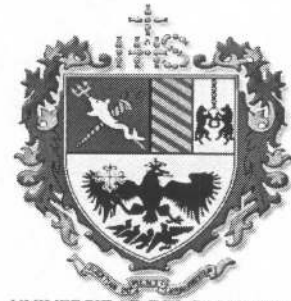


Tesis
3125



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR



UNIVERSIDAD DEL SALVADOR
Facultad de Ciencias Jurídicas
Más de 100 años enseñando Derecho
1857-2013

MAESTRÍA EN MERCADO DE CAPITALES
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS
UNIVERSIDAD DEL SALVADOR
CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES - ARGENTINA



TESIS DE MAGISTER

USAL
UNIVERSIDAD

"VALUACION DE EMPRESAS Y OPCIONES REALES: APLICACION DE
INNOVACION TECNOLOGICA EN EMPRESA TURISTICA"

Licenciado en Economía: Mauro Trellini

Director: Dr. Gastón Milanesi

Mayo 2013

ÍNDICE:

1. Introducción.....	3
2. Fundamentación.....	6
3. Preguntas de investigación	10
4. Objetivos	10
5. Hipótesis	11
6. Metodología	12
7. Marco teórico	14
8 . Caso de aplicación: valuación de innovación tecnológica en empresa de turismo: Sistema de gestión de reservas y ventas desde smartphones para Aeroméxico S.A. de C.V.	36
9. Conclusiones	59
10. Bibliografía	61



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

1. INTRODUCCION

La aplicación de innovación tecnológica en empresas competitivas es actualmente un requisito determinante para consolidar su crecimiento económico. Desde mediados de los años noventa, las tecnologías de la información están transformando el viejo paradigma de la producción y el comercio industrial basado en las ventajas en costes en un nuevo esquema en el que el trabajo intelectual ganaría definitivamente la partida al trabajo manual, donde la innovación sería más importante que la producción en masa y nuevos conceptos constituirían las bases donde se sustentan las ventajas competitivas (Mora Sanchez, Lanquar & Martí, 2000).

Sin lugar a dudas, las tecnologías de información (IT) han revolucionado el panorama de los negocios en el mundo. Las tecnologías han modificado las industrias hoteleras, restaurantes, servicios de viajes, y distribuidores (operadores turísticos y agencias de viajes), jugando un papel fundamental en las reglas que rigen el mundo de negocios y en la forma de acercarse a los clientes. Las ventajas de las nuevas tecnologías en cuanto a incremento de la competitividad, reducción de errores y creación de nuevas funcionalidades son incuestionables en cualquier sector, incluyendo el turístico (Lacramioara Chirila, 2007). Por su parte, Bernardos Barbolla y otros (Informe del CITIC, 2007) sostienen que la calidad en los servicios turísticos exige la renovación continua de infraestructuras, la revisión de los métodos de gestión empresarial y la innovación permanente en productos y servicios. Las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) actúan en este contexto de herramientas de soporte a la innovación: como en tantos otros sectores, las TIC están cambiando las tradicionales formas de hacer (tanto por parte del proveedor de servicios como del turista) y creando nuevos negocios. La implementación de sistemas de gestión móvil en empresas turísticas optimizan los procesos productivos y permiten mejorar los resultados financieros de las agencias de viajes y reservaciones.

Su adecuada valuación financiera emerge entonces como requisito indiscutible para accionistas exigentes e inversionistas entusiastas, dado que las cantidades de capital necesario para esta clase de proyectos son de gran magnitud y los niveles de incertidumbre son multifactoriales. A los ya conocidos métodos tradicionales de valuación financiera basados en Flujo de Fondos Descontados (VAN, TIR, PayBack, entre otros), es necesario adicionar criterios que tengan en cuenta la flexibilidad estratégica por parte del tomador de decisiones, que le permita valorar las diferentes opciones contingentes cuando existe gran incertidumbre asociada al proyecto y que el método básico de Valor Actual Neto sólo la incorpora de manera "rígida" en la tasa de descuento (Milanesi y Vigier, 2010).

El Análisis de Opciones Reales (ROA en sus siglas en inglés) asoma como una herramienta financiera oportuna y válida para casos de valuación de negocios donde los acontecimientos del mundo real deben ser incorporados en el análisis de proyectos de inversión de nueva tecnología, tal como sucede en las empresas turísticas. Este enfoque, apoyado en la Teoría de Opciones Reales (ROT) nace como adaptación del modelo de valoración de opciones financieras de Black, F. & Scholes, M. (1973) y Merton, R. (1973) para capturar la flexibilidad estratégica de inversiones en activo reales.

En la primera parte del trabajo, se definen el marco teórico de referencia y se exponen los conceptos fundamentales, definiciones y características relacionadas con la valuación de empresas. Así mismo, se destacan los argumentos y limitaciones del método de valuación por VAN básico, y los aportes del método de Opciones Reales.

En la segunda parte del trabajo, se presenta el caso hipotético de estudio, análisis y evaluación de la innovación tecnológica móvil de gestión de reservas en Aeroméxico S.A. de C.V., perteneciente al sector aerocomercial. Se construye el flujo de caja a partir de las variables estimadas y se procede a la valuación por los diferentes métodos tradicionales y el de opciones reales.

Por último, se compararan los resultados arrojados por ambos métodos y se procede a las conclusiones del trabajo.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

2. FUNDAMENTACIÓN

En todo tipo de organización, y en particular también entre las del sector turístico, la correcta valuación de los beneficios económicos esperados por la aplicación de una innovación tecnológica resulta determinante para la toma de decisiones gerenciales. La tecnología de gestión móvil para la reserva de ticket aéreo permite a las empresas aerocomerciales aumentar su nivel de ventas, buscando incrementar su porción de mercado a través de un canal simple y automatizado de gestión administrativa.

Una de las tareas más desafiantes y exigentes en el mundo de la finanzas es la valuación empresas y proyectos de inversión. Uno de los principales desafíos, dejando a un lado el de la determinación del coste de oportunidad del capital, es el de la valoración del activo que se creará al realizar la inversión (Mascareñas, 2007).

La literatura financiera describe y explica los diferentes modelos y métodos de abordaje para la valuación de empresas en marcha, liquidación, proyectos de inversión en sectores tradicionales y nuevos mercados. Los métodos tradicionales de valuación de empresas -modelo de Flujo de Caja Descontado (N.C.F en sus siglas en inglés), Valor Actual Neto (V.A.N.), Tasa Interna de Retorno (T.I.R.)- presentan limitaciones¹ al momento de su aplicación en casos donde capturar la flexibilidad estratégica del proyecto resulta determinante (Mun, 2004). Tales limitaciones exigen al evaluador realizar una tarea crítica en la elección de los distintos métodos relacionados con las técnicas a aplicar en cada caso de valuación real de activos financieros.

Como indica Mascareñas (2007), el método tradicional de Valor Actual Neto incluye entre sus supuestos característicos los siguientes puntos

¹ Las limitaciones no se refieren a insuficiencias en el método, sino en la implementación en los casos correspondientes; ya que fueron desarrollados originalmente para valuación de bonos sin riesgo y posteriormente se extendió su aplicación a proyectos de inversión reales, dadas las similitudes con los cupones de los bonos y los flujos de caja de los proyectos (Mascareñas, 2007)

1. Rigidez: Los flujos de caja que el proyecto promete generar pueden reemplazarse por sus valores medios esperados y éstos se pueden tratar como valores conocidos.

2. Tasa de descuento cierta y constante a lo largo del horizonte de planificación.

3. El método de VPN compara los proyectos de inversión en un punto en el tiempo y decide únicamente por el de mayor VAN positivo.

4. Imposibilidad de diversificar riesgo.

Las limitaciones del método de valuación por Valor Presente Neto se resumen en críticas a cada uno de los supuestos sobre los que se apoya la teoría. En efecto, se plantean como sigue:

1. Este supuesto implica ignorar que la gerencia puede alterarlos al adaptar su gestión a las condiciones en el mercado durante toda la vida del proyecto. Esta flexibilidad operativa aporta valor al proyecto de inversión, valor que el método VAN no capta.

2. El riesgo depende de la vida que le quede al proyecto y de la rentabilidad actual del mismo a través del efecto del apalancamiento operativo. Entonces, la tasa de descuento se considera variable y por lo tanto, incierta a lo largo del horizonte de planificación

3. No permite que los proyectos descartados por menor VAN muestren su potencial en un futuro, ya que quedan invalidados del análisis precipitadamente. La posibilidad de incorporar en el futuro un proyecto que resultare rentable, queda excluido en este método.

4. Obliga a comprometer la totalidad de los recursos a un solo proyecto, cuando podría pasar a ser descartado en un futuro si se ve reducido su valor actual producto de un cambio en las condiciones planificadas previamente.