

# EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA: APROXIMACIÓN AL VALOR REAL DE UNA EMPRESA

Miguel Páez Alcaide

*LWS academy*

## **Introducción: La bolsa como una subasta permanente**

Cada día, miles de inversores compran y venden acciones en bolsa como si participaran en una subasta constante. A cada minuto aparece un nuevo precio y, con él, una nueva sensación de certeza. La pantalla sugiere que la empresa “vale” exactamente eso que marca en ese instante. Sin embargo, basta observar la cotización de una gran compañía durante un horizonte temporal más amplio para evidenciar que la aparente precisión inicial resulta, en realidad, poco consistente.

Meta es un buen ejemplo. En apenas un año, el mercado fue capaz de asignarle precios radicalmente distintos. Durante 2021 había llegado a superar el billón de dólares de capitalización, sin embargo, en 2022, en un contexto marcado por el deterioro del negocio publicitario, la preocupación por el elevado gasto en el desarrollo del metaverso y la compresión de múltiplos en el sector tecnológico, la cotización descendió hasta situarse en la zona de G7 dólares en noviembre. En ese momento, el mercado llegó a valorar la compañía en una franja cercana a los 250.000 millones de dólares. Es decir, en un periodo relativamente corto, el mercado fue capaz de asignar valoraciones muy dispares a una misma empresa como si su valor hubiera cambiado en cientos de miles de millones de dólares.

En este contexto surge la cuestión verdaderamente importante. Si una empresa como Meta puede pasar de cotizar a precios tan distintos en tan poco tiempo, ¿cuál de todos esos precios era el correcto? ¿El del entusiasmo, cuando parecía que el crecimiento digital no tenía techo? ¿O el del pánico, cuando el mercado empezó a comportarse como si el negocio hubiera quedado estructuralmente dañado? La cotización cambia cada día, pero eso no significa que el valor económico del negocio cambie con la misma velocidad ni en la misma magnitud.

Este es uno de los rasgos definitorios de los mercados bursátiles y, a su vez, una de sus principales limitaciones. El mercado ofrece precios de forma continua, pero no ofrece valor de forma automática. Proporciona opiniones, emociones, excesos, urgencias, decepciones y narrativas cambiantes.

A veces acierta. Otras veces exagera. Precisamente por eso, para un inversor no es suficiente con mirar una pantalla, repetir un múltiplo o asumir que el último precio negociado refleja toda la realidad del negocio.

En algún punto hay que intentar separar lo accesorio de lo importante, el ruido de la sustancia, la cotización de la empresa real. Ahí es donde empieza de verdad la valoración. Valorar una empresa no consiste en adivinar dónde estará la acción dentro de dos semanas ni en construir una hoja de cálculo llena de decimales para dar apariencia de exactitud. Valorar una empresa consiste en tratar de responder, con el mayor rigor posible, a una pregunta bastante sencilla en su planteamiento: ¿cuánto dinero podrá generar este negocio en el futuro? y ¿cuál es el valor presente de ese dinero futuro?

Dentro de los distintos métodos de valoración, el descuento de flujos de caja (DFC) ocupa un lugar central porque obliga al analista a enfrentarse con la realidad económica del negocio. No es suficiente afirmar que una empresa se encuentra infravalorada. Es necesario considerar variables como las ventas, los márgenes, las inversiones requeridas, el endeudamiento, el riesgo, la capacidad de reinversión y la generación efectiva de flujos de caja. En definitiva, ello implica dejar de centrar la atención exclusivamente en la cotización y comenzar a analizar el funcionamiento que hay detrás del negocio.

Este artículo tiene precisamente ese objetivo: explicar de forma clara y ordenada cómo funciona la valoración por descuento de flujos de caja, qué piezas la componen y por qué sigue siendo una herramienta esencial para cualquier persona que quiera analizar empresas con cierto rigor.

### **¿Qué es exactamente el descuento de flujos de caja?**

Si se tuviera que sintetizar el concepto de descuento de flujos de caja en una única idea, esta sería la siguiente: el valor de un activo depende del dinero que será capaz de generar en el futuro, una vez actualizado a términos presentes. Esa es la lógica que hay detrás de este método y, aunque luego la técnica pueda parecer más sofisticada, en última instancia, todo parte de esa intuición.



Esquema 1. Descuento de flujos de caja

El esquema 1 permite comprender con claridad el punto de partida. Un activo o un negocio genera flujos de efectivo a lo largo del tiempo: en el año 1, en el año 2, en el año 3, en el año 4 y así sucesivamente. El problema radica en que dichos flujos no tienen en el presente el mismo valor que en el momento en que serán efectivamente recibidos. Por eso, el objetivo del método consiste en convertir todos esos cobros futuros en una única cifra actual: su valor presente.

Esta es la clave del DCF. No se trata simplemente de sumar el dinero que el negocio producirá en los próximos años. Se trata de asumir que recibir un euro hoy no tiene el mismo valor que hacerlo dentro de varios años. Esta diferencia no solo responde al valor temporal del dinero, sino también al riesgo e incertidumbre inherentes a los flujos futuros. No vale lo mismo por el valor temporal del dinero, pero tampoco por la incertidumbre. Entre el momento presente y aquel en que se materialicen dichos flujos, pueden producirse múltiples cambios: lleguen pueden cambiar muchas cosas: la competencia, la demanda, los márgenes, los tipos de interés o, simplemente, la capacidad de la empresa para cumplir lo que hoy parece razonable proyectar.

De ahí la necesidad de aplicar el descuento de dichos flujos. Descontar significa ajustar esos flujos futuros para expresarlos en términos de valor actual. Expresado de la forma más sencilla posible, el descuento de flujos de caja consiste en responder a esta pregunta: ¿cuánto valen hoy todos los flujos de efectivo que este activo podrá generar en el futuro?

$$DCF = \left[ \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \left[ \frac{\text{Valor Terminal}}{(1+r)^n} \right] \right]$$

Ecuación 1. Descuento de flujos de caja

La formulación matemática no introduce ningún elemento distinto de lo que ya se observa en la ecuación 1. Lo que hace es expresar matemáticamente esa misma lógica. Cada flujo futuro, representado como CF1, CF2 y así sucesivamente, se divide por un factor de descuento. De esta manera, cuanto más lejano esté el flujo en el tiempo, menor será su valor actual. A continuación, se suman todos esos valores presentes para obtener una estimación del valor del activo hoy.

Planteado de este modo, el método puede sintetizarse en tres etapas que, si bien resultan conceptualmente sencillas, implican una notable complejidad en su aplicación: estimar los flujos de caja futuros, proceder a su descuento y, finalmente, agregarlos para obtener una estimación del valor actual. Es decir, la dificultad se encuentra en proyectar con criterio cuánto dinero generará el negocio, durante cuánto tiempo lo hará y a qué tasa debe descontarse ese dinero para reflejar adecuadamente el tiempo y el riesgo.

Conviene, en este punto, introducir una precisión relevante. Si bien en este documento se aplicará esta lógica a la valoración de empresas, el DFC no debe entenderse únicamente como una técnica propia del ámbito bursátil, sino como un enfoque general de valoración aplicable a cualquier activo susceptible de generar flujos de efectivo futuros. Por ejemplo, un bono, un inmueble alquilado, una concesión o una empresa responden, en esencia, a la misma lógica: su valor depende de los flujos monetarios que sea capaz de generar y del valor que dichos flujos tienen en el momento presente.

### ***El primer componente del método: El flujo de caja libre***





Una vez entendida la lógica general del DFC, la siguiente pregunta es inmediata: ¿qué flujo estamos descontando exactamente? En este punto, resulta necesario introducir una aclaración fundamental: el beneficio no es lo mismo que el flujo de caja libre.

La razón principal está en la propia contabilidad. Las empresas elaboran sus estados financieros bajo el principio del devengo, lo que significa que los ingresos y los gastos se reconocen cuando se generan económicamente, no necesariamente cuando se cobran o se pagan. De este modo, una empresa puede presentar beneficios contables y, al mismo tiempo, generar una caja inferior a la que dichos resultados sugieren; del mismo modo, puede darse la situación inversa.

Para valorar una empresa interesa una magnitud más económica: el dinero que el negocio genera realmente después de operar e invertir. Esa medida es el flujo de caja libre.

En el esquema 2, se muestra de forma simplificada, la expresión matemática del flujo de caja libre.

## FLUJO DE CAJA LIBRE

-  EBIT (1-t)
-  Amortizaciones
-  Var Necesidades Operativas de Fondos
-  Cashflow de la inversión (CFI)

### Esquema 2. Flujo de caja libre

Resulta conveniente analizar brevemente qué representa cada uno de sus elementos.

Se toma como referencia el EBIT después de impuestos, dado que permite captar la rentabilidad operativa del negocio, independientemente de cómo esté financiado. Aquí no se restan los intereses de la deuda, aunque sí conviene recordar que estos generan un ahorro fiscal, el llamado *tax shield*, porque son deducibles. Este aspecto adquirirá especial relevancia más adelante, al abordar la estimación del coste medio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés).

Tras ello, se suman las amortizaciones, ya que reducen el beneficio contable pero no suponen una salida de caja en ese ejercicio. Son un gasto contable, no un pago efectivo en ese momento.

A continuación, se realiza un ajuste por la variación del capital circulante o de las necesidades operativas de fondos. Este componente refleja que el crecimiento no siempre se traduce en una generación inmediata de caja. Si una empresa vende más, pero necesita más inventario o tarda más en cobrar a sus clientes, implicará un consumo mayor de caja. En cambio, una mejora en las condiciones de financiación con proveedores o en la eficiencia operativa puede contribuir a la liberación de caja. Por ello, esta partida puede tener un efecto positivo o negativo en la ecuación.

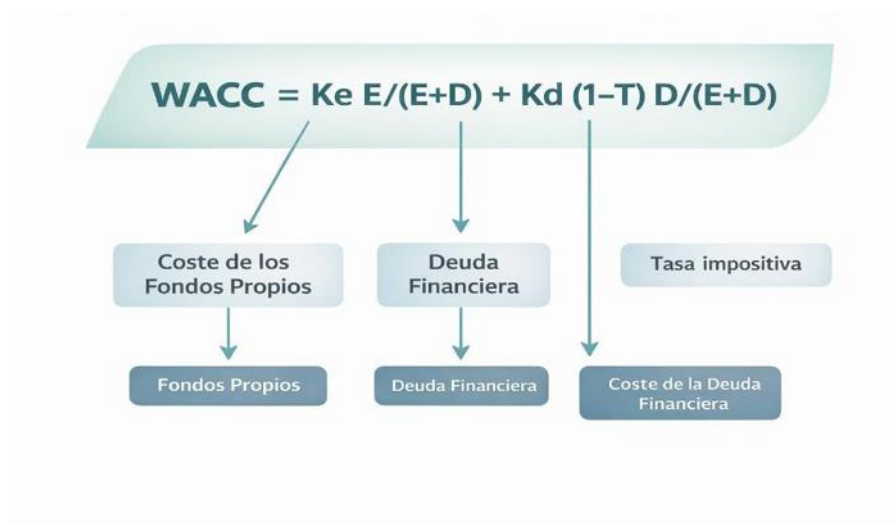
Por último, se deduce el *cash flow* de inversión, es decir, los recursos económicos que la empresa debe destinar al mantenimiento y a la expansión de su actividad. En este contexto, si una empresa —por ejemplo, Mercadona— acomete la apertura de una nueva tienda, dicha inversión implica una salida efectiva de caja que debe ser afrontada en el momento en que se realiza. Aunque desde el punto de vista contable este desembolso se distribuya a lo largo del tiempo mediante amortizaciones, económicamente el esfuerzo financiero ya se ha producido en el momento inicial.

Lo esencial, en este punto, es retener una idea fundamental: el flujo de caja libre intenta reflejar la caja real que genera el negocio, y no solo el beneficio que aparece en la cuenta de resultados. Esa diferencia es precisamente la que convierte esta magnitud en el punto de partida del DFC.

### ***Segundo componente: El coste medio ponderado del capital***

Una vez estimado el flujo de caja libre, el siguiente paso consiste en actualizar dichos flujos al momento presente, para lo cual resulta necesario emplear una tasa de descuento adecuada. En valoración de empresas, esa tasa se denomina *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Expresado de forma sencilla, el WACC representa el coste que soporta la empresa por la financiación de su pasivo en sentido amplio, es decir, tanto por la deuda financiera como por los fondos propios. Ello se debe a que la financiación empresarial no es gratuita: en el caso de la deuda, implica el pago de intereses, mientras que en el caso de los fondos propios exige una rentabilidad mínima por parte de los inversores.



Ecuación 2. El coste medio ponderado del capital

La expresión recogida en la ecuación 2 puede aparentar una mayor complejidad técnica de la que realmente posee.

En realidad, lo que expresa responde a una lógica sencilla. Por un lado, la empresa tiene fondos propios y esos fondos tienen un coste, que es la rentabilidad que exigen los accionistas. Por otro lado, la empresa tiene deuda financiera, cuyo coste viene determinado, por lo general, por el tipo de interés que debe abonar por su financiación. El WACC no hace más que combinar ambos costes según el peso que cada fuente de financiación tenga dentro de la estructura financiera de la empresa.

La deuda financiera suele ser la parte más sencilla de interpretar: si una empresa dispone de un préstamo con un tipo de interés del 5 %, ese tipo representa, de manera aproximada, el coste de dicha financiación. Es un coste bastante visible y relativamente fácil de estimar, porque se refleja en los contratos financieros o puede aproximarse a partir del tipo de interés efectivo de la deuda.

Más compleja resulta el otro componente, correspondiente al coste de los fondos propios, también denominado  $K_e$ . A diferencia de la deuda, en este caso no existe un contrato explícito que establezca de manera directa la rentabilidad exigida: el accionista no suscribe un acuerdo formal en el que se fije un determinado porcentaje. No obstante, ello no implica la inexistencia de una rentabilidad mínima esperada, que, aunque no se encuentre formalizada, sí está implícitamente presente en las decisiones de inversión. Y precisamente ahí surge una de las mayores dificultades de toda valoración.

En la teoría financiera existen fórmulas para estimar ese coste de los fondos propios, siendo el más conocido el modelo de valoración de activos financieros o CAPM (por sus siglas en inglés). Sin embargo, en este punto conviene introducir una matización importante: puede cuestionarse la idea de que exista una rentabilidad exigida plenamente objetiva, homogénea y observable para todos los inversores. En la práctica, esta premisa difícilmente se cumple.

La cuestión que permite comprenderlo es, en esencia, muy simple: ¿realmente todos los inversores exigen la misma rentabilidad para una misma inversión? ¿Resulta razonable que un inversor exija el mismo nivel de rentabilidad a una vivienda en alquiler ubicada en una zona consolidada de Madrid que a una empresa de inteligencia artificial en fase de expansión,

sometida a una elevada incertidumbre tecnológica, competitiva y regulatoria? Evidentemente, no.

Cada inversor tiene unas expectativas, una tolerancia al riesgo y una percepción distinta sobre la incertidumbre. Asumir la existencia de expectativas homogéneas, como si todos valoraran del mismo modo un activo y exigieran exactamente la misma rentabilidad, puede ser útil para construir ciertos modelos teóricos, pero ofrece una representación poco fiel del funcionamiento real de los mercados. En la práctica, la rentabilidad solicitada dependerá del tipo de activo, su estabilidad, su previsibilidad y el riesgo que crea estar asumiendo.

Por eso, aunque el WACC tenga una fórmula, no debe entenderse como una verdad matemática exacta, sino como una estimación razonable de la tasa a la que debe descontarse la caja futura. Su utilidad no radica en proyectar una apariencia de precisión imposible, sino en obligar al analista a pensar qué coste tienen realmente las fuentes de financiación del negocio, así como sobre la rentabilidad mínima que un inversor debería exigir para destinar sus recursos a dicha empresa en lugar de a otras alternativas.

Además, en el caso de la deuda se incorpora el ajuste por  $(1-T)$ , es decir, por la tasa impositiva. Este ajuste responde al hecho de que los intereses de la deuda son fiscalmente deducibles, lo que genera un ahorro impositivo para la empresa. En consecuencia, desde una perspectiva económica, el coste efectivo de la deuda suele ser inferior al que sugiere su tipo de interés nominal.

En última instancia, lo relevante no es centrarse en la fórmula, sino en comprender la lógica que la sustenta: el WACC es la tasa que resume el coste conjunto de las distintas fuentes de financiación de la empresa y, por tanto, la rentabilidad mínima que debe exigirse al negocio para justificar el capital empleado.

***El valor terminal: La parte del negocio que va más allá de los años proyectados***

Una vez estimados los flujos de caja libre para los próximos años y actualizados al presente mediante el WACC, permanece aún una cuestión fundamental por resolver: la empresa no cesa su actividad cuando finaliza el horizonte temporal de proyección considerado. Si el negocio sigue operando después del año cinco, del año siete o del horizonte que se haya considerado,

entonces una parte muy importante de su valor está precisamente en toda la caja que generará a partir de ese momento.

Es en este punto donde se incorpora el valor terminal, denominado en inglés terminal value. Este componente del DFC recoge el valor de todos los flujos de caja que la empresa seguirá generando más allá del periodo explícitamente proyectado.

$$TV = \frac{FCF_n \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$$

### Ecuación 3. El valor terminal

La fórmula más empleada es la observada en la ecuación 3.

Aunque a primera vista parezca una expresión técnica, la lógica subyacente es bastante intuitiva. En esencia, lo que indica es que, una vez llegado al último año proyectado, asumimos que la empresa seguirá generando caja indefinidamente, pero creciendo a una tasa estable y moderada. Esta tasa se identifica con  $g$ , que representa la tasa de crecimiento a perpetuidad.

En este punto conviene detenerse, dado que esta variable reviste una especial importancia. La  $g$  no representa el crecimiento explosivo de una empresa joven ni un escenario especialmente optimista, sino más bien el crecimiento que un negocio maduro podría sostener a muy largo plazo de forma razonable. Por eso, en la práctica, suele utilizarse una cifra prudente, normalmente cercana al crecimiento nominal de una economía desarrollada. En muchos casos, esa tasa se sitúa en torno al 1% o 2%, aunque dependerá del tipo de negocio, del país y del contexto macroeconómico.

La lógica subyacente es sencilla: no resulta razonable asumir que una empresa pueda mantener indefinidamente tasas de crecimiento elevadas, porque eso implicaría que, con el paso del tiempo, acabaría creciendo más que la propia economía en la que opera, algo que difícilmente

puede sostenerse indefinidamente. Por ello, en la estimación del valor terminal resulta especialmente relevante adoptar un enfoque prudente.

Asimismo, conviene atender a otra implicación relevante: cuanto mayor sea la tasa de crecimiento  $g$ , mayor será el valor terminal estimado. A su vez, cuanto más próxima se sitúe dicha tasa al WACC, mayor será la sensibilidad de la valoración ante pequeñas variaciones en estos parámetros. Por eso pequeños cambios en estas hipótesis pueden alterar mucho el resultado final. De hecho, una parte muy relevante del valor obtenido en un DCF suele depender del valor terminal lo que exige prestar especial atención y rigor en esta fase del modelo.

En última instancia, esta formulación no hace sino recoger una idea básica: después del periodo que hemos proyectado con detalle, el negocio seguirá existiendo, seguirá generando caja y seguirá creciendo, pero a un ritmo más estable, más maduro y menos extraordinario que en las primeras fases.

Con ello, la estructura básica del método de descuento de flujos de caja queda definida. En primer lugar, se estima el flujo de caja libre; en segundo término, dichos flujos se actualizan al presente mediante una tasa coherente con el riesgo, representada por el WACC; y, finalmente, se incorpora el valor terminal, que recoge el valor asociado a periodos posteriores al horizonte explícito de proyección.

### **Síntesis de la lógica de la valoración: Rentabilidad sobre el capital invertido**

Una vez comprendidos el flujo de caja libre, el WACC y el valor terminal, conviene concluir con una idea que, en última instancia, sintetiza gran parte de la lógica de la valoración: no todo crecimiento crea valor.

En este contexto, adquiere relevancia la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés), que mide la rentabilidad generada sobre el capital invertido en la operación del negocio. Este indicador permite evaluar cuánto rendimiento obtiene la empresa por cada euro reinvertido.

La comparación clave es entre el ROIC y el WACC. Si una empresa reinvierte su capital a una rentabilidad superior a su WACC, está creando valor, porque cada euro invertido genera un retorno mayor que el coste de financiar ese euro. En cambio, si la rentabilidad obtenida sobre

ese capital es inferior al WACC, la empresa está destruyendo valor, aun cuando experimente crecimiento en sus ingresos o en su tamaño.

Este planteamiento conduce a una de las principales conclusiones del método: crecer no es suficiente. Lo relevante es la rentabilidad del capital reinvertido. Un crecimiento apoyado en retornos bajos puede implicar destrucción de valor, mientras que la capacidad de reinvertir a elevados retornos constituye una de las principales fuentes de creación de valor.

En última instancia, esta constituye la verdadera utilidad de la valoración: no limitarse a la estimación de un resultado numérico, sino entender si el crecimiento del negocio está realmente creando valor o simplemente consumiendo capital que no resulta sostenible desde un punto de vista económico.

## Referencias

Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.

Fernández, P. (2011). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School. Fernández, Pablo. Artículos sobre valoración, CAPM y coste de capital.

Fernández, P. (2019). *PER, rentabilidad exigida ( $K_e$ ) y crecimiento esperado ( $g$ )*. IESE Business School.