

La valorización de una empresa

Dr. Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

RESUMEN

La empresa como un negocio en marcha generador de fondos. En consecuencia, cuando se quiere determinar su valor en el mercado debe tenerse en cuenta un periodo histórico (pasado), el presente y un periodo futuro. Dentro del periodo futuro debe considerarse un periodo explícito y un periodo continuo. El periodo explícito futuro debe considerar como máximo 5 años y el periodo continuo futuro a partir del año 6 hasta el fin de la vida útil de la empresa. En este contexto trataremos de calcular el valor de la empresa utilizando el método del flujo de caja descontado.

La importancia que ha tomado la adquisición de empresas obliga a utilizar esta técnica de valorización que nos permite calcular el valor de la empresa para que se pueda intentar tener un precio justo.

De allí que nuestra inquietud es plantear una metodología para calcular el valor de la empresa partiendo del “Flujo de caja libre descontado”.

Palabras claves: Flujo de caja libre descontado, valor de la empresa.

ABSTRACT

The company as a going concern generated funds. Therefore when you want to determine its market value should be considered a historical period (the past), present and future periods. In the future period should be considered an explicit

period and a sustained period. The explicit term future must consider more than 5 years and the future continuous period from year 6 to the end of the life of the company. In this context we try to calculate the value of the company using the method of discounted cash flow.

The importance that has taken the acquisitions necessary to use this valuation technique that allows us to calculate the value of the company so you can try for a fair price.

Hence, our concern is to propose a methodology for calculating the enterprise value based on the "discounted free cash flow."

Keywords: free cash flow discounted, value of the company.

Introducción

El presente trabajo se desarrolló luego de plantearnos las siguientes preguntas:

1. ¿La compra y venta de empresas se pueden realizar calculando el valor de la empresa en el mercado como un negocio en marcha?
2. ¿El flujo de caja libre descontado puede ser útil para determinar el valor de la empresa en el mercado?

Para responderlas se desarrolló el marco teórico que incluye la conceptualización del valor de la empresa a partir del flujo de caja libre descontado, planteándose un modelo sencillo de valorización.

Luego, se plantea la aplicación del modelo desarrollado en el marco teórico tomando información real de una empresa peruana que cotiza en nuestra Bolsa de Valores de Lima. Esta información que aparece en sus estados financieros auditados, permitió hacer las proyecciones respectivas y llegar a la determinación del valor de la empresa.

Se concluye que el flujo de caja libre proyectado descontado es una buena alternativa para calcular el valor de la empresa considerando en las proyecciones un periodo explícito de 5 años y un periodo continuo a partir del año 6 hasta la vida útil de la empresa.

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Se recomienda que esta metodología se utilice para calcular el valor de la empresa si se desea comprarla o venderla.

Marco teórico

Para calcular el valor de la empresa se presentan una serie de métodos que consideran en términos generales que la empresa tiene una estructura financiera determinada. Es decir, el total de activos de la empresa está financiado con pasivos o deudas y patrimonio o capital propio.

Por lo tanto, partiendo de la teoría del valor de la empresa en el mercado se puede maximizar este valor teniendo una estructura adecuada de capital.

La representación matemática para calcular el valor de la empresa en el mercado es:

$$V. E. = VAPE + VAPC$$

Donde:

V. E. = Valor de la empresa en el mercado

VAPE = Valor actual del periodo explícito

VAPC = Valor actual del periodo continuo

La estructura de capital o estructura financiera de la empresa es:

Donde:

$$V. E. = \text{ACTIVOS} = \text{DEUDA} + \text{PATRIMONIO}$$

V. E. = Valor de la empresa en el mercado

ACTIVOS = DEUDA + PATRIMONIO

Pensamiento Crítico Vol.I7. N° I

Contando con lo anteriormente descrito se puede plantear que el máximo valor de la empresa en el mercado será:

$$\text{Máx. V. E.} = k * \text{VE (PATRIMONIO)} + w * \text{VE (DEUDA)}$$

Donde:

Max. V. E. = Máximo valor de la empresa en el mercado

“k” y “w” son los porcentajes del valor de la empresa que definen el PATRIMONIO y la DEUDA necesarios para determinar la estructura adecuada de capital. Ambos suman “uno” porque representan el 100%.

Matemáticamente tenemos: $k + w = 1$ de donde $w = 1 - k$

Luego, el máximo valor de mercado de la empresa se da con la siguiente estructura de capital:

$$k * \text{VE como PATRIMONIO} + (1-k) * \text{VE como DEUDA}$$

Objetivo

El objetivo general del presente trabajo es demostrar que se puede calcular el valor de la empresa en el mercado utilizando la técnica del valor presente neto del “Flujo de caja libre descontado” utilizando un periodo explícito de 5 años y un periodo continuo a partir del año 6.

Flujo de caja libre (free cash flow)

Concepto

El flujo de caja libre (Free Cash Flow) es el flujo de fondos operativo de la empresa que se determina a partir de la utilidad operativa después de impuesto agregándole la depreciación y restándole la inversión en activos fijos y en capital de trabajo.

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Algunos le llaman a la utilidad operativa después de impuestos, “utilidad antes de intereses después de impuestos”.

En consecuencia, el flujo de caja libre no incluye gastos financieros ni amortización de deudas.

Un flujo de caja libre

Si quisiéramos conocer la presentación de un flujo de caja libre veamos el siguiente cuadro:

Flujo de caja libre

AÑOS	1	2
Ingresos por ventas	1000	1200
Menos costo de ventas	600	750
Utilidad Bruta	400	450
Menos gastos operativos	180	200
Utilidad operativa (Utilidad antes de intereses e impuestos)	220	250
Impuesto a la renta (30%)	66	75
Utilidad antes de intereses después de impuestos	154	175
(+) Depreciación	50	60
(-) Inversiones en activos fijos	70	80
(-) Incremento del capital de trabajo	2	3
FLUJO DE CAJA LIBRE	132	152

Un caso práctico

En esta parte del trabajo se escogerá una empresa que actualmente cotiza en la Bolsa de Valores de Lima y se le aplicará la metodología planteada en el marco teórico.

De esta manera se determinará su estructura adecuada de capital que permita maximizar su valor en el mercado.

Evolución histórica de la empresa

Enrique Ferreyros Ayulo y un grupo de socios fundaron en 1922 la empresa Enrique Ferreyros y Cia. La cual se dedicó en sus primeros años a la comercialización de productos de consumo masivo, atendiendo al mercado de abarrotes. Veinte años más tarde la empresa experimenta un giro trascendental, cuando toma la decisión de asumir la representación de Caterpillar Tractor Co. en el Perú. A partir de ese momento la compañía empieza a incursionar en nuevos negocios y a redefinir su cartera de clientes, marcando así el futuro desarrollo de toda la organización.

Dos décadas después, otra línea de máquinas y equipos como Massey Ferguson le encomiendan su representación, sumándose a estas más adelante marcas como Ingersoll Rand, Chevrolet, Kenworth y otras.

En 1966, la empresa modifica su antigua razón social por la de Ferreyros S.A., como parte de un proceso de modernización a fin de mostrar la nueva estructura accionaria.

Este cambio fue reforzado por la introducción de una nueva imagen, en la que se introduce el símbolo Magis “Mas”, que resume el compromiso de la empresa por ofrecer cada día más valor, más servicios y respaldo total a sus clientes.

De acuerdo con su estatuto, Ferreyros tiene por objetivo la compra y venta de mercaderías y productos nacionales y extranjeros, la importación y exportación de mercaderías y artículos en general, la provisión de servicios y realización de inversiones y comisiones.

Al 31 de diciembre del 2001, el capital social está representado por 161´850,384 acciones comunes de un valor nominal de S/. 1.095 cada una , íntegramente suscritas y pagadas de las cuales 83.20% pertenecen a accionistas nacionales y 16.80 % a inversionistas extranjeros.

Ferreyros, reconocida como la principal distribuidora de bienes de capital en el Perú, destina sus productos hacia una gama diversa de sectores de la actividad económica como minería, construcción, agricultura, energía, pesca y transporte. Es la única distribuidora de Caterpillar en el Perú desde 1942.

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

La compañía mantiene inversiones en varias subsidiarias. Al 31 de diciembre del 2001, su participación en el capital social de las mismas fue como sigue:

Orvisa S.A. 99%, Heavy Machinery Services Ltd 100%, Fiansa S.A. 99%, Depositos Efe S.A. 99%, Motorindustria S.A. 99.9%, Domingo Rodas S.A. 27.5%, Unimaq S.A. 99.9%, y Matreq Ferreyros S.A. 99.9%.

Análisis de los resultados históricos

A continuación se presenta el resumen de los balances para el periodo 1997 – 2001.

Resumen histórico del balance general

En miles de soles

	2001	2000	1999	1998	1997
ACTIVO CORRIENTE	452,554	571,048	525,207	576,630	471,941
Caja/Bancos	19,963	32,738	17,312	19,670	19,524
Cuentas por cobrar comerciales	102,329	179,981	180,076	97,663	159,817
Otras cuentas por cobrar	34,170	78,288	90,185	151,807	75,088
Existencias	296,092	280,041	237,634	307,490	217,512
ACTIVO NO CORRIENTE	399,598	349,160	298,098	235,798	280,656
Activo fijo neto	232,178	247,629	191,383	152,480	189,374
Otras inversiones	127,357	76,497	76,736	71,961	55,600
Ctas. por Cobrar L. P.	40,063	25,034	29,979	11,357	35,682
TOTAL ACTIVOS	852,152	920,208	823,305	812,428	752,597

Pensamiento Crítico Vol.I7. N° I

PASIVO CORRIENTE	492,741	435,373	362,103	464,562	333,903
Préstamos bancarios	146,871	177,070	109,532	920	1,146
Cuentas por pagar comerciales	119,419	132,793	106,234	99,563	100,020
Otras cuentas por pagar	26,645	35,835	26,522	191,822	106,359
Parte corriente deuda de L. P.	199,806	89,675	119,815	172,257	126,378
PASIVO NO CORRIENTE	134,304	252,928	222,123	120,610	201,094
Deuda a L. P.	124,347	240,688	216,361	107,444	190,308
Otros pasivos	9,957	12,240	5,762	13,166	10,786
TOTAL PASIVOS	627,045	688,301	584,226	585,172	534,997
PATRIMONIO	225,080	231,907	239,079	218,280	212,082
Capital social	173,341	173,341	173,341	156,119	137,808
Capital adicional	44,637	44,637	44,637	41,679	41,679
Reservas y otros	11,587	12,674	31,941	9,021	7,712
Resultados acumulados	(4,485)	1,255	(10,840)	11,461	24,883
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	852,152	920,208	823,305	812,428	752,597

Como se puede apreciar en el año 2001, la empresa mostraba de acuerdo a su balance general un activo total de 852 millones de soles con un patrimonio de 225 millones y un pasivo total de 627 millones. De esta manera, la estructura de capital que presentaba era de 26% de capital propio y 74% de recursos de terceros. En el año 2,000 la estructura era de 25% de capital propio y 75% de terceros. En 1,999 la estructura era de 29% de capital propio y 71% de capital de terceros. En 1,998 la estructura era de 27% de capital propio y 73% de capital de terceros. Y en 1,997 el capital propio financiaba el 28% y el 72% con recursos de terceros.

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

A continuación se presenta el resumen del estado de ganancias y pérdidas para el periodo 1997– 2001.

Resumen histórico del estado de ganancias y pérdidas

En miles de soles

RUBROS	2001	2000	1999	1998	1997
Ventas netas	608,711	577,672	676,775	604,245	539,811
Otros ingresos	12,641	16,563	31,621		
TOTAL INGRESOS	621,352	594,235	708396	604,245	539,811
Costo de ventas	466,657	423,640	519,496	443,321	398,622
Utilidad bruta	154,695	170,595	188,900	160,924	141,189
Gastos operativos	128,610	125,701	142,481	141,573	117,326
Utilidad operativa	26,085	44,894	46,419	19,351	23,861
Otros ingresos y egresos	(32,673)	(41,451)	(57,406)	(5,173)	12,693
Utilidad antes de participaciones	(6,588)	3,443	(10,987)	14,178	36,554
Participaciones	252	(527)	0	(1,240)	(2,924)
Utilidad antes de impuestos	(6,336)	2,916	(10,987)	12,938	33,630
Impuesto a la renta	596	(477)	147	(203)	(5,982)
Utilidad neta	(5,740)	2,439	(10,840)	12,735	27,648

De acuerdo a los datos históricos, se aprecia que los ingresos por ventas han tenido un comportamiento cíclico llegando en el año 2001 a 621 millones 352 mil soles. La utilidad operativa alcanzó a 26 millones 85 mil soles y se llegó a una pérdida neta de 5 millones 740 mil soles.

Tomando como base la data histórica, se calculará el valor de la empresa, en dólares, considerando un escenario futuro de cinco años como periodo explícito.

Pronósticos y proyecciones

Ingresos por ventas

Tomando en consideración que Ferreyros es una empresa proveedora de bienes de capital para los sectores económicos más importantes del país como son la minería, la agricultura, la pesca y el transporte, sus ventas están íntimamente ligadas al crecimiento de la economía del Perú. De acuerdo a las cifras macroeconómicas y a los estimaciones del crecimiento del país, que estiman un nivel de crecimiento entre el 4 y 6 por ciento anual, consideramos, en una posición optimista que el crecimiento de las ventas deben alcanzar por lo menos el 5% en los dos primeros años, el 4% en el tercer año y 3% en los dos últimos años. En este sentido, el crecimiento de las ventas tendrá el siguiente comportamiento:

Proyecciones de las ventas

En miles de US\$

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Ventas	172,598	181,228	190,289	197,901	203,838	209,953
Crecimiento		5 %	5 %	4 %	3 %	3 %

Costo de ventas

El costo de ventas que ha tenido un comportamiento histórico entre el 73% y 76% de las ventas, debe de llegar en el cuarto año al 70%, que es el nivel considerado como eficiente en empresas de estas características. Por lo tanto, el costo de ventas tendrá el siguiente comportamiento:

Proyecciones del costo de ventas

En miles de US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Costo de ventas	130,484	135,105	140,509	142,686	146,967
Porcentaje de las ventas	72 %	71 %	71 %	70 %	70 %

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Gastos de venta y administrativos

Los gastos operativos que han tenido un comportamiento entre 23% y 21% de las ventas, deben llegar como máximo a un 20% que es un nivel aceptable para este tipo de negocios. Por lo tanto, tendrán el siguiente comportamiento:

Proyecciones de los gastos operativos

En miles de US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Gastos operativos	36,246	38,058	39,580	40,768	41,991
Porcentaje del costo de ventas	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %

Inversiones

Para tener la infraestructura modernizada y lograr mantenerse como líder en el ramo, se estima una inversión de 4 millones 167 mil dólares en el tercer año básicamente para equipamiento de talleres de mantenimiento. Esta inversión se estima permitiría incrementar los ingresos en 1% en forma continua a partir del sexto año.

Capital de trabajo

El capital de trabajo que en el año 2001 fue negativo en 11 millones 86 mil dólares, debe comportarse acorde con las ventas, es decir 5% en los dos primeros años, 4% en el tercero, y 3% en los dos últimos años. Por lo tanto, el comportamiento del capital de trabajo será:

Crecimiento del capital de trabajo

En miles de US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Incremento del capital de trabajo	(554)	(582)	(605)	(623)	(642)
Porcentaje	5%	5%	4%	3%	3%

Pensamiento Crítico Vol.I7. N° I

Depreciación

La depreciación acumulada de un año fue de 53'577,000 soles y en el año anterior fue de 44'594,000, por lo tanto, la depreciación anual para los tres primeros años será de 8'983,000, equivalente a 2'495,000 dólares. Para los próximos dos años será de 3'329,000 incluyendo la depreciación de la nueva inversión.

Cálculo de la depreciación

RUBROS	MILES
Depreciación acumulada año (Soles)	53,577
Depreciación acumulada año anterior (Soles)	44,594
Diferencia (Soles)	8,983
Depreciación anual US\$	2,495
Depreciación de nueva inversión en 5 años US\$	833
Depreciación año 4 y 5 US\$	3,329

Flujo de caja libre proyectado

La valorización de la empresa se hará utilizando el método del flujo de caja descontado, por ser la empresa un negocio en marcha y líder en su rubro en el país.

Con la información presentada en el punto anterior, el flujo de caja libre generado por la empresa en los próximos cinco años correspondientes al periodo explícito será:

Flujo de caja libre proyectado

En miles de US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Ventas	181,228	190,289	197,901	203,838	209,953
Costo de ventas	130,484	135,105	140,509	142,686	146,967
Gastos operativos	36,246	38,058	39,580	40,768	41,991
Utilidad antes de intereses e impuestos	14,498	17,126	17,811	20,384	20,995

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Utilidad antes de intereses después de Impuestos (tasa 30%)	10,149	11,988	12,468	14,269	14,697
(+) Depreciación	2,495	2,495	2,495	3,329	3,329
(-) Desembolso de capital por inversión	2,495	2,495	6,662	3,329	3,329
(-) Incremento K. Trabajo	(554)	(582)	(605)	(623)	(642)
Flujo Caja Libre	10,703	12,570	8,906	14,892	15,339

Estructura de capital

De acuerdo a la información presentada en el resumen histórico de los balances para el periodo 1997–2001 la estructura de capital de la empresa se ha modificado paulatinamente presentando para el año 2001 un 26% de patrimonio y un 74% de deuda. El comportamiento de la estructura de capital se muestra a continuación:

Comportamiento de la estructura de capital

En miles de Soles

	2001	2000	1999	1998	1997
TOTAL ACTIVOS	852,152	920,208	823,305	812,428	752,597
TOTAL PASIVOS	627,072	688,301	584,226	585,172	534,997
PATRIMONIO	225,080	231,907	239,079	218,280	212,082
Patrimonio entre activo total	26%	25%	29%	27%	28%
Pasivos entre activo total	74%	75%	71%	73%	72%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Cálculo del costo del capital propio

Para calcular el costo del capital propio se suele utilizar las condiciones presentadas en el mercado considerándose los riesgos respectivos. Es a partir del modelo CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) que se puede calcular una tasa de rendimiento esperado (Tresp) para el accionista, que estaría definiendo su costo de oportunidad. El modelo que se resume en la siguiente fórmula nos permitió calcular el costo del capital propio.

$$\text{Tresp} = \text{TLr} + B (\text{RPM} - \text{TLr})$$

TLr es la tasa libre de riesgo y se asumió que su valor en el mercado es de 5.53% tomando en consideración el rendimiento que pagan los Bonos en el mercado americano.

(RPM – TLR) es la prima del mercado (PRM) y para el caso de empresas peruanas está relacionada con la diferencia entre lo que pagan los Bonos Brady y la tasa del Bono Americano. En este caso se asume su valor de 5.7%. Además se debe tener en cuenta que en el Perú, para cualquier actividad, se podría utilizar este valor ya que en el mercado americano se considera como prima de riesgo que ha sido calculado como el promedio geométrico del índice S & P 500.

“B” conocido como beta, es el factor que determina las condiciones de riesgo con las probabilidades de rendimientos esperados en el mercado a través de la relación de la covarianza y la varianza. En el mercado americano se estima para las empresas del sector de extracción de recursos naturales y sin apalancamiento un beta promedio de 1.7; sin embargo, para empresas líderes el beta oscila entre menor que cero y 1.2 dependiendo del riesgo. Como Ferreyros es una empresa líder en el Perú, el beta considerado es de 1.1, este resulta de ajustar 1.7 a un nivel de riesgo manejable del 64.5% ($1.7 * 0.645 = 1.1$).

En consecuencia, el costo del capital propio para Ferryros se estimó de la siguiente manera:

$$Ck_p = \text{TLr} + B (\text{RPM} - \text{TLr})$$

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

$$Ck_p = 5.53 + 1.1 * (11.23 - 5.53)$$

$$Ck_p = 11.80 \%$$

Cálculo del costo de la deuda

Para calcular el costo de la deuda se han tomado los datos históricos de los estados financieros. Se determinó una tasa en soles de 12% anual. Esta tasa ajustada a la tasa equivalente en dólares, resultó una tasa equivalente de 4.67%. En consecuencia, la tasa para la deuda se estimó en 5% anual.

Cálculo del costo de la deuda

RUBROS	MILES DE SOLES
Gastos financieros	56,732
• Sobregiros y préstamos bancarios	146,871
• Vencimiento corriente, deuda largo plazo	199,806
• Deuda a largo plazo	124374
Total deuda	471,051
Gastos financieros entre deuda	12.04%
Costo promedio deuda en US\$	7%
Tasa equivalente en US\$	$(1+0.12) / (1+0.07) = 4.67\% = 5\%$

Cálculo del costo de capital promedio ponderado (wacc)

Para traer a valor presente el flujo de caja libre debemos calcular previamente el costo promedio ponderado de capital (WACC) utilizando la siguiente fórmula:

$$WACC = P / (P + D) * (Tlr + B*PRM) + D / (P+D) * kd (1 - T)$$

Pensamiento Crítico Vol.I7. N° I

De acuerdo a la información obtenida, los valores para calcular el WACC son:

$$P / (P+D) = 26\%$$

$$D / (P+D) = 74\%$$

$$T_{lr} = 5.53\%$$

$$B = 1.1$$

$$PRM = 5.70\%$$

$$K_d = 5.00\%$$

$$T = 30\%$$

Al reemplazar los datos en la fórmula se obtiene un WACC de 5.66%.

WACC = 5.66%

Valor Actual del flujo de caja libre del periodo explícito (VAPE)

AÑOS	FLUJO	FACTOR 5.66%	V A
1	10,703	0.94645	10,130
2	12,570	0.89577	11,260
3	8,906	0.84780	7,551
4	14,892	0.80240	11,949
5	15,339	0.75943	11,649
VAPE			52,539

Cálculo del valor continuo

Como la empresa es un negocio en marcha, se estima que a partir del sexto año habrá un flujo continuo con un crecimiento de las ventas en 1% por lo tanto, para el año sexto el flujo de caja libre para el periodo continuo será de $15,339 * 1.01 = 15,492$. Así mismo, el retorno sobre la nueva inversión será de 1 % en forma continua

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Con esta información se calcula el valor continuo que será igual a:

$$VC = FC \text{ Libre año } 6 / (WACC - \text{retorno nueva inversión})$$

$$VC = 15,492 / (5.66\% - 1\%)$$

$$VC = 532,594$$

Valor actual del valor continuo

Como el costo de capital promedio ponderado (WACC) es 5.66% el valor presente o valor actual de este flujo para el periodo continuo sería:

$$VAPC = 532,492 / (1 + 0.0566)^6$$

$$VAPC = 239,594$$

Valor de la empresa en el mercado

El valor de la empresa será:

$$VE = VAPE + VAPC$$

$$VE = 52,539 + 239,056$$

$$VE = \text{US\$ } 291\,595,000$$

De acuerdo a los resultados obtenidos podemos decir que la empresa, pese a tener pérdidas en algunos años históricos, tiene un valor en el mercado de 291 millones 595 mil dólares, cifra que comparada con los activos totales que en el balance histórico llegan a 236 millones 709 mil dólares, su venta deja un excedente de 54 millones 887 mil dólares a favor de los actuales accionistas.

Conclusiones

1. De acuerdo a los supuestos utilizados y a las condiciones históricas que presenta la empresa, al utilizar el método de valorización basado en el Flujo de Caja Libre Descontado, se aprecia que el valor de la empresa supera el valor en libros, beneficiando su venta a los actuales dueños.

2. Utilizando el “Flujo de Caja Libre” y determinando una adecuada estructura de capital se maximiza el valor de la empresa como se demuestra en el caso práctico.
3. Esta metodología nos permite maximizar el valor de la empresa en el mercado considerando que es un negocio en marcha y al venderla o fusionarse con otra empresa se consiguen mejores resultados para los accionistas.

RECOMENDACIONES

1. Para que esta situación se cumpla es recomendable que la empresa haga una reingeniería de costos para lograr un nivel competitivo del costo de ventas y los gastos operativos.
2. Si bien es cierto, la empresa muestra un valor aceptable, debe plantearse un plan financiero a largo plazo que le permita disminuir paulatinamente el alto nivel de endeudamiento que tiene. Hay que tener presente que un alto endeudamiento en condiciones no muy favorables del mercado incrementan el riesgo financiero. Una empresa muy apalancada cuando las ventas se quedan estacionarias o caen, caen también sus rendimientos del patrimonio (ROE).

Bibliografía

ALIAGA L. Rafael y SOUSA DE BARBIERI Lorenzo, *Banca de inversión*; Edit. Publicaciones Universidad de Piura, 1986.

BELLIDO S. Pedro, *Administración financiera*, Edit. Técnico Científica, 1989. Capítulo 17: Págs 245 - 272, Capítulo 18: Págs 277 – 297.

BOLTEN Esteven *Manual de administración financiera*, Edit. Ciencia y técnica. Limusa 1987., Capítulo 8: Págs. 351 – 378, Capítulo 10: Págs. 423 – 457

DIÉZ DE CASTRO, Luís y MASCARREÑAS, Juan, *Ingeniería financiera: la gestión en los mercados financieros internacionales*, Edit. McGRAW-HILL, 1998. Págs 91-92.

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

FERNÁNDEZ Pablo *Valoración de empresas* Edit. Gestión 2000 S.A. 1999. Capítulos 1, 14, 15, 16, 19 y 20.

PACHECO M., Raimundo “ADRs y el Valor de La Empresa” Tesis para optar el Grado Académico de Magister en Economía mención Finanzas, Pags 11-13 y 47-50

PACHECO M., Raimundo “*free cash flow y el valor de la empresa*”, Artículo en la revista *Pensamiento Crítico* N.º 16 de IIE.

VAN HORNE, James, *Administración financiera* Edit. Contabilidad Moderna Buenos Aires, 1973. Capítulo VII: Págs. 260 - 286, Capítulo VIII: Págs. 300 - 313.

<http://www.pla.net.py/cnv/orientando>, Glosario

<http://www.superval.gob.sv/html>, Glosario

<http://www.corfinsura.com/español>, Glosario