

¿CUÁNTO VALE MI EMPRESA?

Una aproximación práctica a los métodos de valuación.

C.P M.P. N° 21676 **Gustavo Martín GONZALEZ**

Contador Público UNaM

Especialista en Contabilidad Superior y Auditoría

Magister en Administración Estratégica de
Negocios

Docente Universitario

gmg.gonza@gmail.com



RESUMEN

La valuación de empresas constituye una herramienta relevante para la toma de decisiones vinculadas con la compraventa de compañías, incorporación o salida de socios, procesos de sucesión y análisis de creación de valor. En el caso de empresas de capital cerrado, esta tarea presenta dificultades adicionales debido a la ausencia de un precio de mercado observable, situación que se profundiza en economías emergentes como la argentina, caracterizadas por inflación, volatilidad macroeconómica y menor disponibilidad de información de mercado. El presente artículo realiza un recorrido teórico-práctico por cuatro de los principales enfoques de valuación: los métodos patrimoniales, los métodos basados en resultados o múltiplos, los métodos mixtos y el descuento de flujos de fondos (DCF). A través de su aplicación sobre una misma empresa ficticia, se exponen la lógica, los principales insumos y las limitaciones de cada alternativa, mostrando cómo diferentes enfoques pueden conducir a valores significativamente distintos. Finalmente, se introducen algunos de los desafíos que presenta la aplicación del DCF en el contexto argentino, entre ellos la elección de la moneda, el tratamiento de la inflación, la definición del horizonte de proyección y la determinación de una tasa de descuento consistente.

PALABRAS CLAVES

Valuación de empresas – Flujo de caja libre – Flujo de fondos descontado – Valuación por múltiplos.

1. INTRODUCCION.

Muchos profesionales en ciencias económicas se encuentran, tarde o temprano, con la misma pregunta, formulada con distintas urgencias: la hace el socio que quiere retirarse, la familia que planifica una sucesión, el empresario que negocia con un fondo o un competidor, o simplemente el directorio que quiere saber si el negocio está creando valor o destruyéndolo. ¿Cuánto vale mi empresa? parece una pregunta simple. No lo es. Y en la Argentina, lo es todavía menos.

Buena parte de las herramientas utilizadas en valuación empresarial se apoyan en información que resulta fácilmente observable en mercados de capitales desarrollados: tasas de referencia, primas de riesgo, betas sectoriales, múltiplos y series históricas extensas. Su aplicación a empresas de capital cerrado que operan en economías emergentes exige, por lo tanto, adaptar algunos de esos insumos.

En este artículo se pretende realizar un breve recorrido por los métodos de valuación de empresas más utilizados, destacando sus características, ventajas y debilidades, exponiendo en un ejemplo muy simple, cómo se utilizan, qué inputs necesitan y cuál es la estructura de cada uno.

2. ¿QUÉ SIGNIFICA VALUAR UNA EMPRESA?

Conviene partir de una aclaración conceptual que parece obvia, pero que se pierde con frecuencia en la práctica: valorar una empresa no es aplicar una fórmula y obtener un número definitivo. Es, en esencia, un ejercicio de estimación, no de medición exacta. Incluso en una empresa que cotiza en bolsa, donde existe un precio de mercado

observable, ese precio no es necesariamente el valor: el mercado también puede sobre o subvaluar una acción, y buena parte de la disciplina de valuación consiste justamente en detectar esas diferencias. En una empresa de capital cerrado, sin ese punto de referencia, el problema es todavía mayor: el valor depende enteramente de qué se decide mirar —su patrimonio contable, lo que pagó el mercado por negocios comparables, o su capacidad de generar ganancias hacia adelante—, y cada una de esas miradas es un método distinto, con su propio conjunto de supuestos y criterios que el valuador tiene que definir y justificar.

Cada uno de esos supuestos es, por definición, discutible. Por eso es necesario tener siempre presente: el valor de una empresa depende del método utilizado y de las hipótesis que se asuman, y distintos analistas, con distinta información y distintas expectativas, llegarán a valores distintos para la misma compañía.

El número que resulta de una valuación no es una verdad revelada: es un parámetro, una guía razonada para la toma de decisiones.

Esta advertencia se vuelve todavía más relevante en economías inflacionarias e inestables como la argentina, donde la volatilidad macroeconómica introduce una capa adicional de incertidumbre que los modelos clásicos, desarrollados en su mayoría para economías desarrolladas, no contemplan de manera nativa.

Antes de entrar en los métodos, conviene fijar un punto de partida conceptual: En una valuación resulta fundamental distinguir entre el valor del negocio para el conjunto de proveedores de capital (propio y de terceros) y el valor correspondiente exclusivamente a

sus propietarios. El Enterprise Value (EV) representa el valor de las operaciones de la empresa con independencia de cómo se encuentren financiadas. El Equity Value, en cambio, representa el valor atribuible a los accionistas (Patrimonio Neto).

En una formulación simplificada, el Equity Value puede obtenerse partiendo del Enterprise Value y restando la deuda financiera neta:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Deuda financiera} + \text{Caja excedente.}$$



El objetivo de esta serie, y en la enorme mayoría de los casos, el de quien pregunta ¿cuánto vale mi empresa? es definir el valor del Equity: no el valor total de los activos, sino lo que efectivamente obtendría el dueño si vendiera su parte.

3. UN MAPA RÁPIDO DE LOS MÉTODOS DISPONIBLES

Existen diferentes métodos para calcular el valor de una compañía. Siguiendo la clasificación clásica de Fernández (2008), retomada también por Aznar, Cayo y Cevallos (2016) en su trabajo orientado específicamente a pequeñas y medianas

empresas, los métodos pueden agruparse en cuatro grandes familias:

Familia de método	Qué mira	Ventaja principal	Límite en el contexto argentino
Patrimoniales	El balance en un momento dado (valor de libros, valor de libros ajustado a mercado, de liquidación, sustancial)	Simples de calcular y de explicar	Ignoran la capacidad futura de generar ganancias
Basados en resultados	Múltiplos de ventas, EBITDA o PER de empresas comparables	Rápidos, útiles como control de razonabilidad	Casi no hay comparables locales con datos públicos
Mixtos	Patrimonio actual + una estimación de fondo de comercio	Punto medio entre foto estática y capacidad futura	Combina balance actual + estimación de ganancias futuras, sin el rigor de un DCF
Descuento de flujo de fondos (DCF)	Los flujos de caja futuros del negocio, descontados a valor presente	Conecta el valor con los fundamentos económicos reales	Exige adaptar moneda, términos y tasa al contexto local.

Cuadro 1. Familias de métodos de valuación de empresas y su aplicabilidad en Argentina. Elaboración propia sobre la base de Fernández (2008) y Aznar, Cayo y Cevallos (2016).

De las cuatro familias, uno de los métodos más usados es el descuento de flujo de fondos ya que esta técnica contempla los flujos que la compañía generará en el futuro.

4. EJEMPLO DE APLICACIÓN

A continuación, se muestra cómo se comportan estos cuatro métodos aplicados a una misma empresa, Valuando SA.

En los cuadros siguientes se pueden observar el Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados de Valuando SA correspondiente a su último ejercicio económico cerrado (X1), expresados en UM (unidades monetarias).

ACTIVO	
Caja y bancos	40
Créditos por ventas	100
Bienes de cambio (stock)	140
Bienes de uso	220
TOTAL ACTIVO	500
PASIVO	
Deudas comerciales	100
Deudas bancarias	70
Otras deudas	30
TOTAL PASIVO	200
PATRIMONIO NETO	300

Cuadro 2. Balance simplificado de Valuando SA

A efectos del ejemplo, se considera que la totalidad de la caja informada corresponde a

disponibilidades necesarias para la operación, por lo que no se considera caja excedente al momento de determinar el Equity Value.

Concepto	UM
Ventas	450
Costo de mercadería vendida	(310)
UTILIDAD BRUTA	140
Gastos de comercialización y administración	(80)
EBITDA	60
Depreciaciones y Amortizaciones	(20)
RESULTADO OPERATIVO (EBIT)	40
Resultado financiero neto (intereses s/deudas bancarias)	(2)
Resultado antes de impuesto a las ganancias	38
Impuesto a las ganancias (35%)	(13)
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	25

Cuadro 3. Estado de resultados simplificado de Valuando SA.

El EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) es el resultado operativo de la empresa antes de descontar los intereses de deuda financiera, el impuesto a las ganancias, las depreciaciones de bienes de uso y las amortizaciones de intangibles. En otras palabras, mide la capacidad del negocio de generar ganancias a partir de su actividad principal, sin el efecto de cómo se financia (deuda) ni de resultados contables que no implican una salida real de caja (depreciaciones y amortizaciones). Por eso es un indicador muy utilizado para comparar la rentabilidad operativa entre empresas, incluso de distinto tamaño o con distinta estructura de financiamiento.

El EBITDA no debe confundirse con un flujo de fondos: no contempla, entre otros conceptos, las inversiones en bienes de uso ni las necesidades de capital de trabajo necesarias para sostener la operación.

El EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), en cambio, sí incluye el efecto de las depreciaciones y amortizaciones. Representa el resultado operativo "final",

antes de intereses de deuda financiera e impuestos a las ganancias, pero después de reconocer el desgaste de los bienes de uso y la pérdida de valor de los intangibles.

Método del balance (patrimonial)

El método patrimonial toma como valor de la empresa su patrimonio neto contable: la diferencia entre el activo y el pasivo en un momento dado. Es el más simple de aplicar. No requiere proyecciones, pero por esa misma razón no capta la capacidad del negocio de generar ganancias en el futuro.

Aplicado a Valuando SA, el valor del Patrimonio Neto, por este método asciende a 300 UM. Como podrá observarse, el patrimonio neto es una medida contable y depende en gran medida de los criterios de medición aplicados para construir los estados financieros de la empresa.

Una variante más elaborada del método patrimonial es el patrimonio neto ajustado (o valor contable ajustado): en lugar de tomar el patrimonio tal como figura en los estados contables, se corrigen aquellos activos y pasivos que están valuados a costo histórico para llevarlos a valores de mercado (generalmente bienes de uso, existencias valuadas a costo histórico). Esto suele acercar el resultado a un valor más representativo, aunque sigue sin captar la capacidad del negocio de generar ganancias futuras, que es la limitación estructural de todo el enfoque patrimonial.

En el caso de Valuando SA, si por ejemplo los bienes de uso estuvieran contabilizados a valores históricos muy por debajo de su valor razonable, el patrimonio neto ajustado sería superior a los 300 UM contables informados en el Cuadro 2.

Método de múltiplos (EBITDA)

El método basado en resultados, también llamado de múltiplos o comparables, parte de una lógica distinta a la de los otros métodos: en lugar de mirar hacia adentro de la empresa (su balance o sus flujos futuros proyectados), mira hacia afuera, al mercado. Se toma alguna medida de rentabilidad de la empresa, típicamente el EBITDA, aunque también pueden usarse las ventas o la utilidad neta, en el caso del PER, y se la multiplica por un ratio que indica cuántas veces el mercado paga por ese tipo de negocio:

$$\text{Valor de la empresa (EV)} = \text{Indicador de rentabilidad} \times \text{Múltiplo}$$

Conviene tener presente, desde ya, que ese cálculo da el valor de la firma en su conjunto, es decir, el Enterprise Value, y no directamente el valor del patrimonio de los dueños: para obtener este último hay que restarle la deuda financiera al valor de la firma.

Los múltiplos pueden obtenerse a partir de empresas cotizantes comparables relacionando su valor de mercado con EBITDA, ventas u otras magnitudes, o a partir de transacciones comparables, observando los valores pagados en operaciones recientes de adquisición de compañías similares.

Su gran virtud es la velocidad; su gran debilidad, y la razón de su limitación en el contexto argentino, es que depende enteramente de encontrar comparables confiables, algo escaso en un mercado tan pequeño e ilíquido como el argentino.

Aplicado a Valuando SA, con un EBITDA de 60 UM y un múltiplo sectorial de referencia de 6 veces EBITDA, se obtiene un Valor de la

Firma de 360 UM ($60 \text{ UM} \times 6$). Como ese número todavía incluye lo que le corresponde a los acreedores financieros, hay que restarle la deuda financiera de Valuando SA (70 UM de deudas bancarias) para llegar al valor que efectivamente corresponde a los accionistas:

Método	Valor de la Firma (EV)	(-) Deuda financiera	Valor del Patrimonio (Equity)
Múltiplos	360 UM	(70 UM)	290 UM

Cuadro 4. Del Valor de la Firma al Valor del Patrimonio (Equity) por el método de

El valor del Patrimonio de Valuando SA por el método de múltiplos, entonces, es de 290 UM.

Método mixto (superutilidades)

El método mixto combina el patrimonio contable con una estimación de las ganancias futuras, a través del denominado fondo de comercio. Para ello, se calcula un rendimiento normal esperado sobre el patrimonio aplicando una tasa de referencia. La diferencia entre la utilidad obtenida por la empresa y ese rendimiento normal constituye la denominada “superutilidad”, es decir, el resultado generado por encima de la rentabilidad considerada normal. A partir de esas superutilidades esperadas se estima el fondo de comercio, que se adiciona al patrimonio para determinar el valor de la empresa.

Aplicado a Valuando SA, con una tasa de referencia del 8% anual, el rendimiento normal esperado sobre el patrimonio asciende a 24 UM ($300 \text{ UM} \times 8\%$). Dado que la utilidad neta del ejercicio fue de 25 UM, se obtiene una superutilidad de 1 UM. A efectos exclusivamente didácticos, y utilizando una versión simplificada del método, si se supone que dicha superutilidad se mantiene constante durante los próximos tres años, se adicionan 3 UM al patrimonio. De esta



DCF Model - Free Cash Flow Projections

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas	400	525	385	415	500
Costo de mercadería vendida	(275)	(360)	(265)	(285)	(340)
Utilidad bruta	125	165	120	130	160
Gastos de comercialización y administración	(90)	(95)	(100)	(105)	(110)
EBITDA	35	70	20	25	50
Amortizaciones y Depreciaciones	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)
EBIT	10	45	(5)	0	25
Impuesto a las ganancias	(3)	(15)	(1)	0	10
NOPAT	7	30	(6)	0	15
Amortizaciones y Depreciaciones	21	25	25	25	25
Inversiones en bienes de uso (Capex)	(12)	(25)	(25)	(25)	(25)
Valoración del capital de trabajo	47	(3)	(3)	(3)	(3)
VALOR DE LA PURO LIBRE (FCF)	32	30	16	14	22

manera, el valor estimado del patrimonio por este método asciende a 303 UM (300 UM + 3 UM).

Método del flujo de fondos descontado (DCF)

El método del flujo de fondos descontado parte de una idea simple: una empresa vale lo que es capaz de generar de caja hacia el futuro, descontados a valor presente. A diferencia de los tres métodos anteriores que miran el balance, un múltiplo de mercado o una combinación de ambos, el DCF construye una proyección propia del negocio, período por período, y la descuenta con una tasa que compensa el riesgo y el paso del tiempo.

El punto de partida es el Flujo de Fondos Libre (Free Cash Flow o FCF): la caja que el negocio genera y que queda disponible para todos los que aportaron capital —accionistas y acreedores financieros—, después de pagar impuestos y de reinvertir lo necesario para sostener la operación. Se construye a

partir del EBIT (la ganancia operativa, antes de intereses e impuestos): se le resta el impuesto a las ganancias que correspondería si la empresa no tuviera deuda, se le suman las amortizaciones y depreciaciones (ya que no representan una salida de fondos) y se le restan las inversiones en bienes de uso (Capital Expenditure o Capex) y el capital de trabajo adicional que exige el crecimiento del negocio (Working Capital).

Ese FCF se proyecta durante un período explícito, típicamente entre 5 y 10 años, y se descuenta a la tasa de costo de capital promedio ponderado, o WACC por sus siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital).

La WACC es una tasa única que combina el costo del capital propio, es decir, la tasa de retorno requerida por los accionistas o dueños y el costo de la deuda financiera, ponderados según la proporción de cada fuente de financiamiento.

Como el negocio, en teoría, sigue funcionando después del último año

proyectado, se agrega un valor terminal: una estimación de todo lo que el negocio genera luego del último período explícito de proyección.

Para definir el valor terminal, se calcula una perpetuidad con una tasa de crecimiento constante. La suma de los flujos descontados del período explícito más el valor terminal descontado (siendo la tasa de descuento, la WACC) da como resultado el Valor de la Firma (o Enterprise Value). A dicho valor se debe detraer el valor de la deuda financiera para obtener el valor del Equity, o Patrimonio Neto, a precios de mercado.

Aplicado al caso, proyectar el FCF de Valuando SA exige fijar, de antemano, una serie de supuestos sobre cómo va a evolucionar el negocio durante el período explícito. Por simplicidad, en este ejemplo todos los porcentajes se mantienen constantes sobre ventas a lo largo del período explícito de proyección el cual se define en 5 años.

- ✓ Crecimiento anual de ventas: 8%
- ✓ Costo de mercadería vendida: 69% de las ventas (margen bruto de 31%)
- ✓ Gastos de comercialización y administración: 17,8% de las ventas
- ✓ Amortizaciones: 4,4% de las ventas
- ✓ Impuesto a las ganancias: 35% sobre el EBIT
- ✓ Inversión en bienes de uso (Capex): 3,3% de las ventas
- ✓ Variación del capital de trabajo: 5% del incremento anual de ventas
- ✓ Tasa de descuento (WACC): 20%
- ✓ Crecimiento perpetuo del valor terminal (g): 3%

Tanto la WACC del 20% como la tasa de crecimiento perpetuo del 3% se utilizan

exclusivamente con fines didácticos. Su determinación constituye una etapa específica del proceso de valuación y será abordada en próximas entregas.

Con esos supuestos, la proyección del Flujo de Fondos Libre para los cinco años del período explícito queda de la siguiente manera:

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas	486	525	567	612	661
Costo de mercadería vendida	(335)	(362)	(391)	(422)	(456)
Utilidad bruta	151	163	176	190	205
Gastos de comercialización y administración	(86)	(93)	(101)	(109)	(118)
EBITDA	65	70	75	81	87
Amortizaciones y Depreciaciones	(21)	(23)	(25)	(27)	(29)
EBIT	44	47	50	54	58
Impuesto a las ganancias	(15)	(16)	(18)	(19)	(20)
NOPAT	29	31	32	35	38
Amortizaciones y Depreciaciones	21	23	25	27	29
Inversión en bienes de uso (Capex)	(16)	(17)	(19)	(20)	(22)
Variación del capital de trabajo	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
FLUJO DE FONDOS LIBRE (FCF)	32	35	36	40	43

Cuadro 5. Proyección del Flujo de Fondos Libre de Valuando SA, años 1 a 5

Con ese flujo proyectado, se descuenta cada año a la WACC del 20% y se agrega el valor terminal, calculado como una perpetuidad con un crecimiento del 3% sobre el FCF del año 5, también descontado a valor presente:

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
FCF proyectado	32	35	36	40	43
Factor de descuento (WACC 20%)	1.20	1.44	1.73	2.07	2.49
Valor actual	27	24	21	19	17
Subtotal - VA del período explícito (años 1 a 5)					108 UM
Valor terminal (año 5: $FCF_5 / (WACC - g) = 44,3 / 0,17$)					261 UM
VA del valor terminal					105 UM
VALOR DE LA FIRMA (Enterprise Value)					213 UM

Cuadro 6. Descuento del flujo de fondos, año a año, más valor terminal

El período explícito aporta 108 UM y el valor terminal, ya descontado, otros 105 UM: juntos dan un Valor de la Firma de 213 UM.

Método	Valor de la Firma (EV)	(-) Deuda financiera	Valor del Patrimonio (Equity)
DCF	213 UM	(70 UM)	143 UM

Cuadro 7. Del Valor de la Firma al Valor del Patrimonio (Equity) por el método DCF

Aplicado a Valuando SA, el valor de la firma por este método, una vez descontada la deuda financiera, asciende a 143 UM.

Comparativa de métodos

A continuación, se puede observar un resumen del valor del Equity de Valuando SA con los métodos aplicados:

Método	Cálculo simplificado	Valor del Patrimonio (Equity)
Patrimonial (valor de libros)	Activo 500 UM – Pasivo 200 UM (ver Cuadro 2)	300 UM
Múltiplos (EBITDA)	EBITDA 60 UM × múltiplo sectorial 6x = EV 360 UM; – deuda financiera 70 UM (ver Cuadro 4)	290 UM
Mixto (superutilidades)	PN 300 UM + superutilidad anual 1 UM × 3 años (superutilidad = utilidad neta 25 UM – [PN 300 UM × 8%])	303 UM
DCF (flujo descontado)	VA del período explícito + VA del valor terminal = EV 213 UM; – deuda financiera 70 UM (ver Cuadros 6 y 7)	143 UM

Cuadro 8. Resumen de métodos aplicados

El método patrimonial arroja 300 UM porque solo considera el valor contable del activo y pasivo: es la foto contable, sin premiar ni castigar la rentabilidad del negocio.

El mixto suma al patrimonio una superutilidad pequeña (apenas 1 UM, capitalizada a 3 años), así que queda muy cerca del patrimonial: 303 UM.

El método de múltiplos arroja un Equity Value de 290 UM, cercano al valor patrimonial. Sin embargo, esa proximidad es circunstancial: ambos métodos parten de fundamentos completamente diferentes y no existe razón teórica para que sus resultados deban converger.

Mediante el DCF se obtiene el valor más bajo de los cuatro: 143 UM. Dicho valor, como puede observarse, depende de las expectativas y de los supuestos utilizados.

Una empresa puede contar con un patrimonio contable significativo y, sin embargo, presentar una capacidad de generación de fondos insuficiente para justificar económicamente ese capital invertido. En sentido inverso, empresas con pocos activos contables pueden alcanzar valuaciones elevadas cuando poseen una alta capacidad

de generación de caja. Por ello, las diferencias entre métodos no deberían interpretarse únicamente como una dispersión de resultados: también pueden constituir una señal sobre las características económicas del negocio. Ningún resultado es el correcto y definitivo, sino que deben interpretarse en el contexto de la valuación.

5. ADAPTACIONES DEL DCF AL CONTEXTO ARGENTINO

Aplicar el método del descuento de flujo de fondos en Argentina es todo un desafío ya que fue concebido asumiendo mercados razonablemente eficientes, medidas de riesgo observables, tasas de referencia estables y, en general, condiciones muy alejadas de las que enfrenta un profesional valuando una empresa local.

Por este motivo, antes de comenzar la tarea de valuación mediante DCF, es necesario tomar algunas definiciones previas:

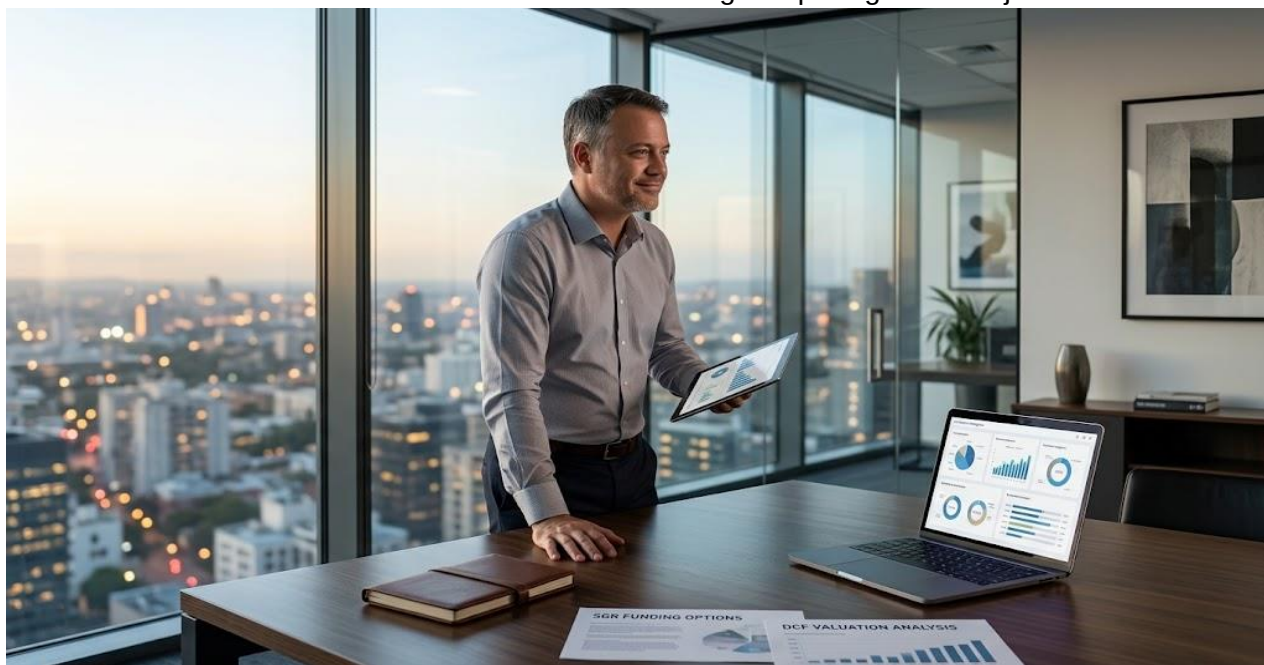
- Moneda: ¿Las proyecciones se realizarán en moneda doméstica o extranjera?
- Inflación: ¿Los flujos de fondos y tasas de descuento se proyectarán en términos reales o nominales?
- Horizonte de proyección: ¿cuántos años de período explícito, y con qué técnica se proyectan ventas, resultados y balance?
- Tasa de descuento: ¿cómo se construye un WACC razonable sin una medida de la volatilidad del mercado accionario local representativa ni una tasa libre de riesgo estable en pesos?

Ninguna de estas preguntas tiene una respuesta única y correcta. Lo que sí exigen es una decisión metodológica clara, justificada y sostenida con coherencia a lo largo de todo el análisis.

En próximas entregas se mostrará, cómo se construye un flujo de fondos proyectado completo: desde la proyección de ventas, pasando por el estado de resultados y el estado de situación patrimonial, hasta llegar al free cash flow. Por otro lado, se expondrá una metodología para la definición de la tasa de descuento necesaria para aplicar el mencionado método.

realice oferta pública de sus acciones, entre otros.

Como pudo observarse a lo largo de esta publicación, existen diferentes métodos de valuación abordando cada uno el valor desde una perspectiva diferente y, por lo tanto, pueden conducir a resultados distintos. Mientras el método patrimonial se concentra en los recursos acumulados por la empresa, los múltiplos incorporan referencias provenientes del mercado, los métodos mixtos intentan reconocer la existencia de un fondo de comercio y el descuento de flujos de fondos pone el foco en la capacidad futura del negocio para generar caja.



6. CONCLUSIONES

Valuar una empresa puede ser necesario por diferentes motivos, desde establecer objetivos de crecimiento, establecer una base que será utilizada dentro de un proceso de negociación de compra o venta de la compañía, analizar si el valor de mercado de las acciones está subvaluado o sobrevaluado, en caso de que la empresa

La existencia de resultados diferentes no implica necesariamente que alguno de los métodos sea incorrecto. Por el contrario, obliga a comprender qué está midiendo cada uno, cuáles son los supuestos sobre los que se construye y qué limitaciones presenta. En este sentido, la valuación no debería entenderse como la búsqueda de un valor único e indiscutible, sino como la

construcción de una estimación razonable que contribuya a la toma de decisiones.

En empresas de capital cerrado, y particularmente en contextos económicos como el argentino, este proceso adquiere una complejidad adicional. La inflación, la volatilidad y la menor disponibilidad de información de mercado hacen que el criterio profesional del valuador resulte tan importante como la técnica utilizada.

Por ello, más que preguntarse cuál es el mejor método de valuación en términos absolutos, resulta necesario analizar cuál es el más apropiado para la empresa, el contexto y el objetivo de la valuación, procurando que los supuestos adoptados sean razonables, explícitos y consistentes entre sí.

7. BIBLIOGRAFÍA

Aznar, J., Cayo, T., & Cevallos, D. (2016). Valoración de Empresas – Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Ardiles editorial.

Dumrauf, G. L. (2010). Finanzas Corporativas – Un enfoque latinoamericano. Alfaomega.

Estrada, J. (2002). Systematic risk in emerging markets: The D-CAPM. Elsevier.

Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de Empresas. IESE Business School, Madrid.

González, G. M. (2022). Valoración de empresas en Argentina. ¿Es posible hacerlo? Caso de aplicación a una empresa dedicada a la compra/venta de materiales de construcción - Tesis de Maestría, Universidad Nacional de Misiones.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (s.f.). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons.

Martínez, C. E., Ledesma, J. S., & Russo, A. O. (2013). Particularidades del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) en Mercados Emergentes. *Análisis Financiero*, (121), 37-47.

Milanesi, G. S. (2017). Valuación de empresas: enfoque integral para mercados emergentes e inflacionarios. *Estudios Gerenciales*, 377-390.

Pereiro, L. E., & Galli, M. (2000). La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: una Guía Práctica. Universidad Torcuato Di Tella.