

Guía de Valoración Empresarial de:

El Blog del Inversor

<http://www.blogdelinversor.com>

Esta pequeña guía pretende explicar el proceso de cómo valorar una empresa, paso por paso hasta llegar a un precio por acción (mediante el método de valoración de flujos de caja libre). Está inscrita dentro de una filosofía de inversión en valor (value investing) y como tal debe tratarse.

Su origen es una recopilación de artículos publicados en el Blog del Inversor. Los diferentes títulos de cada apartado corresponden al título con el que apareció el texto en el blog para facilitar que el lector pueda consultar los comentarios al respecto a la vez que escribir, preguntar o compartir mediante nuevos comentarios.

Índice:

• <i>Método de Valoración: Flujos de Caja Libre</i>	2
• <i>El Valor temporal del dinero y la Tasa de descuento</i>	3
• <i>Como calcular la tasa de descuento para nuestras inversiones</i>	4
• <i>Introducción al concepto de Riesgo</i>	5
• <i>Factores de Riesgo</i>	6
• <i>Reflexionar sobre el Riesgo para obtener la Tasa de Descuento</i>	7
• <i>Valor de Perpetuidad. El concepto.</i>	8
• <i>Calcular el Valor de Perpetuidad. 1a Parte.</i>	8
• <i>Calcular el valor presente de futuros flujos de caja.</i>	10
• <i>Calcular el Valor de Perpetuidad. 2a Parte.</i>	11
• <i>Proceso de Valoración de una Empresa. Pasos a Seguir.</i>	12
• <i>Ejemplo de Caso Práctico de Valoración.</i>	12

Un saludo,

Nairan (nairan@blogdelinversor.com)

Método de Valoración: Flujos de Caja Libre

¿Cuánto vale una acción?

Citando a uno de los grande economistas del S.XX, John Burr Williams:

“El valor de una acción es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja”.

Ni más, ni menos.

Vamos a analizar detenidamente este concepto, porque es la piedra angular de cualquier filosofía de inversión value.

Una empresa crea valor económico para sus dueños invirtiendo un capital y generando un retorno sobre ese capital. Parte de ese retorno se gasta para pagar los gastos operativos, otra parte se reinvierte en el negocio y la parte que sobra la llamamos flujo de efectivo libre (también llamados flujos de caja libres o free cash flow, en inglés).

Nos interesa el flujo de efectivo libre, porque este es el dinero que podemos sacar de la empresa cada año, sin afectar la continuidad de su actividad (es decir, lo que comúnmente se entiende por beneficios).

Una empresa puede gastar estos flujos de efectivo libres para beneficiar a los accionistas de varias maneras:

- Pagando dividendos, con lo que se reparte la parte correspondiente de los beneficios a cada accionista.
- Comprando acciones propias, con lo que se reduce el número de acciones en circulación y por tanto su valor
- O por último la empresa puede quedarse con ese dinero “sobrante” y reinvertirlo para mejorar su negocio (recordemos que antes habíamos hablado de reinversión, pero para mantener el negocio, no mejorarlo).

Vemos pues que lo que da valor a una empresa es su capacidad de generar flujos de caja libres en el futuro. A continuación tendremos que calcular el valor presente de esos futuros flujos de caja libres (no es lo mismo cobrar 1000€ hoy que que te los paguen de aquí 5 años).

El Valor temporal del dinero y la Tasa de descuento

Hemos establecido la importancia de los flujos de caja ya que esto es en definitiva lo que aporta “valor” a nuestra inversión.

Hemos comentado que ese dinero (en concepto de beneficios) al que llamamos flujos de caja, y que pensamos recibir de nuestra inversión en el futuro, en el presente, vale menos.

¿Por qué?

En primer lugar, si recibiéramos el dinero hoy, podríamos invertirlo y generar algún tipo de rentabilidad, mientras que los flujos de caja del futuro, no los podemos invertir hasta recibirlos. Podemos hablar de un “coste de oportunidad”.

Esto es lo que se conoce como valor temporal del dinero.

En segundo lugar, existe la posibilidad de que no lleguemos nunca a recibir esos flujos de caja, con lo que se nos debe de compensar por asumir ese riesgo (esto constituye lo que llamamos prima de riesgo, y es una de las variables más importantes que tendremos que estimar).

Hemos visto que el recibir el dinero en el futuro en vez de hoy, nos presenta un “coste de oportunidad”, pero ¿en cuánto y cómo cuantificamos este coste de oportunidad?

Se suele tomar para calcular este “coste de oportunidad” la rentabilidad que ofrece los bonos del tesoro público. ¿Por qué? Porque es lo más parecido a una tasa de rentabilidad que sabemos casi 100% que podemos conseguir seguro.

Pero ojo, como hemos comentado anteriormente, todavía nos falta tener en cuenta la posibilidad de que por lo que sea nunca se lleguen a materializar esos flujos de caja futuros, es decir la prima de riesgo.

Si sumamos nuestro “coste de oportunidad”, es decir, la rentabilidad de los bonos del tesoro a nuestra prima de riesgo, llegamos a lo que llamamos Tasa de Descuento.

Como calcular la tasa de descuento para nuestras inversiones

Vamos a seguir hablando de la tasa de descuento, porque es uno de los parámetros más importantes de entender y calcular para un inversor value.

¿Cómo calcular la tasa de descuento?

¿Qué factores debemos de tener en cuenta a la hora de calcularla?

¿Cómo sabemos si debemos gastar una tasa del 7 o 10% para calcular nuestras inversiones?

Todo esto son cuestiones que vamos a intentar ir abordando.

Advertencia:

Ante todo hay que comentar que no hay manera exacta de calcular la tasa de descuento. El proceso tiene tanto de arte como de ciencia. Para empeorar las cosas, el resultado que obtengamos, puede influir brutalmente en los precios objetivos que nos salgan para las empresas que estamos valorando. Por si fuera poco, la literatura al respecto es tan vasta y con opiniones tan diversas y enfrentadas, que no recomiendo a nadie que dedique excesivo tiempo a ella.

Teniendo todo esto en cuenta, escribo este artículo desde la convicción que sólo el hecho de sentarnos y cuestionarnos ciertas cosas, nos va a dar un mayor entendimiento de la empresa que estamos valorando. Este conocimiento es el que al final nos ayudará a tomar una decisión informada y sensata de inversión. Y como dice Warren Buffett, nos irá bien a la larga si compramos buenas empresas y no pagamos precios absurdos.

Como vimos anteriormente, la tasa de descuento esta formada por 2 factores:

- Coste de oportunidad (valor temporal del dinero)
- Riesgo

Ya comentamos que para suplir el coste de oportunidad que vamos a tener al realizar una inversión, lo lógico es tomar como media la rentabilidad de los bonos del tesoro. Históricamente, en EEUU, estamos hablando de una rentabilidad de entre el 5 y 6%.

A nivel práctico deducimos que si suben los tipos de interés, también deberemos aumentar nuestra tasa de descuento.

También si sube el riesgo, tendremos que aumentar nuestra tasa de descuento.

Introducción al concepto de Riesgo

En el mundo financiero se suele equiparar riesgo al concepto de beta. A mi entender beta no tiene nada que ver con el riesgo para un inversor.

Vamos por partes. *¿Qué es beta?*

Beta, lo que mide es la volatilidad de una acción, es decir cuán sensible es el precio de una acción en relación a la volatilidad del mercado en general. Las acciones con un beta de 1.0, tienen la misma volatilidad que el mercado. Las acciones con beta 1.3 quiere decir que cuando el mercado se mueve un 1%, la acción en concreto se mueve un 1,3%.

Para un inversor value, que compra participaciones en una empresa, que la acción sea más volátil o menos no tiene mucho que ver con riesgo sino con momentos de oportunidad. Lo que realmente constituye riesgo para una empresa no es el cambio del precio de su acción sino las perspectivas de generar flujos de caja en el futuro y las perspectivas de su negocio. Entre otras cosas, parece de sentido común que cuanto más barato compras una acción, menos riesgo estás asumiendo y no al revés como nos podría llevar a concluir el estudio de la beta de la acción.

En resumen: el riesgo lo tenemos que valorar mirando a la empresa y no al precio de la acción (otra cosa es que cuando tengamos una valoración hecha, nos fijemos en el precio y apliquemos un margen de seguridad, para evitar el riesgo de pagar demasiado).

En definitiva el riesgo de una empresa viene determinado por la probabilidad de que genere los flujos de caja que hemos estimado que generará en el futuro.

Factores de Riesgo

El riesgo de una inversión (que debemos de calcular para estimar una tasa de descuento adecuada) para un inversor value, viene determinado por el riesgo de la empresa en la que vayamos a invertir.

¿En qué factores nos deberíamos fijar a la hora de estimar el riesgo de una empresa?

Lógicamente, cada sector y empresa es un mundo y en este aspecto, como en todo, cuanto más conocimiento tengamos del sector y empresa en cuestión, mejor. Es decir, cuanto más nos movamos dentro de nuestro “circle of competence”, que diría Buffett, mejor.

A modo general, yo recomendaría fijarse en los siguientes aspectos:

1.- Tamaño

Las empresas más pequeñas suelen conllevar más riesgo. Las razones para ello las podemos encontrar en que son más vulnerables a baches imprevistos y suelen tener un negocio menos diversificado.

2.- Negocio Cíclico

El hecho de que el negocio de una empresa sea cíclico conlleva mayor riesgo para el inversor ya que se convierte en más difícil el pronosticar los futuros flujos de caja. Una empresa con un negocio anticíclico y estable, presente menor riesgo para un inversor.

3.- Apalancamiento Financiero

Empresas con mayor endeudamiento están expuestas a mayor riesgo. Hay que tener en cuenta que la deuda actúa como agente potenciador tanto de beneficios como de pérdidas.

4.- Directivos de la empresa

Básicamente nos referimos a la siguiente cuestión: ¿Los que están al cargo de la empresa son de fiar? Aunque como en todo en la vida, raramente es cuestión de blanco o negro,

hay una serie de factores en los que nos podemos fijar para valorar este aspecto.

5.- Ventajas competitivas

Lógicamente, cuanto mejor sea el modelo de negocio de la empresa, mayor capacidad tenga de retener clientes y mejor sea su capacidad de ampliar y mejorar su negocio, menos riesgo implicará invertir en la empresa.

6.- Complejidad

El riesgo, es por definición, incierto. A más compleja sea la actividad y estructura de una empresa, más difícil será el determinar el riesgo que implica invertir en la misma. Parte del problema de la crisis financiera actual se debe a la excesiva complejidad de muchos de los vehículos de inversión que se han creado en la última década. Aparte de no invertir en nada que no se entienda (uno de los mandamientos del inversor value), es inteligente tener en cuenta que una estructura compleja tiene más riesgo que una estructura simple.

Reflexionar sobre el Riesgo para obtener la Tasa de Descuento

Hemos visto una guía general de cosas que son interesantes a tener en cuenta a la hora de estimar el riesgo. Ahora tenemos que convertir este análisis en una cifra que poder gastar para nuestras valoraciones.

Si recordáis, comentamos que el proceso de calcular la tasa de descuento era tanto ciencia como arte. Pues bien, ya hemos llegado a la parte artística. Y como en cualquier cuestión artística, no hay solución correcta. ¿Acaso es mejor Bach que Mozart, Velázquez que Goya, Shakespear que Cervantes? Lo más sensato a lo que podemos aspirar es a conocer lo más posible y a no caer en la barbarie.

En esto de la valoración de empresas, cada maestrillo tiene su librillo. Éste es el mío:

Suelo gastar una tasa de descuento estándar de entre 10 y 11%. El límite por abajo lo suelo fijar en 9% para las empresas más seguras y por arriba hasta 15%, para aquellas con más riesgo.

Como veis, no estoy presentando ninguna panacea. Es cuestión de experiencia y sentido común. Al igual que a tocar el piano, se aprende a base de tocar todos los días.

Valor de Perpetuidad. El concepto.

Hemos hablado de la importancia de los flujos de caja, de la tasa de descuento y el concepto de riesgo. Nos falta, sin embargo, todavía por abordar un ultimo factor que hay que tener en cuenta a la hora de realizar una valoración. Me estoy refiriendo al valor de perpetuidad.

En teoría una empresa es eterna. Los cálculos de valoración se deben hacer, partiendo de la base de que la empresa no va a quebrar y por tanto es eterna.

Sin embargo, a parte de por la imposibilidad de calcular los flujos de caja a 100 años vista, las leyes del mercado hacen que a la larga la empresa tienda a un crecimiento igual al de la economía en general, es decir, que deje de tener una ventaja competitiva. Esto es fácil de entender: cualquier empresa que genere muchos beneficios, atraerá a competencia que a la larga se comerá los márgenes de beneficio.

Esto encaja de pleno con la filosofía value de encontrar empresas que tengan un “moat” (que diría Buffett). En realidad, a la hora de la valoración lo que nos interesa es durante cuánto tiempo va a poder mantener esta empresa amplios márgenes de beneficio. Tenemos que dar por supuesto que la empresa luego seguirá existiendo, pero con rentabilidades parecidas a las de la economía en general. Creo que es prudente gastar una tasa del 3% de crecimiento a perpetuidad, o 2% si la empresa está en un sector cuya existencia no sea vital.

Calcular el Valor de Perpetuidad. 1a Parte.

Aquí está la fórmula matemática para calcular el valor a perpetuidad:

$$\frac{FC_n (1 + g)}{(T - g)}$$

Se toma el último flujo de caja (FC) que estimas en tu valoración y lo aumentas por la tasa de crecimiento de largo plazo (el 3% que comentamos en el artículo anterior). Todo esto hay que dividirlo por la tasa de retorno que consideremos oportuno descontada al crecimiento de largo plazo.

El resultado de este cálculo tiene que ser también descontado hasta el presente.

Para clarificar el tema vamos a ver un ejemplo:

Supuestos:

Pongamos por caso que estamos valorando una empresa con un modelo de valoración de descuento de flujos a 10 años ($n = 10$).

A la empresa le otorgamos una tasa de descuento del 12%. ($T = 0,12$)

Estimamos que el flujo de caja libre al décimo año serán 1.000 millones. ($FC_n = 1.000$)

Consideramos que a partir del undécimo año la empresa seguirá creciendo al ritmo de 3%. ($g = 0,03$)

Objetivo:

Calcular el valor de perpetuidad de esta empresa.

Proceso:

Lo primero es tomar el flujo de caja libre del décimo año (nuestra estimación) = FC_n

y multiplicarlo por $1,03 = (1 + g) = (1 + 0,03)$

Esto nos da 1.030 millones

Luego dividimos 1.030 entre 0,09 ($T - g$),

lo cual nos da un resultado de 11.444 millones.

Calcular el valor presente de futuros flujos de caja.

Hemos visto anteriormente que el valor del dinero es temporal, es decir que no vale lo mismo 5 euros hoy, que hace 5 años.

Ahora vamos a intentar explicar como se puede calcular el valor presente de los futuros flujos de caja de una empresa.

La fórmula que nos permite calcular esto es la siguiente:

$$\frac{FC_n}{(1 + T)^n}$$

Donde FC_n es el flujo de caja correspondiente al año n y T es la tasa de descuento que consideremos oportuna.

Veamos un ejemplo:

Queremos averiguar cuanto vale un futuro flujo de caja de 500€
Vamos a calcularlo para 2 plazos de tiempo diferentes: para 3 años y para 7 años.

Caso 1:

¿Cuánto deberíamos pagar por que nos den 500€ en un plazo de 3 años?

Si aplicamos una tasa de descuento del 10% nos sale:

$$500 / (1,1)^3$$

es decir: 376€

Caso 2:

¿Cuánto deberíamos pagar por esos 500€ en un plazo de 7 años?

También con una tasa de descuento del 10%, sale:

$$500 / (1,1)^7 = 258€$$

Espero que haya quedado claro el proceso y el concepto.

Es interesante quedarse con la observación de que la tasa de descuento realmente actúa como un interés pero atrás en el tiempo, en vez de hacia adelante.

Calcular el Valor de Perpetuidad. 2a Parte.

En el artículo pasado explicamos cómo obtener el valor presente de flujos de caja futuros. Si recordáis, hace 2 artículos hablamos de cómo calcular el valor de perpetuidad. Pusimos un ejemplo, pero nos faltó calcular el valor presente de los flujos que estimamos. Ahora estamos en condiciones de poderlo calcular.

Retomando el caso:

Habíamos llegado a un valor de 11.444 millones.

Para calcular el valor presente de estos 11.444 millones, y teniendo en cuenta los supuestos que dimos:

Pongamos por caso que estamos valorando una empresa con un modelo de valoración de descuento de flujos a 10 años ($n = 10$).

A la empresa le otorgamos una tasa de descuento del 12%. ($T = 0,12$)

Estimamos que el flujo de caja libre al décimo año serán 1.000 millones. ($FC_n = 1.000$)

Consideramos que a partir del undécimo año la empresa seguirá creciendo al ritmo de 3%. ($g = 0,03$)

Podemos concluir que el valor presente es el siguiente:

$$FC_n = 11.444$$

$$n = 10$$

$$T = 0,12$$

$$11.444 / (1,12)^{10} = 3.692\text{€}$$

Hemos ido explicando paso por paso todo lo que nos hace falta para realizar una simple valoración por descuento de flujos. Ahora vamos a juntar todo el proceso para poder llegar desde nuestras estimaciones iniciales a poner un precio a una empresa (acción).

Proceso de Valoración de una Empresa. Pasos a Seguir.

Por fin, habiendo desengranado todos los elementos más importantes a la hora de realizar una valoración por descuento de flujos, vamos a juntar todas las partes y ver como podemos proceder en 5 pasos a realizar una valoración.

Paso 1: Estimar los flujos de caja libres para los próximos 10 años.

Paso 2: Calcular el valor presente de estos flujos.

Paso 3: Calcular el valor de perpetuidad y descontarlo a su valor presente.

Paso 4: Calcular el valor total de la empresa:

Valor de perpetuidad descontado al presente + valor presente de los futuros flujos de caja = Valor total

Paso 5: Calcular el valor por acción dividiendo el valor total de la empresa por el número de acciones.

Y con esto podemos obtener una estimación del valor intrínseco de una acción.

Como todo el proceso puede ser complejo, sobre todo a los recién iniciados, vamos a poner un ejemplo para intentar aclarar todo el proceso.

Ejemplo de Caso Práctico de Valoración

Vamos a poner un ejemplo de valoración para poner en práctica los 5 pasos que aprendimos en el artículo anterior.

La empresa que valoraremos la llamaremos Nairat S.L.

Los datos de los que disponemos son los siguientes:

Nº de Acciones en el mercado: 250.000

Tasa de crecimiento a perpetuidad: 3%

Tasa de descuento teniendo en cuenta las características de Nairat: 9%

Previsión de los flujos de caja libres para el año que viene:
650.000€

Prevedemos que el negocio de Nairat va a crecer durante los próximos 10 años a un ritmo del 5%

Estos son todos los datos que necesitamos para realizar nuestros cálculos.

Vamos allá:

Paso 1:

Estimar los flujos de caja libre para los próximos 10 años.

Si tenemos en cuenta los datos mencionados arriba nos sale lo siguiente:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	650.0	682.5	716.6	752.4	790.0	829.5	871.0	914.6	960.3	1008.3

Recordamos que estamos asumiendo un 5% de crecimiento anual.

Paso 2:

Ahora tenemos que calcular el valor presente de estos flujos de caja.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	650.0	682.5	716.6	752.4	790.0	829.5	871.0	914.6	960.3	1008.3
+ Factor de descuento	1.09 ¹	1.09 ²	1.09 ³	1.09 ⁴	1.09 ⁵	1.09 ⁶	1.09 ⁷	1.09 ⁸	1.09 ⁹	1.09 ¹⁰
= FCL descontado	596.3	574.4	553.0	533.0	513.4	494.6	476.5	459.0	442.1	425.9

fuentes: Blogdelinversor.com

Recordamos que el factor de descuento = $(1 + T)^n$

donde T es la tasa de descuento y n el número del año correspondiente.

Paso 3:

Calcular el valor a perpetuidad y descontarlo al valor presente.

Recordamos la formula:

$$\text{Valor de perpetuidad} = \text{FCL del décimo año} \times (1 + g) / (T - g)$$

donde g = tasa de crecimiento perpetua y T es la tasa de descuento.

$$\text{Valor de perpetuidad} = (1.008,3 \times 1,03) / (0,09 - 0,03) = 17.310,2\text{€}$$

Si lo descontamos al valor presente nos sale:

$$17.310,2 / 1,09^{10} = 7.312\text{€}$$

Paso 4:

Calcular el valor total de la empresa.

Valor de perpetuidad descontado al presente + valor presente de los futuros flujos de caja (todos sumados) = Valor total

Esto nos da:

$$7.312 + 5.068,9 = 12.381\text{€}$$

Paso 5:

Finalmente nos queda dividir el valor total entre el número de acciones (250.000):

$$12.381 / 250 = 49,52\text{€}$$

Con lo que hemos obtenido un precio de 49,52€ por acción.