

Valoración de la Empresa Processa SAS para venta parcial de Acciones

Noviembre 24 de 2015

Fernando Eusebio Gutiérrez Reyes¹

Milton Torres Mejía²

Guillermo Enrique Jiménez Meneses³

Aspirantes al título de Especialistas en Gerencia y Administración Financiera
Universidad Piloto de Colombia GAF 44

Resumen—Este trabajo consiste en la valoración de la Empresa Processa SAS, por el método de Flujo de Caja Libre Descontado al costo promedio ponderado de su deuda (FCLD), para venta parcial de sus acciones y la liquidación de una línea de negocio de esta misma empresa (Call Center), por el método de valor neto de los activos involucrados en esa línea de negocio.

Se establece el precio final de venta de las acciones antes y después de la liquidación de la línea de negocio Call Center, para determinar el impacto que tendrá esta liquidación en el Ebitda proyectado a cinco (5) años, y en otros inductores de valor, considerando variables como: i) el comportamiento esperado del mercado, ii) la contribución en el margen Ebitda de la línea de negocio liquidada a partir de datos de participación en costo y gasto suministrados por la Empresa; y, iii) la consideración de otras variables macroeconómicas que impactan a la Empresa.

Se elabora y anexa un modelo financiero en Excel, sensibilizado con las variables de mayor impacto en la Empresa.

Palabras clave— Activos netos; ROIC; Wacc; Costo promedio ponderado del capital; Flujo de Caja Libre Descontado; Múltiplos; Participación en gasto y costo; Precio de cierre; Price to Book Value; Tasa de descuento; Valor Residual de Activos; Valoración; CAPM.

Abstract—This paper contains business valuation Processa SAS, by the method of Discounted Free Cash Flow to the

weighted average cost of debt (FCLD) for partial sale of its shares and the termination of a line of business of that company (Call Center), by the method of net value of the assets involved in this line of business.

The final sale price of the shares before and after the liquidation of the business line Call Center is established to determine the impact of this settlement Ebitda projected five (5) years, considering variables such as: i) performance market expected, ii) the contribution to Ebitda margin line business liquidated from data sharing costs and expenses provided by the Company; and, iii) consideration of other macroeconomic variables that hit to Company.

This paper made and appends in Excel, a sensitized financial model with the greatest impact variables the on Company.

Key Words— Net assets; ROIC; Wacc; Weighted cost of capital; Free Cash Flow Discounted; Multiples; Participation in expenses and cost; Closing price; Price to book value; discount rate; residual value of assets; valuation; CAPM.

Introducción

A partir de la premisa básica que ha planteado el profesor Porter, con respecto a que la competitividad es “la base del desempeño sobre el promedio dentro de una industria es la ventaja competitiva sostenible” (Porter, 2009), es pertinente afirmar que la empresa de hoy se enfrenta al reto de adaptarse permanentemente para sobrevivir a un mercado altamente cambiante, dominado por la innovación y la tecnología.

Las buenas ideas escasean, los inversores buscan mayores ganancias a menor riesgo, mientras los clientes siguen ávidos de productos sorprendentes, innovadores y más eficientes, en términos de costo-beneficio, y el mercado se complejiza con el arribo de competidores dispuestos a invertir en tecnología de punta e innovación, aspectos que, sin lugar a dudas, son determinantes para la supervivencia de la empresa, especialmente cuando esa empresa se dedica al procesamiento de transacciones y flujo de información a través de la Internet.

Basta una breve mirada al entorno del mercado del retail para advertir el desarrollo que ha tenido la transaccionalidad a

¹ Ingeniero Industrial de la Universidad Javeriana, especialista en gerencia de proyectos de la Universidad Piloto de Colombia; se desempeña como profesional especializado del Grupo de Planeación en el Archivo General de la Nación.

² Economista de la Escuela Colombiana de Ingeniería, con especialización en gestión de proyectos de la Universidad de La Plata Argentina; se desempeña como coordinador tarifario en la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.

³ Abogado de la Universidad Católica de Colombia; Administrador de Empresas de la Fundación Universitaria Panamericana; se desempeña como Planificador Encargado del Subproceso de Contratación en la Caja de Compensación Familiar Compensar.

través de la Internet; hoy los supermercados de grandes superficies en Colombia tienen plataformas tecnológicas para que sus clientes hagan mercado a través de la red, con facilidad de acceso y la misma variedad y precio que el mercado presencial, lo cual es una clara oferta de valor orientada a optimizar el tiempo que el cliente destina para esta actividad, a la vez que el mercado virtual se convierte en una apuesta innovadora para cambiar la experiencia de mercar, pues las colas, las aglomeraciones en las cajas registradoras y la dificultad para conseguir un estacionamiento, hoy son cosas del pasado.

El incremento de la transaccionalidad a través de la Red y el desarrollo de las TIC's, han traído consigo grandes desafíos en términos de desarrollo tecnológico, de productos y de creación de nuevos nichos de mercado, debido, en parte, a que hoy no solo se transan operaciones representativas de dinero tipo Redeban o ATH, también se realizan operaciones de flujo de información para diversas aplicaciones o utilidades, como estrategias de fidelización de clientes (acumula puntos); o de CRM, como Falabella o Carulla, o de transaccionalidad cerrada como Almacenes Éxito, Cafam, entre otras empresas, y esta demanda ha generado un número cada vez más creciente de operadores de información que se dedican a vender servicios de procesamiento y administración de datos y a la corresponsalia no bancarizada de dinero para el Sistema Financiero en Colombia, como *Vía Baloto*, *Pagos en Línea*, o *Efecty*, entre otros.

Este desafío también implica inversión en desarrollo e innovación en nuevas formas de relacionamiento con competidores, con clientes y proveedores; precisamente la complejidad de este entramado tecnológico en la cadena de valor hace de la transaccionalidad de la información un mercado en expansión en Colombia y ello atrae a inversionistas expertos en este sector, quienes apuestan a generar valor en el mercado de la transaccionalidad.

Marco teórico y conceptual

La valoración de una empresa de tecnología representa un reto de construcción y análisis de su flujo de caja libre proyectado, particularmente, porque su valor comercial no dependerá de sus activos fijos contables, sino de su capacidad de sostener su margen ebitda en el mediano plazo.

La productividad de los activos por línea de negocio demuestra el nivel relativo de eficiencia de cada línea, a partir de su contribución al margen ebitda total, es decir, se trata de estimar el beneficio de cada línea para justificar su inversión, de lo contrario la conveniencia de liquidar esa línea de negocio sería evidente e inevitable.

A partir de estas premisas, la estimación del precio de las acciones por un método dinámico exige la determinación de un gradiente de crecimiento que involucre las variables de mayor impacto futuro para la empresa, considerando, además de su entorno competitivo, el macroeconómico.

El objetivo fundamental de este trabajo es realizar la valoración de la Empresa Processa SAS, por el método de flujo de caja libre descontado al costo promedio ponderado de su deuda total, y ii) proyectar esta misma valoración y traerla a fecha focal 2012, fecha en la que se negoció el precio de venta de la Empresa, de modo que se establezca una referencia entre el precio negociado y el precio de cierre de la venta, registrando; para el cálculo del flujo de caja se utiliza un gradiente de crecimiento construido a partir de variables macroeconómicas del País, el crecimiento esperado del sector y las expectativas del inversionista según datos suministrados por la Empresa.

De esta valoración se obtendrá la verificación entre el valor de referencia acordado en la fase de negociación y se establecerá, a partir de la diferencia, el justo precio de venta considerando el mercado de los Estados Unidos para este tipo de inversiones, dado que los referentes en Colombia no tienen el mismo nivel de información ni ésta está disponible.

También se determina el impacto que la liquidación de la línea de negocio Call Center haya ocasionado a partir del margen ebitda proyectado de la Empresa, para demostrar a través de ese indicador, si la decisión de liquidar el Call Center contribuye o no a la generación de valor, para finalmente realizar algunas recomendaciones a los nuevos socios acerca de la gestión basada en el valor de la Empresa.

Además de incorporar las recomendación del grupo evaluador, este trabajo comprende la elaboración de un simulador en Excel con las proyecciones más relevantes para la Empresa, de modo que permita la permanente valoración de la Empresa Processa, a partir de la sensibilización de variables de alto impacto para ésta, tales como el PIB y la tasa de cambio, principalmente.

I. EVALUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE PROCESSA SAS

Processa SAS, es una sociedad simplificada por acciones constituida en marzo del año 2.004 en la ciudad de Bogotá, y se dedica al procesamiento electrónico de información; es decir, opera información electrónica en el back office de algunas marcas muy conocidas en el mercado nacional, como Almacenes Éxito, la Financiera Juriscoop; la ETB; Credibanco; Banco de Bogotá, Colsubsidio, Cafam, Compensar, entre sus clientes más representativos.

Processa SAS define sus conceptos estratégicos así:

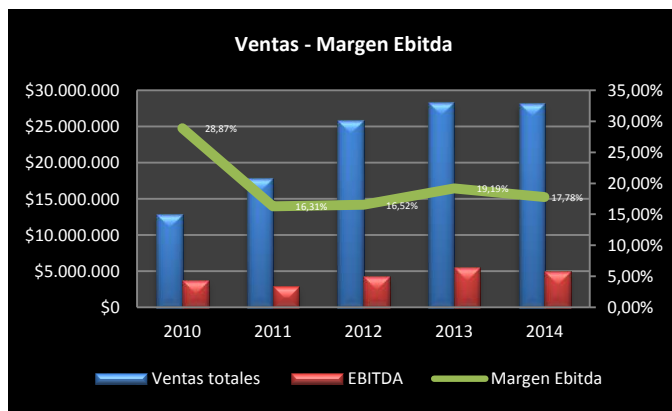
MISIÓN: “Generar valor a través de la administración de canales electrónicos, medios de pago y productos financieros, innovadores y confiables, beneficiando a nuestros clientes, funcionarios, accionistas y comunidad en general”.

VISIÓN: “Ser el procesador transaccional 7x24 más confiable, reconocidos por la calidad y excelencia en nuestros servicios de outsourcing”.

Los productos más importantes de la Empresa son:

1. El servicio de IVR, Call Center y BPO – Servicio al cliente.
2. Administración de tarjetas multibolsillo, tarjetas crédito y débito, privadas y franquiciadas.
3. Arrendamiento y operación de infraestructura de procesamiento de información financiera, tales como datáfonos, cajeros automáticos, corresponsalía bancaria, kioscos de autoservicio y líneas de audio respuesta.
4. Autorización y verificación de saldos en tarjetas multibolsillos, cargue de saldos y enrutamiento de pagos.
5. Administración de tarjetas de CRM o bono de regalo.

Las ventas (en miles COP) de Processa en los últimos (5) cinco años, su ebitda y su margen ebitda, han sido:



Gráfica 1. Ventas - Margen Ebitda. Fuente: Grupo de trabajo

Las ventas han tenido un comportamiento creciente sostenido en los últimos cinco años, especialmente en el periodo 2010-2012, donde registró un gradiente de crecimiento del 41,5%, mayor al promedio de los últimos cinco años que ha sido del 23%, debido a nuevos contratos principalmente con la Caja de Compensación Familiar Compensar y con otro de sus clientes más estratégicos.

Este crecimiento medio de las ventas de Processa fue superior al crecimiento medio de ventas del sector en los Estados Unidos, que fue del 19,3% en el mismo periodo⁴.

La rentabilidad de la Empresa, desde el punto de vista del inversionista, está dada por la capacidad de la Empresa para retornar la inversión, cubriendo el riesgo y el costo de la deuda (Amat, 1999).

En el caso de Processa, la rentabilidad media de la inversión sobre el patrimonio (ROE), ha sido del 32,25%, que es un comportamiento superior al del sector en Estados Unidos, que

llegó al 11,75% durante el mismo periodo analizado. Respecto de la rentabilidad descontado el costo de la deuda (ROIC), su indicador medio es superior en 6pbs respecto al sector que se utiliza como referente, lo que evidencia un mayor costo de la deuda asociada al riesgo y a la paridad cambiaria (COP- USD).

Respecto de la creación de valor, es conveniente considerar que la empresa crea valor para el accionista, cuando el ROIC es mayor que el costo promedio ponderado del capital (WACC); es decir: $ROIC - WACC > 0$; (Mila, Artemio & Martínez, Daniel, 2007); siempre que esta diferencia sea también superior a la rentabilidad media de valores o activos de mercado con riesgo bajo, DTF por ejemplo, pues debe considerarse el costo de oportunidad del inversionista.

En el caso de Processa, se calcula el WACC a partir del modelo CAPM, dado el requerimiento del inversionista y los datos históricos recopilados y los suministrados por la Empresa, evidenciándose la ubicación de su beneficio neto por debajo del sector referente:

	2010	2011	2012	2013	2014
Utilidad Operativa	\$2.950.684	\$ 2.116.350	\$ 1.370.328	\$ 2.031.738	\$ 2.467.268
Impuestos Pagados	33%	33%	33%	33%	33%
UODI (Net Operating Profit After Taxes)	\$1.976.958	\$ 1.417.955	\$ 918.120	\$ 1.361.264	\$ 1.653.070
Capital Invertido	\$5.244.154	\$12.311.325	\$11.604.603	\$ 10.906.863	\$10.126.500
ROIC	37,70%	11,52%	7,91%	12,48%	16,32%
WACC	11,76%	13,98%	15,24%	14,01%	12,13%
ROIC-WACC (Net Profit)	25,94%	-2,46%	-7,33%	-1,53%	4,19%
Promedio					3,76%
*SECTOR					21,66%

* <http://www.damodaran.com>; Internet software and services 330 Companies a Enero de 2014

Cuadro 1. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

Fuente: Processa SAS.

No obstante, es necesario precisar que este costo promedio ponderado del capital se ha “castigado con riesgo de mercado y riesgo país (Risk Premiun y EMBI)”, según el modelo CAPM que veremos más adelante, y que se utiliza para proyección de inversiones; pero esta estimación distorsiona el costo del capital cuando se refiere a datos históricos, pues supone la estimación de un riesgo que la Empresa no materializó; de modo que para hacer el costo comparable entre el retorno obtenido (ROIC) y el costo del capital (Ck), se estima el WACC restándole el riesgo que solo puede darse en el futuro y dejando la tasa efectivamente pagada por la Empresa en cada año del periodo analizado.

Costo Neto de Deuda	2010	2011	2012	2013	2014
Costo deuda *(1-tx)	8,79%	12,02%	12,96%	12,21%	11,85%

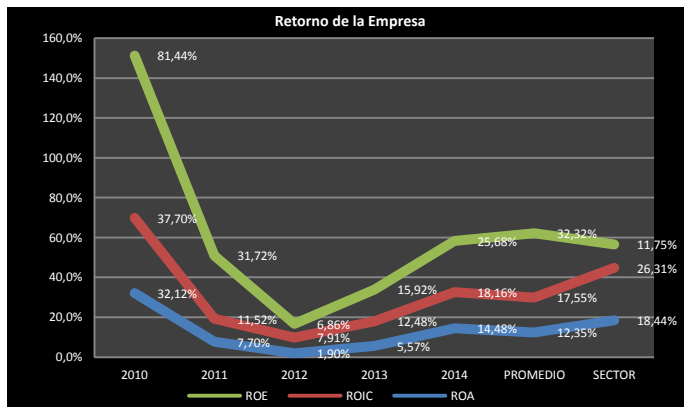
Costo de Capital	2010	2011	2012	2013	2014
Tasa Libre de Riesgo	3,84%	3,29%	1,87%	1,76%	3,04%
Prima de Mercado	4,4%	4,7%	6,0%	5,8%	5,0%
Beta apalancado de la Empresa	1,817	2,69	2,75	2,24	1,48
BASIC CAPM Cost of Capital	11,76%	16,03%	18,48%	14,74%	10,43%
EMBI	3,30%	2,11%	1,95%	1,73%	1,88%
Local CAPM	15,06%	18,14%	20,43%	16,47%	12,31%
WACC	11,76%	13,98%	15,24%	14,01%	12,13%

Cuadro 2. Fuente Processa SAS. Elaboración del grupo de trabajo.

Es claro que Processa está generando valor, pero está distante del ratio generado por el sector referente. En este ejercicio se revisan algunas causas de este resultado, aunque el objetivo no es formular estrategia financiera ni de gestión para la Empresa.

⁴ www.damodaran.com

En cuanto al retorno sobre activos (ROA), la Empresa igualmente muestra un comportamiento medio en el periodo inferior en 4pbs frente al sector referente, lo cual indica una menor eficiencia, sea por rotación del activo o por margen bruto, como se analizará más adelante.



Gráfica 2. Retorno de la Empresa. ROE: ROIC ROA. Fuente: Grupo de trabajo

Frente a estos indicadores, es conveniente considerar desde ahora que muestran distintos aspectos del mismo fenómeno: *la rentabilidad para el inversionista*, pero no revelan aspectos claves en la decisión de compra de una empresa, pues la decisión de inversión consiste en la expectativa de obtener un resultado futuro mejor a partir de un comportamiento pasado, y es claro que ninguno de estos indicadores tiene la capacidad de advertir qué pasará con la empresa luego de adquirirla.

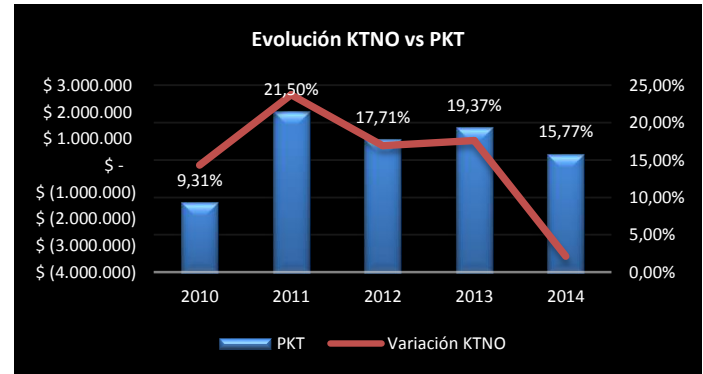
La principal ventaja del ROI (del inglés Return On Investments), por ejemplo, como lo señala Oriol Amat (Amat, 1999), “es que permite al responsable de una unidad despreocuparse de la problemática de la financiación ya que no depende de él”. Sin embargo, “este es también su principal inconveniente”, porque, según lo explica este autor, puede generar una visión distorsionada acerca del beneficio y de la rentabilidad de la empresa en el tiempo, o también se podría desaprovechar la capacidad de apalancamiento y abstenerse de realizar inversiones más rentables que el costo de financiación de la Empresa.

La rentabilidad de los fondos propios de la Empresa, ROE por sus siglas en inglés *Return on Equity*, es un indicador muy utilizado para medir el éxito alcanzado por una empresa y para cuantificar la riqueza generada. (Amat, 1999).

Entre las ventajas del ROE, destaca el autor, es que es “fácil de obtener y poco influenciado por la coyuntura de los mercados bursátiles, además, puede ser comparado con el costo de oportunidad de los accionistas y tiene en cuenta el coste del endeudamiento” (Amat, 1999). Entre las desventajas de este indicador es que no incorpora variables de revalorización de los activos o la inflación que los haya afectado con el transcurso del tiempo.

Frente al ROA, (del inglés *Return On Assets*), este es un indicador del rendimiento económico de la Empresa y no se compara con el sector ni es evidencia suficiente de su eficiencia; es decir, este indicador establece la rentabilidad

obtenida con los activos totales en un periodo fiscal determinado, pero no dice cuánta era la rentabilidad que debía o podía generarse con la misma cantidad activos en el mismo periodo; para ello se precisa de otros indicadores como el margen neto, la rotación de los activos, el mismo indicador de productividad del capital de trabajo.



Gráfica 3. Evolución del KTNO Vs PKT. Fuente Processa SAS; Elaboración del Grupo de trabajo

Como lo evidencia esta gráfica, Processa ha venido disminuyendo su capital del trabajo en los últimos cuatro años, mientras que sus indicadores de retorno económico (Gráfica 2), van aumentando en el mismo periodo.

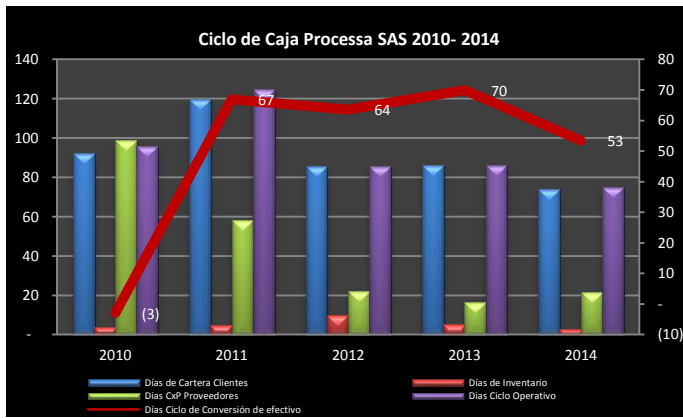
Este comportamiento revela mayor gestión en incremento en la cartera clientes, disminución de los inventarios y un descenso en las cuentas por pagar a proveedores; es decir, la Empresa mantiene su nivel de ventas, disminuye la cantidad de activos que requiere para generarlas y paga a proveedores a un promedio móvil de 21 días, lo cual le genera competitividad por preferencia de sus proveedores estratégicos y beneficios económicos por pronto pago.



Gráfica 4. Productividad del Capital de Trabajo. Fuente Processa SAS; Elaboración del Grupo de trabajo



Gráfica 5. Gestión del Capital de Trabajo. Fuente Processa SAS; Elaboración del Grupo de trabajo



Gráfica 6. Ciclo de Caja de Processa SAS. Fuente Processa SAS: Elaboración del Grupo de trabajo

PAF	2010	2011	2012	2013	2014	
Ventas	12.885.027	17.849.090	25.815.993	28.414.823	28.165.036	
Activos Fijos	1.475.713	6.063.456	5.217.092	3.134.045	2.641.779	Promedio
PAF	8,73	2,94	4,95	9,07	10,66	7,27

Cuadro 3. Fuente Processa SAS. Elaboración del grupo de trabajo.

Este cuadro corrobora que la gestión de activos de la Empresa ha sido eficiente en los últimos cuatro años, al generar 7,27 unidades monetarias de ventas por cada unidad monetaria de activos en promedio en este periodo; hecho que explica el resultado obtenido en rentabilidad con menos activos.

La capacidad de generar valor agregado de la Empresa se evidencia en el siguiente cuadro:

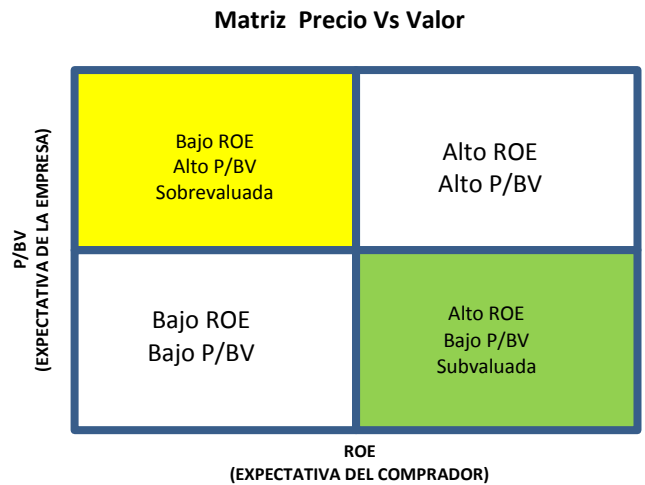
EVA	2010	2011	2012	2013	2014	
UODI	1.976.958	1.417.955	918.120	1.361.264	1.653.070	
ACTIVOS NETOS DE OPERACIÓN	3.135.255	10.240.982	10.330.734	9.892.022	8.564.606	
WACC (histórico)	4,64%	8,17%	9,00%	7,04%	3,43%	
EVA	1.831.624	581.212	(11.822)	664.760	1.358.989	
						Promedio
						\$884.953

Cuadro 4. Valor Agregado Processa SAS. Fuente Processa. Elaboró Grupo de trabajo (Expresado en miles COP)

El EVA, (*del inglés Economic Value Added*), muestra de forma precisa y desde la perspectiva del inversionista, la capacidad de la Empresa de generar riqueza; es fácilmente comprensible para cualquier empresario y evita prácticas cortoplacista en las que suelen caer inversionistas. (Amat, 1999).

Este indicador está necesariamente ligado al riesgo, al costo del capital y a la tasa de oportunidad del inversionista. (Amat, 1999), pues para ser atractiva la inversión, el resultado económico debe ser tanto mayor que el obtenido por una renta con menor riesgo (DTF, por ejemplo); de otra manera la expectativa de la Empresa por obtener un precio de mercado de sus acciones (P/BV), no guarda relación con la capacidad de

generar beneficio para el inversionista (ROE), como se observa en la siguiente gráfica⁵:



Cuadro 5. Matriz de Precio Vs Valor. Fuente: Zumma SAS. Adaptaciones y complementaciones del Grupo de trabajo.

En el caso de Processa SAS, su valor agregado promedio es positivo descontado el costo del capital, de modo que la Empresa tiene un ambiente de rentabilidad.

Como se ha dicho, esta apreciación de rentabilidad debe sensibilizarse con el riesgo de la Empresa, principalmente con su riesgo de liquidez, pues como académicamente se ha insistido, “una empresa se quiebra por su caja”.

Processa ha tenido un fuerte descenso en el nivel de apalancamiento externo durante el periodo analizado, especialmente en el año 2014, cuando su deuda financiera total se redujo a \$3.971 millones, que representaba un 14,1% de sus ventas totales del mismo año, y el 43,6% del activo total.

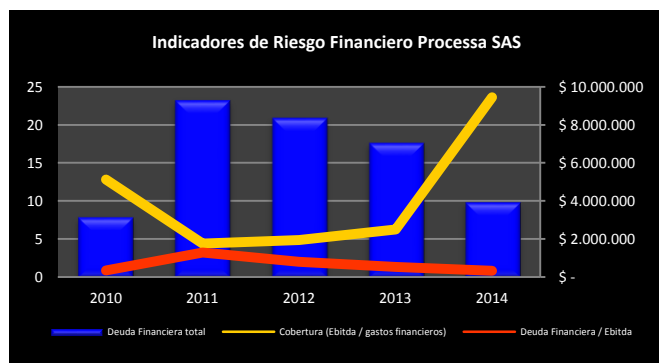
La cobertura del riesgo de la Empresa es un ratio entre el Ebitda, la deuda con costo y los gastos financieros de la Empresa; ello, en razón a que la Empresa destina ingresos de la operación para amortizar deuda y para el pago de los intereses (García S., 2009); de modo que entre más participación tengan las amortizaciones de la deuda y los intereses en el Ebit de la Empresa, mayor será el riesgo de incumplimiento en sus obligaciones de plazo.

La cobertura a gastos financieros, es decir, la participación en el Ebitda de los gastos financieros ocasionados por el pago de intereses de la deuda financiera con costo, fue del 10,38% en el periodo 2010-2014, lo cual implica que la Empresa podía destinar hasta 10,38 unidades monetarias de su Ebitda para pagar cada unidad monetaria generada por los intereses de la deuda; lo cual es una razón de confianza para sus acreedores financieros.

Respecto del ratio de cobertura de deuda, es decir la relación de la deuda total con el Ebitda, fue del 0,79, es decir que la

⁵ <http://es.slideshare.net/zummaco/manual-introductorio-de-multiplos-financieros?related=1> Esta matriz se modificó y se complementó por los autores de este trabajo.

deuda financiera era inferior a la capacidad de la Empresa para realizar sus activos, lo cual también implica para el acreedor un ratio de confianza y de solidez financiera, como quiera que la deuda está diferida en el plazo.



Gráfica 7. Indicadores de Riesgo de Processa SAS 2010-2014. Fuente: Grupo de trabajo

Lo visto hasta entonces deja en claro que la Empresa no afronta problemas serios de operación, ni tiene endeudamiento excesivo; al contrario, sus inductores de valor muestran que ha tenido un desempeño promedio superior al sector de referencia en el periodo analizado, salvo en cuanto hace al retorno sobre la inversión, en donde puede hacer mejores esfuerzos para reducir la brecha que mantiene con el sector referente.

Para la comprensión de este trabajo y el desarrollo coherente de los objetivos que éste persigue, conviene revisar algunas de las razones estratégicas que llevaron a la venta parcial de la participación en Processa SAS.

II. VENTA PARCIAL DE PROCESSAS SAS

En el año 2010, la Caja de Compensación Familiar Compensar adquiere el 70% de las acciones de la Empresa; de modo que la participación accionaria de Processa es la siguiente:

COMPOSICIÓN ACCIONARIA ACTUAL	%	CAPITAL SOCIAL 1 acción = 1.000 COP
CCF COMPENSAR	70%	\$ 2.054.950.800
Minoritario 1	20%	\$ 587.128.800
Minoritario 2	10%	\$ 293.564.400
TOTAL	100%	\$ 2.935.644.000

Cuadro 6. Composición Accionaria de Processa Fuente: Processa SAS. Elaboró Grupo de trabajo

Algunos de los productos más destacados de la Empresa son: el servicio de IVR, la administración de tarjetas multibolsillo, la administración de tarjetas de crédito y débito, administración, arrendamiento y operación de infraestructura de procesamiento de información financiera, tales como datáfonos y cajeros automáticos, autorización y verificación de saldos en tarjetas multibolsillos, cargue de saldos y enrutamiento de pagos y la administración de tarjetas de CRM, o bono de regalo de algunos de estos mismos clientes.

Los principales procesos misionales de la Empresa son:

1. Procesar información de pagos a través de medios electrónicos (tarjetas transaccionales de varias entidades, entre ellas Compensar y otras entidades).
2. Administrar medios de pago electrónicos, como tarjetas privadas y tarjetas franquiciadas, dentro de éstas, tarjetas débito y crédito.
3. Administrar y procesar información de servicios de crédito (back office), a través de la plataforma denominada bancor –Core bancario-.
4. Administrar y operar infraestructura –software y hardware), para transacciones (cajeros automáticos de la red de Compensar y de otras empresas, medios de pago electrónico como Internet, móviles (celulares), audio respuesta.

Actividad proyectada. **Processa** busca transformarse en una sociedad anónima para luego convertirse en administradora de un sistema de pagos de bajo valor vigilada por la Superintendencia Financiera⁶.

Para cumplir el objetivo proyectado Processa SAS debe incorporar nuevos socios, no solo para lograr el número mínimo de socios que la legislación colombiana exige para convertirse en una sociedad administradora de pagos de bajo valor (5 socios), de los cuales al menos tres deben ser entidades del sector financiero o solidario vigilado, sino porque los dos socios minoritarios actuales han manifestado su interés en vender su participación en la Empresa, ante la demanda de inversión en bienes de capital que se requiere para mantener la competitividad de Processa (Capex), de cara al reto de transformarse en una administradora de pagos de bajo valor.

Por esta razón, Compensar solicitó y obtuvo autorización de la Superintendencia del Subsidio Familiar, para vender hasta el 50% de su actual participación en Processa SAS (35% del total), a un comprador extranjero denominado EVERTEC INC (por razones de confidencialidad no hay más datos disponibles sobre el comprador), con quien se ha terminado una negociación que se prolongó por más de dos (2) años.

Este comprador también adquirió en la misma negociación, el 100% de las participaciones minoritarias (30% del total), haciéndose al 65% del total de las acciones de la Empresa y, por ende, al control mayoritario de su gobierno, todo ello atemperado con una reforma estatutaria que garantiza a

⁶ “En el caso colombiano, con base en facultades y regulaciones contenidas en la Ley 964, el Decreto 1400 de 2005 y la Resolución 5 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), se ha determinado que aquellos sistemas en los que el monto promedio diario de operaciones liquidadas sea superior a \$2.5 billones a precios constantes de 2005 (equivalentes a un poco más de \$3.1 billones a precios corrientes de 2009) se clasificarán como “sistemas de pago de alto valor”, y los que se ubiquen por debajo de dicho monto se clasificarán como “sistemas de pago de bajo valor”. Fuente: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/Rep_Sistemas_pago

Compensar, que pasa a ser minoritaria, una supermayoría del 74,99% del total de las acciones, en decisiones que impliquen inversiones en activos de capital (Capex) o la entrada de nuevos socios, entre otros aspectos plasmados en el Acuerdo de Accionistas suscrito y que no es objeto de análisis en este trabajo.

Esta negociación empezó en diciembre de 2012 con la firma de una carta de intención “LOI”, en la que se tomó como referencia un precio de venta por acción de \$1.708,62 COP para un rango de valor de la empresa entre \$24.000 millones y \$29.000 millones estimado a diciembre 31 de 2012 por el método de “flujo de caja descontado” al costo promedio ponderado de su capital, según lo indicó la empresa Capital Advisory Partners Ltda.

Durante la negociación, el comprador solicitó la exclusión de la línea de negocio Call Center y su consecuente disminución del valor de venta, debido a que el regulador del comprador (La FED) lo exige para aprobar esta negociación.

Entonces, por el acuerdo alcanzado durante la etapa de negociación, se requiere realizar una valoración de la Empresa dentro de los 45 días siguientes a la firma de los contratos, a través de un *método de evaluación dinámico* que garantice el “justo precio” de la transacción, considerando variables críticas, como la reducción de los activos de Call Center, el comportamiento proyectado del flujo de caja y la evolución de algunas variables que impactan a la Empresa; de manera que este trabajo se propone dar cumplimiento a dicho acuerdo y así perfeccionar la venta del 65% de la participación accionaria de Processa SAS.

Adicionalmente, en este trabajo se realizará una valoración por FCLD a 2014 y proyectado a 2019; y valoración por múltiplos de Ebitda, también a 2014 y proyectado a 2019, así como una comparación y análisis entre los resultados de los dos métodos.

A. Entorno económico-financiero nacional e internacional.

Cuál es el negocio de Processa?; al respecto de la claridad que se debe tener del negocio de la Empresa, el profesor Druker dijo⁷:

“Nada puede parecer más simple o más obvio que contestar cuál es el negocio de una compañía. Una fábrica de acero hace acero, un ferrocarril hace correr trenes para transportar carga y pasajeros, una compañía de seguros cubre riesgos de incendio. En realidad, la pregunta parece tan simple que raramente se formula. La respuesta tan obvia que raramente se da. ¿Cuál es nuestro negocio? Es casi siempre una pregunta difícil que sólo se puede contestar luego de pensar y estudiar mucho. La pregunta solamente se puede contestar mirando al negocio desde afuera, desde el punto de vista del consumidor y del mercado. Lo que el consumidor ve, piensa, cree y necesita en un momento dado cualquiera

debe ser aceptado por la gerencia como un hecho objetivo que merece ser tenido en cuenta tan seriamente como los informes de los vendedores, las pruebas realizadas por los ingenieros o las cifras del contador, lo que para pocas gerencias es fácil de realizar”.

Como se ha explicado, el negocio de Processa es procesar información a través de internet y otros medios de transferencia electrónica de datos, y las compañías de procesamiento de información vía internet en Colombia son altamente afectadas por la tasa de cambio, debido a que sus contratos más importantes son con proveedores de los Estados Unidos, o se pactan en dólares y se pagan en COP a TRM de fecha de factura; de manera que el comportamiento de esta divisa es un factor crítico, no solo para el sector, sino para la Empresa.

Año	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
TRM	2.960	3.120	2.835	2.540	2.310

Cuadro 7. Proyección de la TRM. Fuente: La Nota Económica/Bancolombia/Portafolio Sept de 2015 (promedio realizado por los autores)

La fuerte devaluación acumulada del peso frente al dólar, 34,78%⁸ en los últimos 18 meses, ocasionada por la caída en el precio del petróleo, el repunte de la economía de Estados Unidos, y la expectativa del mercado local asociado al avance de las negociaciones de paz del Gobierno Colombiano con la guerrilla de Las Farc, han generado incertidumbre en el comportamiento de la tasa de cambio; por esta razón, para este trabajo se toma en consideración un promedio de las proyecciones de La Nota Económica, de Bancolombia y de Portafolio, estimado visiones distintas y complementarias sobre el mismo aspecto⁹.

El mercado por Internet está asociado al desempeño económico del País, en razón a que ese indicador es determinante de la inversión y de la transaccionalidad electrónica. Entre otros factores de competitividad, el crecimiento económico del país es determinante en la percepción del riesgo de mercado.

Año	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
PIB	3,1%	3,1%	3,6%	3,7%	3,9%

Cuadro 8. Proyección del PIB. Fuente: La Nota Económica/Bancolombia/Portafolio/Sept de 2015 (Promedio realizado por los autores)

“El e-commerce es un fenómeno asociado a la globalización de las economías y de los mercados”, afirma Camilo Herrera, presidente la empresa Raddar experta en esta operación. En Colombia, las compras a través de medios electrónicos

⁸ Fuente: Banrepública, en función de la TRM del 01 de junio de 2014 al 20 de Octubre de 2015. TRM (\$1900/\$2913-1) = -34,78%. Cálculo del Grupo de trabajo.

⁹ Ver Boletín de prensa Banrepública, publicado el 25 de septiembre de 2015 y disponible en versión pdf en enlace: www.banrep.gov.co. En este informe el Regulador Central de la política monetaria explica que la devaluación acumulada del tipo de cambio fue una de las razones que tuvo para incrementar la tasa de intervención en 25pb, a partir del mes de Octubre de 2015.

⁷ Citado por Oscar León García en su libro “Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y Eva, Cap 2 página 53.

crecieron el 35% sobre el promedio de los años últimos (2012 y 2013) que fue de 2.500 millones de dólares año; y para el año 2014 las compras por Internet llegaron a los 3.500 millones de Dólares (41,3% de crecimiento frente al 2013), según lo afirman Camilo Herrera, presidente de la Empresa Raddar y PayU Latam¹⁰, impulsado principalmente por el incremento de operaciones a través de este canal por las grandes superficies (Éxito, Jumbo, Olímpica, Home Center, Falabella, Aviatour y Mercado Libre, entre otras.

Según lo afirma Ana Sandoval, vicepresidente comercial de la empresa PayU Latam¹¹, líder del mercado nacional de transaccionalidad con el 80% del mercado, las proyecciones del negocio para los años 2015 – 2018 mantienen la tendencia de crecimiento “como consecuencia de la llegada de nuevos competidores a la industria”, la expansión del uso de los teléfonos inteligentes y las normas de bancarización, que crean entidades especializadas en operaciones PAD electrónicas sin gravamen a las operaciones financieras, que es el mercado a donde quiere llegar Processa.

Además de la administradora de pagos, el nicho de mercado de Processa comprende la banca móvil, la transaccionalidad virtual (audio respuesta- cajeros) y las operaciones con tarjetas de crédito y débito, en donde las posibilidades de crecimiento están asociadas a la conectividad del país a la Internet, cuya cobertura es apenas del 51,7%, según lo explicó Daniel Cohen, director de Pagos Emergentes de Latinoamérica y el Caribe de MasterCard al diario El Tiempo¹².

Según un listado creado por la *Fletcher School de la Tufts University* de Estados Unidos, Colombia ocupa el puesto 43 entre las 50 naciones más preparadas para alcanzar y recibir los próximos mil millones de usuarios de Internet¹³; es decir, que si bien la cobertura de Internet del país es baja comparada con la EE.UU., con 84,2%, Japón con el 86,3%, Chile con el 66,5%, o con España que llega al 71,6%, es claro que el país ha venido incrementado la expansión de la Internet a tasas del 11% y el 22% anual, es decir que para los próximos cinco (5) años, la cobertura del internet estará el cerca del 72% del territorio nacional, según Mintic.¹⁴

Considera la Cámara Colombiana de Informática y Telecomunicaciones (CCIT)¹⁵ que, a partir de la política pública, además del teletrabajo, se ha estimulado el crecimiento de las operaciones virtuales en todo el país y se ha promovido la positiva y rápida reacción de los empresarios, quienes han

implementado jornadas de horarios extendido para ventas virtuales y ofrecen atractivos descuentos por pago por medios electrónicos, y otros mecanismos de expansión de su mercado como el “ciberlunes”, que en su más reciente versión en Colombia generó cerca de 20 mil millones de pesos en operaciones en un solo día, según lo afirma esta entidad.

Sin embargo, esta industria en expansión debe enfrentar el reto de generar más confianza entre los consumidores, como lo afirma Miguel Angel Hernández, experto columnista del Diario El Tiempo: “Si bien los esfuerzos de la industria y el Gobierno van encaminados a aumentar los canales mediante los cuales los colombianos pueden realizar transacciones en línea, una mayor penetración del comercio electrónico depende en buena medida de que los diferentes actores de este mercado puedan superar las barreras.”¹⁶

En el mismo sentido se expresó Bryan Roza, gerente de E-Banking, de Gemalto para la Región Andina¹⁷: “Es oportuno que nuestro sistema financiero continúe haciendo frente con nuevos mecanismos, que van de la mano de la tecnología y la seguridad digital, para lograr una robusta autenticación de las operaciones”.

La seguridad digital, como lo ha expresado el experto, es uno de los mayores retos de esta industria, y por ello es que los empresarios deben hacer grandes esfuerzos para que las plataformas tecnológicas que soportan operaciones virtuales de dinero sean robustas, seguras y estén disponibles, de modo que esta estabilidad genere más confianza en los diferentes actores del mercado virtual en Colombia, de cara al reto que enfrentarán por la rápida expansión de ese mercado y la rápida migración de los compradores hacia canales virtuales de transacciones, como el teléfono celular o las tabletas.

Esta misma preocupación la comparte Alberto Yohai, presidente de la Cámara Colombiana de Informática y Telecomunicaciones, quien al ser entrevistado por el Diario El Tiempo, reconoció que aún existe una gran desconfianza en las transacciones en línea, y estima que deben incrementarse los esfuerzos tecnológicos y operativos sectoriales para superarla.

La cultural es otra de las barreras de esta industria, según lo detectó el estudio ‘The Cocktail Analysis’, que indica que cerca de la mitad de los cibernautas no han efectuado compras en línea durante un año, por “desconfianza” o por “desconocimiento”; de dicho grupo, asevera este informe, cerca del 34% “no está acostumbrado”, y el 44% aduce temores por la seguridad. Uno de cada cinco colombianos ha sido víctima de fraude por internet.¹⁸

Un Sistema de pagos comprende, según el FMI¹⁹, “un conjunto de instrumentos, procedimientos bancarios y, por lo general, sistemas de transferencia interbancaria de fondos que

10 <http://www.eje21.com.co/2014/04/colombia-no-ha-tenido-crecimiento-significativo-en-comercio-electronico-2>

11 <http://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/crecimiento-del-comercio-electronico-en-colombia/15119458>

12 <http://www.portafolio.co/economia/economia-colombiana-finalizaria-el-ano-una-tasa-36>

13 <http://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/conectividad-de-colombianos-a-internet/14774556>

14 <http://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/conectividad-de-colombianos-a-internet/14774556>

15 <http://www.mintic.gov.co/portal/604/w3-article-5143.html>. Se firma en este portal que Colombia es líder en cobertura de Internet en hogares en AL y, junto a México, son los países del mayor expansión en conectividad web en la región; también se puede consultar: <http://sisgecom.com/2014/03/25/3301/>.

16 <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-14774555>

16 <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-14774555>

17 <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-14774555>

18 <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-14774555>

19 Indicadores de Solidez Financiera: Guía de compilación. Fondo Monetario Internacional FMI. 2006. Versión PDF disponible en el enlace <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/esl/guia.pdf>

garantizan la circulación del dinero. El sistema de pagos es un canal a través del cual las perturbaciones pueden transmitirse entre diferentes sistemas y mercados financieros”.

La preocupación del mercado por el aspecto de seguridad y de competitividad de estos sistemas es compartida por este organismo mundial, al decir que: “Contar con un sistema de pagos sólido es un requisito clave para mantener y fomentar la estabilidad financiera, y por ese motivo se ha llegado a un amplio consenso internacional sobre la necesidad de reforzar los sistemas de pagos promoviendo las normas y prácticas aceptadas internacionalmente para su diseño y funcionamiento (véanse BPI [2001a] y BPI [2003a])”²⁰.

Este panorama de crecimiento y desafíos de la industria de la transaccionalidad a través de la internet y otros medios electrónicos, alientan el arribo del nuevo socio de Processa, quien además mira con optimismo y por su experiencia, el desempeño que han mostrado las operaciones virtuales en América Latina, principalmente en Chile, Perú y Ecuador, donde se ha presentado un fenómeno de crecimiento similar al registrado en Colombia.

Otro de los indicadores clave para Processa es la inflación, debido a que un incremento sostenido en los precios de los bienes y servicios ocasiona la caída de las ventas, y con ello también caerían las transacciones virtuales que constituyen el negocio objeto de Processa.

Año	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
IPC	3,4%	3,8%	2,9%	3,1%	3,0%
IPP*	4,3%	3,6%	3,5%	2,5%	3,0%

Cuadro 9. Proyección del IPC. Fuente: La Nota Económica /Bancolombia/Portafolio Sept de 2015 (promedio realizado por los autores de este trabajo)

Se incluye el índice inflacionario para el productor, en razón a que el costo de las transacciones en algunas operaciones los asume el propio productor, regularmente en operaciones de administración de créditos, de CRM o de fidelización, de modo que la pérdida de capacidad adquisitiva y la volatilidad en precios afectará los costos de operación.

El comportamiento de la economía del país en los últimos 18 meses se ha visto seriamente afectado por el déficit en la balanza de pagos, ocasionado por la caída del precio de petróleo, la desaceleración de China y la expectativa de incremento en las tasas de interés en parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos; por lo cual el Banco de la República ha incrementado en 25pbs la tasa de intervención, a fin de mantener controlada la inflación, que en los últimos tres meses ha superado la inflación meta que tiene un techo de 4%²¹.

Un incremento en el costo del dinero traerá consigo una desaceleración del sector productivo, debido a que este incremento también afectará el crédito de consumo que a su vez

reducirá la demanda de bienes y servicios. Pero el déficit en balanza comercial no solo afectará al sector productivo, fundamentalmente afectará al Gobierno Nacional quien tendrá serios problemas para financiarse en el corto y mediano plazo, por lo que se espera incremento en el déficit fiscal y un incremento correlativo de la deuda pública interna y externa, y con ello una mayor devaluación de la moneda para contrarrestar el déficit y mantener la competitividad cambiaria.

Por su parte el salario mínimo legal que perciben cerca del 6,8 millones de trabajadores formales del País, según proyecciones promedio de Portafolio, Bancolombia y la Nota Económica, crecerá el 4,2 % anual en promedio:

Año	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	
smmlv	644.350	670.768	698.717	727.830	757.914	Promedio
%	4,6%	4,1%	4,2%	4,2%	4,1%	4,2%

Cuadro 10. Proyección del SMMLV. Fuente: La Nota Económica /Bancolombia/Portafolio Sept de 2015 (promedio realizado por los autores de este trabajo)

La relación entre inflación y salario promedio del sector real afecta la capacidad de consumo de los hogares en Colombia; es decir, a mayor salario y en condiciones de inflación controlada, los colombianos podrán acceder a más bienes y servicios, y con ello se estimulará el incremento de las operaciones virtuales; no obstante, esta relación que pareciera favorable, estará limitada por el mayor costo de dinero debido al incremento de la tasa de intervención.

A modo de síntesis de este análisis macroeconómico y financiero, es claro que el sector que interesa a Processa presenta un panorama de crecimiento en Colombia, lo cual corrobora y sustenta las razones de inversión de Evertec en este mercado, aunado al hecho de que el comprador es uno de los grandes competidores de esta industria en los Estados Unidos y líder de sector en América Latina.²²

B. Condiciones de la Negociación

Como se indicó, la venta de la participación de Processa se inició en diciembre de 2012, cuando se suscribió entre Processa y el comprador Evertec una carta de intención o “LOI” que son las siglas en inglés de la expresión “Letter Of Intent”, en el que se sentaron las bases para la fase negocial; principalmente se dejaron establecidas tres condiciones básicas: i) la liquidación de los activos de Call Center por el método de activos netos (sin deuda asociada); ii) la determinación del precio final de venta, dentro de los 45 días siguientes al cierre del negocio; y iii), un mecanismo fiduciario (scrow) para la compensación del precio final, en caso que éste se desfase en una suma superior a \$1.600 millones COP, por encima o por debajo del precio negociación, que entonces se ubicó entre un rango de los \$24.084 millones COP mínimo y un máximo de \$28.000 millones COP, de

²⁰ Ob cit, FMI

²¹ Fuente: Boletín de prensa Banrepública, publicado el 25 de septiembre de 2015 y disponible en versión pdf en enlace: www.banrep.gov.co.

²² Fuente: Evertec Report Second Quarter 2015 Results. Company release 08/05 de 2015. Full version link: www.businesswire.com/news/home

conformidad con la valoración adelantada por la firma Capital Advisory Partners Ltda.²³.

i) Liquidación de los activos de Call Center

Para liquidar los activos de Call Center la Empresa contrató una firma de expertos, quien se encargó de aplicar algunos criterios de asignación de costo, gasto, e ingreso y determinó la participación de la deuda de dicha unidad de negocio, que son datos relevantes para establecer finalmente el peso relativo que tendrá la liquidación del negocio Call Center en la estimación del precio final de la Empresa.

CRITERIOS	Call Center	Transacciones
Ingresos	52,72%	47,28%
Proporción Adecuaciones	67,52%	32,48%
Gastos de Personal	60,58%	39,42%
Proporción deuda	67,09%	32,91%
Personas	84,31%	15,69%
Área Ocupada	58,38%	41,62%
Proporción Total Préstamos	84,67%	15,33%
Total	25,70%	74,30%

Cuadro 11. Criterios de Liquidación de Call Center. Fuente: Processa SAS; compilación de datos Grupo de trabajo

No es parte del objetivo de este trabajo verificar la pertinencia de dicha distribución ni de los criterios de asignación; por ello solo se toma la participación total de cada una de las líneas de negocio, para posterior afectación del precio final que arroje esta valoración y seguir el parámetro de la valoración inicial.

Criterios a diciembre 31 de 2012	(millones COP)	Porcentaje
Valor Mínimo Inicial:	\$ 24.084	100%
- Participación de Call Center:	\$ 6.190	25,7%
Valor Mín Inicial sin Call Center:	\$ 17.894	74,3%
<u>Valor de la participación vendida:</u>	<u>\$ 11.631</u>	<u>65,0%</u>

Cuadro 12. Porcentaje de peso de Call Center en Processa. Fuente: Processa SAS. Elaboró el Grupo de Trabajo.

Lo que sí será objeto de revisión es el impacto que dicha liquidación tendrá en el Ebitda y en otros inductores de valor de la Empresa, proyectados a 2019 con base en el gradiente que adelante se indicará, para evidenciar el efecto de dicha decisión en los inductores de valor de la Empresa.

ii) Determinación del precio final de venta

Para establecer el precio final de venta de la participación de Processa, se debe considerar que dicha actividad es condición *sine quad non* para el perfeccionamiento del negocio de compra y venta de acciones de la Empresa; es decir, hasta ahora se ha fijado un precio de referencia de \$17.984 millones COP, que data del año 2012 y que deberá actualizarse para cierre de la negociación, lo cual se hará una vez suscrito el contrato de compra y venta.

Firmado el contrato, Evertec tendrá acceso ilimitado a toda la información disponible de Processa, de modo que realice una valoración de verificación del precio y así perfeccionar la

transacción, sin perjuicio que el precio deba ajustarse cuando quiera que la contrastación entre el precio negociado (2012) y el valor que resulte de esta nueva valoración (2014), arroje una diferencia absoluta superior a \$1.600 millones de pesos, que equivale a una diferencia relativa del 13,78% del valor de la transacción.

iii) Fondo Fiduciario de Compensación (Scrow)

Como mecanismo de compensación del precio se ha pactado entre las partes que, si como resultado de la nueva valoración se obtiene una diferencia superior a los 1,6 mm COP, la parte que sea afectada descontará o recuperará la diferencia de un fondo fiduciario de compensación que se abrió (scrow) para tal fin. En dicho fondo el vendedor depositó la suma de 1,6 mm COP, con instrucciones al fiduciario para pagarla a Compensar, en caso que el “justo precio” de venta resulte superior hasta en esta suma al valor acordado en el contrato (\$11.615 mm COP), o la recuperará a su nombre, en caso que el valor de esta valoración sea inferior hasta en esta suma frente al precio negociado.

Si la diferencia por encima o por debajo es superior a los 1,6 mm COP, las partes acudirán a una nueva valoración dentro de una nueva negociación, con la intervención de un árbitro conciliador si es que la disparidad no se resuelve directamente por las partes. Vale anotar que si la diferencia por encima o por debajo es inferior al valor depositado en el scrow (1,6 mm COP), no habrá compensación y la suma será entregada Compensar como parte del precio pactado.

C. Valoración de Processa SAS

Se realiza ejercicio de valoración por dos métodos, uno estático, consistente en múltiplos del Ebitda de Processa SAS según estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2014; y uno dinámico, consistente en el valor presente de los flujos de caja proyectados de Processa a 2019, con base en un gradiente de crecimiento y otros criterios macroeconómicos y del entorno de la Empresa, considerando además los aspectos que se han analizado en este trabajo.

A modo de introducción al proceso de valoración, es conveniente considerar que la gestión del valor en la empresa actual es una realidad de contexto mundial, como lo afirma Oscar León García (García, 2003): “La preocupación por la generación de valor se ha dado principalmente por el flujo mundial de capitales, los retos de la globalización, las privatizaciones y la necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño”; por consiguiente, este ejercicio de valoración se circunscribe la verificación del valor de referencia en la negociación entre Compensar y Evertec, de modo que no se plantea una estrategia de gestión basada en valor para Processa.

La valoración de una empresa, afirman Montserrat Casanovas y Pol Santandreu, “*se puede concebir como la expresión en unidades monetarias de los elementos que integran el patrimonio de la Empresa, de su actividad, su potencial (técnico, comercial y financiero), y de cualquier otra característica destacable*”. (Montserrat, María J.; Ripoll, Enric y Santandreu, Pol, 2011)

²³ Anexo dpf a este trabajo.

Por su parte, Oliver Schneider, del ETH Swiss Federal Institute of Technology of Zürich, afirma: “*The main goal of financial management is to ensure and increase long-term value for the stakeholders through an effective use of capital, in terms of profitability, liquidity, and security. From this overall objective, management tasks can be derived. On a daily basis, the working capital needs to be managed in order to improve its utilization. An improved utilization of the working capital can be lead to higher profitability. On occasion, financial managers need to assess potential investments in fixed assets or cost reduction projects, in order to reduce operational risks and therefore improve the profitability of the assets and increase liquidity*”. (Schneider, 2010)

Entre tantos otros autores, estos recogen la claridad que debe tenerse acerca del valor de una empresa y un asunto totalmente ajeno al proceso de valoración que es precisamente la gestión que asegure el desempeño futuro de la empresa. Dicho de otra manera: “el valor pagado no es garantía de la rentabilidad de la empresa”²⁴.

La rentabilidad de la empresa depende, entonces, exclusivamente de la gestión y del entorno donde ésta se mueve, también de la gestión del riesgo que asuman sus directivos, de la habilidad del gerente para manejar el capital de trabajo (Schneider, 2010), y de los criterios de management que se empleen en la gestión (Porter, 2009); en tanto que el valor es una expresión monetaria en un momento dado, resultado de un proceso aritmético de supuestos específicos contruidos a partir de las expectativas del inversor, pero sin el compromiso de la gerencia en realizar los supuestos que sirvieron de base para el cálculo del precio.

La planeación financiera y estratégica de la empresa difiere del ejercicio de valoración, precisamente en que el compromiso de la gerencia surge del proceso de planeación y no del ejercicio de valoración.

Tampoco busca este trabajo establecer un paralelo entre los diversos métodos existentes de valoración de empresas, que son diversos y complejos, empezando por el simple valor contable de los activos hasta valoraciones mucho más complejas basadas en proyecciones y cálculos probabilísticos, como la simulación de Montecarlo, entre otras. Lo que hace este trabajo es una valoración por los métodos más usados para esta clase de empresas, que son el flujo de caja libre descontado y múltiplos de Ebitda. (Ramírez, 2007).

1. Valoración por Flujo de Caja Libre Descontado

La valoración por flujo de caja libre descontado consiste en traer a valor presente neto el beneficio monetario que obtendría un inversionista en un periodo dado, considerando variables y supuestos inherentes al riesgo de la inversión y a la operación de la Empresa.

²⁴ Es popular la expresión: “*solo el necio confunde valor y precio*”, atribuida al Duque Francisco de Quevedo en el año 1.611 y popularizada por el poeta Antonio Machado. Fuente: <http://www.notariosenred.com/2014/08/documento-notarial/>

El modelo de descuento de flujos de caja libre (DFCF) fue introducido en 1962 por Modigliani Miler (Mila, Artemio & Martínez, Daniel, 2007), y según este autor, “sustituye los dividendos por los flujos de caja libre (FCF) bajo la asunción de que dichos flujos de caja ofrecen una mejor aproximación del valor creado durante un cierto período de tiempo; dado que el modelo basado en el descuento de dividendos considera la distribución de la riqueza [dividendos], pero no la creación de la misma”.

La fórmula generalmente usada para flujos de caja descontados es:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+wacc)^t} + \frac{VR}{(1+i)^n}$$

Donde:

EV = Enterprise Value
n = Horizonte de planeación (años estimados)
FCO = Flujo de caja libre
Wacc = Costo Promedio Ponderado del capital
t = periodos a descontar
VR = Valor residual (Continuidad)
i = Tasa de interés para el descuento del valor residual

Valoración por FCLD de Processa SAS, con datos históricos en el periodo 2010 a 2014. Procedimiento:

La valoración por este método supone un ejercicio de proyección la Empresa a partir de los aspectos que más la impacta, de modo que el inversor estime el resultado probable, aunque no asegurado de su inversión, pues la realidad de las variables dependerá del esmero con el que hayan sido construida, en tanto que el resultado que tendrá la Empresa es incierto.

Gradiente de Crecimiento

DATOS DE ENTRADA PROYECCIÓN						
Criterios	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	IMPACTO
PIB	3,1%	3,1%	3,6%	3,7%	3,9%	60%
*Crecimiento del Sector en Colombia	28,2%	33,5%	40,9%	44,3%	52,5%	20%
**Crecimiento Sector USA	13,8%	14,8%	15,8%	16,9%	18,1%	10%
*** Expectativa de los Socios	13,5%	18,5%	21,5%	26,5%	29,5%	10%
Total Ponderación						100%
Proyección ingresos	10,2%	11,9%	14,1%	15,4%	17,6%	13,8%
Gradiente de crecimiento móvil						Promedio

Cuadro 13. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

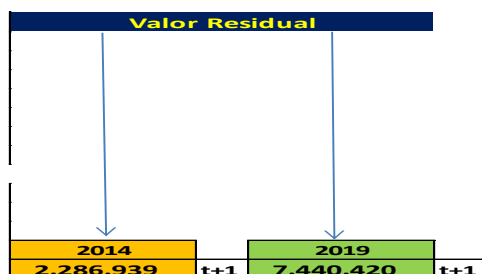
Para la determinación del gradiente se toma en consideración el crecimiento esperado del sector en Colombia, según la Cámara Colombiana de Comercio Electrónico; también se considera el comportamiento que se espera del sector en Estados Unidos según Damorarán, unidos a los datos del crecimiento esperado de la economía Colombia y la expectativa de socios.

Con este gradiente se reconstruye tanto el P&G como el balance de la Empresa y se define macro inductor de flujo de caja:

VALORACIÓN FCLD PROYECTADO	2015	2016	2017	2018	2019
UTILIDAD OPERATIVA	\$ 2.770.708	\$ 3.341.605	\$ 3.794.688	\$ 4.613.583	\$ 5.711.988
Depreciación	\$ 384.273	\$ 338.597	\$ 290.957	\$ 246.091	\$ 202.784
Amortización	\$ 1.897.307	\$ 1.671.784	\$ 1.436.570	\$ 1.215.049	\$ 1.001.222
EBITDA	\$ 5.052.288	\$ 5.351.986	\$ 5.522.215	\$ 6.074.724	\$ 6.915.994
Provisiones	\$ 1.587	\$ 1.822	\$ 2.110	\$ 2.466	\$ 2.912
Impuestos	\$ 1.869	\$ 2.144	\$ 2.483	\$ 2.903	\$ 3.428
FLUJO NETO DE OPERACIÓN	\$ 5.048.832	\$ 5.348.019	\$ 5.517.622	\$ 6.069.355	\$ 6.909.654
Variación KTN0	\$ (1.079.085)	\$ 282.307	\$ 376.685	\$ 467.045	\$ 616.736
Cambios en activos Fijos	\$ (85.970)	\$ (85.970)	\$ (85.970)	\$ (85.970)	\$ (85.970)
FLUJO NETO DE LA INVERSIÓN	\$ (1.165.055)	\$ 196.337	\$ 290.715	\$ 381.075	\$ 530.766
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$ 3.883.777	\$ 5.544.356	\$ 5.808.337	\$ 6.450.430	\$ 7.440.420

Cuadro 14. Elaboración del grupo de trabajo.

Luego se establece el valor residual de los activos al final del periodo:



Cuadro 15. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

Y se trae, tanto los flujos de caja como el valor residual a valor presente, con fecha focal 2012, que es el año de comparación, y con la tasa del costo promedio ponderado del capital (wacc) estimada año por año:

FLUJO DE HISTORICO 2010- 2014; TRAIDO A VALOR CON FECHA FOCAL 2012

Valoración FCLD HISTORICO 2010 - 2014	2010	2011	2012	2013	2014
WACC COP	11,76%	13,98%	15,24%	14,01%	12,13%
FCL (t+1) último residual					\$ 2.286.939
VP Valor Terminal o Residual			\$ 1.552.197	\$ 1.788.804	\$ 2.039.475
VPN Flujos de Caja Libre	\$ 3.253.425	\$ 2.345.074	\$ 12.068.028	\$ 6.783.283	\$ 2.074.697

Cuadro 16. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

Igual procedimiento se sigue para la proyección del flujo

FCLD PROYECTADO ENTRE 2015 A 2019; TRAIDO A VALOR PRESENTE CON FECHA FOCAL 2012

Valoración FCLD 2015 - 2019	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WACC COP	15,24%	14,01%	12,13%	15,10%	15,29%	14,97%	14,97%	14,96%
FCL (t+1) último residual								\$ 7.440.420
VP Valor Terminal o Residual	\$ 2.504.280	\$ 2.886.017	\$ 3.290.444	\$ 3.689.696	\$ 4.247.009	\$ 4.896.368	\$ 5.629.533	\$ 6.472.109
VPN Flujos de Caja Libre	\$14.624.397	\$16.853.647	\$19.215.406	\$21.546.942	\$20.331.110	\$17.047.620	\$12.922.213	\$ 7.440.420

Cuadro 17. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

Ahora conviene revisar tres criterios fundamentales que se advierten en este trabajo y que ayudarán a comprender la valoración por flujo de caja descontado: i) La tasa de descuento, ii) el WACC, y iii) el EMBI.

i) La tasa de descuento

En la valoración de empresas, dice el profesor Pablo Fernández de la Universidad de Navarra –IESE- (Fernández, 2008), que la tasa de descuento es el costo que representa para el inversionista traer los flujos futuros de una inversión al

momento en el que se quiere realizar la inversión, considerando el riesgo que el mismo inversionista percibe o el riesgo asociado al mercado, o al menor riesgo que representan los títulos de deuda pública de los Estados Unidos -TES (Ehrhardt, Michael y Brigman, Eugene, 2007)-.

La tasa de descuento de los flujos futuros de una inversión es el costo de oportunidad del inversionista (Gitman, 2003); es una función del dinero en el tiempo; por ello, los flujos futuros se descuentan al costo de la deuda, o a una tasa que guarde relación con el costo de oportunidad del inversionista, y al riesgo inherente a la inversión. La fórmula del VAN es, fundamentalmente, una operación del Valor del Dinero en el Tiempo -VDT²⁵ - de los flujos proyectados de la Empresa.

En esta valoración los flujos futuros de descuentan con una tasa construida con otras dos tasas: El WACC y EL EMBI, solo que para este caso, el riesgo país se ha llevado al costo del capital (Ke), por corresponder a un riesgo del inversionista en un país diferente a Estados Unidos.

ii) WACC

El WACC (del inglés *Weighted Average Cost of Capital*), es el costo promedio ponderado de la deuda financiera y del capital de la Empresa. Este costo se le denomina “costo de apalancamiento”, o simplemente costo del capital. (CK) (García, 2003).

La fórmula generalmente usada para calcular el Wacc es (Fernández, 2008):

$$WACC = E Ke + D kd (1-t) / (E+D)$$

Donde:

D = Valor de la deuda

E = Valor del patrimonio (Equity)

t = impuesto de renta (33%)

Kd = Costo de la deuda

Ke = Costo del patrimonio (o rentabilidad mínima esperada)

Para aplicar esta tasa en esta valoración aún se debe estimar el riesgo inherente a esta inversión y al mercado Colombiano, considerando que el comprador es una empresa extranjera (de Puerto Rico) regida por las normas de la Reserva Federal de los Estados Unidos, de modo que para ello se debe seguir el modelo CAPM (del inglés *Capital Assets Pricing Model*), que contempla tres factores adicionales que afectan al costo del capital (Ke), son el EMBI y las tasas de riesgo mínimo (Risk Rate) y la tasa de apalancamiento (Company Levered), además de la prima de mercado.(Market Premium) (Ehrhardt, Michael y Brigman, Eugene, 2007).

²⁵ No es objeto de este trabajo profundizar sobre la función del vdt; basta para este estudio comprender que el descuento de los flujos futuros consiste en traer a Valor Presente (VP) un dinero que se percibirá en el futuro, descontando el riesgo y el costo de ese dinero en el tiempo. $VP = VF / (1-t)^n$; donde t es la tasa de descuento y n es el tiempo que se anticipará el dinero a la inversión.

“According to the Capital Asset Pricing Model (CAPM), an asset’s amount of risk is fully captured by its (equity) market beta, while general investor risk aversion determines the size of the market risk premium. Each asset’s expected return in excess of a common riskless rate equals the product of the asset’s beta (sensitivity to markets movements) and the common markets risk premium. The difference in expected returns across assets reflects only differences in the betas of the assets. Investors can boost long-run returns by bearing more beta risk: by holding higher betas stocks and by shifting allocations from fixed income (with beta near zero) to equities (with betas near one)”. (Ilmanen, 2011)

Siguiendo a este autor, sostiene que: “the CAPM is used to determine the expected rate of return on an asset. At equilibrium, if it is added to a well diversified portfolio of investments, it will be able to be located anywhere along the red line, known as the Capital Market Line. As in the model of Markowitz, as the investor is at greatest risk (scroll right) gets a higher expected return. The CAPM takes into account the sensitivity of the asset to non-diversifiable risk, known as market risk or systemic risk, represented by the symbol Beta (β), as well as the expected return of the market and the expected return of an asset theoretically risk free”. (Ilmanen, 2011)

Aunque el CAPM fue inicialmente introducido por John Markowitz en 1952, y se utilizó para referirse a la diversificación de portafolios de inversión, a partir de los trabajos de William Sharpe; “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk*”, 1964; Lintner: “*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*”, 1965; y “*Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*”, 1965; y Mossin: “*Equilibrium in a Capital Asset Market*”, 1966; y por este importante aporte para el desarrollo de la economía financiera, William Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (en conjunto con Harry Markowitz y Merton Miller) en el año 1990.²⁶

Structure Leverage	2012
Equity	30,5%
Debit	69,5%
E (D/E)	2,27
Cost of debit	19,35%
Tax	33%
NET COST OF DEBIT	12,96%
Costo of capital	
RISK RATE	1,87%
MARKET PREMIUM	6,04%
COMPANY LEVERED	2,75
BASIC CAPM	18,48%
LOCAL BETA	
EMBI	1,95%
LOCAL CAPM	20,43%
WACC	15,24%

Cuadro 18. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.
Fuente: Processa SAS.

El valor corporativo en 2012, con estos flujos y con la tasa de descuento histórica del 15,24% estaría cercano a 3,88 veces su último FCL con fecha focal 2012, es decir que el precio de venta de Processa SAS sería de \$13.620.225, a 31 de diciembre de 2012; cifras en miles.

En miles	HISTORICO	PROYECTADO
COMPARACION MULTIPLO EN IGUAL FECHA FOCAL	2012	2012
VPN Flujos de Caja Libre	\$ 12.068.028	\$ 14.624.397
VPN del Valor Residual (EV)	\$ 1.552.197	\$ 2.504.280
Valor Corporativo	\$ 13.620.225	\$ 17.128.677
No. Acciones en circulación	2.935.644	2.935.644
Valor Acción	4,64	5,83
Valor en Libros	1,75	1,75
P/BV	2,65	3,34
EV/FCLD	3,88	4,88

Cuadro 19. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

El precio de venta con flujo de caja proyectado y traído a valor presente con fecha focal 2012 sería de 4,88 veces su flujo de caja en la misma fecha focal, es decir la suma de \$17.128.677 (en miles), incluyendo en ambos casos el valor residual también traído a fecha focal 2012.

Para contraste, siendo parte del propósito de este trabajo, se expone la siguiente comparación:

RESUMEN COMPARACION				
Valoración EV/FCLD	2012	2012	Variación	Sector
WACC COP	15,24%	15,24%	0,0%	
VPN Flujos de Caja Libre	12.068.028	14.624.397	21,2%	
VAN Valor Residual (EV)	1.552.197	2.504.280	61,3%	
Valor Corporativo	13.620.225	17.128.677	25,8%	
No. Acciones en circulación	2.935.644	2.935.644	0,0%	
Valor Acción	4,64	5,83	25,8%	
Valor en Libros	1,75	1,75	0,0%	
P/BV	2,65	3,34	25,8%	
EV/FCLD	3,88	4,88	25,8%	5,17

Fuente: Damodaran dato de 2012

Cuadro 20. Elaboración del grupo de trabajo.

Este resultado está claramente afectado por las variables de proyección empleadas en el periodo 2015 a 2019.

Ahora, el costo del capital del año 2019 (13,32%) que se obtuvo a partir de las proyecciones antes indicadas, y por la aplicación del modelo CAPM que implica la estimación del riesgo del inversionista asociado necesariamente a la incertidumbre del mercado; en tanto que la valoración de FCLD a 2014 .

Para complementar este análisis, se valora Processa a 2019 con el mismo costo del capital que tenía a 2014; es decir, se le quita la cuantificación del riesgo que percibe el accionista a partir del modelo CAPM (Market Premium Risk: 6,04%), y se deja la tasa libre de riesgo (Rate Risk) en 1,86% , el riesgo de la Empresa (Company Levered) en 2,75%, y el EMBI en 1,95%, porque el riesgo país es inevitable en un mercado globalizado.

Este costo del capital guarda relación con el costo promedio ponderado de la deuda de Processa, que en 2014 fue del 12,3%

²⁶ Fuente: https://en.wikipedia.org/wiki/Modern_portfolio_theory

debido a que la Empresa liquidó deuda en 2013 y 2014, y el efecto fue precisamente disminuir la tasa de descuento de sus Ebitda para no impactar el múltiplo (P/VB). Esta medida generó que la estructura de apalancamiento de la Empresa fuera del 0,41 E/(E/D), lo cual favoreció, tanto al múltiplo de EV/Ebitda como al de flujo de caja libre descontado (EV/FCLD).

Respecto de los inductores de valor, el efecto del costo del capital según el modelo CAP, es el siguiente:

WACC CAMP (proyectado)	2014	2019	Variación
ROA (sin Call Center)	12,35%	19,70%	59,50%
ROIC (-Wacc)	11,10%	9,95%	-10,34%
EVA (miles cop)	\$ 884.953	\$ 701.810	-20,70%

Cuadro 21. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.
Fuente: Elaboración del Grupo de trabajo

La variación porcentual del ROA se mantiene, lo cual guarda relación con disminución de los activos de Call Center que se liquidaron a partir del año 2015, con peso un relativo en el activo total del 39,26%; lo cual se verifica con el RAN (rentabilidad del Activo), que pasa de un promedio del 23,77% en 2014, al 28,11% en el 2019; es decir, se optimiza el uso de activos respecto del UODI, pues éste disminuye en 10,26% mientras los activos netos caen en el 32,52%.

El ROIC neto, es decir, descontado el costo del capital, cae a -10,34%, debido al “castigo” que el modelo CAMP le inflige al costo del capital y por ende, a este inductor, precisamente al descontarle la percepción de riesgo de mercado desde la perspectiva del inversionista (8,6%).

El EVA del periodo 2019, con tasa de descuento proyectada del 15,58%, cae en el 20,7% respecto del periodo 2014, que solo tiene la tasa real o efectiva; es decir que la estimación de la capacidad de la empresa para generar rentabilidad es menor en esta proporción, desde la perspectiva del inversionista, de allí que su múltiplo (P/VB) se vea igualmente afectado por este modelo.

Para contrastar entonces si la decisión de liquidar activos del Call Center fue o no acertada, a partir de este modelo de valoración, se requiere adicionar el Margen Ebitda proyectado a este análisis:

Criterio*	ROIC	ROA	RAN	M/EBITDA
Con Call center	17,61%	13,66%	18,72%	17,52%
Sin Call Center	25,49%	19,70%	28,11%	35,60%
Variación	44,77%	44,23%	50,20%	103,23%

*Promedio 2015-2019. Fuente: Elaboración del Grupo de Trabajo
Cuadro 22. Fuente. Elaboración del grupo de trabajo.

A partir de los criterios de ponderación que se emplearon para proyectar los flujos a 2019 (ver cuadro 12), y que en algunos aspectos como la inflación cercana a la meta del Gobierno Nacional, las expectativas de crecimiento, o el mismo gradiente de crecimiento resultante de la proyección de los flujos de caja,

pueden estimarse adecuados para esta Empresa, dado su ambiente de crecimiento, lo que se evidencia en este análisis es que la decisión de liquidar el negocio de Call Center optimiza en el 50,2% el inductor de rentabilidad del activo (RAN), al pasar del 18,72% al 28,20% sin el Call Center

Este indicador implica que la Empresa necesitó menos activos para generar la utilidad que obtuvo en el periodo, e independientemente de los criterios de crecimiento de las ventas que, como se dijo, puede ser ácido en este escenario.

Respecto del ROA también hay optimización del 44,23%, aunque en esta se descuentan los activos liquidados de los activos totales. Igual resultado se evidencia con el ROIC, con variación positiva es del 44,73%, incluyendo el costo del capital y de la deuda, aunque podría tener un mejor desempeño si se descuenta el wacc del periodo, dado que la estructura de apalancamiento en el 2019 es 0,23²⁷.

Estos resultados se sustentan con el margen ebitda promedio del periodo (2015 2019), que igualmente crece en el 103,23% al pasar de 17,52% al 35,60%, lo cual revela el esfuerzo que la Empresa debía hacer para sostener los ingresos por Call Center y que eran del 52,73% del total²⁸, con un margen operacional del 6,34%; es decir, este negocio movilizaba activos por el 39% y dejaba un beneficio bruto del 6,34% y una contribución al ebitda del 4,1%, razones más que contundentes para liquidar este negocio.

Se debe ahora analizar si el precio pactado debe ajustarse o no a partir de esta valoración, considerando el margen de cobertura del precio que las partes acordaron y que opera como un fondo de compensación de la parte que resulte afectada por diferencia del precio en un porcentaje superior al 13,78%²⁹ respecto del precio negociado.

ANÁLISIS DEL PRECIO COP DE VENTA VERSUS ESTA VALORACION				
COMPARATIVO	VALORACION	SIN CALL CENTER	TRANSADO	
El precio acordado fue de* (ver CAP)	\$ 24.084.000.000	\$ 17.894.412.000	\$ 11.631.367.800	2012
El precio por esta valoración sería:	\$ 17.128.677.055	\$ 12.726.607.052	\$ 8.272.294.584	2012
El precio por esta valoración 2014:	\$ 24.228.984.450	\$ 15.748.839.892	\$ 10.236.745.930	2014
El precio en mercado de USA	\$ 21.397.579.232	\$ 15.898.401.369	\$ 10.333.960.890	-11,15%
El precio de mercado Colombia**	\$ 20.657.525.410	\$ 15.348.541.380	\$ 9.976.551.897	-14,23%
Margen de Cobertura del negocio	\$ 1.600.000.000	\$ 1.394.621.870	\$ 205.378.130	12,84%

Cuadro 23. Análisis Precio Ventas vs Valoración. Fuente: Elaboró Grupo de trabajo

El precio resultante de esta valoración es de \$21.397.579.232 COP en el mercado de Estados Unidos; este precio es el 11,15% inferior al precio transado por las partes, de modo que

²⁷ En este aspecto, la proyección realizada para este trabajo no considera incremento de deuda, dado que las directivas de la Empresa habrán de hacer primero una planeación estratégica que sustente el crecimiento y las inversiones que ello requiera, bien sea con deuda o con Capex.

²⁸ Fuente: Procesa SAS. Archivo anexo ER y P&G de cada unidad de negocio a 2014. Es insumo para este trabajo, pero su análisis no hace parte de los objetivos perseguidos en este paper.

²⁹ Divida el margen de cobertura del negocio entre el precio transado.

si restamos este ratio del margen porcentual de cobertura el precio de cierre no sería objeto de ajuste y aun tendría un margen de holgura del 12,84 respecto del precio pactado.

A manera de síntesis, el precio acordado por las partes, aunque es inferior en un rango del 11,15% al precio que arroja esta valoración, está dentro del rango de cobertura del negocio definido por las partes.

Desde la óptica del vendedor, su aspiración de obtener el mejor precio de venta y, dado el modelo empleado por la firma Capital Advisory Partners, depende del comportamiento de los flujos de caja de la Empresa, los cuales tuvieron variación positiva entre 2012 y 2014, es decir, que el precio negociado quedó actualizado a la fecha focal 2012 al traer los flujos y el valor residual a la fecha de negociación.

III. CONCLUSIONES

1. La valoración por flujo de caja descontado con datos históricos a 2014, arroja un EV/FCLD que es el 24,9% inferior al múltiplo del sector referente; esto se debe a la sustancial diferencia entre el valor residual de 2014 y el de 2019, que es del 26%. Esta diferencia se origina en que los datos empleados para proyectar desempeño 2019 están afectados por la variación del gradiente, y en que no se considera variación en el flujo neto de inversión; de modo que mientras el ejercicio de proyección no tenga información originada en la planeación financiera de la Empresa, este múltiplo tendrá un margen de limitado de confiabilidad. Por esta razón, coincidiendo con lo expresado por Monserrat y Santandreu (Montserrat, María J.; Ripoll, Enric y Santandreu, Pol, 2011) y Mila (Mila, Artemio & Martínez, Daniel, 2007), *“el flujo de caja habla de la riqueza, pero no de cómo generarla”*.
2. La proyección que se utilizó para hacer de esta una valoración por método dinámico, castigan los resultados de Processa de manera severa, al considerar un gradiente de crecimiento del 13,8% promedio del periodo proyectado; por consiguiente, el múltiplo obtenido por flujo de caja (EV/FCLD = 4,88) el 5,17% distante del precio proyectado del sector.
3. Este método de valoración supone la elaboración de un flujo de caja a partir de proyección o estimaciones sustentadas en información histórica o en supuestos del inversionista o del vendedor, por ello puede ser susceptible a que las expectativas sean contradictorias e introduzcan variables o ponderaciones que no guarden fidelidad con la realidad o que resulten inalcanzables para la realidad de la Empresa. En tal sentido, la valoración por múltiplos FCF resulta ser más cercana a una realidad de caja de la Empresa, debido a que el resultado de caja es un dato tangible y, como lo expresó

el profesor Ramírez, en él *“se eliminan las distorsiones causadas la deuda y por los costes de endeudamiento”*, y por ello *“es más comparable y ofrece una mejor aplicabilidad en el contexto de un mercado globalizado”*. (Ramírez, 2007)

4. El CAPM castiga fuertemente el resultado de las empresas, al introducir el riesgo de mercado al costo promedio ponderado del capital. En efecto, no obstante a ser un modelo generalmente aceptado en Colombia y en Estados Unidos, el CAPM contiene una fórmula implícita de sesgo del inversionista, toda vez que castiga el costo del capital (Basic CAPM), con riesgo de mercado, con riesgo apalancamiento y con riesgo país, y tal vez es cierto que en todo está implicada la competitividad del país, pero como se vio en esta valoración, fue necesario establecer tres precios probables para hallar el “Justo Precio” de la venta de Processa, que bien podría ser un promedio de los tres precios, pero la perspectiva del comprador impera sobre la del vendedor dado el riesgo que aquel asume, y por ello el justo precio en esta venta es el valor que el mercado norteamericano estaría dispuesto a pagar por la Empresa; empero, la Empresa ha probado que su expectativa de obtener un buen precio por sus acciones, también está sustentada en su futuro más que en datos del pasado, debido a su posibilidad de crecimiento.
5. La capacidad de generar valor de la Empresa también se ve afectada en esta valoración, dado que el modelo CAP exige la estimación del Market Risk y está tasa incrementa el Basic Capm con el que se descuenta el Equity; es decir, la tasa de descuento de los Ebitda o de los FCLD se afecta en forma directamente proporcional a la percepción del riesgo del inversionista, según este modelo de valoración de activos.
6. El ROIC está afectado por el costo del capital, de modo que cuando se trata de datos históricos, este costo (Wacc) debe corresponder al efectivamente pagado por la empresa, porque al aplicarle otros datos, no solo se desconoce la tasa real de descuento de los flujos de caja, sino que se lleva a la empresa un riesgo que no existe.
7. La estructura de apalancamiento de la Empresa (E/D/E), es una forma de amortiguar el impacto de la tasa de descuento en los flujos futuros; por consiguiente, esta relación determina el P/BV de la Empresa en el sentido inverso, es decir: a mayor costo de la deuda, menor precio; de allí que una estructura de apalancamiento adecuada esté determinada por la cobertura del riesgo, por la expectativa del inversionista y por la expectativa de la misma empresa frente al precio que el mercado pagaría por sus acciones.
8. Convendría profundizar el análisis sobre la aplicabilidad del modelo CAP en las valoraciones de empresas

nacionales; de momento, y siendo el objeto final de este trabajo, el valor de Processa resultó determinado por ese modelo, aunque el valor obtenido haya coincidido con el precio inicialmente pactado por las partes.

IV. RECOMENDACIONES

A partir de los criterios de ponderación que se emplearon para proyectar los flujos a 2019 (Ver cuadro 13), y que en algunos aspectos como la inflación cercana a la meta del Gobierno Nacional, o el gradiente resultante de la proyección de los flujos de caja, pueden estimarse adecuados para esta Empresa dado su propicio ambiente de crecimiento y la expectativa de crecimiento del sector, se recomienda a las directivas:

1. Priorizar en la realización de una planeación financiera de la Empresa, de modo que se sustituyan los ingresos del Call Center y se aproveche la capacidad instalada.
2. Considerar la expansión de la Empresa, dado que su capacidad de endeudamiento y su actual estructura de apalancamiento le permiten inversiones estratégicas con mayor rentabilidad que el costo promedio que ha tenido su deuda.
3. Revisar opciones para reducir el apalancamiento operativo, dado que su negocio es la tecnología y el procesamiento de información a través de medios digitales, y su sector es promotor de cambio.
4. Considerar la implementación o el fortalecimiento de un proceso de investigación y desarrollo, de modo que identifique, construyan o fortalezca su actual ventaja competitiva y mantenga el dinamismo en su portafolio.

V. AGRADECIMIENTOS

Los autores reconocen y agradecen los aportes conceptuales realizados por el selecto cuerpo de docentes de la Especialización en Gerencia y Administración Financiera –GAF 44- de la Universidad Piloto de Colombia, especialmente a los profesores William Díaz Henao, Hans Ferrín, Diego Rincón, Neill Felipe Cubides Ariza y Carlos A. Zarruk, por el valor agregado de su pasión en la tarea de enseñar finanzas.

Especial agradecimiento a los directivos de Processa SAS, Dr. Enrique Candanoza R., y de Compensar CCF, Dr. Oscar Mario Ruiz C., por su confianza y apoyo en este trabajo.

Bogotá, Colombia.

REFERENCIAS

- Amat, O. (1999). *EVA Valor Añadido Económico*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000 SA.
- Amir-Aslani, A. (2009). The Quest for Competitive Sustainability: From Technology Sourcing to Knowledge Management. *Journal of Technology Management & Innovation.*, 54-68.
- Besley, Scott y Brigham, Eugene. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera*. México DF: Cengage Learning Editores.
- Drucker F., P. (1995). *La organización basada en la información*. Bogotá: Norma.
- Echeverría, R. (2000). *LA EMPRESA EMERGENTE, LA CONFIANZA Y LOS DESAFÍOS DE LA TRANSFORMACIÓN*. Santiago: Ediciones Granica SA.
- Ehrhardt, Michael C. y Brigham, Eygene f. (2007). *Finanzas Corporativas 2ed*. México DF: Cengage Learning.
- Ehrhardt, Michael y Brigman, Eugene. (2007). *Finanzas Corporativas*. México: Cengage Learning.
- Fernández, P. (2008). *VALORACIÓN DE EMPRESAS POR DESCUENTO DE FLUJOS: DIEZ MÉTODOS Y SIETE TEORIAS*. Madrid: IESE Business School DI-766.
- García S., O. L. (2009). *Administración Financiera; Fundamentos y Aplicaciones 4ta edición*. Medellín: Prensa Moderna, Impresores.
- García, O. L. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Medellín: Ed Algaomega.
- Gitman, L. (2003). *Principios de Administración Financiera*. México DF: PEARSON EDUCACION.
- Ilmanen, A. (2011). *Expeted Returns: An investor's Guide to Harvesting Market Rewards*. Chichester, UK : John Wiley & Son Ltd.
- MEZA, J. D. (2009). *MATEMÁTICAS FINANCIERAS APLICADAS*. BOGOTÁ: ECOE EDICIONES.
- Mila, Artemio & Martínez, Daniel. (2007). *Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados*. Valencia: Altair.
- Montserrat, María J.; Ripoll, Enric y Santandreu, Pol. (2011). *Guía prácticas de Valoración de Empresas*. Barcelona: Profit Editoriales.
- Porter, E. M. (2009). *Ser Competitivo*. Barcelona: Deusto.
- Ramírez, A. A. (2007). *Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor*. Madrid: Thomson Editores.
- Schneider, O. (2010). *Addign Enterprise Value: Mitigating Risks by Assessing*. Zürich: BWI Eth.
- VAN HORNE, JAMES C. y WACHOWICZ, JOHN JR. (2002). *FUNDAMENTOS DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA*. MÉXICO DF: PEARSON EDUCACION.