

Modelo de valoración: descuento de dividendos

Dirección de Inversiones BBVA Banca Privada

Índice

- 1 Modelos de valoración: descuento de flujos
- 2 Modelo descuento de dividendos
- 3 Modelo de Gordon

Modelos de valoración: descuento de flujos



1

Modelos de valoración: descuento de flujos

Una acción ordinaria representa un porcentaje de participación en una empresa y otorga el derecho a reclamar la participación correspondiente a los flujos futuros generados. Tradicionalmente, el valor de una acción corriente se representa como el valor presente de sus flujos futuros.

Hay múltiples modelos de valoración basados en el descuento de flujos de caja. En este tema trataremos uno de los más básicos, el modelo de descuento de dividendos (conocido como DDM por sus siglas en inglés: Dividend Discount Model)

Al valorar acciones debemos descontar los flujos de caja futuros al valor presente. Valorar acciones es mucho más complejo que la valoración de bonos, porque los flujos de caja futuros de las acciones son mucho más inciertos.

En el DDM, el dividendo es el cash flow relevante (si bien en otros modelos se toman en cuenta diferentes flujos). El racional detrás del modelo es que los flujos de caja son los flujos que los inversores recibirán en el futuro y éstos son los dividendos. Sin embargo, hay que tener en cuenta que algunas empresas no pagan dividendos o que otras reinvierten una parte importante de sus beneficios. El argumento para utilizar el DDM es que tarde o temprano todas las empresas pagarán dividendos y que la reinversión de los mismos a su vez incrementa los dividendos futuros.

Otros modelos de valoración de descuento de flujos ampliamente utilizados son el Valor Residual (Residual Income) o el Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow). La elección del modelo a la hora de valorar una compañía dependerá de las propias características de la compañía y la perspectiva de valoración.

La utilización del DDM es más apropiada cuando:

- La compañía tiene un amplio historial de dividendos
- Los dividendos son consistentes con los beneficios de las compañías

Normalmente se utiliza para la valoración de compañías maduras, rentables y con un amplio historial de pago de dividendos.

Modelo descuento de dividendos



2

Modelo descuento de dividendos

El DDM es una herramienta básica muy utilizada en la valoración de empresas. Se basa en la idea de que el valor de una inversión es el valor presente de sus flujos futuros, siendo los flujos futuros, los dividendos:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+r)^t} + \frac{Pn}{(1+r)^n}$$

El valor de una acción en el momento cero (V_0) es igual al descuento de sus dividendos futuros (D_t) más el precio esperado de la acción en el momento de su venta en el año n (P_n). La tasa de descuento es la tasa de retorno esperado (r).

La tasa de retorno esperado es la rentabilidad mínima exigida a la inversión, que no es más que la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo asociada a esa acción. Cuanto mayores sean los riesgos percibidos para la compañía, mayor será la rentabilidad que tendremos que exigir a la inversión.

Este concepto es equivalente al utilizado a la hora de valorar cualquier inversión, en la que tendremos que tener en cuenta los riesgos que asumimos para el estudio de la viabilidad de la misma.

Modelo descuento de dividendos

Ejemplo: Supongamos una acción con el siguiente pago de dividendos:

Año 1: 1\$

Año 2: 1,05\$

Año 3: 1,10\$

Asumimos que el inversor venderá la acción en 3 años por 20\$. La tasa de retorno es del 10%

$$V_0 = \frac{1}{1,10} + \frac{1,05}{1,10^2} + \frac{21,10}{1,10^3} = 17,63\$$$

En la práctica, los analistas normalmente estiman dividendos para un periodo de 3 a 10 años. La longitud de este periodo dependerá en la visibilidad de los beneficios de la compañía.

Nota: en este ejemplo, el valor de la acción depende mucho del precio al que el inversor la pueda vender en el año 3. En ese momento, el precio que el comprador esté dispuesto a pagar también dependerá de los dividendos futuros, que en el caso de una compañía se suponen infinitos. Por eso, en la fórmula anterior, podemos omitir el último término (el descuento del precio final) puesto que éste a su vez dependerá de los dividendos futuros.

El **Modelo de Gordon**, sirve para resolver el problema anterior, asume una tasa constante de crecimiento para los dividendos.

:

Modelo de Gordon



3

Modelo de Gordon

Para descontar un flujo infinito de dividendos, debemos asumir que la tasa de rentabilidad esperada (r) es mayor que la tasa de crecimiento de dividendos (g). También debemos asumir que esta tasa es constante.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+r)^t} + \frac{Pn}{(1+r)^n}$$

El Modelo de Gordon dice que el valor de una acción en el momento 0 (V_0) es igual al dividendo del siguiente periodo dividido por la tasa de rentabilidad esperada menos la tasa de crecimiento de dividendos.

El modelo, que resulta útil por su simplicidad, también cuenta con **limitaciones**:

- El modelo requiere una tasa de crecimiento de los dividendos constante (g), y esta tiene que ser menor a la tasa de rentabilidad esperada (r) y mayor a (-1).
- Si la tasa de crecimiento de los dividendos (g) es muy cercana a la tasa de descuento del mercado (r) el modelo será muy volátil y el precio será muy alto.
- Hay empresas muy rentables que pagan dividendos muy pequeños o simplemente no los pagan

Modelo de Gordon

Ejemplo:

- *Tasa de crecimiento de los dividendos (g): 5%*
- *Dividendo actual (Do): 2\$*
- *Precio actual de la acción: 24\$*
- *Rentabilidad esperada: 10%*

$$V_0 = \frac{2(1 + 0,05)}{0,10 - 0,05} + \frac{2,10}{0,05} = 42\$$$

Según los cálculos podríamos concluir que la acción está infravalorada por el mercado (los 42\$ están muy por encima de los 24\$ a los que cotiza actualmente).

Sin embargo, antes de recomendar la compra de la acción, sería preferible que el analista valorase diferentes escenarios (asumiendo diferentes tasas de rentabilidad y crecimiento de dividendos) pues el modelo es muy sensible al denominador (r-g).

: