

VALUACION DE EMPRESAS EN MARCHA

Por Gerardo Saporosi

El tema de valuación de empresas en marcha es tan vasto, y ha evolucionado tanto en los últimos veinte años, que solamente podemos aquí mencionar algunos conceptos fundamentales.

Sorprendentemente, existe por el momento muy poca literatura en español sobre este tema, probablemente por el famoso teorema del huevo y la gallina, es decir, las valuaciones se hacen “a ojo”, y entonces no hay textos que traten el tema, y como no hay textos que traten el tema, entonces las valuaciones se hacen “a ojo”.

La valuación de una empresa juega un rol fundamental a la hora de hacer alianzas, buscar aportes de capital, planear fusiones y adquisiciones, o diseñar un portfolio de inversiones.

Como el proceso de valuación involucra el uso de mucha matemática, podría pensarse que el ejercicio de valuación es un ejercicio objetivo. Sin embargo, no lo es. Puede ser que los modelos usados para valuar empresas sean cuantitativos, pero los inputs y los supuestos que se hacen dejan un espacio gigante para los juicios subjetivos. Por eso es que los valores obtenidos siempre están “coloreados” por toda la información que introdujeron los analistas en el proceso.¹

En términos generales, existen tres mecanismos para valuar empresas. El primero es la valuación por flujos de fondos descontados, que relaciona el valor de un activo con el valor presente de los flujos futuros que se esperan que genere dicho activo. El segundo, es la valuación relativa o valuación por múltiplos, por medio de la cual se estima el valor de un activo mirando el precio de un activo comparable en relación con una variable común, como por ejemplo EBITDA, valor de libros, ventas, y otras. Esta es por lejos la forma de valuación más usada en la Argentina. Y esto tiene una explicación

¹ (1) La mayor parte de los conceptos sobre valuación de empresas en marcha fueron tomados de ASWATH DAMODARAN, DAMODARAN ON VALUATION, John Wiley & Sons, Inc., 1994. Este libro es sencillamente excelente, y no debería faltar en la biblioteca de ningún estratega.

muy clara. La mayor parte de los “valuadores”, obviamente del lado de la demanda, es decir, de los que quieren comprar empresas, dicen que las compañías tienen un valor múltiplo de su EBITDA (en inglés earnings before interests, taxes, depreciations, and amortizations, es decir, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Por ejemplo, dos veces EBITDA. Yo nunca pude comprobarlo, pero me dijeron varias personas que las empresas suelen declarar mucho menos ganancias en sus balances que las que tienen en la realidad, supongo que será para pagar menos impuesto a las ganancias. Entonces que ocurre, el EBITDA que se saca de los balances es muy pequeño y, por lo tanto, también lo es el “valor” de la compañía que el comprador propone para la compra. Pura picardía argentina. La mano de Dios en las finanzas.

El tercer mecanismo de valuación es relativamente nuevo y relativamente complejo, y ha provocado el desarrollo de un mundo nuevo en el terreno de las finanzas corporativas, como lo es la teoría de las opciones reales.²

Se la conoce como valuación por opciones reales o valuación contingente, y utiliza los modelos de fijación de precios utilizados para las opciones financieras para fijar un valor para la empresa.

Si se valúa una misma empresa utilizando los tres mecanismos, los resultados pueden tener diferencias significativas.

Voy a tratar de mostrar por qué ocurre esto, y de qué forma el analista debe elegir un método u otro para argumentar convincentemente su análisis.

Vamos a empezar por el principio.

Como sabemos, una empresa puede ser financiada solamente de dos formas: por deuda o por aportes de capital de sus accionistas. También sabemos que en un start up, la única forma de financiación posible es el aporte de capital, ya que nadie le va a prestar plata a una compañía que recién se inicia.

² Ver por ejemplo:

-LENOS TRIGEORGIS, REAL OPTIONS, THE MIT PRESS, 1998.

-MARTHA AMRAM y NALIM KULATILAKA, HARVARD PRESS, 1999

En la figura 1 se muestra un esquema de esta situación.

Fig. 1 – Balance de una empresa



Los activos totales de una empresa son la suma de su deuda y su patrimonio. La deuda paga un precio que se llama interés (i) y el patrimonio paga un precio que se llama costo de capital (ke).

$ke = \text{tasa libre de riesgo} + \text{prima de riesgo}$

$$ke = tlr + \beta (tm - tlr)$$

dónde:

tlr = tasa libre de riesgo

β = volatilidad inherente a la industria

tm = tasa media de mercado

Cuando una empresa dice que es “muy sana” porque no tiene deuda, en realidad lo que está diciendo es que está mal financiada, ya que ke es mayor que i , y agregando deuda a

una empresa, se obtiene un menor costo total de financiación, que se llama WACC (en inglés weighted average cost of capital), que se define con la siguiente fórmula.

$$\text{WACC} = k_e \frac{E}{D + E} + i (1 - T) \frac{D}{D + E}$$

Dónde:

D = Deuda

E = patrimonio

T = tasa de impuesto a las ganancias

Se observa en la fórmula de WACC que cuando $D = 0$, entonces $\text{WACC} = k_e$. A medida que $D > 0$, el valor de WACC se hace menor. Esta es una premisa fundamental en la valuación de una empresa, pocas veces comprendida por entrepreneurs y gerentes. En primer lugar, porque estas cuestiones afectan directamente a la rentabilidad económica de la compañía (situación estructural o business model). La empresa puede tener rentabilidad contable porque tuvo un balance con cuadro de resultados positivo, pero no tener rentabilidad económica, lo cual puede significar serios problemas para el futuro.

La rentabilidad contable se da cuando:

$$\text{ROE} > 0$$

ó

$$\text{ROI} > 0$$

Pero la rentabilidad económica se da cuando:

$$\text{ROE} > k_e$$

ó

$$\text{ROI} > \text{WACC}$$

Estas simples verificaciones pueden evitar grandes dolores de cabeza futuros.

En segundo lugar, la llamada relación D/E (debt to equity ratio), también llamada estructura financiera de la empresa, es, podría decirse, la piedra fundamental de la ingeniería financiera. En realidad, la relación D/E es de trascendental importancia en la moderna teoría de la valuación de empresas³.

Dicho esto, podemos evaluar los tres mecanismos de valuación y observar el campo de aplicación de cada uno.

1- VALUACION POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

Una vez determinado el WACC y el ke, el problema consiste en qué flujos descontar para obtener un valor, y cuál será la tasa g de crecimiento de la empresa que conforme a compradores y vendedores.

Existen básicamente dos flujos de fondos:

FCFE: Free cash flow to equity, sobre el cual pueden reclamar solamente los accionistas y que debe ser descontado al ke.

FCFF: Free cash flow to the firm, sobre el cual pueden reclamar todos los stakeholders y que debe ser descontado al WACC.

La fórmula para obtener el FCFE para un período determinado es la siguiente:

FCFE = ganancia neta + depreciación – gastos de capital – variación de capital de trabajo – pagos de capital principal + nueva deuda.

La fórmula para obtener el FCFF para un período determinado es la siguiente:

FCFF = FCFE + gastos de interés (1 – T) + pagos de capital principal – nueva deuda + dividendos preferidos.

³ Ver ECONOMIC FOCUS, BEYOND IRRELEVANCE, THE ECONOMIST, febrero 11, 2006.

La tasa de crecimiento g , por su parte, ocupa un lugar fundamental en la determinación del valor de una firma, ya que éste está determinado en definitiva no por el valor actual de su flujo de fondos, sino por los flujos de fondos futuros esperados para la empresa. Las tasas de crecimiento pueden ser obtenidas a partir de la historia de la firma, o a través de lo que opinan múltiples analistas acerca de lo que puede ocurrirle a la empresa en su industria, o también relacionándola con los llamados “fundamentals” de la empresa y de la industria, como el valor de libros, el pago de dividendos, ROE, ROI, D/E, y otros.

La tasa de crecimiento g de la empresa determina “estilos” de crecimiento.

Por ejemplo, una empresa que tiene FCFF que crecen a una tasa de crecimiento estable puede ser valuada con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la empresa} = \frac{\text{FCFF 1}}{(\text{WACC} - g_n)}$$

Dónde:

FCFF1 = FCFF esperado después del año próximo

g_n = tasa de crecimiento del FCFF a perpetuidad

La aplicación aceptable de esta fórmula implica cuestiones relacionadas con que g tiene que estar aceptablemente alineada con la tasa esperada de crecimiento de la economía (PBI), y con valores razonables de inversiones de capital y depreciación.

En el caso más general, y contando con la suficiente información, el valor de una empresa puede ser escrito como el valor presente de los valores esperados de FCFF, de la siguiente forma:

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}(t)}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Si la empresa alcanza la madurez (steady state) después de n años y a partir de allí empieza a crecer a una tasa estable g_n , el valor de la empresa puede escribirse como:

$$t = n$$

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}(t)}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{(\text{FCFF}_{n+1} / (\text{WACC} - g))}{(1 + \text{WACC})^n}$$

A partir de esta fórmula, DAMODARAN plantea un gran número de variantes y posibilidades aplicables a empresas con diferentes historias, diferentes posiciones competitivas en sus respectivas industrias, y diferentes escenarios futuros.

Un tema muy especial a ser tenido en cuenta en la obtención de los FCFF, es la evaluación del riesgo, propio del negocio, pero también inherente al mercado y a la industria.

Con el nombre genérico de “simulaciones MONTECARLO”, la investigación operativa desarrolló una serie de herramientas que le permiten al analista evaluar el riesgo de un proyecto, en este caso de los flujos futuros de una empresa, haciendo una gran cantidad de simulaciones basado en determinadas distribuciones estadísticas que rigen a las variables que intervienen en el modelo. El desarrollo de software especial para esta tarea (como el CRYSTAL BALL o el RISK) permiten hoy hacer decenas de miles de simulaciones de un modelo en segundos, con lo que, si el modelo está bien escrito en términos matemáticos, la posibilidad de reducir el riesgo a su mínima expresión está casi garantizada.

Supongamos que podemos escribir el modelo de ingresos de nuestro plan de negocios con la siguiente fórmula:

$$\text{INGRESOS}(n) = \text{tamaño del mercado en unidades}(n) \times \\ \text{participación proyectada}(n) \times \\ \text{precio de una unidad}(n)$$

dónde:

n = período de análisis

Ahora bien, es de esperar que, tanto el tamaño del mercado como el precio del producto no puedan determinarse en forma precisa para los siguientes períodos y que por lo tanto, haya que considerar un error estadístico que gobierne a ambas variables, de acuerdo a una determinada distribución. Además, podría considerarse para el planteo matemático del modelo, una serie de interdependencias entre períodos y entre variables, de la siguiente manera:

Tamaño del mercado (1) = tamaño esperado (1) x (1 + error pronosticado (1))

Tamaño del mercado (2) = tamaño del mercado (1) x (1 + error pronosticado (2))

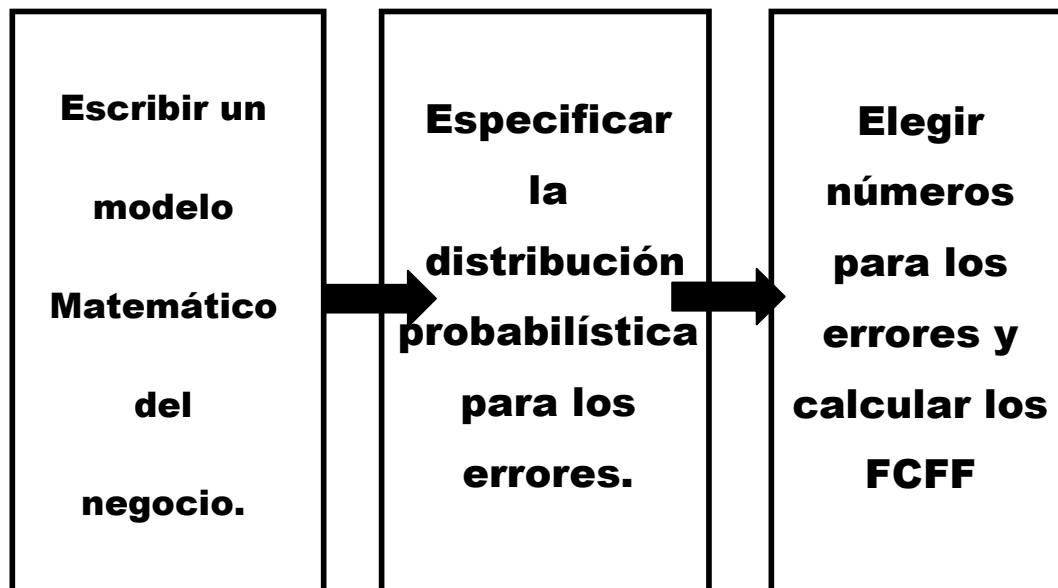
Precio por unidad (1) = precio esperado (1) x (1 + 0.3 error pronosticado mercado (1))

Precio por unidad (2) = precio por unidad (1) x (1 + 0.3 error pronosticado mercado (2))

El modelo puede hacerse todo lo complejo que uno quiera, aunque no debiera hacerse de la valuación de empresas una disquisición puramente matemática.

El método MONTECARLO tiene un esquema de funcionamiento simple que se muestra en la figura 2.

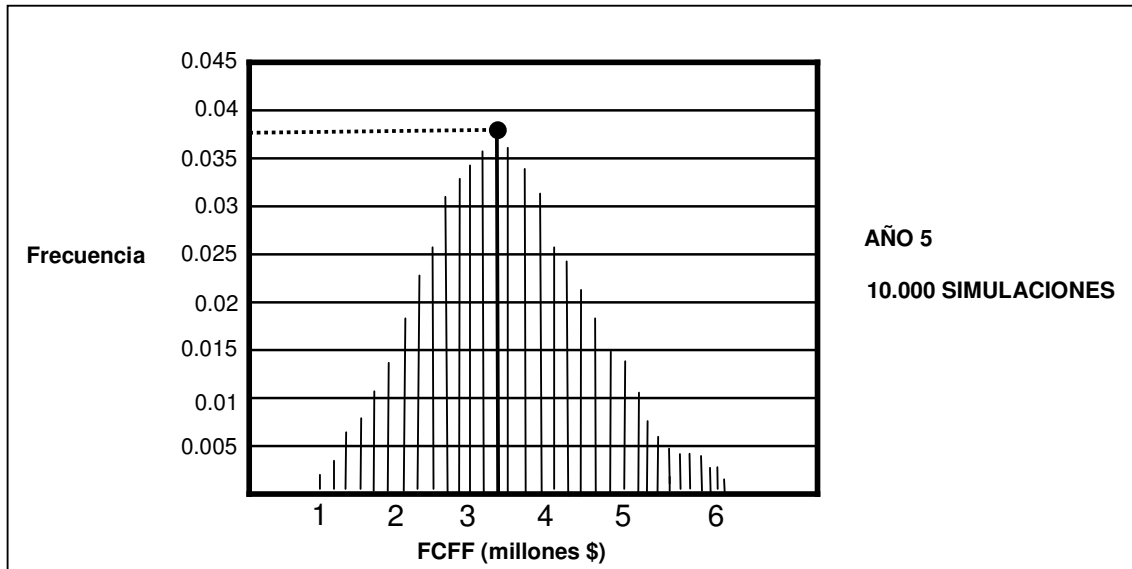
Fig. 2 – METODO MONTECARLO



No debe perderse de vista la famosa sigla norteamericana GIGO (garbage input, garbage output). Si escribimos mal el modelo, no podemos pretender tener buenos resultados de la simulación, y no podemos culpar al software.

Una salida típica del software CRYSTALL BALL se muestra en la figura 3.

Fig. 3 – RESULTADO DE LA SIMULACION MONTECARLO



El cuadro de la figura 3 indica que para el año 5 de nuestro negocio, y luego de efectuar 10.000 simulaciones (típicamente en 2 segundos), el resultado más probable para el FCFF es aproximadamente \$M 3.2 con una frecuencia de aproximadamente 370 veces. La suma de frecuencias da 10.000, pero por ejemplo, valores de FCFF menores que \$M 2.0 y mayores que \$M 5.0 se dan con muy poca frecuencia.⁴

2- VALUACION RELATIVA

Este mecanismo de valuación tiene un peligro grande, que es el de considerar que hay dos manzanas iguales. La naturaleza se encarga de que eso nunca suceda. Y lo mismo

⁴ Para un análisis detallado de riesgo del negocio, de la industria y del mercado, ver Richard Brealey y Stewart Myers, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, Mc Graw Hill, 1996. Este libro debe ser la obra más consultada de finanzas de todos los tiempos, a juzgar, por la cantidad de reediciones. Para muchos entre los que me incluyo es la "Biblia" de las finanzas.

ocurre en cualquier sector industrial, ya que nunca hay dos empresas iguales, por más que hagan exactamente el mismo producto y le vendan al mismo cliente.

De todas maneras, tiene cierta lógica pensar que, si se conoce el valor de determinada compañía XX y de sus principales múltiplos, estos tendrían que reproducirse en otra compañía YY del mismo sector, determinando entonces automáticamente su valor.

De hecho, el mercado acepta pagar el mismo precio por las dos manzanas, aún sabiendo que no son iguales.⁵

Por esta razón, muchos analistas eligen valorar por múltiplos. La gran pregunta entonces es ¿qué múltiplo se usará en la valuación? y luego, ¿cómo se procesarán esos múltiplos para obtener un valor aceptable para la compañía que se quiere valorar?.

El ratio p/e (price to earnings), es por mucho, el múltiplo más usado para valorar empresas. Como su utilización depende fuertemente de las ganancias de la empresa, es fundamental que éstas estén correctamente medidas. Por extensión, la relación p/e no sirve para nada si la empresa tiene pérdidas en lugar de ganancias, o si sus ganancias están muy distorsionadas por ejemplo, por un proceso de reestructuración. Vemos aquí el problema de las manzanas.

La elección de otros múltiplos, depende en gran medida del tipo de negocio que estemos valuando. Por ejemplo, la llamada relación “precio/valor de libros”, que independiza el proceso de las ganancias de la empresa, tienen significado para compañías manufactureras con grandes activos fijos, pero no tiene ningún significado para compañías de servicios.

Otro múltiplo que suele usarse es el llamado “precio/ventas”, que también independiza a la empresa de sus ganancias, y puede tener más sentido para empresas de servicios.

⁵ Un análisis muy bueno al respecto puede verse en TOM COPELAND, TIM KOLLER y JACK MURRIN, VALUATION, John Wiley & Sons, Inc, 1995.

Este es otro de los grandes textos escritos sobre valuación de empresas, en el que se desarrolla la moderna teoría del management conocida como VBM, value based management. TOM COPELAND es considerado por el mercado como uno de los “monstruos sagrados” de la valuación.

Como se observa, el analista deberá fundamentar muy convincentemente que las empresas son comparables y que puede inferirse un precio para la empresa que está siendo valuada, a partir de otra que, aparentemente es igual, y de la cual se dispone información sólida.

3- VALUACION POR OPCIONES REALES

Los lectores familiarizados con las finanzas saben muy bien que una opción es un contrato derivado cuyo valor depende de un activo subyacente, usualmente las acciones de una empresa, y que esos contratos pueden ser transados en los mercados de la misma forma en que se transan las acciones.

Aún cuando las transacciones de opciones tienen un origen relativamente cercano, la noción de proteger un activo con el concepto de “opción” data de tiempos remotos. La tecnología disponible para valorar opciones se expandió en forma dramática en los últimos 30 años, especialmente desde el desarrollo del modelo básico de precios de opciones (1972) presentado por Black and Scholes. Este modelo presentó un cuadro de análisis y un marco general para valorar opciones, y desde entonces, se ha venido adaptando y modificando para que sirva también para valorar a otro tipo de activos.

En términos generales, una opción es un activo que paga en forma contingente de acuerdo al valor que tiene el correspondiente activo subyacente. La llamada “call option” le da a su poseedor el derecho pero no la obligación, de comprar el activo subyacente a un precio determinado, mientras que la llamada “put option” le da a su poseedor el derecho pero no la obligación, de vender el activo subyacente a un precio determinado, en cualquier momento antes de la fecha de expiración, también predeterminada en el contrato. El valor de una opción depende de seis variables: el valor actual del activo subyacente, la volatilidad de este valor, el precio de ejercicio, la duración de la opción, la tasa de interés libre de riesgo, y los dividendos esperados del activo subyacente. De estas variables se ocupa el famoso modelo de Black and Scholes.

¿Qué tiene que ver esto con la valuación de una empresa?. Lo cierto es que durante los últimos años, tanto académicos como analistas del mercado han demostrado que la teoría de los precios de las opciones que utiliza exitosamente el mundo de las finanzas,

tiene mucho que aportar a la valuación de empresas, y que de hecho brinda una perspectiva totalmente diferente y muy útil para entender y analizar la formación de valor en los sectores de la alta tecnología, para valorar empresas con serios problemas estructurales y/o coyunturales y para valorar compañías del sector de los recursos naturales. Hoy es bastante común ver que el patrimonio de una compañía se valuó como un “call option” sobre la compañía misma, o que una patente se valuó como una opción sobre un producto, y que los recursos naturales son analizados y valuados como opciones.⁶

La opinión generalizada de todos los autores es que las herramientas de la valuación tradicional pueden utilizarse cuando los cambios futuros de una empresa son más o menos predecibles dentro de un rango aceptable. Pero si existe un nivel elevado de incertidumbre, es necesario recurrir a una nueva teoría, como la que proponen los desarrolladores de la teoría de las opciones reales.

Cuando se intenta definir el marco de esta teoría, aparecen serias críticas a la que los nuevos autores llaman “teoría ortodoxa”, que es la que se sigue enseñando por el momento en todas las universidades del planeta, aún cuando no hay nadie que se atreva a discutir los niveles actuales y crecientes de incertidumbres en los mercados.

Este tema parece ser uno de los grandes desafíos que tiene la ciencia de la inversión de las próximas décadas. Con un simple ejemplo puede verse el alcance de lo que se está discutiendo.

Definimos “inversión” como el acto de incurrir en un costo inmediato esperando ganancias futuras, e “incertidumbre” como el hecho de que más cosas pueden pasar que las que realmente pasarán.

La teoría ortodoxa que dice que si $VAN > O$ entonces la inversión es conveniente, se basa en la tasa de interés y en la política impositiva. La nueva teoría de las opciones

⁶ Además de los libros citados de ASWATH DAMODARAN, LENOS TRIGEORGIS y MARTHA AMRAN y NALIM KULATILAKA, pueden verse también sobre este tema:

- DAVID LUENBERGER, INVESTMENT SCIENCE, OXFORD UNIVERSITY PRESS, 1998
- AVINASH DIXIT y ROBERT PINDYCK, INVESTMENT UNDER UNCERTAINTY, PRINCETON UNIVERSITY PRESS, 1994
- TOM COPELAND, REAL OPTIONS, JOHN WILLEY & SONS, INC. 2001

reales se basa en la volatilidad y la incertidumbre del entorno. Como consecuencia, la nueva teoría sostiene que la posibilidad de posponer una inversión puede afectar profundamente la decisión de invertir y el valor mismo de la inversión y de la empresa que va a hacer la inversión y que ahora tiene una “opción” para invertir más adelante.

Estas cuestiones no son tenidas en cuenta por la teoría ortodoxa. El moderno punto de vista para valorar compañías parte de la base de que una empresa que tiene una oportunidad de inversión, en realidad, tiene una “opción”, totalmente asimilable a lo que es una opción en el mercado financiero. Cuando la empresa decide ejercitar esa opción, es decir, invertir, lo que hace es “matar” esa opción de invertir, pero, y este pero es de gran importancia, al hacerlo, crea para sí misma otras tres opciones: la opción de expandir o aumentar esa inversión, la opción de desinvertir parcialmente esa inversión, y la opción de abandonar o desinvertir totalmente esa inversión.

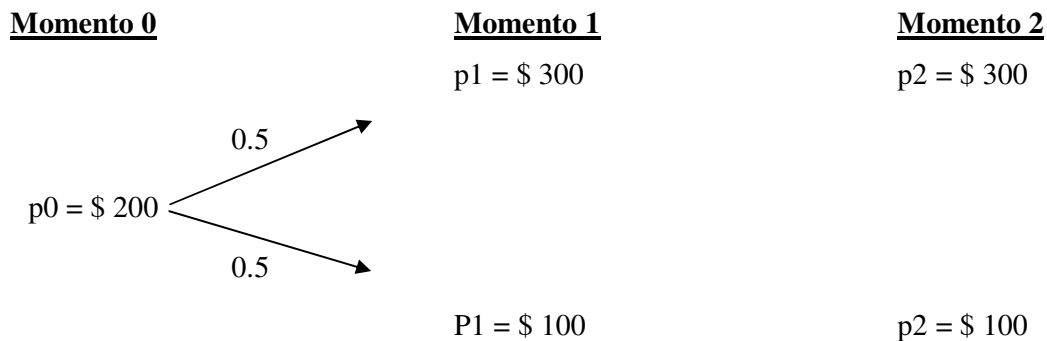
El valor de estas opciones, puede hallarse con el método de Black and Scholes, y se convierte en un costo de oportunidad que debe ser considerado como parte del costo de la inversión.

Si quiere seguirse usando la teoría ortodoxa aplicando este nuevo punto de vista, la regla conocida como invertir si $VAN > 0$ debería cambiarse a invertir si $VAN >$ al valor de la opción correspondiente.

Supongamos la compra de una máquina que constituye una inversión completamente irreversible y que supone una erogación de \$ 1.600. Supongamos para simplificar que la máquina produce un solo dispositivo por año y que el costo de fabricación de dicho dispositivo es cero.

El precio de venta del dispositivo en la actualidad es de \$ 200. Existe una probabilidad de 0.5 de que el precio suba a \$ 300 a fin de año y una probabilidad de 0.5 de que el precio baje a \$ 100 a fin de año. A partir de ese momento, el precio que sea se mantiene a perpetuidad. El mercado aplica para el descuento de flujos de fondo una tasa del 10%.

Esquemáticamente:



La pregunta es: ¿invertimos ahora o es mejor esperar un año y ver si los precios suben o bajan?. Es decir, tenemos una opción y queremos saber cuanto vale y cuanto afecta la decisión de invertir.

Veamos cada decisión por separado.

1- INVERTIMOS AHORA

$$\infty$$
$$VAN = -1600 + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{200}{(1.1)^t} = -1600 + 2200 = \$600$$

La teoría ortodoxa diría que es conveniente invertir ya que tenemos un VAN positivo. Pero la realidad es que se está ignorando un costo, que es el costo de oportunidad por invertir ahora, en vez de esperar y dejar abierta la posibilidad de NO INVERTIR si los precios bajan dentro de un año.

2- ESPERAMOS UN AÑO E INVERTIMOS SOLO SI LOS PRECIOS SUBEN.

∞

$$VAN = (0.5) \times \left(\frac{-1600}{1.1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{300}{(1.1)^t} \right) = \$ 773$$

Se observa que es mejor esperar un año, o sea, esperar tiene un valor, que es el valor de la opción. Dicho en otras palabras, el inversor prefiere pagar \$ 173 más por una inversión flexible.

¿Cómo varía el precio de la inversión, ya que se va a hacer un año más adelante?

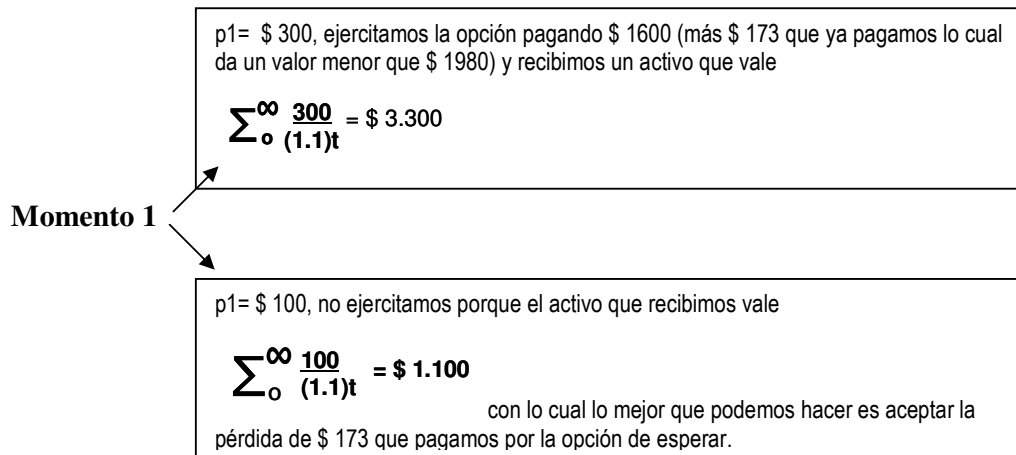
La inversión en el año 1 sería:

∞

$$VAN = (0.5) \times \left(\frac{-I}{1.1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{300}{(1.1)^t} \right) = \$ 600$$

que es el VAN que se obtiene en el momento 0 con precio de \$ 200. Despejando I se obtiene un valor de \$ 1.980. El razonamiento entonces sería el siguiente: la oportunidad de invertir ahora y solo ahora a un costo de \$ 1600, tiene el mismo valor que invertir ahora o el próximo año a un costo de \$ 1980, si los precios suben. Esto es lo que llamamos un call option.

Ahora bien, si pagamos por esta opción \$ 173 que es el valor de la opción que calculamos anteriormente, vemos claramente que es mejor esperar que ejercitarla ahora, como se muestra en el siguiente esquema:



Se observa en este sencillo ejemplo, la riqueza del análisis que ofrece la teoría de las opciones reales para valuar compañías, negocios e inversiones, y se espera un futuro muy sofisticado en materia de valuación de empresas, a medida que nuevas herramientas empiecen a desarrollarse en el marco de esta nueva teoría.

Sin la más remota pretensión de ser exhaustivo, muestro en la figura 4 un esquema general de aplicabilidad de cada método de valuación de empresas, con la clara convicción de que esto recién empieza.

Fig. 4 - Métodos de valuación

METODO	FUNCIONA MEJOR EN EMPRESAS QUE
VALUACION POR FLUJO LIBRE DE FONDOS DESCONTADO	<ul style="list-style-type: none"> • Tienen un crecimiento correlacionado de alguna manera con la tasa de crecimiento de la economía. • Tienen una ventaja competitiva, o una marca robusta. • Pagan a sus accionistas dividendos que suelen ser considerados relativamente elevados. • Tienen una estructura de capital estable.

<p style="text-align: center;">VALUACION POR MULTIPLOS</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Están en un sector en el que existen evidencias de pobre valuación por parte de los analistas, debido especialmente a la falta de información.
<p style="text-align: center;">VALUACION POR OPCIONES REALES</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tienen problemas y una alta probabilidad de quebrar. • Tienen muchos recursos naturales como activos. • Son Start-ups promisorios aún cuando no tengan ganancias o flujos de fondos positivos.

De acuerdo con Damodaran, el problema que enfrenta el analista que tiene que valorar una empresa no es que hay pocos modelos para utilizar, sino por el contrario, que hay muchos.

Elegir el mecanismo adecuado es crucial para arribar a un valor aceptable, lógico y argumentable, que permita arribar a la realización de un buen negocio.