**Instituto Tecnológico de Costa Rica**

**Escuela de Administración de Empresas**

**Maestría en Administración de Empresas**

**Seminario de graduación:**

**Cálculo de indicadores y múltiplos de valoración para empresas no financieras listadas en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica**

**Proyecto de graduación para optar por el grado de**

**Master en Administración de Empresas**

**Integrantes**

**Alexander Chaverri**

**Diego González**

**Jorge Wong**

**San José, Diciembre 2012**

# Contenido

[Contenido 2](#_Toc336458980)

[Capítulo I – Introducción 3](#_Toc336458981)

[1.1 Presentación 3](#_Toc336458982)

[1.2 Antecedentes del estudio 4](#_Toc336458983)

[1.3 Planteo del problema 5](#_Toc336458984)

[1.4 Justificación del problema 5](#_Toc336458985)

[1.5 Objetivos del estudio 6](#_Toc336458986)

[1.6 Alcances y limitaciones 7](#_Toc336458987)

[CAPITULO 2 – Marco Teórico 8](#_Toc336458988)

[CAPITULO 3 – Metodología 8](#_Toc336458989)

[CAPITULO 4 – Resultados 8](#_Toc336458990)

[CAPITULO 5 – Conclusiones y Recomendaciones 9](#_Toc336458991)

[Referencias bibliográficas 9](#_Toc336458992)

[Apéndices 9](#_Toc336458993)

# Capítulo I – Introducción

## Presentación

El análisis que se desarrollará, considera la valoración de empresas no financieras privadas que cotizan en la Bolsa Nacional de Costa Rica. La evaluación de éstas utiliza indicadores y múltiplos específicos y claramente definidos por la teoría financiera. Los mismos serán comentados en el capítulo de marco teórico, y aplicados durante la metodología del presente trabajo.

La información de las empresas se encuentra disponible en los estados financieros auditados disponibles para el público en general en la Bolsa Nacional de Valores, mediante su página web www.bolsacr.com, fundamento primordial para el actual estudio.

El objetivo principal del análisis es procesar los datos en forma sistemática, para conocer el valor significativo de las empresas que abarca el análisis y así proveer a la comunidad financiera de información alternativa importante y comparable mediante las herramientas financieras adecuadas.

Es la escaza información sobre lo anterior, lo que provee la iniciativa a este análisis, el cual se desarrolla en cinco capítulos de acuerdo a las normas y guías establecidas, y se divide como se comenta a continuación:

En el capítulo 1 se encuentra la justificación del estudio, el planteamiento del problema y los objetivos tanto general, como específicos; todo enmarcado dentro de un rango de alcances y limitaciones.

Para tener un marco conceptual y terminología adecuada, en el capítulo 2 se hace referencia a las herramientas financieras que serán utilizadas en forma teórica. Tanto el argumento global (el marco teórico) como la literatura que lo apoya, son necesarios para desarrollar una tesis cohesiva y convincente.

Para el capítulo 3 se indica la metodología y forma de trabajo que llevará a los resultados expresados en el capítulo 4, mismo que entrega respuesta al problema planteado en el capítulo inicial.

Finalmente el capítulo 5 señala las más relevantes conclusiones y recomendaciones a las que se llega luego del análisis de las empresas y los indicadores mencionados.

## Antecedentes de la Bolsa Nacional de Valores

La Bolsa Nacional de Valores, S.A. es una empresa privada creada con el fin de facilitar la negociación de títulos valores. Forma parte integral del Sistema Financiero Costarricense y le corresponde la regulación y supervisión de los mercados por ella organizados.

A ella acuden los individuos que tienen excesos o deficiencia de ahorro, y a través de la compra-venta de títulos se logra una canalización de recursos de tal manera que quienes cuentan con más fondos de los que necesitan los trasladen a quienes carecen de ellos.

Inició sus operaciones desde 1976 y a partir de ese momento hta crecido rápidamente. Los primeros intentos por establecer una Bolsa de Comercio en Costa Rica datan de la década de los 40, cuando se fundó la "Bolsa de Valores de San José". Sin embargo, ésta operó únicamente durante 1 año.

Posteriormente en setiembre de 1970, un grupo de empresarios agrupados en la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito (CANAFIC) fundó la BNV. Esta empresa sufrió muchos atrasos en su operación, de manera que en 1974 el Banco Central puso a la venta las acciones de la bolsa, las cuales fueron adquiridas en su totalidad por CODESA.

Según el marco legal establecido en el Código de Comercio vigente en aquella fecha, la BNV se constituyó como Bolsa de Comercio, la cual le facultó para la negociación no solo de títulos valores sino de otro tipo de objetos.

A partir de entonces CODESA dio los pasos pertinentes para poner en operación la Bolsa: se constituyó el primer Consejo Directivo, se nombró al Lic. Adrián Hidalgo como Gerente, y se contrató la asesoría de la Organización de Estados Americanos (OEA) para hacer los estudios de factibilidad correspondientes. Concluidos los análisis y la organización interna, la Bolsa celebró su primera sesión el 19 de agosto de 1976, y fue inaugurada oficialmente el 29 de setiembre de ese mismo alo por el señor Presidente de la República, Lic. Daniel Oduber Quirós.

El 21 de setiembre de 1977, CODESA vendió el 60% de las acciones a inversionistas privados, quedando el capital social distribuido como sigue: CODESA (40%), Agentes de Bolsa (6%), Puestos de Bolsa (7%), empleados (1%) y 46% entre otras personas físicas y jurídicas del Sector Privado.

Sin embargo, como parte del proceso de "democratización económica" de la Administración Calderón (1990-1994) el 27 y 28 de mayo de 1993 se venden las acciones que tenía CODESA (40%) a inversionistas privados.Es decir que hoy en día la BNV es totalmente propiedad de entidades privadas.

## Antecedentes del estudio

Diversos modelos de valoración empresarial se utilizan hoy en día, muchos de ellos, utilizan estándares, variantes y premisas que dan una característica importante y propia al estudio de la compañía a la que se aplica.

Entre los métodos que tratan de determinar el valor de los recursos de las empresas se encuentra el de valoración por múltiplos, el cual calcula el valor de una empresa a través de la multiplicación de factores de rendimiento (en nuestro caso el EBIT / EBIDTA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, por sus siglas en inglés). Este método asume que los mercados son eficientes y que toda la información disponible está ya descontada en los precios.

El desarrollo de esta herramienta se introduce dentro del curso de Finanzas Estratégicas, del programa de la Maestría en Administración de Empresas del Instituto Tecnológico de Costa Rica, donde se establece el modelo de valoración de empresas por medio de múltiplos utilizando empresas que cotizan en las principales bolsas estadounidenses. Y es por ello que se detecta la oportunidad de iniciar un trabajo similar con las empresas cotizantes en la bolsa costarricense.

## Planteo del problema

Al no existir información procesada y disponible al público sobre las empresas que cotizan en la Bolsa Nacional de Valores es una carencia palpable, por lo que pregunta pertinente es:

¿Existe en el mercado nacional, el medio o herramienta financiera que ofrezca la información complementaria de los indicadores y valoración por múltiplos de los estados de las empresas que cotizan en la Bolsa Nacional de Valores, y la cual le es suficiente a los inversionista del mercado bursátil, para establecer un esquema de comparación de las oportunidades y riesgos de cada una de las empresas listadas?

## Justificación del problema

De las diferentes empresas que cotizan en la bolsa de valores, muchas de ellas cuentan con los estudios y análisis correspondientes hechos por profesionales de la materia; quienes pueden elaborarlos a solicitud de las compañías o se ven obligados a hacerlos, con el fin último de conocer el valor cuantitativo de éstas y lograr fundamentar su criterio de inversión.

Estas valuaciones no se encuentran disponibles a la luz pública, son de acceso restringido, posiblemente no existentes, o no se encuentran en forma fácilmente comparable –para un inversionista, lo que limita el desarrollo del mercado bursátil.

Los análisis de sensibilización a realizar pueden ser utilizados por cualquier empresa de índole nacional, independiente de la industria en que labora; ya sea que cotice en la Bolsa Nacional de Valores o no, para así tener un esquema más amplio y otras variables que enriquezcan sus registros financieros. Con dicha información, las empresas pueden tomar mejores decisiones y estrategias financieras para su compañía, propiciando el desarrollo de las empresas costarricenses y a ser más competitivas a nivel internacional.

También, el tema a desarrollar puede ser utilizado no sólo por empresas nacionales como un tema de enriquecimiento para estrategias financieras, sino, que pueden estar a disposición del público en general con propósitos académicos, comerciales o de importancia y conocimiento en el tema.

Es por tanto que se hace necesario organizar la información correspondiente de las variables de sensibilización de estas empresas y lograr establecer un formato y presentación de estos datos, para finalmente ser publicada con acceso libre a cualquier persona.

## Objetivos del estudio

* + 1. **General**
* Calcular indicadores y múltiplos de valoración de las empresas no financieras que cotizan en la BNV, a partir de la información de determinados años que se encuentra disponible para el público en general, que ofrezcan información sistemática para la toma de decisiones.
  + 1. **Específicos**
* Determinar la importancia de los indicadores y múltiplos de valoración de empresas en el análisis financiero.
* Comparar los indicadores y múltiplos de las diferentes empresas que comprenden el análisis.
* Determinar las empresas con mejores indicadores y múltiplos de valoración.
* Hacer público los indicadores y múltiplos calculados para propósitos académicos, comerciales o de interés privado.

## Alcances y limitaciones

* + 1. **Alcances**

Los cálculos para las empresas que se listarán más adelante, se basan en la información compilada para los últimos 5 años, del 2007 al 2011, de la Bolsa Nacional de Valores.

Los indicadores a considerar son los siguientes:

* EBITDA
* EBIT
* EBIT (1-t)

Dentro de los múltiplos de valoración que se calcularán se encuentran:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| * Valor/EBITDA | * Valor/Utilidades | * Precio/Utilidades |
| * Valor/EBIT | * Valor/Ventas | * Precio/Ventas |
| * Valor/EBIT(1-t) | * Valor/Valor en Libros | * Precio/Valor en libros |

Además, se calculará la tasa de descuento por medio del costo promedio ponderado de capital junto con sus componentes:

* Ke
* Kd
* Proporción Deuda / Patrimonio
* Beta
* CPPC

Las empresas que comprende el análisis son las siguientes:

* AD ASTRA Rocket Company (ASTRA)
* Corporación ILG Internacional, S.A. (CIMP)
* Inmobiliaria Comercial del Oeste S.A.
* Inmobiliaria ENUR S.A. (ENUR)
* Florida Ice and Farm Company S.A. (FIFCO)
* Vidriera Centroamericana S.A. (VICES)
* La Nacion S.A. (NACIO)
* Grupo BRITT N.V. (GBRIT)
* Compañia Nacional de Fuerza Y Luz S A (CFLUZ)
* Instituto Costarricense de Electricidad (ICE)
  + 1. **Limitaciones**

Es importante enfatizar las siguientes restricciones para este estudio:

1. Las empresas analizadas corresponden a diversas industrias del mercado, asimismo como su tamaño y participación dentro de éstos.
2. El estudio comprende los estados auditados de las empresas, que si bien tienen correspondencia con un estándar, es posible que no toda la información sea homogénea o se encuentre completa.
3. La publicación de los análisis de las empresas y su comparación, tiene fines meramente informativos y de estudio, no representa una valoración final para la inversión en las empresas del trabajo.

# CAPITULO 2 – Marco Teórico

Antecedentes teóricos del estudio

Marco conceptual

Relaciones conceptuales para abordar el problema

# CAPITULO 3 – Metodología

Descripción general de la estrategia metodológica, lo cual incluye la definición del tipo de estudio

Descripción del procedimiento para seleccionar a los y a las participantes

Descripción de los instrumentos para recolectar la información

Descripción de los procedimientos y técnicas para analizar y sistematizar la información

Descripción de los procedimientos para generar la propuesta

# CAPITULO 4 – Resultados

# CAPITULO 5 – Conclusiones y Recomendaciones

# Referencias bibliográficas

Finanzas corporativas en la práctica. Inmaculada Aguiar Diaz, 2ª edición. Publicaciones Delta. 2006. Madrid

Internet Pablo Garcia Estévez

<http://www.telefonica.net/web2/pgestevez/CF%204%20El%20metodo%20de%20Valoracion%20por%20Multiplos.pdf>s

# Apéndices