el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto (denominado como A) más el valor del fondo de comercio, que según el método que se utilice se calcula de distinta manera:

	Valor de la empresa
Método de valoración «clásico»	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, ó $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método simplificado de la «renta abreviada del goodwill» o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; $a_n$ = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se suele denominar superbeneficio
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) <sup>8</sup>	Si se despeja $V = A + a_n (B - iV)$ , se obtiene: $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$
Método indirecto o método «de los prácticos»	$V = (A + B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA)/2i$ La tasa i que se utiliza suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios

Como hemos visto la idea de añadirle un valor a la empresa por encima de su valor contable gana enteros con respecto a los anteriores métodos, el problema es la dificultad para establecer un valor al fondo de comercio, ya que en los tres métodos se calcula de forma diferente, y por tanto influirá subjetivamente en el resultado final dependiendo de las preferencias del analista por uno de los tres métodos.

### Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –cash flows- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

El valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows, correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Así, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados (compradores o vendedores no dispuestos a intervenir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo:

$CF_i$  = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo  $i$ ;

$VR_n$  = valor residual de la empresa en el año  $n$ ;

$K$  = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año  $n$  ( $VR_n$ ) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año  $n$  es suponer una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) de los flujos a partir de ese periodo, y obtener el valor residual en el año  $n$  aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = CF_n (1 + g) / (K - g).$$

Existen tres tipos de flujos que pueden considerarse para la valoración:

El flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

### **Free cash flow, cash flow disponible para las acciones y capital cash flow**

El *free cash flow* (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativo, esto es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta la deuda financiera después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería.

Los impuestos se deben calcular sobre el BAIT (Beneficio antes de intereses e impuestos) directamente, así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del periodo porque no

representan un pago sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a nuevas necesidades operativas de fondos (NOF), ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el free cash flow.

La obtención del free cash flow supone prescindir de la financiación de la empresa. Es importante destacar que en el caso de que una empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al flujo de fondos para los accionistas.

El flujo de fondos disponible para las acciones (CFac) se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda). Esto se puede presentar de la siguiente forma:

$$\text{CFac} = \text{FCF} - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas.

Se denomina CCF (*capital cash flow*) a la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal. Por tanto:

$$\text{CCF} = \text{CFac} + \text{CFd} = \text{CFac} + I - \Delta D, \text{ siendo } I = D \times K_d$$

### **Cálculo del valor de la empresa a través del free cash flow**

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización) de los free cash flows utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado del capital (CMPC):

$$\mathbf{E + D = \text{valor actual (FCF; WACC), donde } WACC = \frac{E K_e + D K_d (1-T)}{E + D}}$$

Siendo:

D = valor de mercado de la deuda;

E = valor de mercado de las acciones;

K<sub>d</sub> = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda;

T = tasa impositiva;

K<sub>e</sub> = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas;

WACC = CMPC

El CMPC se calcula ponderando el coste de la deuda (K<sub>d</sub>) y el coste de las acciones (K<sub>e</sub>), en función de la estructura financiera de la empresa. Ésta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en proporción que financian la empresa.

## Conclusiones:

Desde el punto de vista de la economía financiera, la distinción entre una pequeña, mediana y gran empresa, no radica en su tamaño ni en su número de trabajadores, sino en su pertenencia o no al mercado de capitales.

La valoración de una empresa debe hacerse considerando que la vida de la empresa es ilimitada, siendo imprescindible por tanto sumar al valor actual de las rentas estimadas el valor de continuación.

Es muy probable que el mismo negocio tenga valores diferentes para personas distintas, sin que esto implique error por parte de alguno, normalmente se obtienen rangos de precios, pero se debe tratar que sean estrechos.

Los factores que se tienen en cuenta para determinar el Good-Will fuera de los beneficios futuros pueden ser todos los bienes incorporeales como propiedad industrial, fórmulas químicas, procesos técnicos, marcas de fábrica, patentes, propiedad literaria y artística, la generación de utilidades, optima posición en el mercado, la experiencia, la buena localización, la calidad de la mercancía o servicio, el trato a los clientes, las buenas relaciones con los trabajadores, la estabilidad laboral de los mismos, la confianza que debido a un buen desempeño gerencial se logre crear en el sector financiero.

Para tener una buena aproximación del valor, se requiere disponer de información suficiente y cierta, y un conocimiento del sector o sectores en que interviene.

La valoración de un negocio se compone de dos elementos: La deuda y el capital propio.  $V = D + C$ , de donde D es el valor de mercado de la deuda y C es el valor de mercado del capital propio.

La mezcla de conocimientos de diversas profesiones, está afectada por aspectos subjetivos como por ejemplo la interpretación del Riesgo, por tanto, los resultados pueden ser diversos para cada persona, y esto no implica que sea un error.

## 3.7 valoración de recursos intangibles

### 3.7.1 Marca de la empresa

En términos generales, la marca, además de ser un signo de propiedad de empresas y organizaciones, permite a los compradores:

- 1) identificar con mayor rapidez los bienes o servicios que necesitan o desean.
- 2) tomar decisiones de compra más fácilmente
- 3) sentir la seguridad de que obtendrán una determinada calidad cuando vuelvan a comprar el producto o servicio.

Por otra parte, y desde la perspectiva de las empresas u organizaciones, la marca es el elemento "clave" que les permite diferenciarse de la competencia y les ayuda a establecer una determinada posición en la mente de sus clientes (actuales y potenciales).

Por tanto, resulta imprescindible que todo mercadólogo conozca a profundidad en qué consiste la definición de marca para que esté mejor preparado para tomar decisiones relacionadas con este importante elemento de la empresa y de sus productos.

Definición de Marca, Según Diversos Expertos en Mercadotecnia:

- Según Lamb, Hair y McDaniel, una marca "es un nombre, término, símbolo, diseño o combinación de éstos elementos que identifica los productos de un vendedor y los distingue de los productos de la competencia" [1]. Complementando ésta definición, los mencionados autores señalan además que "un nombre de marca es aquella parte de una marca que es posible expresar de manera oral e incluye letras (GM, YMCA), palabras (Chevrolet) y números (WD-40, 7-Eleven)".
- Para Richard L. Sandhusen, "una marca es un nombre, término, signo, símbolo, diseño o combinación de los mismos, que identifica a los productos y servicios y ayuda a diferenciarlos como pertenecientes a un mismo proveedor; por ejemplo, Honda o Ford, o a un grupo de proveedores, como el Comité Nacional de Promoción de Procesamiento de Leche Líquida (National Fluid Milk Processor Promotion Board). Las marcas pueden ser locales, nacionales, regionales o de alcance mundial". Complementando ésta definición, Sandhusen añade que "una marca registrada es un nombre comercial o logo que está amparado legalmente".
- Laura Fischer y Jorge Espejo, definen la marca como "un nombre, término simbólico o diseño que sirve para identificar los productos o servicios de un vendedor o grupo de vendedores, y para diferenciarlos de los productos de los competidores".
- Por su parte, Philip Kotler considera que "ya sea que se trate de un nombre, una marca comercial, un logotipo u otro símbolo, una marca es en esencia la promesa de una parte vendedora de proporcionar, de forma consistente a los compradores, un conjunto específico de características, beneficios y servicios".

En síntesis, la definición de marca describe (para fines de mercadotecnia) a este importante elemento, como "un nombre, término, signo, símbolo, diseño o combinación de los anteriores elementos, que sirve para:

-Identificar a grupos de proveedores, empresas y productos. Por ejemplo, Minnesota Mining and Manufacturing, mejor conocida como 3M (la marca de la compañía), tiene registrada la marca Post-It, (que representa la marca de su producto estrella).

-Distinguir a la empresa y sus productos de la competencia. Por ejemplo, para que los productos que se venden en grandes tiendas o supermercados puedan ser identificados por los compradores pese a la gran cantidad de productos que existen en los anaqueles.

-Transmitir la promesa de proporcionar de forma consistente un conjunto específico de características, beneficios y servicios en cada compra que el cliente realice".

Para terminar, cabe señalar que la cobertura de la marca puede ser local, nacional, regional o mundial.

### 3.7.2 Proveedores y personal

A su vez, cabe destacar el hecho de que una empresa será mas poderosa y competitiva que otra, y por tanto mejor valorada, si esta dotada de proveedores y personal cualificado y fiable en las prestaciones de sus servicios.

Por una parte el trato con los proveedores será fundamental a la hora de establecer unos costes fijos en concepto de materia prima, más reducidos o no, de ese modo la empresa podrá adquirir una ventaja competitiva en cuanto al precio del producto, del mismo modo que podríamos adquirir una ventaja en cuando al precio del producto, podemos adquirir otra ventaja en cuanto a la calidad del producto, por ejemplo no es lo mismo que nuestros proveedores de refrescos sea la empresa “Coca-cola”, que la empresa “Cola-Ice”, “Coca cola” es una marca de refrescos mucho mas demandada y conocida que “Cola-Ice”, es decir nuestra empresa tendrá una ventaja cualitativa, si nuestros proveedores son capaces de proporcionarnos productos altamente demandados y conocidos nacionalmente o globalmente.

En cuanto al personal, lógicamente no se prestara un servicio igual si un trabajador lleva mas tiempo en la empresa, esta aclimatado a su puesto de trabajo y conoce perfectamente el procedimiento del servicio a realizar, que un trabajador nuevo al que hay que dedicarle horas de instrucción y que no sabemos con exactitud si se adaptara correctamente al puesto de trabajo.

Es por ello que cabe destacar la importancia de estos dos elementos de la empresa, y por ello se podrán valorar como un añadido más, ya que sabemos que nos proporcionaran en la mayoría de los casos (generalmente en casos en el que la empresa funcione correctamente), ventajas que establecer proveedores y personal nuevo. (No entraríamos a valorar esta opción si es el caso de una empresa desastrosa, al borde de la quiebra, en la cual lo mejor para realzarla al mercado sería un cambio radical de la política empresarial, donde lógicamente afectaría a un cambio en los proveedores y en el personal)

#### 4. Caso Hotel Oliva Nova Beach and Golf.

El hotel Oliva Nova es un hotel de cuatro estrellas perteneciente a la constructora CHG, esta situado en un Resort privado a la salida de Oliva dirección Alicante, se trata de un hotel relativamente joven, el cual empezó su andadura únicamente con un edificio de seis plantas, las 5 primeras de ellas con un total de 16 habitaciones por piso, dejando en la ultima planta, las habitaciones mas lujosas en forma de dúplex.



Con el paso de los años, el hotel ha ido incrementando considerablemente su oferta de habitaciones, actualmente dispone de 8 bloques, con mas de 200 habitaciones disponibles para ofrecer, y muchas otras vendidas a particulares que disfrutan de ellas siempre que lo desean, Piscina común, Spa, gimnasio, campo de golf, campo de futbol, Acceso a la playa, campo hípico... en definitiva un complejo de lujo en cuanto a oferta hotelera se refiere perteneciente al sector turístico.

El sector turístico agrupa los bienes y servicios usados en la captación de visitantes en una zona determinada durante periodos superiores a una noche, principalmente servicios de alojamiento, restauración y ocio.

## 4.1 Situación actual y perspectivas del sector turístico

El sector turístico en el año 2012 ha tenido un comportamiento bipolar, mientras que la demanda exterior de servicios turísticos cerró el año con cifras positivas tras la notable expansión experimentada en 2011, la demanda doméstica de los residentes ha mostrado una tendencia negativa a lo largo del año.

En 2012 llegaron a España 57,7 millones de turistas internacionales, experimentando un crecimiento interanual de un 2,7%. Estas cifras se han trasladado al gasto total realizado que ascendió a 55,6 miles de millones de euros, mostrando un crecimiento de un 5,7%.

El incremento en la llegada de turistas de un 2,7% se ha traducido en recibir un 1,5 millones de turistas más. Los mercados que más han contribuido a este crecimiento fueron Francia, Alemania y Rusia.

También se han incrementado considerablemente los turistas venidos de países nórdicos y mercados asiáticos. Por el contrario descendieron los no residentes procedentes de Italia y Países Bajos.

Reino Unido, tras el importante crecimiento registrado en 2011, ha mantenido el número de no residentes recibidos el año anterior y ha crecido levemente en 2012.

Las principales comunidades autónomas de destino recibieron más llegadas que en 2011, a excepción de Andalucía y Canarias, que experimentaron moderados descensos. Cataluña ha sido la gran beneficiada del crecimiento interanual.

El gasto turístico alcanzó en 2012 los 55.594 millones de euros, un 5,7% más que en 2011. Al crecer el gasto total a un ritmo superior que la entrada de turistas, los gastos medios de éstos se han incrementado. La estancia media ha retrocedido y se situó en 8,9 Noches.

Reino Unido, Rusia, países nórdicos y Alemania fueron los que más contribuyeron al crecimiento interanual del gasto turístico total. Entre las principales comunidades de destino, Cataluña, Comunidad Valenciana y Baleares registraron incrementos interanuales superiores a la media nacional (5,7%).

En cuanto al turismo de los residentes, el año se cerró con 158,9 millones de viajes, cifra inferior en un -1,2% a la registrada en 2011.

Nueve de cada diez viajes se efectuaron dentro de España. Estos disminuyeron ligeramente, siendo los viajes al extranjero los que sufrieron una importante caída.

En el año 2012 la cifra de viajeros alojados en establecimientos hoteleros ha sido de 83,2 millones, descendiendo en tasa interanual un -2,6%, y realizaron un total 281,4 millones de pernoctaciones, con una disminución del -1,9% respecto al año 2011, según los datos facilitados por la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH). El 51,8% de los viajeros alojados en hoteles y establecimientos similares fueron residentes y el 48,2% restante no residentes.

Sin embargo, los no residentes realizaron más pernoctaciones, el 63,7% frente al 36,3% de los residentes.

Cabe destacar el moderado avance de la demanda externa y el mantenimiento de la reducción en demanda interna. Las pernoctaciones hoteleras realizadas por los no residentes crecieron interanualmente un 2,3% mientras que las de los residentes disminuyeron un - 8,4%. La estancia media en los hoteles fue de 3,4 pernoctaciones por viajero, 4,5 noches para los no residentes y 2,4 para los residentes.

Así mismo, durante todo el año 2012 se registraron variaciones interanuales negativas de las pernoctaciones en todos los meses, excepto en Enero y Mayo. Del total de pernoctaciones de 2012, el 67,3% se concentraron entre los meses de Mayo y Octubre.

La facturación media de los hoteles por habitación ocupada (ADR) fue de 71,6 euros en el año 2012, un 1,9% superior al año anterior. Por categorías, la tarifa media aplicada por habitación ocupada fue de 152,7€ para los hoteles de cinco estrellas, de 78,4€ para los de cuatro y de 58,1€ para los de tres estrellas.

Por su parte el ingreso por habitación disponible (RevPAR), que está condicionado por la ocupación registrada en los establecimientos hoteleros, disminuyó interanualmente un 0,6% y fue de 40,0 euros de media anual. Los ingresos por habitación disponible por categorías fueron de 89,5€, 50,8€ y 36,1€, para los hoteles de cinco, cuatro y tres estrellas, respectivamente.

Evolución del Índice de Precios Hoteleros (IPH):

la variación interanual en promedio ponderado de los precios hoteleros fue del - 0,1% en el año 2012. La tasa interanual del IPH registró su valor más elevado en Julio (+1,3%) y el más bajo en Noviembre ( - 1,8%)

Perspectivas para 2013:

Para este año se produjo una llegada de 14 millones de turistas entre enero y abril de 2013, un 2.5% mas que en 2012.

De estos destaca el crecimiento de visitantes de países nórdicos y de Rusia y el descenso de turistas portugueses e italianos.

Los destinos mas demandados han sido Canarias, Cataluña, Andalucía, Madrid, Baleares y la comunidad Valenciana

Los mayores crecimientos se produjeron en Baleares, Comunidad Valenciana y Cataluña, Canarias y Madrid han reducido un 1,2 y un 1,3 % respectivamente.

El gasto turístico a ascendido a 13.337 millones de euros un 7.5 % mas que en 2012

Es por ello que las expectativas para este verano del 2013 son positivas, se espera que aumenten en relación con el 2012, a esto le añadiremos la información que de acuerdo a las previsiones que maneja la Organización Mundial de Turismo, se espera que, a lo largo de los próximos años, haya un aumento en las corrientes turísticas mundiales de, aproximadamente, un 4,5 %

Una vez visto las cifras económicas que engloban el sector turístico en la actualidad, realizaremos un análisis DAFO de la empresa, es decir ver como afecta el entorno y el mercado a la empresa.

## 4.2 Descripción General y Análisis DAFO

Una vez visto las cifras económicas que engloban el sector turístico en la actualidad, realizaremos un análisis general y un DAFO de la empresa, es decir ver como afecta el entorno y el mercado a la empresa.

El Hotel, pertenece al grupo de empresas CHG, la cual fue fundada por El Sr. Siegfried Borho, en Denia (Alicante), en enero de 1972. Sin embargo el Hotel no fue construido sino hasta 1995, debido a la creciente demanda por Parte del mercado extranjero que percibió el Sr. Borho. Un año más tarde se Inauguró el campo de Golf.

Localizado al sureste de España, En pleno mediterráneo, está situado en la ciudad de Valencia, concretamente en la comarca de la Safor, en el municipio de Oliva, cerca de Denia (Costa Blanca). Está a 90 km de Valencia, 110km de Alicante y a 15km de Gandía Para llegar al Hotel desde Valencia, debe tomar la autopista AP-7 del Mediterráneo hasta Oliva, la salida 61. Luego de cruzar toda la población de Oliva continua por la nacional N-332 y a 5 kilómetros debe tomar el desvío de su derecha que indica: “vía de servicio/ urbanizaciones”



El Hotel Oliva Nova Golf & Beach es un Hotel que está clasificado en la categoría De 4 estrellas, situado dentro del Resort Oliva Nova. Abierto todo el año cuenta con 242 Habitaciones, 7 salones para convenciones O eventos, 3 restaurantes, 2 bares, 2 Chiringuitos y un Spa y fitness Center Además cuenta con un campo de Golf De 18 hoyos, diseñado por el reconocido Golfista Severiano Ballesteros, 4 campos De futbol, 2 pistas de tenis, 2 de Pádel y 1 De Beach Voleibol.



Dentro del Resort están las opciones de alojarse en el hotel o en los apartamentos, dentro del hotel se prestan los siguientes servicios:

- Desayuno Buffet incluido con la habitación
- Comidas y cenas en el restaurante interior, tipo buffet por 22e
- Comidas y cenas a la carta en el restaurante al lado de la piscina
- Red inalámbrica en las habitaciones del hotel y en las zonas comunes
- Posibilidad de servicio de habitaciones y minibar



---

*Valoración de una empresa Turística*

- Transporte a los campos de Golf en minibus de forma gratuita
- Recreación infantil
- Ocio nocturno en el Pub del hotel
- Préstamo de toallas para la playa y guardarropas para el Golf gratis.
- Spa y Gimnasio dentro del hotel

En el caso de Oliva Nova, el precio medio por habitación doble para dos personas es de 140€ y la individual 112€ en temporada baja, en verano incrementan un poco más, Cuenta con 242 habitaciones que se dividen de la siguiente forma:

#### Doble De luxe:



Cuentan con 126 habitaciones Doble De luxe, estas combinan el cuarto de estar con el dormitorio y disponen de terraza, tienen 40 m<sup>2</sup> con capacidad para dos adultos y un bebé. Disponible con vistas mar, jardín, privado o piscina privada con suplemento.

Precio por noche: Temporada baja: 98e individual, 140e dos personas

Precio temporada alta: 211e individual, 262e dos personas

#### Golf Suite



Con un amplio salón con sofá Cama, habitación doble y terraza, tiene 60 m<sup>2</sup> y es ideal para dos adultos y dos niños o tres adultos.

El hotel cuenta con 80 Habitaciones de este tipo. Disponible con vistas mar, Jardín, privado o piscina privada con Suplemento.

Precio: Temporada baja: 180e  
Temporada alta: 408e

### Golf Suite Royal



Se distingue de las otras principalmente por ser espaciosa, tiene 90 m<sup>2</sup> y cuenta con un salón, un dormitorio doble y terraza. Tiene capacidad para dos adultos y dos niños o tres adultos. El hotel cuenta con 9 habitaciones de este tipo. Disponible con vistas mar con un suplemento  
Precio: temporada baja 220e  
Temporada alta: 445e

### Residence Suite



Son las mejores habitaciones del hotel, y las más escasas. Con dos dormitorios dobles, Espacioso salón con sofá cama y Terraza, esta habitación tiene 90 m<sup>2</sup>. Tiene capacidad para 5 adultos 4 adultos y 2 niños. Disponible con vistas mar, jardín, privado o piscina privada con suplemento.  
Precio: temporada baja: 1440e  
Temporada alta: 2976e

En cuanto a la competencia, la tiene de forma directa con los hoteles de 4 y 5 estrellas de los alrededores, como son el caso del “Hotel Bayren” 4\*, el “Hotel Gandia Palace” 4\*, y el “hotel Principal” 4\*, en la playa de Gandia; o los Hoteles localizados en Denia “Hotel Daniya Spa Denia And Business”4\*, y el “Denia Marriott la Sella Golf Resort&Spa” 5\*.

El Hotel Bayren seguramente sea su principal competidor por sus características y la distancia en la que se encuentra, recientemente reformado, se trata de un hotel situado casi en primera línea de playa, además también dispone de Spa y los precios de alojamiento son relativamente más baratos que los de Oliva Nova, principalmente por la

competencia hotelera de la playa de Gandía, a favor de Oliva Nova esta el campo de Golf, y los campos de fútbol

Destaca a la vez el Hotel Marriot de Denia, principalmente porque es el único que dispone también de campo de Golf, además tiene Spa propio, aunque su principal hándicap es que no está cerca de primera línea de playa.

En cuanto a sus tarifas, son casi idénticas a las de Oliva Nova.

Aunque cabe destacar la competencia indirecta sufrida por los Campings, Hostales, Alquiler de apartamentos y segundas residencias, que no ofreciendo el mismo servicios, cumplen la misma función principal que es el de dar alojamiento al turista durante su estancia.

Tarifa media de los competidores (2 personas por noche, y habitación estándar con desayuno en el caso de los hoteles):

Lugar de Alojamiento	Temporada baja	Temporada alta
Hotel Bayren	60e	190e
Hotel Gandia Palace	81e	152e
Hotel Principal	55e	166e
Hotel Denia Marriot	105e	170e
Hotel Daniya Denia	83e	136e
Camping	25e	47e
Alquiler de apartamentos	400e (al mes)	345e (a la semana)

El análisis DAFO está basado en las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que posee la empresa. Este estudio se realiza observando y describiendo las características del negocio y del mercado en el cual se encuentra, y nos permite detectar las fortalezas de la organización, las oportunidades del mercado, las debilidades de nuestra empresa y las amenazas del entorno.

El análisis DAFO nos ofrece datos de salida para conocer la situación real en que se encuentra la empresa, así como el riesgo y oportunidades que existen en el mercado y que afectan directamente al funcionamiento del negocio.

#### Debilidades:

- El diseño de la Web confunde bastante al cliente, ya que no es solo del Hotel.
- Muchos clientes desconocen ciertas actividades e instalaciones debido a la magnitud del Resort
- Percepción errónea de hotel caro y para gente extranjera con dinero.
- Salones pequeños (capacidad máxima 300 personas)
- Las redes inalámbricas funcionan bastante lento
- Ubicación mal señalizada y algo escondida

#### Amenazas:

- La inestabilidad económica

- Hoteles sustitutivos con precios más económicos
- El gran incremento de las vacaciones en segundas residencias o de amigos

#### Fortalezas:

- Lugar muy tranquilo y aislado, idóneo para descansar
- Campos de Golf propios dentro del Resort
- Competiciones hípicas
- Acceso directo a la playa desde las instalaciones del hotel
- Flexibilidad en formas de pago, cancelaciones, reservas, etc.
- Piscina en algunas habitaciones

#### Oportunidades:

- Promoción por redes sociales
- La expansión del mercado Ruso
- Fidelización de clientes mediante descuentos en próximas visitas

En relación a estas premisas, vamos a proceder a valorar el Hotel Oliva Nova, una sociedad Valenciana que opera en este sector, con el objetivo de estimar un precio de referencia como valor de mercado en vistas a un hipotético traspaso del negocio.

Para ello realizaremos la valoración en función del modelo de descuento de flujos de caja de la empresa, el cual valora los recursos propios como el valor de explotación de la misma.

Para valorar el Hotel como un todo unitario, primero analizaremos los activos fijos de la empresa, aunque antes explicaremos ciertos conceptos básicos sobre los activos fijos:

### 4.3 Activos Fijos:

Bienes de propiedad de la empresa dedicados a la producción y distribución de los productos o servicios por ellas ofrecidos.

Adquiridos por un considerable tiempo y sin el propósito de venderlos.

#### · Depreciación

Es aquella proporción del coste del activo fijo cargada a los resultados de un período utilizando una metodología sistemática y periódica, de acuerdo a la mejor estimación posible del deterioro o uso del bien, Teniendo en cuenta tales aspectos como:

- Vida Útil
- Monto Depreciable
- Deterioro

.Cuentas que conforman el Rubro:

- Terrenos
- Edificios, Construcciones y Obras de Infraestructura
- Plantaciones Forestales
- Maquinarias y Equipos
- Muebles y Útiles
- Instalaciones
- Activos en Tránsito
- Otros Activos Fijos (Activos Fijos en Leasing, Obras en Curso, etc.)
- Mayor Valor por retasación técnica del activo fijo Ver BT54
- Depreciación

Tratamiento Contable del Activo Fijo:

- 1. Coste de adquisición y/o construcción.
- 2. Costes de mantención
- 3. Costes de reparación
- 4. Adiciones y mejoras
- 5. Depreciación
- 6. Repuestos

1. Coste de adquisición y/o construcción

- Costes de adquisición más la respectiva C M.
- Todos los costes que se relacionan directamente con la adquisición del bien.
- Análisis de las plantaciones agrícolas

Se agregan aquellos necesarios para que los bienes queden en condiciones de ser utilizados por el comprador, ejemplo:

- – Costes de diseño
- – Cargos por transporte
- – Costes de instalación
- – Valores para alzar gravámenes
- – Honorarios legales
- – Costes de financiamiento
- Activos fijos auto-construidos:

En el caso de que una empresa construya activos fijos a largo plazo para su uso propio, deberá observar lo siguiente:

Los costes directos se incluyen en el coste total del activo, el cual se capitaliza. No se incluyen los costes fijos de fabricación, a menos que hayan aumentado con la construcción del activo.

Los costes de intereses pueden capitalizarse o no como parte del coste de la construcción de activos fijos.

## 2. Costes de Mantenimiento

Corresponden a los costes que se incurren en forma programada para contribuir con la operación normal del bien durante su vida útil.

Costes de mantenimiento menores: Cargo a resultados del período en que se incurren.

Costes de mantenimiento mayores: Se debe considerar la política de depreciación de la sociedad y la vida útil asignada al bien.

Vida útil del bien es igual al período comprendido entre:

1. Fecha de puesta en marcha hasta fecha programada de mantenimiento mayor.

Se debe activar el coste de mantenimiento y depreciarlo durante la vida útil de la mantención.

## 2. Período máximo de utilización del bien

El coste de mantenimiento debe aprovisionarse linealmente en cada período con cargo a resultados.

## 3. Costes de Reparación

Son todos aquellos que se incurren en forma imprevista, para solucionar un desperfecto de un bien y restituirle las condiciones normales de operación.

Deben registrarse como coste del período en que se incurren debido a que no contribuyen a incrementar la vida útil del bien.

## 4. Adiciones y Mejoras

Corresponde a aquellos costes que se incurren ya sea para:

Extender la vida útil del bien: Se capitalizan y deprecian durante la nueva vida útil restante del bien.

Incrementar la capacidad productiva del bien: Se capitalizan y deprecian durante la vida útil remanente del bien a Excepción de las Mejoras en Arrendamientos  
Para contabilizar los costes de las mejoras se establece una cuenta separada a la cual se van cargando, y luego se amortizan durante el término del arrendamiento o la vida útil de las mejoras, cuando ésta es más corta.

## 5. Depreciación

Todos los bienes del activo fijo que son utilizados en más de un período contable, deben Depreciarse durante su vida útil estimada utilizando una base racional y sistemática.

Vida útil: Es el período que se estima utilizar el bien, basado en el grado de utilización, obsolescencia, programas de mantención, etc.

Métodos de Depreciación.

Los métodos de depreciación que se utilicen, deben establecer una distribución razonable del coste de la inversión durante su vida útil, a fin de mantener el objetivo básico de la correlación entre gastos e ingresos.

- Requisitos:
- Uso constante
- Independiente del nivel de rentabilidad de la sociedad
- Independiente de consideraciones tributarias

## 6. Repuestos

Los repuestos destinados a la mantención de los

Activos fijos deben contabilizarse de alguna de las siguientes formas, considerando principalmente vida útil, valor monetario, obsolescencia, etc.:

Activando el costo de los repuestos y depreciándolos durante la vida útil esperada del bien principal a que están asociados.

- Imputando el coste de los repuestos a resultados al momento de su adquisición
- Activando el coste de los repuestos e imputándolos a resultados en el momento del consumo

## 4.4 Cash Flow

Otro Factor decisivo a la hora de valorar el Hotel, será su flujo de Caja o Cash Flow.

El estado de flujo de tesorería o estado de cash flow tiende a sustituir al cuadro de financiación.

Se considera tesorería al efectivo y lo equivalente al efectivo como por ejemplo las inversiones a corto plazo de gran liquidez, es decir, con poco riesgo de cambio de valor (divisas).

Los flujos de tesorería quedan definidos por las entradas y salidas de esos activos. Quedan excluidas de la consideración de flujos de tesorería las transacciones que afectan a movimientos entre partidas de efectivos y equivalentes, ya que son flujos internos.

Existen 3 tipos de flujos de tesorería:

Flujos de las operaciones ordinarias: flujos relacionados con actividades habituales de la empresa: compra de factores, venta de servicios, etc.

Flujos de las operaciones de inversión: flujos relacionados con los activos fijos de la empresa: inmuebles, mobiliario, etc.

Flujos de las operaciones de financiación: flujos relacionados con la captación de recursos (ajenos o propios): ampliaciones de capital, emisión de obligaciones, etc.

En el estado de cash flow deben presentarse los flujos en estos 3 grupos.

Presentación del estado de cash flow:

Al estado de flujos de tesorería inicial se le suma o restan los flujos netos de tesorería por conceptos (a, b, c). Estos flujos netos se determinan por diferencia entre cobros y pagos en cada actividad.

Dentro de las actividades ordinarias hay varios tipos de operaciones. Para determinar los flujos netos de las actividades ordinarias se consideran los pagos (compras, gastos de personal, etc.) y los cobros (ventas, servicios prestados, etc.). Así en vez de aplicar el principio de devengo, aplico el principio de caja: los ingresos se reconoce cuando se cobra y los gastos cuando se paga)

Lo mismo se hará con las actividades de inversión y las de financiación.

Estado inicial de flujos de tesorería
± Fondos netos de las actividades ordinarias
± Fondos netos de las actividades de inversión
± Fondos netos de las actividades de financiación
Neto de las disponibilidades líquidas = Efectivo de Tesorería

Saldo del neto de las disponibilidades líquidas:

Déficit: si es prolongado en el tiempo muestra una tendencia a reducir el endeudamiento.

Superávit: debe verse si está generado por fondos a corto plazo o largo plazo y si esos fondos van a cubrir déficit de actividades ordinarias o de tesorería.

Saldo de flujos neto:

Déficit: cobros < pagos.

Superávit: cobros > pagos.

Se debe interpretar estudiando los flujos de distintos ejercicios. Si el flujo neto (a+b+c) es superávit debe saberse por cuál de los tres flujos está generado.

Estados de tesorería previsionales:

Son de importancia para los usuarios externos para estudiar la liquidez de la empresa a corto plazo y para los internos para la planificación financiera.

No existe la obligación de presentar flujos de tesorería históricos. Sin embargo, en el caso de la distribución de dividendos a cuenta existe la obligación de formular un estado

previsional, lo que se justifica por la liquidez necesaria para atender a la distribución de dichos dividendos.

Abarcan el periodo de un año.

No obligan a una presentación predeterminada. No se dice lo que debe ser un estado de liquidez, ni presenta un esquema representativo. Así cada empresa realizará un modelo diferente.

No se define explícitamente lo que se entiende por *liquidez*.

El estado de liquidez es un requisito suficiente, sin embargo, no debería limitarse al pago de dividendos a cuenta, sino aplicarse a todo dividendo.

Se reconoce que la obtención de beneficios no garantiza la distribución de dividendos. Hay que informar también de los recursos líquidos de la empresa.

Se reconoce la importancia de los flujos de tesorería para la empresa, ya que la falta de liquidez puede poner en peligro la continuidad de la misma.

Cálculo de los recursos generados.

Los recursos generados son los beneficios y las amortizaciones. Es una versión distinta del cash flow. Indican los fondos generados por la empresa que no van a suponer pagos a corto plazo.

Financieramente sirven para ver la capacidad de la empresa para financiar sus deudas, dividendos, etc. con recursos obtenidos en la actividad ordinaria.

Así son una vía alternativa para calcular el cash flow.

Significación financiera de las amortizaciones: debe existir un equilibrio entre amortizaciones y la amortización financiera (pagos). La amortización acumulada sirve para financiar otras cosas mientras no acabe la vida del activo.

## 4.5 Calculo del precio aproximado de la empresa

Es importante y debe ser considerada la capacidad de la empresa para generar riquezas Y ya en este punto nos atrevemos a decir: una empresa vale por su capacidad de generar Beneficios futuros y el valorarla económicamente requiere proyectar los flujos futuros para determinar la generación de efectivo.

Asimilando la tarea de valuar una empresa a la valuación de una inversión y trabajando con valores proyectados estimamos calcular el Valor Actual Neto de una empresa conjugando valores patrimoniales con flujos de fondos proyectados. Indujimos que la determinación del valor de una empresa a un momento dado (Considerada ésta como una inversión) dependería fundamentalmente de tres factores:

1. el valor de su Patrimonio al momento de la medición
2. su capacidad para generar flujos positivos de fondos
3. el valor residual al cabo de los períodos computados

Respecto al primer factor mencionado, el valor del Patrimonio, no dudamos en afirmar que para la medición deberán aceptarse los valores corrientes con los reparos que esta afirmación pueda generar pensando en los activos fijos, pero siempre en la idea en que deberá elegirse para cada uno de los bienes a medir un valor lo más representativo posible de la riqueza que representan.

Mención aparte merecen los Intangibles no reconocidos en nuestra normativa, problema aún no resuelto por la profesión, que no inciden en el valor del patrimonio del ente aún cuando, sin duda, contribuyen a la generación de fondos.

El segundo factor a considerar: la capacidad para generar flujos positivos de fondos nos Hace afirmar que asociar el beneficio con la capacidad del ente para generar riquezas no es una verdad absoluta. Deben considerarse otros elementos.

Propusimos el recalcular el Estado de Resultado por el método de lo percibido y Proyectarlo por una cantidad determinada de años, a una tasa de crecimiento. Luego habrá que descontar a esos valores proyectados al momento de la medición del valor de la empresa, lo que no es otra cosa que descontar los distintos flujos de caja a valores del presente. El problema y así lo hicimos notar es la elección de la tasa de descuento. La determinación de la tasa de crecimiento de los resultados requerirá de un estudio de la evolución de la empresa en el pasado teniendo en cuenta las expectativas futuras. Obtenemos de este modo el flujo de fondos positivos descontados a la fecha de la Medición, que representa un Intangible y simboliza la capacidad de la empresa de generar fondos positivos cuantificados.

El tercer factor considerado: el valor residual al cabo de los períodos computados, dado que la empresa tendrá en principio más años de vida, que los periodos en los cuales estimaremos sus flujos de cajas

Por tanto, La valoración de una empresa por el método de los flujos de caja descontados (DCF) parte de una serie de premisas comunes con la literatura tradicional de análisis de inversiones, que podríamos resumir del siguiente modo:

1. El valor depende solamente de lo que esperamos que ocurra en el futuro con el bien o servicio que pretendemos valorar y de nuestras expectativas. Por lo tanto, el valor intrínseco o teórico de cualquier empresa depende de los flujos de caja futuros que se estime generará, es decir, de sus expectativas.
2. El problema del futuro es que no lo conocemos con certeza; así que cualquier valoración de hechos futuros debe tener en cuenta el factor riesgo.
3. Desde hace bastantes décadas, el criterio de valor se utiliza sistemáticamente en la toma de decisiones de negocio y, en concreto, en la evaluación de inversiones. En este sentido, el valor actual neto (VAN) de un proyecto que mide el valor que se espera que cree su ejecución, es un criterio financiero de evaluación utilizado ampliamente por las empresas.
4. El método aplicable a cualquier empresa o activo para estimar su valor consiste en calcular el valor actualizado de las rentas monetarias futuras que se prevé generará para Su propietario. Este método, conocido como “descuento de flujos” (fue introducido por los premios Nobel Modigliani y Miller en 1961).

La dificultad de este método de valoración nace de las limitaciones para realizar unas previsiones razonables de los flujos de caja futuros y de la imprecisión para determinar la tasa de descuento para calcular su valor actual.

5. El valor creado para el accionista ha de basarse, al igual que hace el análisis de inversiones, en el incremento del flujo de efectivo esperado por los accionistas, que es más tangible que el beneficio. El inversor invierte dinero y lo que le interesa es el dinero que va a recibir a cambio.

Una vez establecidas las premisas básicas anteriores deberíamos plantear el marco conceptual de los métodos de valoración por descuento de flujos de caja. En dicho marco conceptual podemos descomponer el valor de la empresa en dos fuentes de valor:

Por un lado el valor de la inversión sin crecimiento o valor actual de los negocios corrientes que viene determinado por el beneficio antes de intereses pero después de impuestos  $[(EBIT (1-T)=NOPAT)]$  y por el coste del capital invertido (WACC).

El beneficio, a su vez, se ha calculado en función de la tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROIC) y de la inversión de capital (IC) ya que como sabemos ROIC se calcula dividiendo el NOPAT entre el valor contable del capital invertido (IC).

Por otra parte está el valor actual de las oportunidades de crecimiento futuras. Este valor actual, a su vez, depende de:

La inversión neta (I), que es igual al producto entre la tasa de inversión neta (Rr) y el beneficio antes de intereses y después de impuestos  $[(EBIT (1-T))]$ . Cuanto mayor sea esta, mayor será el potencial de crecimiento de la empresa y su valor.

La relación entre la tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROIC) y el coste medio ponderado del capital (WACC), medida en términos del diferencial ROIC-WACC.

Cuanto mayor sea la diferencia entre la ROIC y el WACC, mayor será el valor y la creación de valor en la empresa.

Al diferencial ROIC-WACC se le llama también rentabilidad anormal en el sentido de una rentabilidad por encima de lo exigido, donde la tasa de rentabilidad exigida sería el WACC.

La sostenibilidad de la tasa de rendimiento anormal, esto es, el período de tiempo en el que la empresa tiene una ventaja competitiva (CAP). Por consiguiente en este período ROIC es superior al coste del capital (WACC) y el valor actual neto (VAN) de las inversiones nuevas en la empresa es positivo.

Una vez vistas las premisas en el método de flujos de caja descontados, vamos a ver los principales elementos de creación de valor en la empresa:

1. La tasa de rendimiento sobre la inversión (ROIC):

Este es el elemento más importante en la empresa para la creación de valor.

La empresa crea valor para sus accionistas siempre que la rentabilidad del capital (ROIC), exceda al coste medio ponderado del capital (WACC), siendo lo importante pues, a estos efectos, que  $ROIC - WACC > 0$ .

2. La tasa de inversión neta (Rr):

Mide la relación entre la nueva inversión (la diferencia entre la inversión bruta y las Amortizaciones) y los flujos de caja generados por la empresa. Esta tasa refleja las oportunidades de inversión productiva que tiene la empresa.

Esta tasa es el segundo componente más importante en la creación de valor.

Esta tasa mide las nuevas oportunidades de inversión en relación con los flujos de caja generados por la empresa.

Evidentemente existe una relación directa entre la tasa de inversión neta (Rr) y la tasa de rendimiento sobre la inversión (ROIC). La condición necesaria para la creación de valor en la empresa es que cuando la tasa de inversión neta sea positiva, la rentabilidad de la inversión (ROIC) sea superior al coste medio ponderado del capital (WACC). Si esto es así el paso siguiente será estimar la sostenibilidad del diferencial  $ROIC - WACC > 0$ .

3. La sostenibilidad de la tasa de rendimiento anormal, esto es, el período de tiempo en el que la empresa tiene una ventaja competitiva (CAP).

El último elemento de creación de valor es el período de tiempo en el cual la empresa puede mantener la rentabilidad esperada del capital por encima del coste medio ponderado de los recursos implicados.

Para poder planificar o estimar este período en el que la empresa mantiene una ventaja competitiva será necesario evaluar las posibles situaciones que podrán darse en el futuro y, sobre todo, es un concepto de naturaleza estratégica.

## 4.6 Valoración de Oliva Nova

Como hemos visto antes el método que utilizaremos para valorar la empresa se basa en el patrimonio neto, los flujos de fondos de caja y el valor residual de la empresa.

De este modo aplicaremos la siguiente fórmula:

**Valor de la empresa = - P.Netto + Flujo de Fondos (proyectado y descontado) + Valor Residual.**

Aplicando la fórmula del valor presente del interés compuesto quedará:

**Valor de la empresa =**  
**- P.N. +  $\frac{\text{Cash Flow}}{(1+i)} + \frac{\text{Cash Flow}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{V.R}}{(1+i)^n}$**

Lo primero que debemos hacer es analizar las cuentas pasadas del hotel, a partir de estas obtendremos el valor actual del patrimonio neto, y podremos hacer las previsiones para los flujos de cajas futuros, por tanto analizaremos tanto el Balance de situación como el estado de sus resultados en las cuentas de pérdidas y ganancias:

Empezaremos con el Balance de situación de los últimos 3 años contables:

<b>Activo</b>	2009	2010	2011
<u>Activo no corriente</u>	8.979.823	8.605.068	7.895.168
Inmovilizado intangible	54.856	48.369	40.951
Inmovilizado material	7.185.933	6.958.796	6.37.787
Inversiones inmobiliarias	978.521	912.653	825.550
Inversiones financieras	760.513	685.250	649.880
<u>Activo corriente</u>	311.564	298.690	294.840
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	83.694	75.560	79.443
Activos por impuesto corriente	4.560	4.150	3.576
Inversiones en empresas del grupo y asociadas A corto plazo	201.560	198.580	195.440
Inversiones financieras a corto plazo	4.700	3.500	0
Periodificaciones a corto plazo	3.100	2.700	2.458
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	13.950	14.200	13.923
<b>Total activo</b>	9.291.387	8.903.758	8.190.008

(Fuente procedente de Allgolf S.A.)

Lo más significativo en el activo de la empresa, es la enorme cifra en inmovilizado material que posee la empresa, lógico entre otras cosas, ya que es la principal baza por la cual atrae a tantos clientes, aunque lógicamente con el paso de los años va perdiendo valor contable por su amortización en el uso, el inmovilizado material asegura ese valor económico durante varios años, ya que evidentemente un edificio o unos terrenos no serán utilizados simplemente para un ejercicio económico, por tanto podríamos afirmar que le otorga cierta estabilidad en la realización de las actividades lucrativas de la empresa.

Por otro lado destaca también que la empresa es partidaria de realizar inversiones principalmente con empresas asociadas, intuyo por la experiencia que tuve allí, que aparte de la rentabilidad que estas les proporcionan, las empresas asociadas ofrecen muchos servicios a los clientes del hotel y de los apartamentos, por tanto con dichas inversiones los acuerdos y convenios les resultarían más favorables, algunos ejemplos de empresas asociadas que conozco son: Construcciones Hispano Germanas (CHG) y Rent a Car.

En conclusión, vemos que la mayoría del Activo se enfoca principalmente en el activo no corriente, se mantiene estable, la reducción en los 3 últimos años se debe principalmente a la reducción del inmovilizado material (Depreciación por uso) y la inversión realizada para el desarrollo de los servicios de la empresa ha sido bastante elevado.

<b>Pasivo y patrimonio neto</b>	2009	2010	2011
<u>Patrimonio neto</u>	3.352.332	1.874.241	2.000.000
<u>Pasivo corriente</u> (Deudas a corto Plazo)	999.753	312.522	3.565.929
<u>Pasivo no corriente</u> (Deudas a largo plazo)	4.939.302	6.716.995	2.624.079
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	9.291.387	8.903.758	8.190.008

(Fuente procedente de Allgolf S.A.)

La variación de los datos en el pasivo varía un poco más que en el Activo, podemos apreciar principalmente el cambio que se produce en el año 2011 en relación al pasivo corriente, que supera incluso al no corriente de ese ejercicio, cuando en los dos años previos era mucho inferior, posiblemente se deba a la expansión que tuvo para realizar actividades en su centro hípico inaugurado en el 2012.

En cuanto al Patrimonio neto podemos apreciar una diferencia importante del año 2009 al 2010, en el que el patrimonio se ve reducido casi a la mitad, en cambio al año siguiente no tuvo mucho cambio.

Por tanto analizando el Balance de situación, sabemos que el patrimonio neto de la empresa asciende a 2.000.000 de euros.

## **Estado de resultados.**

(Allgolf S.A.)

Por el período 1/01/2009 al 31/12/2009:

Ventas 2.781.316

Costes de la empresa 1.852.125

Utilidad bruta 929.191

Gastos de Comercialización 200.000 (incluye -100.000 de amortización)

Gastos de Administración 348.000

Utilidad antes de impuestos 381.191

Impuestos 30 % 114.357,3

Utilidad después de impuestos 266.833,7

Por el período 1/01/2010 al 31/12/2010:

Ventas 4.795.372

Costes de la empresa 2.469.500

Utilidad bruta 2.325.872

Gastos de Comercialización 915.000 (incluye -100.000 de amortización)

Gastos de Administración 356.000

Utilidad antes de impuestos 1.054.872

Impuestos 30 % 316.461,6

Utilidad después de impuestos 738.410,4

Por el período 1/01/2011 al 31/12/2011:

Ventas 5.580.000

Costes de la empresa 3.350.000

Utilidad bruta 2.230.000

Gastos de Comercialización 800.000 (incluye -100.000 de amortización)

Gastos de Administración 400.000

Utilidad antes de impuestos 1.030.000

Impuestos 30 % 309.000

Utilidad después de impuestos 721.000

En las cuentas de resultado es donde más variación hay, y para realizar la estimación de los próximos años nos centraremos principalmente en las ventas, dado que los demás factores: costes y gastos administrativos y de comercialización, dependerán directamente de estas.

Evidentemente toda estimación conlleva un riesgo, por tanto esta es la parte del precio total de la empresa que mas podría variar dependiendo de la forma de análisis y de la visión que tenga el analista sobre estos datos.

Por tanto tenemos que del primer año al segundo, las ventas aumentaron en 2.014.056 de euros, un 42 % aproximadamente

Del segundo año al tercero, aumentaron 784.628 euros, aproximadamente un 14 %

Nos quedaremos con la media de los dos incrementos, para estimar un porcentaje de aumento fijo para todos los demás años, es decir:  $(14+42)/2 = 56/2 = 28\%$

Los costes y gastos van relacionados con las ventas, por tanto estos también aumentarán año tras año. En mi opinión, usar solo un condicional sería un poco mas fiable en este caso que obtener las medias de los costes y de los gastos, ya que el resultado seria demasiado especulado, aparte como hemos dicho antes, los costes y los gastos van directamente proporcionados a las ventas, así que si estas aumentan un 28%, no es descabellado pensar que estos también aumenten dicho porcentaje aproximadamente.

En cuanto a la tasa de oportunidad del mercado, debido a que Allgolf S.A. no cotiza en bolsa, no la podremos calcular por los métodos explicados anteriormente, ya que carece de acciones, por lo tanto la vamos a obtener a partir del promedio de ventas anteriores.

Sabemos que las ventas aumentaron un 28% de promedio en el pasado, y La tasa interna de oportunidad o tasa mínima de descuento, es la tasa de interés mínima a la que el gestor o el inversor, está dispuesto a ganar al invertir en un proyecto.

Ahora bien aquí consideraremos inversores a los dueños del hotel ya que la empresa no cotiza en bolsa, por tanto los dueños esperan lógicamente que las ventas sigan aumentando, si en la actualidad están cerca del 30 %, el objetivo mínimo para los inversores en este caso los propietarios vamos a situarlo en un 5% mas, un 35%.

Cálculo de los flujos de caja proyectados:

Por tanto a partir de los datos anteriores podemos suponer:

- Los ingresos y los costes se incrementan en un 28 % año a año, durante 5 años.
- Tanto las ventas como los costes y los gastos se cobran y se pagan al contado.
- La tasa de oportunidad del mercado es del 35 %
- La época es considerada de estabilidad y no hay cambio en los precios específicos de los bienes y servicios.
- Se trabaja con números enteros sin decimales.

## Cálculos:

Año 2012: Ventas x 1,28: 7.142.000 del mismo modo para cada uno de los años con exponencial

Año 2012: Costes de la empresa: 3.350.000 x 1,28: 4.288.000

Año 2012: Gastos de Comercialización 800.000 – 100.000 (amort.): 700.000 x 1,28: 896.000 + 100.000 = 996.000

Año 2013: Gastos de Comercialización ““: 700.000 x (1,28)<sup>2</sup>: 1.147.000 + 100.000 = 1.247.000

Año 2014: Gastos de Comercialización “ “ : 700.000 x (1,28)<sup>3</sup> : 1.468.000 + 100.000 = 1.568.000

Año 2015: Gastos de Comercialización “ “ : 700.000 x (1,28)<sup>4</sup> : 1.879.000 + 100.000 = 1.979.000

Año 2016: Gastos de Comercialización “ “ : 700.000 x (1,28)<sup>5</sup> : 2.405.000 + 100.000 = 2.505.000

Año 2011: Gastos de Administración: 400.000 x 1,28 : 512.000 : idéntico que la explicación de ventas

## Flujo de caja proyectado

(En Miles de euros)

	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016
Ventas	7.142.	9.142.	11.702.	14.978.	19.172.
Costes	4.288.	5.489.	7.025.	8.993.	11.510.
Utilidad bruta	2.854.	3.653.	4.677.	5.985.	7.662.
Gastos Com.	0.996.	1.247.	1.568.	1.979.	2.505.
Gastos Adm.	0.512.	0.655.	0.839.	1.074.	1.374.
Útil. Antes Impuesto	1.346.	1.751.	2.270.	2.932.	3.783.
Impuesto 30 %	0.404.	0.525.	0.681.	0.880.	1.135.
Útil. Después Impuesto	0.942.	1.226.	1.589.	2.052.	2.648.
+ Amortización 100.000 euros en cada año					
Flujo de caja	1.042.	1.326.	1.689.	2.152.	2.748.

## Flujo de Caja proyectado y descontado

$$\text{Flujo de caja } \frac{1.042 + 1.326 + 1.689 + 2.152 + 2.748}{(1,35) (1,35)^2 (1,35)^3 (1,35)^4 (1,35)^5} = 3.449.$$

Por tanto el valor de los flujos de cajas futuros ascendería aproximadamente a **3.449.000 euros**.

### Valor Residual

Hemos calculado un valor pensado en 5 años, pero seguramente después de estos 5 años aun le quede mucha vida a la empresa, por tanto debemos considerar esta variante y deberá ser necesario calcular el valor en este momento, dicho valor se llama valor residual.

Por lo tanto, habitualmente el valor residual representa una proporción muy significativa del valor total del negocio.

Por este motivo, es de gran importancia pararse a analizar la situación del negocio en el último año del periodo proyectado, con el propósito de concluir si puede servir de base para estimar el valor residual.

Las teorías más conocidas sobre la forma de determinar el valor residual son:

Valor patrimonial, que considera que el valor residual es el equivalente a los fondos propios de la empresa al final del último periodo proyectado.

Valor de liquidación, que se aplica cuando se considera que el negocio no continuará después del periodo proyectado, o que por la causa que sea (pérdida de una línea importante de negocio, terminación de un contrato que afecta de forma determinante a la vida futura del negocio, etc.) esté previsto que la empresa, a partir de ese momento, no sea viable.

Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, que consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, que parte normalmente del flujo de caja estimado para el periodo inmediatamente posterior al último proyectado.

Capitalización de resultados, cuyo procedimiento es análogo al anterior, sólo que tomando como referencia la variable de beneficios en lugar de flujos de caja.

El valor residual estimado habrá que actualizarlo al momento en el que se esté realizando la valoración, aplicando por lo general la misma tasa de descuento que se aplica a los flujos del periodo proyectado.

La fórmula matemática de una renta perpetua, basada en el conocido Modelo de Gordon sobre el crecimiento es:

$$VR = [FC * (1 + g) / (k - g)] / (1 + k)^n$$

Siendo FC el flujo de caja del último año proyectado y g el crecimiento constante esperado durante ese periodo.

Como hemos visto al principio del capítulo, el ritmo de crecimiento actual en el sector hotelero es de 1.9 % respecto al año anterior (Aunque la empresa ofrece mas servicios vamos a centrarnos en estos datos acerca del sector), teniendo en cuenta la evolución de la inflación en los últimos años, y la actual crisis económica, vamos a estimar una tasa de un 1.4 %, ya que no es recomendable un incremento a perpetuidad superior al de la evolución de la situación económica, por tanto el valor residual sería:

$$\begin{aligned} VR &= [FC * (1 + g) / (k - g)] / (1 + k)^n = (2.748.000 * 1.014 / 0.35 - 0.014) / 1.35^n \\ & \text{(N=5)} \\ &= (2.786.472 / 0.336) / 4.484 \\ &= 1.849.480,69 \end{aligned}$$

El Valor Residual aproximado de la empresa sería= **1.849.480,69 euros**

De este modo el valor de la empresa sería:

$$2.000.000 + 3.449.000 + 1.849.480,69 = \mathbf{7.298.480,69 \text{ euros}}$$

No obstante este sería un precio aproximado, ya que las dos partes interesadas pueden negociar a la alta o a la baja dependiendo de determinados factores en las negociaciones, Cada una de las partes mirara por su beneficio, pero sabiendo el precio de mercado aproximado, una buena compra-venta, no debería alejarse demasiado de la cifra que hemos obtenido.

## 5. Conclusiones

En definitiva, hemos podido apreciar como el funcionamiento de una empresa depende de factores muy diversos, algunos de ellos tan impredecibles como son los que ocurren con la economía en general.

Conocer el estado del sector al que pertenece una empresa, y su relación con el entorno exterior nos será fundamental para poder analizar el desarrollo de esta y en consecuencia su valor de mercado.

Las empresas siempre serán vendidas como un todo unitario, dentro de ese conjunto se incluirán factores tan intangibles como la marca de la empresa, su puesta en marcha y la estabilidad que ha tenido durante los años anteriores, su clientela, sus proveedores...

En mi opinión, muchos métodos de valoración no valoran lo suficiente el precio de mercado de una empresa, algunos por centrarse únicamente en el balance contable, y otros por las grandes diferencias en sus cálculos.

El método que hemos utilizado considera la empresa como un bien infinito, es decir que en principio sus actividades se podrán realizar indefinidamente, es por ello que aparte de considerar el valor de las actividades en el presente, consideramos que la empresa producirá beneficios futuros y estos deberán descontarse y añadirse al valor del presente.

Por tanto calculamos el valor de mercado de la empresa a partir del patrimonio neto de la empresa actual, los flujos de cajas futuros descontados y el valor residual

Hemos visto como Oliva Nova es una empresa muy fuerte, destacan sus numerosas instalaciones y terrenos, al igual que su capacidad para luchar contra la estacionalidad típica de los hoteles de costa, principalmente por sus campos de Golf y por su centro hípico que atrae a turistas durante todo el año y de diversas nacionalidades

El resultado de nuestro estudio nos confirma que la empresa tiene un valor de mercado aproximado de 7.298.480,69 euros.

No obstante, recalamos el hecho de que la valoración de empresas no es una ciencia exacta y que los condicionantes del futuro gozan de demasiada variabilidad como para hacer de nuestra conclusión un juicio exacto e inequívoco.

## **BIBLIOGRAFIA**

Barrientos Marín, Jorge Hugo. Crecimiento económico y ciclo de vida, Revista Oikos No. 11 de la universidad de Antioquia (1998)

Fernández, Pablo. Valoración de Empresas: ¿como medir y gestionar la creación de valor? Ediciones Gestión. Barcelona.2001

Fernández, Pablo. (2005) Guía rápida de valoración de empresas. Barcelona: Gestión 2000.

Krugman, P.R. (2012): Fundamentos de economía. Reverte Editorial

López Lubián, F. J.; DE LUNA BULTZ, W. (2001) Valoración de empresas en la práctica. Aravaca (Madrid): McGraw-Hill.

López Martínez, F. (2007) Valoración de empresas: una introducción práctica. Barcelona: Deusto.

Philippatos George C. Fundamentos de Administración Financiera. México: 1979 McGraw Hill.

Sanjurjo, M.; Reinoso, M. (2003) Guía de valoración de empresas. Madrid: Pearson Educación. 2ª edición.

Revista Universidad de Eai ft No.70

### Webs:

Slideshare Entorno de la empresa:

<http://www.slideshare.net/ortizzubillagae/entorno-de-la-empresa-y-estrategia-empresarial> (abril 2012)

Tour Spain:

<http://www.iet.tourspain.es/esES/estadisticas/analisisturistico/balantur/anuales/Balance%20del%20turismo%20en%20Espa%C3%B1a.%20A%C3%B1o%202012.pdf>

TESORO PÚBLICO (2012) Boletín de estadísticas:

<<http://www.tesoro.es/sp/home/estadistica.asp>>

Valuation in corporate finance:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Macroeconomía en la gestión de empresas:

<http://fbusiness.wordpress.com/2009/04/04/la-importancia-de-la-macroeconomia-en-la-gestion-de-empresas/>

[www.Olivanova.com](http://www.Olivanova.com)

<http://www.lasellagolfresort.com/home/hotel-denia/>

<http://www.campingonline.com/lalqueria/tarifas.asp>

<http://www.daniyadenia.com/>

<http://www.gandipalace.com/>