

# Boletín de Consultoría Gerencial

## Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado  
en los flujos de caja libres descontados*

Boletín Digital  
No. 12 - 2013  
*Parte 2/4*



# Contenido

Haga click en los enlaces para navegar a través del documento

- ▶ [Introducción](#)
- ▶ [Enfoque metodológico y su aplicación](#)
- ▶ [Errores más comunes](#)
- ▶ [Conclusión](#)
- ▶ [Créditos / Suscribirse](#)



## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### Introducción

Una empresa vale por su capacidad de generar beneficios futuros adicionales, basados en las inversiones productivas realizadas hasta ese momento. El crecimiento esperado de esos beneficios dependerá de la calidad del manejo del negocio, las inversiones productivas a realizar, las estrategias comerciales que incrementen los márgenes operativos, el lapso en el cual se pueda mantener el crecimiento y el costo de oportunidad de invertir sus activos en ésta y no en otra actividad.

Por todo lo anterior, el método comúnmente utilizado es el flujo de caja descontado, el cual requiere el establecimiento de premisas fundamentadas y un amplio conocimiento del negocio para realizar una óptima proyección de sus operaciones. De hecho, para una empresa en marcha que produce una tasa de retorno aceptable sobre sus activos en operación, el enfoque basado en el flujo de caja sería el enfoque primario, ya que éste generaría el más alto valor.

El método estima el flujo monetario que se encuentra a la disposición de los accionistas, una vez que la empresa ha pagado todos los costos de operación e inversiones. Con este flujo se consideran las necesidades operativas que la empresa requiere para cumplir su objetivo comercial.

En este sentido, deben proyectarse los estados financieros de la empresa, con base en premisas representativas para calcular el flujo de caja libre futuro en todos los años proyectados. Los estados financieros y operaciones se proyectan de manera explícita (detallada) considerando períodos razonables, incluyendo decisiones que pueda tomar la empresa en el futuro, así como, situaciones que puedan plantearse y afectar su desarrollo. A partir del último año de proyección explícita, se asume el principio de empresa en marcha (la empresa tiene una vida infinita) y se incluye una perpetuidad que refleje este principio (valor de continuidad).

En este segundo boletín, de una serie de cuatro, se analizará el Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados.

En próximas entregas, se examinará con detalle otras de las metodologías para valorar empresas.

#### **Próximo contenido:**

**Boletín 12-2013 - Parte 3/4:**

Metodología de valor patrimonial

**Boletín 12-2013 - Parte 4/4:**

Metodología de múltiples

# Boletín de Consultoría Gerencial

## Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

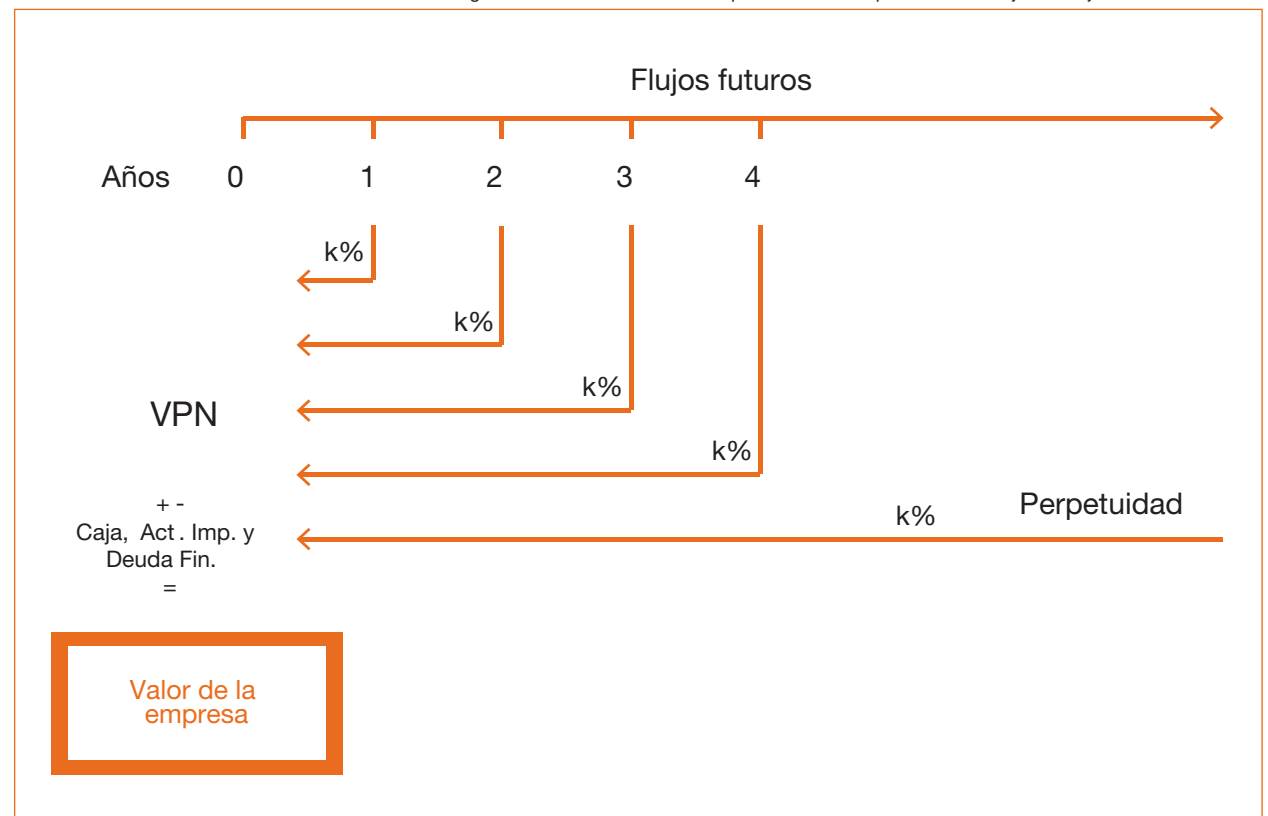
### Introducción (cont.)

Los flujos de caja proyectados y el valor de continuidad se descuentan, tomando como base una tasa de descuento que refleje el costo de los recursos y el riesgo del negocio. El descuento de los flujos consiste en traer los valores futuros a valores presentes tomando en cuenta el costo de oportunidad o tasa de descuento, acorde al costo de oportunidad del capital y el riesgo que se está evaluando. Para ello se utilizan modelos matemáticos como el Modelo de Valoración de los Activos Financieros (Capital Asset Pricing Model-CAPM) y el Costo Promedio Ponderado del Capital (Weighted Average Cost of Capital-WACC).

La diferencia entre el valor presente de los flujos de caja libres descontados y el valor de los pasivos financieros, contingencias, activos improductivos y el saldo inicial de caja, es lo que representa el valor de la empresa a la fecha de valoración.

En la Figura No. 1 se esquematiza la valoración de empresas vía los flujos de caja libres descontados.

Figura No.1. Valoración de la empresa en marcha por medio de flujos de caja libres descontados



## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados

#### Enfoque metodológico y su aplicación

El enfoque metodológico para la valoración de una empresa basado en sus flujos de caja libres descontados, como se muestra en la Figura No. 2, requiere de un enfoque metodológico que comprende cinco fases consecutivas, a saber:

**Fase 1 – Estados Financieros Históricos:** se desglosa la estructura del negocio a través de un análisis de los estados financieros de los últimos tres períodos fiscales. Esta fase está orientada a definir cómo están constituidos sus activos y pasivos, su actividad, sus características operativas, su potencialidad o cualquier otro aspecto susceptible de ser valorado.

**Fase 2 – Premisas y Criterios de Proyección:** se diseñan las premisas y criterios operativos de proyección. Las fuentes de información deben ser lo más objetivas y precisas acerca del negocio, ya que de esta forma las premisas y los criterios serán lo más ajustados a la realidad de la empresa y del entorno en el cual se desenvuelve, lo cual derivará en una valoración más precisa y asertiva.

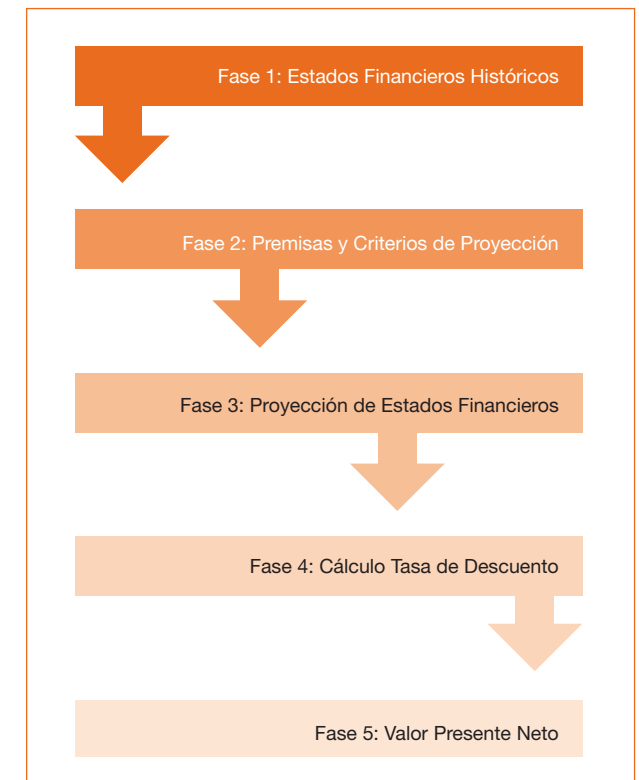
#### Fase 3 – Proyección de los Estados

**Financieros:** se elabora el modelo por medio del cual se proyectarán el Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Caja Libre de la empresa para los próximos tres (3) a cinco (5) períodos fiscales, con base en las premisas definidas en la fase anterior.

**Fase 4 – Cálculo Tasa de Descuento:** se calcula una tasa que refleje el riesgo de la empresa en función del sector y el país en el que se desenvuelve, así como en función de la composición deuda-patrimonio de sus recursos.

**Fase 5 – Valor Presente Neto:** se descuentan los flujos de caja libres proyectados en la fase 3, utilizando la tasa de descuento calculada en la fase 4 para finalmente obtener el valor razonable de la empresa.

Figura No. 2. Enfoque metodológico de valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados



## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### Errores más comunes

Dentro de los errores más comunes que se cometen al utilizar la metodología de valoración de empresas por flujos de caja libres descontados, se encuentran principalmente los siguientes tres tipos: en la tasa de descuento, en los flujos esperados y en el valor terminal.

#### Errores en la tasa de descuento

Incluyen aquellos cometidos en cuanto a los valores seleccionados para el cálculo de la tasa de descuento a utilizar. Entre los errores más comunes de este tipo se encuentran:

- **Errores en la tasa libre de riesgo:** esta tasa es la que rinden los bonos soberanos (sin riesgo) cuya duración es similar a la de los flujos esperados, en el momento en el que se realiza la valoración. Sería un error utilizar variables como un promedio histórico de las rentabilidades de los bonos soberanos, la tasa de los pagarés o bonos soberanos a corto plazo o un cálculo erróneo de esa tasa libre de riesgo, restándole la inflación del año en curso a la rentabilidad de la deuda soberana a un

determinado plazo, cuando lo correcto sería restarle la inflación estimada en dicho plazo.

- **Errores en la beta:** la beta es una medida de volatilidad del sector en el cual se desempeña la empresa. Al seleccionar la beta a utilizar para una valoración, se podrían cometer los siguientes errores:
  - Utilizar un promedio de las betas de empresas del sector aun cuando su magnitud sea inconsistente con la situación particular de la empresa, ya que esto carecería de toda lógica.
  - Calcular una beta para una empresa con datos históricos y cuya magnitud sea inconsistente con su situación actual, ya que lo más sensato sería considerar la volatilidad actual del negocio.
  - Suponer que las betas incorporan el riesgo país, porque éstas sólo toman en consideración la volatilidad del sector económico en el cual se desempeña la

empresa. Lo correcto sería incluir el riesgo particular del país en el cual opera.

- Utilizar fórmulas incorrectas para apalancar y desapalancar las betas, ya que se podría estar incurriendo en errores conceptuales o metodológicos para su cálculo.
- Calcular la rentabilidad exigida a las acciones de una empresa de un país emergente utilizando su beta respecto de un mercado desarrollado. Esto carecería de toda lógica ya que las volatilidades son distintas de un mercado a otro.
- Utilizar para valorar la empresa objetivo, la beta de la empresa compradora. Esto sería absurdo, ya que los riesgos de una u otra no son los mismos.
- Utilizar valores contables para apalancar la beta, ya que no se estaría considerando el aumento o disminución esperada de la deuda en el tiempo de proyección.

## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### Errores más comunes (cont.)

- **Errores en la prima de riesgo del mercado:** es la rentabilidad que se le exige a un mercado determinado. Se pueden cometer los siguientes errores en su cálculo:
  - Suponer que esta prima es igual a la rentabilidad histórica de la bolsa sobre la renta fija. Se estaría considerando sólo el pasado lo cual es un error.
  - Suponer que esta prima es la expectativa de la rentabilidad futura de la bolsa sobre la rentabilidad actual de la renta fija, lo cual no tendría mucho sentido ya que no se estarían considerando las expectativas en cuanto a la rentabilidad futura de la renta fija.
  - Confundir la prima de riesgo exigida con la prima de riesgo histórica, implícita o esperada, sería incurrir en un error conceptual.
  - Utilizar una prima de riesgo de un libro de texto aunque vaya en contra del sentido común. La prima de riesgo que se pueda encontrar en un libro de texto puede ser meramente ilustrativa y no necesariamente guardar relación con la realidad del país ni del momento en que se realiza la valoración.
- **Errores en el WACC:** es el costo promedio ponderado del capital de la empresa, tomando en consideración la estructura de dicho capital entre recursos propios y financiamiento externo. Los errores más comunes para su cálculo son:
  - Definir erróneamente el WACC, es decir, cometer un error conceptual que derive en una valoración defectuosa.
  - Utilizar un endeudamiento para calcular el WACC distinto al resultante de la valoración, lo cual sería poco consistente dentro del modelo de valoración.
  - Utilizar un WACC cuya magnitud sea poco sensata, lo cual llevaría a obtener un valor poco confiable.
- Restar al valor de la empresa una deuda distinta a aquella utilizada para el cálculo del WACC. Esto generaría inconsistencias dentro del modelo y, por lo tanto, en la valoración.
- Calcular el WACC utilizando valores contables tanto para la deuda como para las acciones. Lo apropiado sería utilizar los valores que resulten de la valoración.
- Considerar que el WACC es igual a un costo de oportunidad o a la rentabilidad de los activos. Lo correcto sería calcularlo como un promedio de rentabilidades exigidas.
- Suponer un WACC constante y un financiamiento variable, lo cual sería totalmente inconsistente.
- Confundir el WACC con una retribución sobre los activos, lo cual sería un error conceptual.

## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### Errores más comunes (cont.)

- **Errores en el cálculo de los ahorros impositivos** debido a la deuda al utilizar fórmulas arbitrarias para ello, lo cual derivaría en un valor poco confiable.
- **Errores en cuanto al riesgo país:**
  - Considerar el riesgo país diversificable y, por lo tanto, no tomarlo en cuenta. Se estarían dejando de considerar los efectos que los sucesos específicos de un país tendrían sobre la empresa.
  - Suponer que se elimina este riesgo al tener un acuerdo con un organismo gubernamental, lo que sería totalmente absurdo.
  - Realizar cálculos arbitrarios del riesgo país, conllevarían a un error en la valoración.
- **Incluir premiums cuando no corresponde:**
  - Incluir una prima de riesgo por pequeño tamaño o por iliquidez arbitrariamente, ya que no en todos los casos esas variables constituyen fuentes de riesgo.
  - Incluir una prima de riesgo por pequeño tamaño igual para todo tipo de empresa, ya que los riesgos de diferentes empresas pertenecientes a diferentes sectores no son los mismos.
  - Calcular mediante fórmulas arbitrarias la rentabilidad exigida a las acciones, podría conducir a una valoración errónea.
- **Confundir rentabilidad esperada con rentabilidad exigida**, es un error conceptual que llevaría a un valor incorrecto.
- **Errores en los flujos esperados**  
Son aquellos que se cometen al proyectar los flujos de caja libres esperados para la empresa. Entre los errores más comunes de este tipo se encuentran:
  - **Definir erróneamente los flujos:**
    - Olvidar el aumento de las necesidades operativas de fondos, ya que esto tendría un efecto en la variación de la deuda o del capital y, por lo tanto, en la valoración.
  - Errores en el cálculo de los impuestos que lo afectan, ya que se obtendría un valor incorrecto.
  - Considerar que los flujos esperados son iguales a los dividendos previstos más otros pagos a los accionistas, ya que esto sería un error conceptual que llevaría a una valoración errónea de la empresa.
  - Considerar que las siguientes variables son flujos: utilidad, utilidad más amortización o utilidad operativa neta de impuestos (NOPAT); ya que se estaría incurriendo en un error conceptual.
- **Errores al valorar empresas estacionales:** fundamentalmente se pueden producir por utilizar datos anuales en lugar de mensuales, por lo cual no se estarían tomando en consideración las características de la estacionalidad de la empresa y, por lo tanto, se podría generar un valor incorrecto.



## Boletín de Consultoría Gerencial

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

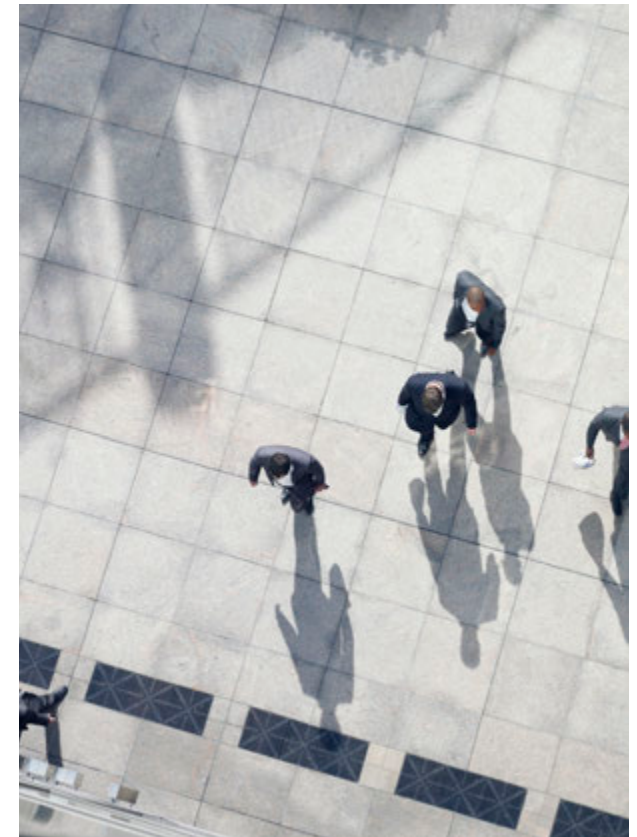
*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### Errores más comunes (cont.)

- **Exagerado optimismo o pesimismo en la previsión de flujos:** podrían generar un mayor o menor valor del que realmente tiene la empresa.
- **Errores conceptuales sobre los flujos de caja libres (free cash flow) y el flujo para las acciones:** principalmente se darían por utilizar flujos reales y tasas de descuento nominales o viceversa, lo cual no sería coherente.
- **Calcular el valor residual con una fórmula errónea:** ya que en algunos casos consideran que la perpetuidad comienza un año antes de su comienzo real y esto llevaría a una valoración equivocada.
- **Confundir la tasa de crecimiento de los flujos con la tasa de reinversión:** sería incurrir en un error conceptual que podría generar un valor errado.

#### Errores al calcular el valor residual

- **Inconsistencias en el flujo utilizado para calcular la perpetuidad:** el error más común sería utilizar una tasa de crecimiento para la perpetuidad que no sea sostenible en el tiempo.
- **La deuda utilizada para el cálculo del WACC de la perpetuidad es distinto del resultante de la valoración,** lo que sería inconsistente.



## ***Boletín de Consultoría Gerencial***

### Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (2/4)

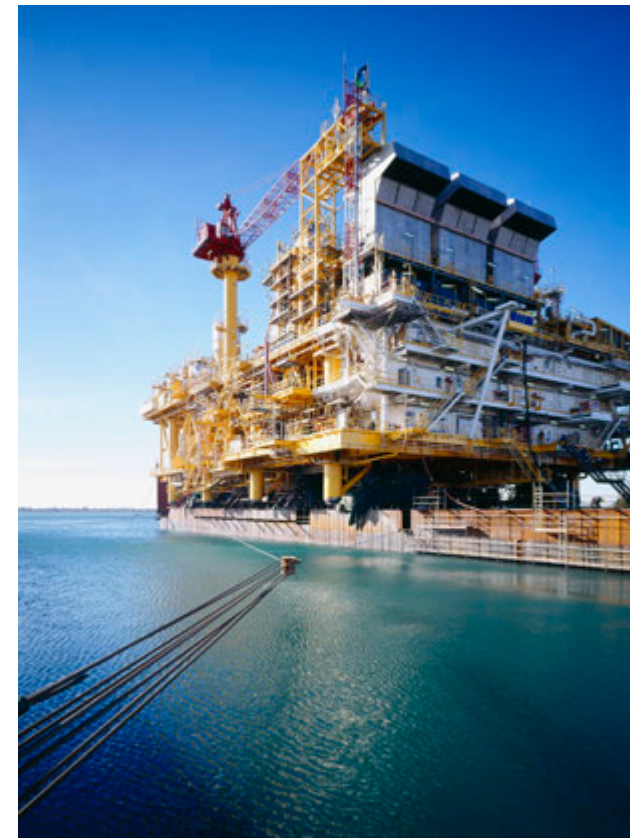
*Enfoque metodológico para la valoración de empresas basado en los flujos de caja libres descontados*

#### ***Conclusión***

Puesto que el valor de un negocio se fundamenta en su capacidad de generar caja en el futuro, un proceso de valoración exitoso requiere una visión clara de la proyección del negocio, donde se considere su potencialidad en función de sus propias capacidades y características internas, así como el impacto que tendrá debido al entorno en el que se desenvuelve. Todas las variables clave del negocio deberán considerar estos elementos para estimar su comportamiento futuro con la mayor precisión posible.

Contando con esta información de calidad y con la adecuada aplicación de la metodología de valoración, podemos alcanzar resultados óptimos, donde obtengamos un rango de valores del negocio razonablemente sustentado y confiable.

Sin embargo, no siempre se cuenta con toda la información necesaria para la aplicación de esta metodología o los fines de la valoración son tales que requieren de una metodología diferente, es por esto que en el próximo boletín explicaremos una metodología que basa sus cálculos en el valor patrimonial de la empresa.



# Créditos

El presente boletín es publicado por la Línea de Servicios de Consultoría (Consulting) de Espiñeira, Pacheco y Asociados, Firma miembro de PwC.

Este boletín es de carácter informativo y no expresa opinión de la Firma. Si bien se han tomado todas las precauciones del caso en la preparación de este material, Espiñeira, Pacheco y Asociados no asume ninguna responsabilidad por errores u omisiones; tampoco asume ninguna responsabilidad por daños y perjuicios resultantes del uso de la información contenida en el presente documento. Las marcas mencionadas son propiedad de sus respectivos dueños. PwC niega cualquier derecho sobre estas marcas

Editado por Espiñeira, Pacheco y Asociados  
Depósito Legal pp 1999-03CS141  
Teléfono master: (58-212) 700 6666

*Para suscribirse al Boletín*



*Síguenos en*

