

COVID-19 y riesgo país: un doble castigo para las empresas guatemaltecas

Helmuth Chávez Asturias¹

1 de junio del 2020

RESUMEN

El impacto financiero del COVID-19 para las empresas ha sido asimétrico; ha sido mayor para las empresas que operan en países con menor libertad económica. Hay una alta correlación (0.79) entre el valor del índice de libertad económica y el valor de cada dólar vendido.

Es de esperarse que, dadas las condiciones de Estado de derecho, institucionalidad, infraestructura, niveles de corrupción, etc., imperantes en Guatemala, sea mucho más complejo vender y ganar un dólar, comparado con países como Estados Unidos. La paradoja es que son precisamente las mismas condiciones —que hacen más difícil vender y ganar dinero en Guatemala— las que imponen un segundo castigo: cualquier dólar vendido y ganado valdrá considerablemente menos —aproximadamente la mitad— respecto a países como Estados Unidos.

Utilizando modelos financieros de proyección de flujos para valuación de empresas, y con base en referentes internacionales, se estiman los posibles impactos del COVID-19 en las empresas guatemaltecas, específicamente en los flujos de caja y el valor de estas. El punto de partida, preCOVID, es que, a mismo nivel de ventas y margen EBITDA, las empresas en Guatemala valen casi la mitad de lo que valen las empresas en Estados Unidos; un dólar vendido por una empresa en Estados Unidos genera un valor de 1.96, mientras que el mismo dólar vendido por una empresa guatemalteca vale 1.07 (EV/Sales). Las empresas en Estados Unidos valen el equivalente a 11.83 veces sus utilidades, mientras que en Guatemala solamente 6.47 veces (EV/EBITDA).

Los impactos estimados del COVID-19 en las empresas guatemaltecas incluyen una reducción aproximada de 36 % en el valor de las empresas guatemaltecas. Dada la carga fija, la reducción en los flujos en el 2020 podría ser alrededor de 60.3 %. Los flujos para el 2021 se proyectan superiores al 2020, pero aún así se estima que sean 50.3 % menos que lo estimado sin el impacto del COVID.

Extrapolando los datos de los modelos financieros a la economía de Guatemala se estima que el valor de las empresas en Guatemala preCOVID era de US\$ 107.44 miles de millones. El impacto del COVID-19 en las empresas se resume en dos indicadores: disminución en el valor en un monto equivalente a US\$ 38.84 miles de millones y una pérdida de flujos de US\$ 4.72 miles de millones. Una semana sin ventas puede representar una pérdida adicional de US\$ 300.5 millones en el valor de las empresas y una disminución adicional de US\$ 214.78 millones en los flujos para las empresas.

¹ Decano de la Escuela de Negocios de la Universidad Francisco Marroquín. Los comentarios y posturas del presente artículo no reflejan la opinión en ningún momento de la Universidad Francisco Marroquín; el contenido de este documento refleja la postura personal del autor.

INTRODUCCIÓN

En el presente artículo se presenta una perspectiva financiera para dimensionar el reto que enfrentan las empresas guatemaltecas en el contexto actual; específicamente se analiza el potencial impacto del COVID-19 en los flujos generados por las empresas y el valor de estas. Realizar proyecciones financieras de las empresas ha representado siempre un reto complejo en finanzas; dicho reto es hoy aún mayor, dada la alta incertidumbre que vivimos desde hace algunos meses. Adicionalmente, en países como Guatemala, donde la información financiera es limitada, este tipo de tarea podría tildarse de “temeraria” o poco rigurosa, desde la perspectiva académica. Sin embargo, considero que los modelos financieros, con todas las limitaciones del caso, más que darnos respuestas definitivas sirven como “caja de resonancia” para plantear las preguntas correctas y dimensionar los impactos de distintos posibles escenarios.

Todo empresario, sin importar el tamaño de la empresa, busca que su empresa sea exitosa; paralelamente, todo inversionista espera que las decisiones de inversión que realiza resulten fructíferas. De hecho, el enfoque de un emprendedor, un empresario o un inversionista es el mismo: realizar buenas inversiones, que su inversión aumente en valor. Esto nos lleva a plantear una pregunta fundamental: ¿Qué es una buena inversión? La respuesta está inmersa en el concepto de costo de oportunidad. Una buena inversión es aquella que genera un retorno superior al que habría podido obtener el inversionista en inversiones similares. Existen varias formas de denominar esto: retornos sobrenormales, “Alpha”, utilidades económicas, etc. Joel Stern, junto con otros economistas y financieros, planteó esto de forma magistral en una fórmula que llamaron “valor económico agregado” (EVA por sus siglas en inglés). El EVA compara lo que gané —en términos monetarios— en una inversión contra lo que podría haber ganado si hubiese invertido el mismo monto en otra inversión similar. Es decir: la definición de lo que es una buena inversión parece ser intuitiva; la dificultad radica precisamente en tener la capacidad de generar —o identificar de forma anticipada— una inversión que será sobresaliente.

Andrew Lo, profesor en el Massachusetts Institute of Technology (MIT), enfatiza que lo que distingue a las finanzas de otras disciplinas es el tiempo y el riesgo; sin esos factores el análisis financiero no tendría sentido². Los conceptos de tiempo y riesgo implican que si al momento de invertir no se conoce el resultado de la inversión, este se conocerá en el futuro. No conocemos de antemano el resultado ni de nuestra inversión ni el de las otras alternativas similares de inversión —costo de oportunidad—.

En los mercados desarrollados existe amplio acceso a la información de las empresas, especialmente si estas listan en bolsa. En países como Guatemala, el limitado acceso a la información no implica que no apliquen los principios financieros fundamentales. En el presente artículo se busca dimensionar los impactos del riesgo país y del COVID-19 en las empresas guatemaltecas. Esto incluye cualquier tipo de empresa, desde la creada por microempresarios — que son la mayoría de los empresarios en Guatemala— hasta cualquier tipo de activos que generan flujos (por ejemplo, la inversión en un local comercial para alquiler). En todos los casos lo importante es dimensionar, estimar, el impacto de diversos factores en el valor de una inversión.

² Andrew Lo, MIT 15.401, Finance Theory I, Fall 2008. Sesión 1. <http://ocw.mit.edu/15-401F08>.

Para este artículo me basé en los dos principios fundamentales de la creación de valor:

- El retorno sobre el capital invertido y el crecimiento determinan el flujo de caja, que a su vez determina el valor.
- Todo aquello que no incremente el flujo de caja no crea valor (a menos que disminuya el riesgo).

Las empresas crean valor invirtiendo el capital a tasas superiores al costo del capital⁴. En este se busca estimar el impacto del riesgo país Guatemala combinado con el COVID-19 en las empresas guatemaltecas en cuatro aspectos: retorno, crecimiento, flujos y, en definitiva, en el valor.

METODOLOGÍA

Se utiliza la metodología de flujos de caja descontados (DCF por sus siglas en inglés) para la estimación de los valores de empresas en diversos escenarios⁵. En todos los casos las ventas iniciales —año 2019— están indexadas a US\$ 100. Es decir, se analiza el impacto en empresas operando en distintos países e industrias, todas con ventas de US\$ 100 para el 2019. Esto facilita la comparación y la cuantificación del impacto si cambian los supuestos. No se busca brindar una metodología exhaustiva ni detallada del proceso de valorar una empresa, ni tampoco busca ser sustituto de esta. En cada uno de los escenarios se presentan los “múltiplos” implícitos en los resultados de la valuación. Las bases de datos de información de las industrias de Estados Unidos, riesgo país y *equity risk premium* provienen de Aswath Damodaran.

RESULTADOS

I. Escenarios preCOVID-19

Antes de analizar los posibles efectos del COVID-19 para las empresas guatemaltecas, presento el punto de partida para dichas empresas. La tabla 1 presenta la valuación de una empresa promedio en Estados Unidos, asumiendo una venta de US\$ 100 en el 2019. Las ventas se proyectan con un crecimiento de 2.1 % anual, que corresponde a la tasa anual de crecimiento del PIB de dicho país para el cuarto trimestre del 2019⁶. Este número también se utiliza como crecimiento del flujo del año 2023 hasta la perpetuidad.

³ Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessels, *Valuation*, 6.ª edición (Hoboken, NJ: Wiley & Sons, 2015).

⁴ *Ibíd.*

⁵ El objetivo del presente artículo es académico. No se busca un uso comercial de la información proporcionada. Tampoco se sugiere que los resultados sean concluyentes; los mismos se basan en una serie de supuestos en muchos casos extrapolados de otros mercados al mercado guatemalteco.

⁶ Fuente: *Bloomberg Economic Calendar*

USA: PRE COVID-19

	2019	PROYECCIÓN			PERPETUIDAD
		2020	2021	2022	
Ventas	\$ 100.00	\$ 102.10	\$ 104.24	\$ 106.43	
Crecimiento	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
Costo de ventas	\$ 67.05	\$ 68.45	\$ 69.89	\$ 71.36	
Utilidad Bruta	\$ 32.95	\$ 33.65	\$ 34.35	\$ 35.07	
Margen Bruto	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	

Gastos Operativos

Fijo	\$ 10.38	\$ 10.39	\$ 10.40	\$ 10.41	
Variable	\$ 10.38	\$ 10.60	\$ 10.82	\$ 11.05	
Total Gastos Operativos	\$ 20.76	\$ 20.99	\$ 21.22	\$ 21.46	
Utilidad Operativa	\$ 12.19	\$ 12.66	\$ 13.13	\$ 13.61	

NOPAT	\$ 9.63	\$ 10.00	\$ 10.37	\$ 10.75	
(+) Depreciación	\$ 4.41	\$ 4.51	\$ 4.60	\$ 4.70	
(-) Capex	\$ 5.39	\$ 5.50	\$ 5.62	\$ 5.73	
(-) Cambios en Capital de Trabajo	\$ 0.20	\$ 0.20	\$ 0.21	\$ 0.21	
FCFF	\$ 8.45	\$ 8.80	\$ 9.15	\$ 9.51	\$ 9.71
FCFF % Ventas	8.5%	8.6%	8.8%	8.9%	
Valor Terminal				\$ 203.37	
Flujo a Descontar		\$ 8.80	\$ 9.15	\$ 212.87	

Múltiplos Implícitos en el DCF

Valor Activos	\$ 196.47
EBITDA 2019	16.60
EV/EBITDA	11.83
EV/SALES	1.96

Tabla 1. Valuación de una empresa promedio operando en Estados Unidos con ventas de US\$ 100 en el 2019.

Los supuestos utilizados para la valuación presentada en la tabla 1 corresponden a los reportados por Aswath Damodaran el 5 de enero del 2020 para 94 industrias en Estados Unidos, que incluyen 7053 empresas. En este caso utilizo una submuestra excluyendo empresas financieras⁷. Los supuestos extraídos de la submuestra, y que sirven de base para la valuación de la tabla 1, son: margen bruto 32.95 %, margen operativo 12.19 %, días de inventario 32.23, días de cobro

⁷ Esta es una práctica común, dadas las particularidades de empresas financieras. La submuestra que excluye empresas financieras incluye 5878 empresas.

42.16, días de pagos⁸ 39.39, capex⁹ como porcentaje de ventas 5.39 % y depreciación como porcentaje de capex¹⁰ 81.90 %. Adicionalmente, se asume que el 50 % de los gastos son fijos y que el crecimiento de gasto fijo es 0.10 % anual¹¹.

Para estimar el costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés), se utilizó el modelo CAPM¹² para estimar el retorno exigido por el socio¹³; el estimado es de 8.13 %¹⁴. El costo de la deuda (Kd) es 3.67 %¹⁵ y la tasa de impuestos 21 %.

Los resultados de la tabla 1 pueden resumirse de la siguiente forma: una empresa¹⁶ promedio en Estados Unidos con ventas de US\$ 100 en el 2019 se valúa en US\$ 196.47. El EBITDA¹⁷ implícito en el 2019 es 16.60 (el margen EBITDA es 16.60 %), lo que implica que el valor de la empresa equivale a 11.83 veces el EBITDA y a 1.96 veces la venta. A manera de referencia, el múltiplo EV/EBITDA reportado por Damodaran, utilizando valores de mercado de las empresas, es 13.75¹⁸.

La tabla 2 presenta la valuación para una empresa en Guatemala. He mantenido la mayoría de los supuestos iguales respecto a los de la tabla 1 por dos razones: por la limitación de datos para empresas de Guatemala y para poder dimensionar el efecto del riesgo país de Guatemala. Los supuestos que cambian en el modelo para Guatemala son: impuestos 25 %¹⁹ (vs 21 %), el retorno

⁸ Los días de inventario, cobro y pago son días de venta. Damodaran reporta dichas variables como porcentaje de venta (por lo que representan en su muestra años de venta). Se utilizan los días asociados a venta para ser consistente con los datos de Damodaran y para poder comparar directamente los días entre sí para poder estimar el ciclo de caja. En muchos casos las empresas asocian tanto los inventarios como la cuenta por pagar al costo de venta, pero de hacerlo así no podrían compararse dichos días con los de cobro.

⁹ Capex es un término financiero: es la abreviatura de *capital expenditures* que representa la inversión en nuevos activos, para reponer los activos depreciados y nuevos activos necesarios para crecer.

¹⁰ Este supuesto de 81.90 % implica que el capex como porcentaje de la depreciación es de 122 %. Significa que el monto de capex repone la depreciación más un 22 %.

¹¹ Inflación anual de Estados Unidos en enero del 2020 (*Bureau of Labor Statistics*).

¹² *Capital asset pricing model*.

¹³ Los supuestos para el modelo de CAPM son: *risk free rate* de 1.92 % (tasa del bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años en enero del 2020), *equity risk premium* de 4.89 % (*risk premium* 2019 reportado por Damodaran), D/A (deuda como porcentaje de activos) 24.01 % —Damodaran enero del 2020—, *unlevered beta* del mercado sin incluir empresas financieras 0.98 —Damodaran enero del 2020—. Para la ecuación del beta apalancado se asumió tasa de impuestos igual a cero (en el costo de la deuda sí se incluyó escudo fiscal).

¹⁴ A manera de referencia, el retorno exigido del socio (Ke) reportado por Damodaran el 5 de enero del 2020 fue de 8.21 % para la muestra de 5878 empresas (no incluidas las financieras).

¹⁵ Costo de la deuda antes de impuestos, Damodaran enero del 2020.

¹⁶ Este es el valor de los activos de la empresa, lo que en inglés se denomina *enterprise value*.

¹⁷ Utilidades antes de restar los intereses, impuestos, depreciación y amortización.

¹⁸ Interpretar las posibles fuentes de diferencia entre el 11.83 implícito en mi modelo y el 13.75 proveniente de precios de mercado escapa el objeto del presente estudio. La diferencia me permite decir que mi modelo, a pesar de ser simple —parsimonioso— genera un resultado conservador y consistente con los múltiplos de mercado. Mi estimado es lo que se denominaría “valor intrínseco” y no se espera que sea igual al obtenido a través de precios de mercado.

¹⁹ Para el presente artículo considero un impuesto sobre la renta de 25 %. Esto también disminuye el costo de la deuda después de impuestos en la misma magnitud (25 %). No incluyo otros impuestos como el ISO, y en el caso de empresas bajo el régimen de retención definitiva (pago sobre un porcentaje de ventas) no habría escudo fiscal en la deuda y por lo tanto el WACC sería superior (y el valor de la empresa menor).

exigido por el socio 10.22 % (vs 8.13 %), costo de la deuda 10.97 %²⁰ (3.67 %). Esto genera un WACC para Guatemala —en dólares— de 9.74 % (vs 6.87 %).

Las condiciones económico-financieras de Guatemala afectan directamente en las siguientes variables: (i) retorno exigido por el socio: en Guatemala es 2.09 % —riesgo país²¹—, (ii) costo de la deuda 10.97 % (vs 3.67 %²²), (iii) impuesto superior de 25 % (vs 21 %).

Los resultados de la tabla 2 pueden resumirse de la siguiente forma: al mismo nivel de ventas y margen EBITDA las empresas en Guatemala valen casi la mitad de lo que valen las empresas en Estados Unidos²³ (107.44 vs 196.47). Otra forma equivalente de expresar el mismo resultado es que un dólar vendido por una empresa en Estados Unidos genera un valor de 1.96, mientras que el mismo dólar vendido por una empresa guatemalteca vale 1.07 (EV/Sales). Las empresas en Estados Unidos valen el equivalente a 11.83 veces sus utilidades (específicamente EBITDA) mientras que en Guatemala solamente 6.47 veces (EV/EBITDA²⁴).

Es difícil dimensionar, cuantitativamente, la dificultad relativa de las empresas en Guatemala para vender y generar utilidades respecto a empresas en Estados Unidos. Sin embargo, mi percepción es que, dadas las condiciones de Estado de derecho, institucionalidad, infraestructura, niveles de corrupción etc. es mucho más complejo vender y ganar un dólar en Guatemala. La paradoja es que son precisamente las mismas condiciones que hacen más difícil vender y ganar dinero en Guatemala las que imponen un segundo castigo: cualquier dólar vendido y ganado valdrá considerablemente menos —aproximadamente la mitad— respecto a países como Estados Unidos.

²⁰ Para el costo de la deuda utilicé como base la tasa activa en quetzales reportada por el Banguat para enero del 2020 (12.65 %) y le resté el diferencial de tasas de inflación entre Estados Unidos (0.10 % para enero del 2020) y Guatemala (1.78 % —Fuente: INE—). Esta es una práctica común para convertir tasas expresadas en una moneda a otra. Es decir, la tasa de 12.65 % menos el 1.68 % (diferencial de inflaciones) genera un estimado de tasa activa en dólares de 10.97 %.

²¹ En finanzas hay varios enfoques para cuantificar el riesgo país. En este caso estoy utilizando el *rating-based default spread* reportado por Damodaran. Este método consiste en medir la diferencia en tasas (*spread*) de bonos con mejor *rating* —AAA— y los bonos con un *rating* igual al del país a estimar (en este caso Guatemala).

²² El costo de la deuda en Estados Unidos es particularmente bajo y responde a las condiciones de tasas bajas prevalecientes en distintos países del mundo.

²³ Una empresa con ventas iniciales en Estados Unidos de US\$ 100 y margen EBITDA de 16.60 % vale US\$ 196.47; mientras que una empresa en Guatemala con las mismas ventas y margen EBITDA valdría 89 % menos (US\$ 107.44).

²⁴ Este es un indicador comúnmente utilizado para medir cómo las utilidades se transforman en valor; se utiliza en la mayoría de los mercados y Guatemala no es la excepción —aunque por la falta de mercados de capital desarrollados es común en transacciones de fusiones y adquisiciones—.

GUATEMALA: PRE COVID-19

		2019	PROYECCIÓN			PERPETUIDAD
			2020	2021	2022	
Ventas	\$ 97.90	\$ 100.00	\$ 102.10	\$ 104.24	\$ 106.43	
Crecimiento		2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
Costo de ventas		\$ 67.05	\$ 68.45	\$ 69.89	\$ 71.36	
Utilidad Bruta		\$ 32.95	\$ 33.65	\$ 34.35	\$ 35.07	
Margen Bruto		33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	
Gastos Operativos						
Fijo		\$ 10.38	\$ 10.57	\$ 10.75	\$ 10.95	
Variable		\$ 10.38	\$ 10.60	\$ 10.82	\$ 11.05	
Total Gastos Operativos		\$ 20.76	\$ 21.17	\$ 21.58	\$ 22.00	
Utilidad Operativa		\$ 12.19	\$ 12.48	\$ 12.78	\$ 13.08	
Múltiplos Implícitos en el DCF						
NOPAT		\$ 9.14	\$ 9.36	\$ 9.58	\$ 9.81	
(+) Depreciación		\$ 4.41	\$ 4.51	\$ 4.60	\$ 4.70	
(-) Capex		\$ 5.39	\$ 5.50	\$ 5.62	\$ 5.73	
(-) Cambios en Capital de Trabajo		\$ 0.20	\$ 0.20	\$ 0.21	\$ 0.21	
FCFF		\$ 7.97	\$ 8.16	\$ 8.36	\$ 8.56	\$ 8.74
FCFF % Ventas		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
Valor Terminal					\$ 114.42	
Flujo a Descontar			\$ 8.16	\$ 8.36	\$ 122.99	
Valor Activos						107.44
EBITDA 2019						16.60
EV/EBITDA						6.47
EV/Sales						1.07

Tabla 2. Valuación de una empresa promedio operando en Guatemala con ventas de US\$ 100 en el 2019.

La tabla 3 y la figura 1 muestran comparaciones entre diversos países. Se puede observar que el impacto ha sido asimétrico para los países. Para estas comparaciones se han dejado todos los datos iguales salvo el riesgo país. De igual manera, puede verse que los países que tienen mayor libertad económica tienen, en general, mayores valores por cada dólar vendido²⁵. La correlación entre el valor del índice de libertad económica (Heritage²⁶) y el valor de cada dólar vendido es 0.79, lo que indica una alta correlación. Las comparaciones entre países no ajustan diferencias en márgenes o en eficiencia de utilización de activos; el enfoque en este caso es dimensionar el impacto del riesgo país a igualdad de márgenes y de rotación de activos.

²⁵ En este caso la relación implícita que muestran los datos es entre el índice de libertad económica y el riesgo país.

²⁶ Fuente: <https://www.heritage.org/index/ranking>.

		PRE-COVID		COVID		Heritage Freedom Index	
		EV/EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/SALES	Index	Rank
1	Estados Unidos	11.83	1.96	11.48	1.91	76.6	17
2	Chile	7.61	1.26	5.54	0.92	76.8	15
3	Perú	7.25	1.20	5.07	0.84	67.9	51
4	México	7.25	1.20	5.07	0.84	66	67
5	Panamá	7.00	1.16	4.74	0.79	67.2	55
6	Colombia	6.81	1.13	4.51	0.75	69.2	45
7	Guatemala	6.47	1.07	4.13	0.69	64	73
8	Honduras	5.55	0.92	3.20	0.53	61.1	93
9	Costa Rica	5.55	0.92	2.87	0.48	65.8	68
10	Nicaragua	5.18	0.86	2.60	0.43	57.2	115
11	El Salvador	4.85	0.81	2.60	0.43	61.6	90
12	Argentina	4.20	0.70	1.93	0.32	53.1	149

Tabla 3. Comparación entre diversos países incluyendo escenarios preCOVID, COVID y datos del índice de libertad económica.

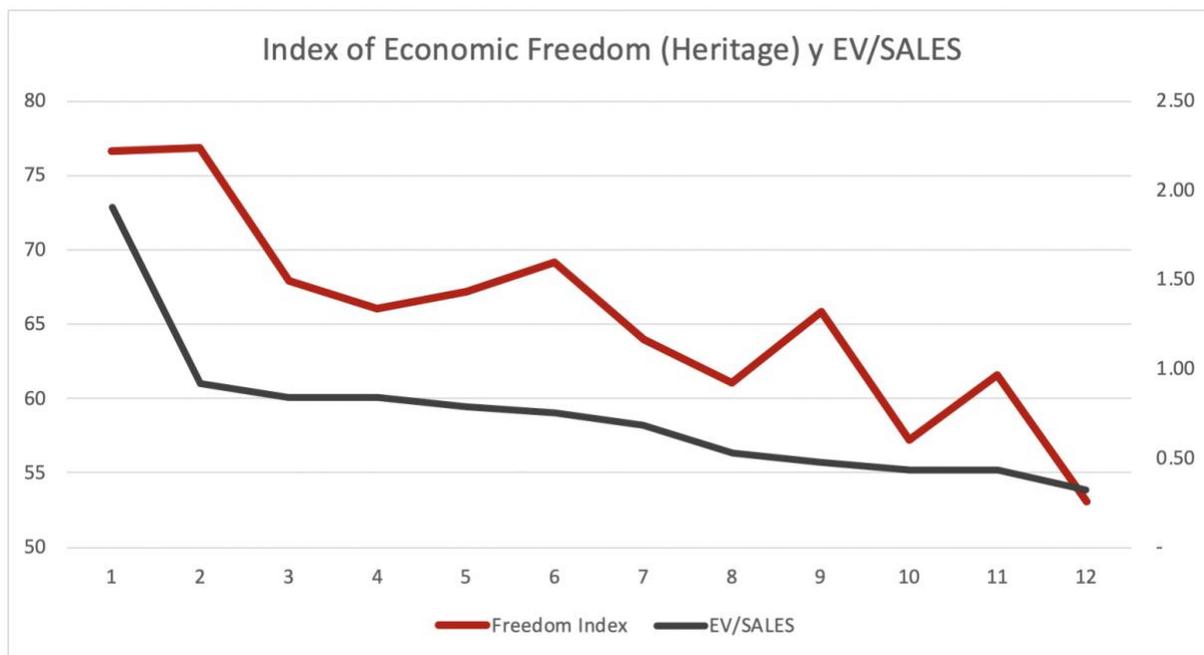


Figura 1. Representación del índice de libertad económica y el valor de un dólar vendido.

II. Impacto del COVID-19

Utilizando como base el modelo presentado en la tabla 2, estimo los posibles impactos del COVID-19 en las empresas guatemaltecas. El impacto más evidente es en una caída en las ventas, mismo que dependiendo la estructura de costos y gastos de la empresa puede amplificarse a nivel de las utilidades y los flujos. Específicamente, los gastos fijos harán que se

amplifique el impacto a nivel de las utilidades²⁷. Una reducción en ventas, manteniendo el mismo nivel de gastos fijos, generará un deterioro superior en las utilidades y flujos. Es complejo dimensionar el impacto que ha tenido el COVID-19 en las ventas de las empresas en Guatemala; en este caso enfrentamos de nuevo el reto de acceso a la información. En países como Estados Unidos los datos disponibles dan una idea de la dimensión de la situación actual. Por ejemplo, la venta de comercios en Estados Unidos, respecto al año anterior, disminuyeron 8.3 % en marzo y aún más en abril 16.4 %²⁸. Aun con acceso a este tipo de datos, la complejidad mayor estriba en la proyección de ventas esperadas para este y los próximos años.

Para el modelo que estima el impacto posible del COVID-19 en las empresas guatemaltecas (tabla 4) utilizo como base una caída esperada en ventas de 30 % para el 2020²⁹ respecto al año 2019; una recuperación en el 2021 respecto al 2020 (pero con ventas equivalentes al 85 % de las del 2019) y ventas en el 2022 igual al año 2019. Dada la carencia de datos en Guatemala y para facilitar la comparación de factores específicos, mantengo la mayoría de los supuestos del modelo presentado en la tabla 2. Los supuestos que cambian son: (i) crecimiento en ventas menos 30 % para el 2020, 21.4 % para el 2021 y 17.6 % en el 2022 (que implica cero crecimiento en ventas del 2019 al 2022); (ii) cambios en capital de trabajo de cero para el año 2020³⁰; (iii) costo de capital (WACC) 10.40 % (vs 9.54 %). El aumento en el costo de capital se debe principalmente a un aumento del riesgo país Guatemala de 2.09 % a 3.71 %. El dato del 3.71 % es de la misma fuente (Damodaran) actualizado a mayo del 2020.

Los resultados de la tabla 4 se pueden resumir de la siguiente forma: dada la caída en ventas estimada por el COVID-19 y el aumento en el costo de capital (principalmente por aumento del riesgo país) se espera una reducción aproximada de 36 % en el valor de las empresas guatemaltecas. Dada la carga fija, la reducción en los flujos en el 2020 podría ser de alrededor de 60.3 % (US\$ 3.24 vs US\$ 8.16 —antes del impacto esperado del COVID—). Los flujos para el 2021 se proyectan superiores al 2020, pero aún así se estima que sean 50.3 % menos que lo estimado sin el impacto del COVID.

Otro dato que puede estimarse a partir de los modelos de la tabla 2 y 4 es el impacto de un período de tiempo sin ventas. Por ejemplo, qué pasaría con el valor de las empresas si pierden las ventas equivalentes a una semana. Podemos estimarlo utilizando como base el modelo de la tabla 2 (preCOVID) y el de la tabla 4 (un impacto adicional al ya estimado por el COVID). El impacto de perder la venta equivalente a una semana representa una caída de US\$ 3.88 (3.61 %) en el valor de la empresa de la tabla 2 y de US\$ 0.30 en el valor de la empresa de la tabla 4 (0.44 %); el promedio de ambos estimados es de US\$ 2.09 (2.03 % de disminución en valor). Si

²⁷ Este concepto se conoce como “apalancamiento” y se mide a través de los grados de apalancamiento operativo, financiero y total en las empresas.

²⁸ Fuente: Reuters, “Coronavirus Pummels U.S. Retail Sales, Industrial Production”, 14 de mayo del 2020.

²⁹ Bridgewater, el Hedge Fund más grande en Estados Unidos, en un reporte del 19 de marzo del 2020, estimó una caída en ventas para las empresas de Estados Unidos de US\$ 4 “trillones” y tres veces más para el resto del mundo (US\$ 12 “trillones”). Mi estimado es que estos US\$ 4 trillones representan una caída aproximada de 29 % en ventas.

³⁰ En el modelo de la tabla 2, este rubro representaba US\$ 0.20. Es decir, el supuesto de cero puede resultar conservador respecto al modelo inicial. Sin embargo, considero que es un punto medio, ya que una caída en ventas podría generar una liberación de caja en capital de trabajo; el supuesto de cero considero que es más plausible —incluso optimista— respecto a un escenario de disminución en capital de trabajo.

observamos en impacto en flujo la disminución sería de US\$ 0.12 (-1.53 %) en la empresa guatemalteca preCOVID y de US\$ 0.21 (-7.1 %) en la empresa durante el COVID.

GUATEMALA: COVID-19

		2019	PROYECCIÓN			PERPETUIDAD
			2020	2021	2022	
Ventas	\$ 97.90	\$ 100.00	\$ 70.00	\$ 85.00	\$ 100.00	
Crecimiento		2.1%	-30.0%	21.4%	17.6%	
Costo de ventas		\$ 67.05	\$ 46.93	\$ 56.99	\$ 67.05	
Utilidad Bruta		\$ 32.95	\$ 23.07	\$ 28.01	\$ 32.95	
Margen Bruto		33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	
Gastos Operativos						
Fijo		\$ 10.38	\$ 10.57	\$ 10.75	\$ 10.95	
Variable		\$ 10.38	\$ 7.27	\$ 8.82	\$ 10.38	
Total Gastos Operativos		\$ 20.76	\$ 17.83	\$ 19.58	\$ 21.33	
Utilidad Operativa		\$ 12.19	\$ 5.24	\$ 8.43	\$ 11.63	
NOPAT		\$ 9.14	\$ 3.93	\$ 6.32	\$ 8.72	
(+) Depreciación		\$ 4.41	\$ 3.09	\$ 3.75	\$ 4.41	
(-) Capex		\$ 5.39	\$ 3.77	\$ 4.58	\$ 5.39	
(-) Cambios en Capital de Trabajo		\$ 0.20	\$ -	\$ 1.44	\$ 1.44	
FCFF		\$ 7.97	\$ 3.24	\$ 4.06	\$ 6.31	\$ 6.44
FCFF % Ventas		8.0%	4.6%	4.8%	6.3%	
Valor Terminal					\$ 77.57	
Flujo a Descontar			\$ 3.24	\$ 4.06	\$ 83.88	
Múltiplos Implícitos en el DCF						
Valor Activos		68.60				
EBITDA 2019		16.60				
EV/EBITDA		4.13				
EV/Sales		0.69				

Tabla 3. Valuación de una empresa promedio operando en Guatemala con ventas de US\$ 100 en el 2019, incorporando posibles cambios generados por el COVID-19.

III. Impacto a nivel de la economía guatemalteca

En esta sección trataré de estimar el posible impacto en la economía guatemalteca. Primero estimaré el valor de las empresas guatemaltecas como porcentaje del PIB y luego aplicaré los resultados descritos en las secciones anteriores a nivel de Guatemala.

Para cuantificar cuánto pueden representar el valor de las empresas guatemaltecas como porcentaje del PIB, lo haré a través de aproximaciones con datos de otros países, aplicados al modelo de la tabla 2.

En Estados Unidos, la capitalización de mercado de las empresas listadas en bolsa como porcentaje del PIB es 141.2 %³¹. El Banco Mundial reporta que dicho valor para el mundo es de 92.89 % para el 2018³². Es importante señalar que estos porcentajes incluyen solamente a las empresas listadas, y en mi caso busco estimar este porcentaje incluyendo todas las empresas guatemaltecas, que para efectos prácticos no son listadas. Es decir, para los países que se tiene el dato incluyendo empresas listadas, el valor de todas las empresas (listadas y no listadas) debe ser superior a los indicados.

El Banco Mundial reportó para Guatemala que en el 2018 el crédito interno al sector privado otorgado por los bancos, como porcentaje del PIB, fue 32.19 %³³. El PIB de Guatemala en el 2018 cerró a un valor de 78.46 miles de millones de dólares. Uniendo esos dos datos, el crédito interno al sector privado equivale a US\$ 25.26 miles de millones.

Mis modelos asumen una deuda como porcentaje de activos de 24.01 %; aplicando este supuesto al estimado de que la deuda de empresas en Guatemala es US\$ 25.26 millones, implicaría que el valor de activos de todas las empresas guatemaltecas podría estimarse en US\$ 105.18 miles de millones, equivalente al 134 % del PIB. Este dato me parece plausible, ya que como mencioné, incluiría el total de empresas, mientras que los dos referentes mencionados (141.2 % para Estados Unidos y 92.89 % para el mundo) incluyen solamente empresas listadas.

Si tomo la valuación de una empresa promedio guatemalteca que vendió US\$ 100 en el 2019 (US\$ 107.44 —tabla 2—) y lo extrapolo a mi estimado del valor de todas las empresas guatemaltecas (US\$ 105.18 miles de millones), implica que el valor de US\$ 107.44 (dimensional en dólares) equivale a un total de US\$ 105.18 (dimensional: miles de millones de dólares). Es decir, podría aproximar que cada US\$ 1 de los modelos de la tabla 2 y 4 equivalen a nivel de la economía guatemalteca a mil millones de dólares. Por lo tanto, las tablas 2 y 4 podrían entenderse como estimados del total de las empresas de Guatemala y los datos presentados serían equivalentes a miles de millones de dólares.

³¹ Fuente: Gurufocus, datos al 31 de mayo del 2020.

³² Fuente: <https://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>.

³³ Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial.

Con este estimado resumo de nuevo los principales resultados extrapolados a nivel de la economía de Guatemala:

- Estimo que el valor de las empresas en Guatemala es de US\$ 107.44 miles de millones.
- Si Guatemala tuviese el mismo riesgo país que Estados Unidos, el valor de las empresas se duplicaría aproximadamente.
- El impacto del COVID-19 en las empresas en Guatemala lo estimo en varios niveles:
 - o Caída en ventas de US\$ 30 miles de millones en el 2020, respecto al 2019
 - o Disminución de los flujos en US\$ 4.72 miles de millones
 - o Disminución del valor en un monto equivalente a US\$ 38.84 miles de millones.
- En el impacto de una semana sin venta alguna, utilizando como base las empresas que ya incorporan el impacto del COVID-19, se daría una pérdida adicional de:
 - US\$ 300.51 millones en valor
 - US\$ 214.78 millones en flujo