

GENERADORES DE VALOR

Por: Jairo Cardona Gómez*

*Administrador de Empresas y Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT. Profesor universitario de Análisis Financiero, Presupuestos y Valoración de Empresas, Universidad Autónoma Latinoamericana, Universidad de Medellín y Politécnico Jaime Isaza Cadavid. Consultor y Asesor Financiero.
Correo electrónico: jairocardona38@hotmail.com

GENERADORES DE VALOR

En concordancia con la dinámica impuesta a la economía mundial, y que los índices financieros manejados tradicionalmente, poseen limitaciones que no dan la posibilidad de realizar análisis apropiados, es necesario implementar otro tipo de indicadores que proporcionen mayores revelaciones acerca de la actuación gerencial y que permitan observar, de manera más clara, el desarrollo de las actividades empresariales y determinar, cómo los diversos factores involucrados, contribuyen al mejoramiento de la empresa y a la generación de valor que, en última instancia, es lo que realmente importa, ya que permite su permanencia y crecimiento y se constituye en un concepto fundamental en la administración financiera moderna.

A pesar de que, en la actualidad, los indicadores de liquidez, rentabilidad y endeudamiento, siguen ocupando un lugar privilegiado en el análisis de la situación financiera de una empresa, poseen serias limitaciones que vale la pena dilucidar.

Los indicadores tradicionales determinan lo que sucedió en el pasado. La información que de ellos se desprende, surge de estados financieros históricos. Esto no permite vislumbrar las potencialidades futuras de la empresa y, desde el punto de vista de la generación de flujos de caja, que es un aspecto de gran relevancia, ya que da una idea importante acerca de las posibilidades de crecimiento y generación de valor; adicionalmente, muchos de los análisis realizados, se basan en las utilidades que pueden ser manipuladas fácilmente, utilizando diferentes métodos de depreciación, valoración de inventarios, causación de gastos o confrontación de ingresos en diferentes períodos de tiempo, distorsionando la realidad del efectivo que se mueve en la empresa.

Otro aspecto, que es imprescindible analizar, cuando se hace alusión a las utilidades, es la inversión necesaria para obtenerla; en múltiples circunstancias, se logran mayores utilidades. Pero dada la alta inversión se deteriora la rentabilidad y en lugar de generar se destruye valor; siempre que se haga referencia a utilidades es necesario determinar la inversión realizada para alcanzarla.

Los indicadores son extractados de estados financieros de un período determinado. Solo analizan el corto plazo y no permiten apreciar el efecto de las decisiones en el largo plazo. Otra razón, que acentúa su poca confiabilidad, es la escasa relación de causalidad que tienen con los aspectos que analizan. Por ejemplo, en los indicadores de endeudamiento y especialmente en el cubrimiento de intereses, no hay alineación con lo que pretende calcular. Lo propio sucede con la rotación del activo corriente, e incluso, con la rentabilidad del activo. Los indicadores tradicionales no perciben requerimientos futuros de capital de trabajo y activos fijos, necesarios para desarrollar las actividades que permitan generar valor para los propietarios y todos los que tienen que ver con la empresa, como clientes, trabajadores, proveedores, gobierno y otros.

Las ideas expuestas, convalidan la necesidad de utilizar otro tipo de medidas que permitan apreciar, de manera más adecuada, el desarrollo de la empresa. Ellas son los generadores de valor, entre los cuales se destacan los siguientes:

EBITDA, Margen EBITDA, productividad de capital de trabajo, palanca de crecimiento, productividad del activo fijo, rentabilidad del activo neto y flujo de caja libre.

EBITDA

El EBITDA son las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es decir, las utilidades en efectivo, que tiene la empresa en un período y que permiten cubrir el pago de impuestos, las inversiones en capital de trabajo, reposición de activos fijos, pago del servicio a la deuda, inversiones estratégicas y reparto de utilidades. Se conoce como EBITDA pues corresponde a las siglas en inglés de Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

Da una idea del potencial del negocio para liberar efectivo. Mientras mayor sea el EBITDA más alto será el flujo de caja; es un indicador operativo y relaciona las ventas con los costos y gastos vivos, en la medida en que el efectivo, que generan las ventas, sea mayor que el efectivo que se compromete en costos y gastos desembolsables, la empresa tendrá mejores oportunidades, desde el punto

Generadores de valor

de vista de la generación de valor, pues la disponibilidad es lo que, en última instancia, permite cumplir con los compromisos adquiridos y específicamente el pago de impuestos, pago del servicio a la deuda, el reparto de utilidades y la realización de inversiones estratégicas

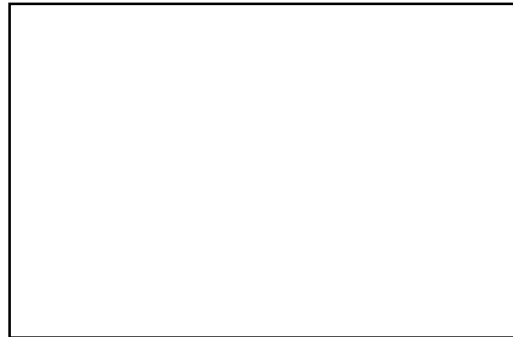
Adicionalmente, se pueden revelar grandes utilidades pero que han sido afectadas por conceptos no operativos o por el contrario, se muestran menores utilidades por el efecto de depreciaciones y amortizaciones, lo cual puede confundir al analista. Es por esto por lo que cuando, se quiere observar la empresa independiente de las cargas fijas, que fueron pactadas y que no dependen de la labor del administrador, sino de decisiones de alta gerencia y de la estrategia tributaria, el EBITDA se constituye en una herramienta importante, a partir de la cual se percibe el verdadero potencial de la empresa, para cumplir con todos los compromisos mencionados.

El margen EBITDA muestra, en términos de porcentaje, la capacidad de la empresa para generar efectivo, por cada peso de ventas. Lo ideal es lograr un alto margen, ya que esto muestra cómo los ingresos superan los desembolsos en efectivo. Por lo tanto, uno de los esfuerzos fundamentales de la administración es lograr el crecimiento de dicho margen. Esto, indudablemente, se reflejará en una mejora operacional del negocio y se incrementarán las posibilidades de permanencia, crecimiento y generación de valor.

Ingresos

- Costos en efectivo
- = Utilidad bruta
- Gastos en efectivo
- = EBITDA
- Depreciaciones y amortizaciones
- = Utilidad operacional

El cálculo del EBITDA y el margen EBITDA se realiza de la siguiente manera:



$$\text{MARGEN EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{VENTAS}}$$

Estos indicadores son inductores de valor, pues en la medida en que la empresa libere más efectivo por cada peso de ventas, se tendrá mayor liquidez y mejores posibilidades, desde el punto de vista financiero, ya que los compromisos se cumplen con efectivo y no con utilidades.

La forma de calcular el EBITDA, expuesta anteriormente, es poco utilizada ya que, apenas, se está dando a conocer el concepto, y cuando se calcula el EBITDA, se parte de la utilidad operacional a la cual se le suman las depreciaciones y amortizaciones que sean pertinentes; también se parte de la utilidad neta y se le realizan los ajustes apropiados, sumando y restando diferentes partidas.

EBITDA es un generador operativo. Al analizar, detenidamente, su configuración, se percibe que solo tiene en cuenta el desarrollo del objeto social del negocio, en lo concerniente a ingresos por ventas y los desembolsos, que se realizan por costos y gastos, que se definieron anteriormente como costos vivos, sin calcular la inversión que se requiere en capital de trabajo y reposición de activos fijos; por esta razón, cuando se emprenda un análisis, para determinar la generación o destrucción de valor, se deben conjugar diversos indicadores que permitan apreciar el efecto combinado, tanto de inductores operativos como financieros y se llegue a mejores conclusiones.

Algunos indicadores, que apoyan este proceso, son la productividad del capital de trabajo, palanca de crecimiento y productividad del activo fijo; los cuales permiten realizar un análisis combinado y así, determinar el comportamiento del valor en la empresa, desde diferentes puntos de vista.

Antes de dar un vistazo a los indicadores mencionados, examinemos con un ejemplo, un tipo de análisis que se realiza a partir del EBITDA y margen EBITDA y que permite mejorar las conclusiones, acerca de la generación de valor en la empresa.

Aplicando el EBITDA y el margen EBITDA, analice la situación de la empresa ILUSIONES S. A. y determinar si genera o destruye valor.

CONCEPTOS	2006	2007
Ventas (millones)	459	544
Utilidad operativa	136	170
Depreciación	76,5	76,5

Generadores de valor

El incremento en las ventas de \$ 85, equivalente al 18,5%, se refleja en un aumento del 25% en la utilidad operativa. Esto sugiere una buena actuación gerencial pues existe apalancamiento operativo favorable ya que, ante un incremento en las ventas, se da un incremento más que proporcional en la utilidad operativa. Lo anterior, induciría a la gerencia de la empresa, entre otras cosas, a pensar en un mayor reparto de utilidades dada la adecuada gestión.

Si se analiza, a la luz del EBITDA, se puede llegar a conclusiones diferentes, veamos:

$\text{EBITDA} = \text{UTILIDAD OPERACIONAL} + \text{DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES}$
--

$$\text{EBITDA 2006} \quad 136 + 76,5 = 212,5$$

$$\text{EBITDA 2007} \quad 170 + 76,5 = 246,5$$

Ante el incremento del 18,5%, en las ventas, se da un aumento del 16% en el EBITDA. Esto muestra, que desde el punto de vista operativo, no es tan buena la gestión que se está realizando, pues la empresa, cada vez, dispone de menor cantidad de efectivo; se llega a la conclusión anterior, desligando el efecto que, sobre las utilidades tiene la depreciación, que no obedece a una decisión gerencial sino, posiblemente, a una estrategia tributaria o a la forma como se deprecian los activos en la empresa de acuerdo con políticas, previamente establecidas.

Es por esta razón que cuando se quiere realizar un análisis de la operación de la empresa, se debe hacer a la luz del EBITDA y no de las utilidades operacionales.

Lo anterior se corrobora, si percibimos lo que sucede con el margen EBITDA.

$$\text{ME 2006} = \frac{212.5}{459} = 46.3\%$$

$$\text{ME 2007} = \frac{246.5}{544} = 45.3\%$$

El margen EBITDA disminuyó de un período a otro, acentuando todas las conclusiones extractadas, con el análisis anterior, en el cual, la idea fundamental es que la empresa está obteniendo menos efectivo por cada peso de ventas. Por lo tanto, la situación que se plasmó, con la utilidad operativa, podría conducir a decisiones erróneas y afectar negativamente la liquidez de la empresa.

Productividad del capital de trabajo

La productividad del capital de trabajo se refiere al aprovechamiento de la inversión realizada en capital de trabajo neto operativo con relación a las ventas alcanzadas. A mayores ventas, dada una inversión en capital de trabajo neto operativo, mejor es la productividad que proporciona este rubro.

Se puede decir que uno de los puntos álgidos en la empresa colombiana, es la inversión en capital de trabajo. En muchas circunstancias se comprometen demasiados recursos en inventarios o en cuentas por cobrar, bien sea por las características competitivas del sector en el que se opera o por ineficiencias administrativas. De este modo, se deteriora la rentabilidad de la empresa y se pone en peligro su posición de liquidez.

Para comprender a cabalidad, la productividad del capital de trabajo, es necesario entender correctamente el concepto de capital de trabajo neto operativo.

Desde el punto de vista contable, capital de trabajo es la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes. Este concepto es válido en la estructuración del balance general y del estado de cambios en la posición financiera, mas no llena las expectativas, desde el punto de vista financiero. Aquí, lo que realmente importa es analizar el capital disponible para llevar a cabo operaciones de corto plazo; por lo tanto, el capital de trabajo es el activo corriente, pues las inversiones que se tienen en inventarios, cuentas por cobrar y efectivo, se utilizan plenamente en el desarrollo de la actividad; no se puede decir que solo se trabaja con la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente, pues nadie va a dejar de utilizar alguna cantidad de sus activos.

Por ejemplo, se tiene un activo corriente de \$ 300 y un pasivo corriente de \$ 200. La empresa no utilizará solo \$ 100. Hace uso de todos sus recursos de corto plazo y atiende las acreencias, en la medida en que estas, lleguen a su vencimiento.

El capital de trabajo operativo (KTO), es igual a la suma de los inventarios y cuentas por cobrar, que son rubros operativos de corto plazo, se descuentan las inversiones temporales por no obedecer al desarrollo de la actividad operacional de la empresa y el efectivo, por ser una cifra casual. Se pretende que sea lo más baja posible, pues no se pueden dejar recursos ociosos que no generan rentabilidad. En resumen:

$$\text{KTO} = \text{INVENTARIOS} + \text{CUENTAS POR COBRAR}$$

Generadores de valor

Luego de analizar el concepto de KTO, traigamos a colación, otro aspecto relacionado con este ítem. Es lo concerniente a las cuentas por pagar a proveedores.

Si bien es cierto que la empresa debe invertir recursos, en inventarios y cuentas por cobrar, éstos se disminuyen en el monto en que los proveedores otorguen créditos. De este modo, se reducen los recursos comprometidos en el capital de trabajo. Por lo tanto, es más conveniente hablar de capital de trabajo neto operativo (KTNO), que revela, de una manera más realista lo que se está invirtiendo en el corto plazo para operar eficientemente. Su cálculo es el siguiente:

$$\text{KTNO} = \text{INVENTARIOS} + \text{CUENTAS POR COBRAR} - C \times P \text{ PROVEEDORES}$$

Ya conocido el KTNO, se puede analizar el concepto planteado, anteriormente, acerca de la productividad del capital de trabajo (PKT), donde se insinuaba que es el aprovechamiento que se hace de la inversión en capital de trabajo neto operativo y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{PKT} = \frac{\text{KTNO}}{\text{VENTAS}}$$

Es muy importante, para una empresa, que pretenda alcanzar alto rendimiento, tener la mayor productividad posible en su capital de trabajo. En muchas circunstancias, se invierte más de lo que se requiere.

Las políticas que se manejen en relación con este aspecto, deben ser muy bien diseñadas y corresponder a la dinámica del sector en el que se opera. En este sentido, las rotaciones de cuentas por cobrar e inventarios, son un apoyo importante, que permiten mejorar el manejo de estos conceptos, trascendentales, para alcanzar el crecimiento y la generación de valor en la empresa.

Recuerde que no es conveniente realizar más inversiones de las requeridas. Tienen incidencias negativas sobre la liquidez y la rentabilidad del negocio.

Palanca de crecimiento (PDC)

La palanca de crecimiento se refiere al análisis combinado de margen EBITDA (ME) y productividad del capital de trabajo (PKT). Esta razón financiera permite determinar qué tan atractivo resulta para una empresa su crecimiento, desde el punto de vista del valor agregado. La palanca de crecimiento, combina el margen

EBITDA con la productividad del capital de trabajo. De su resultado, se establece lo apropiado o no del crecimiento.

La relación que se da entre los dos elementos mencionados es la siguiente:

$$PDC = \frac{ME}{PKT}$$

La PDC es favorable, para la empresa, y el crecimiento genera valor, si el resultado obtenido es mayor que uno. Esto implica que, en la medida en que la empresa crece, libera más efectivo, mejora la liquidez y la posibilidad de cumplir con los compromisos de la empresa. Si la PDC es menor que uno, en lugar de liberar efectivo, se consume el de períodos anteriores y se configura un desbalance en el flujo de caja, lo cual impide que se cumpla, adecuadamente, con los compromisos de pago de impuestos, servicio a la deuda, reposición de activos fijos y reparto de utilidades.

Si la empresa, tiene un margen EBITDA (ME) mayor que la productividad del capital de trabajo (PKT), el desarrollo de sus actividades, generará valor; no se puede mirar, con mucha rigidez, lo esbozado anteriormente, pues se podría disminuir el ME y ejercer un efecto positivo sobre la PKT. Esto disminuye la inversión en los rubros corrientes. Es decir, que siempre se tenga en mente PDC mayor que uno, lo que implica monitorear, constantemente, estas dos variables que deben evolucionar de acuerdo con las condiciones del mercado y los efectos que el entorno pueda tener sobre la empresa en estudio.

Para aclarar todo lo relacionado con ME, PKT y PDC, veamos el siguiente ejemplo.

Margen EBITDA (ME)	20%
Productividad del capital de trabajo (PKT)	50%
Ventas año 1	830 millones
Incremento en ventas	25% (207.5 millones)
Ventas año 2	1.037,5 millones
Depreciación	50 millones
Intereses	20 millones
Reparto de utilidades	50%
Impuestos	38.5%

Generadores de valor

1. Efectivo necesario para alcanzar el crecimiento

Incremento en las ventas	207'500
x Margen EBITDA	0.20
= Efectivo generado	41'500

Incremento en las ventas	207'500
x PKT	0.50
= KTNO requerido	103'750

Caja neta para alcanzar el crecimiento:
 $103'750 - 41'500 = \$ 62'250$ millones

Llevar a cabo el programa de crecimiento propuesto, implica comprometer \$ 103'750 en KTNO, y solo producir \$ 41'500 de efectivo. Entonces, para sustentararlo, se requiere utilizar efectivo del período anterior. Esto, disminuye la liquidez de la empresa y la posibilidad de cumplir, adecuadamente, con los compromisos financieros, pues el crecimiento no financia, por sí mismo, los requerimientos de efectivo y por lo tanto, desde esta perspectiva, no es adecuado crecer ya que, en lugar de liberar efectivo, se está consumiendo el del período anterior lo que destruye el valor de la empresa.

2. Efectivo disponible, después del crecimiento

EBITDA año 1 ($830'000 \times 0.20$)	166'000
- Caja necesaria para crecimiento	62'250
= Superávit de caja	103'750

O también:

EBITDA año 2 ($1.037'500 \times 0.20$)	207'500
- KTNO requerido	103'750
= Superávit de caja	103'750

Como se mencionaba, el crecimiento no genera valor para la empresa. Por el contrario, lo destruye, pues se tiene que utilizar parte del efectivo de períodos anteriores, para financiarlo. De este modo, disminuye el efectivo disponible. En

el caso que no se tuviera dicho efectivo, la empresa tendría que recurrir al crédito institucional, lo que aumenta los intereses y por lo tanto, deteriora, todavía más su posición de liquidez y disminuye la rentabilidad.

Vale la pena pensar si, bajo estas circunstancias, es conveniente crecer y al hacerlo, cuál es la motivación para llevarlo a cabo. El efecto sobre el valor no lo justifica. Por el contrario, indica que se debe rechazar esta oportunidad de crecimiento para, de esta manera, conservar el valor que se tiene en el momento. No olvidemos que el crecimiento debe ser, con rentabilidad, y generando su propia liquidez.

3. Análisis con estados de resultados

	AÑO 1	AÑO 2
EBITDA	166'000	207'500
- Depreciación	50'000	50'000
= Utilidad operacional	116'000	157'500
- Intereses	20'000	20'000
= Utilidad antes de impuestos	96'000	137'500
- Impuestos	36'960	52'938
= Utilidad Neta	59'040	84'562

El incremento en la utilidad neta del 43.2% insinúa, al analista desprevenido, una gran situación y lleva a la gerencia a tomar decisiones de reparto de utilidades, que pueden deteriorar las posibilidades financieras de la empresa. Todo, por no considerar la necesidad adicional de KTNO que permita sustentar el crecimiento.

Observemos esta situación bajo una óptica diferente:

Utilidad Neta	84'562
+ Depreciación	50'000
- KTNO	103'750
= Disponible R. U.	30'812
- Reparto utilidades	42'281
= Déficit	(11'469)

Generadores de valor

Como se desprende del resultado anterior, si la empresa distribuye utilidades del 50%, se verá sometida a grandes riesgos de liquidez. Se tendrá un déficit de caja, lo que no permitirá cumplir con los abonos de capital, ni reponer activos fijos, cuando la situación lo exija.

Cuando se realiza el análisis, con los generadores de valor, se percibe la cantidad de recursos que se requiere en KTNO. Por lo tanto, el empresario tendrá la precaución de crear reservas que permitan el funcionamiento adecuado de la empresa, sin tener que incurrir en deudas y mostrando cuáles son las verdaderas posibilidades de reparto de utilidades, que se tienen y evitar problemas futuros por las ansias de disfrutar de utilidades, que deben ser comprometidas, en el capital de la empresa, para alcanzar los objetivos de permanencia y crecimiento que tiene en mente una empresa de alto desempeño.

4. ¿Qué sucedería con el KTNO, si el ME baja al 15% y se desea conservar la caja del año dos?

EBITDA año 2 (1.037'500 x 0.15%)	155'625
- KTNO	51'875
=Superávit de caja	103'750

Ante una baja del 5% en el margen EBITDA, la PKT debe pasar al 25%. Esto implica un gran esfuerzo de inversión, en inventarios o cuentas por cobrar. Por lo tanto, ante una perspectiva de disminución del margen EBITDA, la empresa tiene que mirar cuáles son sus posibilidades futuras, para conservar el efectivo y si, realmente es posible modificar la PKT.

5. Si la PKT sube al 55% ¿cuál sería la situación del EBITDA?

EBITDA año 2	217'875
-KTNO (207'500 X 0.55)	114'125
= Superávit de caja	103'750

$$PKT = \frac{KTNO}{\text{Ventas incrementales}} = \frac{51'875}{207'500} = 25\%$$

Al requerir más inversión, en capital de trabajo neto operativo, por cada peso de venta, como lo sugiere el numeral anterior, hay que mejorar el margen EBITDA para contrarrestar esa mayor inversión; aunque sería peor la situación, si se presenta el caso anterior. Bajo la perspectiva actual, el incremento del margen EBITDA sería solo de 1%, lo que se puede lograr más fácilmente. Para mejorar el EBITDA, hay que disminuir costos y gastos vivos o sea, aquellos que implican desembolsos de efectivo.

6. ¿Cómo mantener el efectivo generado en el año 1?

Manejar el KTNO:

EBITDA año 2	207'500
- KTNO requerido	41'500
= Superávit de caja año 1	166'000

$$PKT = \frac{41'500}{207'500} = 20\%$$

Si se pretende mantener el efectivo del año anterior, en lugar de una PKT del 50% ,se deberá tener una del 20%, y evitar la destrucción de valor.

Manejar el EBITDA:

EBITDA año 2	269'750
- KTNO requerido	103'750
= Superávit de caja	166'000

$$ME = \frac{269'750}{1.037'500} = 26\%$$

Si lo que se pretende analizar, es el efecto sobre el ME, conservando la situación del año uno, se observa que hay que lograr un crecimiento del 6% en dicho margen.

Productividad del activo fijo (PAF)

La productividad del activo fijo se refiere a la utilización adecuada del capital, invertido en propiedades, plantas y equipos; la eficiencia se observa, desde el punto de vista del logro de mayores ventas, con un determinado nivel de inversión

Generadores de valor

en activos fijos; es de gran importancia para la empresa no mantener capacidad ociosa que produce costos adicionales y deteriora la rentabilidad.

Uno de los aspectos importantes con relación a los activos fijos, es la implementación de estrategias, que minimicen esta inversión sin afectar las utilidades.

Existen diferentes posibilidades que ameritan análisis, como son el leasing, la maquila, outsourcing u otros modelos que permitan liberar recursos.

También es importante que, a través de programas adecuados de mantenimiento y conservación de activos fijos, se incremente su vida útil y se disminuyan las expectativas de inversión.

Su cálculo es el siguiente:

$$PAF = \frac{VENTAS}{ACTIVOS FIJOS}$$

Rentabilidad del activo neto

En el estudio de la situación financiera de una empresa, un elemento que marca la pauta es la rentabilidad. Si bien es cierto, que con los indicadores tradicionales se ha llevado a cabo este análisis, tiene ciertas falencias que no permite calcular, adecuadamente, un aspecto tan importante en la dinámica empresarial.

En esta sección y partiendo del conocimiento que se tiene acerca de la rentabilidad, se harán una serie de precisiones que permitirán llegar a mejores conclusiones.

En primera instancia, planteemos el cálculo tradicional:

$$RENTABILIDAD\ DEL\ ACTIVO = \frac{UTILIDAD\ OPERACIONAL}{ACTIVOS\ OPERACIONALES}$$

Con relación al cálculo anterior, se pueden exponer las siguientes apreciaciones: en cuanto a la utilidad operacional, un problema fundamental que presenta, es no considerar los impuestos que solo se reflejan en las utilidades netas sobreevaluando la rentabilidad. Al no hacer alusión a uno de los desembolsos importantes

que enfrenta la empresa y que, en gran medida se derivan del desarrollo de su actividad operacional, se muestran mayores utilidades.

Las explicaciones precedentes llevan a concluir que, en el cálculo de la rentabilidad, lo correcto es emplear la utilidad operativa, después de impuestos, que se calcula aplicando a la utilidad operacional la tasa impositiva. También se conoce como la NOPAT (Net Operating profits After Taxes) y su cálculo se realiza de la siguiente manera:

$$\text{UODI} = \text{UAI} (1 - T_x)$$

UODI: Utilidad operativa después de impuestos

UAI: Utilidad operativa o utilidad antes de intereses e impuestos

Tx: Tasa impositiva.

Otra alternativa, para calcular la UODI, es la siguiente:

Utilidad Neta
+ Gastos Financieros
+ Gastos no Operacionales
- Utilidad no Operacional
- Beneficios Tributarios
= UODI

En esta última forma de presentación se resta el beneficio tributario de los intereses; al relacionar los intereses, en el estado de resultados, se disminuye la utilidad. Por lo tanto, los impuestos obteniendo un beneficio tributario que disminuye el costo de la deuda; el cálculo de la UODI se hace independiente de la forma de financiación que elija la empresa. Es decir, solo se contempla el negocio, desde el punto de vista operativo; el efecto de una determinada forma de financiación, se abordará en un análisis posterior.

Por otro parte, en el denominador de la fracción, se toman los activos operacionales, en su totalidad, lo cual es un error que aumenta dicho rubro y subvalora la rentabilidad.

Los activos operacionales, son los que se utilizan en el desarrollo del objeto social. Es decir, los corrientes y fijos; hasta aquí, todo parece normal. Pero veamos cuáles son los puntos neurálgicos que presenta el activo así considerado.

Generadores de valor

En cuanto a los activos corrientes, se consideran las inversiones que realmente se realizan y que corresponden a KTNO, se excluyen los pasivos derivados de la financiación con proveedores, puesto que disminuyen la inversión corriente.

Los activos fijos deben considerarse a su valor comercial. El valor en libros, no representa la realidad de la inversión comprometida en este rubro. Por lo tanto, la estimación, que se haga de la rentabilidad, no va a ser un parámetro inadecuado si no se considera un valor cercano a la realidad.

El activo operacional será: KTNO + Activos fijos a su valor comercial.

A la luz de las explicaciones anteriores, la rentabilidad del activo se calcula de la siguiente manera:

$$\text{RAN} = \frac{\text{UODI}}{\text{AO}}$$

RAN: Rentabilidad del activo operacional o neto.

UODI: Utilidad operacional después de impuestos.

AO: Activo operacional.

De esta manera, se logra un cálculo más cercano a la realidad, de un concepto, de suma importancia, en las finanzas empresariales como es la rentabilidad del activo.

Volvamos ahora la mirada hacia la rentabilidad del patrimonio. Se decía que recoge el efecto combinado de la rentabilidad del activo operacional o sea la rentabilidad de los activos comprometidos en el negocio, independiente de la forma como se financien dichos activos y la contribución financiera, que proviene de la utilización de la deuda en el desarrollo del objeto social. Cuando se utiliza deuda, se aspira a que el rendimiento sea mayor que su costo y que se alcancen puntos adicionales, que configuran la contribución financiera, cuyo propósito es mejorar la rentabilidad del patrimonio o sea la rentabilidad de los socios de la empresa.

Como se dijo, en párrafos anteriores, la rentabilidad del patrimonio está compuesta por la rentabilidad del activo operacional y la contribución financiera.

R P = RENTABILIDAD DEL ACTIVO OPERACIONAL + CONTRIBUCIÓN FINANCIERA

Generadores de valor

La contribución financiera se calcula de la siguiente manera:

$$C F = (RENTABILIDAD DEL ACTIVO - COSTO DE LA DEUDA) \times \frac{DEUDA}{PATRIMONIO}$$

Ilustremos lo dicho, con un sencillo ejemplo:

UAI	350'000
Activo Operacional	750'000,
Tasa de Interés	23% Antes de impuestos
Pasivo	300'000
Tasa impositiva	33%

$$UOI = UAI (1 - T_x)$$

$$UOI = 350'000 (0.67) = \$234'500$$

$$RAN = \frac{UOI}{AO}$$

$$RAN = \frac{234'500}{750'000} = 31.27\%$$

UAI	350'000
Intereses	69'000
UAI	281'000
Impuestos	92'730
UTILIDAD NETA	188'270

$$\text{Patrimonio} = \text{Activos} - \text{pasivo} \quad 750'000 - 300'000 = \$450'000$$

$$\text{Rentabilidad del Patrimonio} = \frac{188'270}{450'00} = 41.84\%$$

Ahora, calculemos la rentabilidad del patrimonio, desde el punto de vista de la rentabilidad del activo operacional y de la contribución financiera.

$$\text{Costo de la deuda, después de impuestos} = \text{Costo antes de impuestos} (1 - T_x)$$

$$CDI = 0.23 (0.67) = 15.41\%$$

Generadores de valor

Cálculo de la contribución financiera (CF) = (RAN – CDI) D/P

$$CF = (0.3127 - 0.1541) 300/450 = 10.57\%$$

También se puede calcular de la siguiente manera:

$$\text{Rendimiento por encima de la deuda} \quad 31.27\% - 15.41\% = 15.86\%$$

$$\text{Contribución, en pesos, de la deuda} \quad 15.86\% \times 300'000 = \$ 47'580$$

$$\text{Contribución financiera} = \frac{47'580}{450'000} = 10.57\%$$

Rentabilidad del patrimonio (R P) = Rentabilidad del activo neto + Contribución financiera

$$R P = 31.27\% + 10.57\% = 41.84\%$$

Escudo fiscal

El escudo fiscal se refiere al beneficio tributario que se obtiene por el hecho de asumir pasivos, cuyo costo son los intereses que son deducibles, desde el punto de vista fiscal, abaratando el costo de la deuda y, por ende, el costo de capital ponderado de la empresa. Cuando se emprenda el estudio del costo de capital, se amplificará y explicará, adecuadamente, lo concerniente a este aspecto, tan importante para la generación de valor en la empresa.

Flujo de caja libre

Una herramienta importante, que permite concluir acerca del valor que genera o destruye una empresa, es la elaboración de flujos de caja en sus diferentes concepciones. Es decir, flujo de caja bruto y flujo de caja libre. A través de ellos, se pueden extraer conclusiones acerca de la posibilidad de la empresa, para cumplir con sus compromisos incluyendo la inversión en KTNO, en activos fijos (reposición o reemplazo), pago del servicio a la deuda, reparto de utilidades y la realización de inversiones estratégicas. Analicemos lo relacionado con el flujo de caja, su importancia y construcción.

El flujo de caja confronta los ingresos y egresos, de efectivo, en un período de tiempo. Su importancia radica en el hecho de mostrar la disponibilidad de efectivo, con que se cuenta para atender los diferentes compromisos financieros;

este es el momento para mostrar porqué los análisis deben concebirse, a partir de flujos de caja y no de utilidades contables.

Las utilidades, plasmadas en el estado de resultados, pueden conducir a decisiones equívocas. Éstas se originan en la contabilidad por causación, registrando ingresos y egresos independiente del movimiento de efectivo; adicionalmente, las utilidades se pueden manipular con la aplicación de prácticas contables, como diferentes métodos de valoración de inventarios y depreciación, valoración del good will, capitalización de gastos, no reflejando la realidad acerca de la disponibilidad de efectivo.

No en vano, algunos autores dicen: “La utilidad es una opinión y el efectivo, una realidad”

Con lo dicho hasta ahora, determinemos cómo se confeccionan los flujos de caja; que va a depender del propósito que se tenga. No es lo mismo construir un flujo de caja libre histórico, que un flujo de caja proyectado. Además en el proyectado, existen diferencias entre flujos de caja para valoración, evaluación de alternativas, estructura financiera o análisis de las posibilidades futuras de efectivo.

El flujo de caja libre histórico muestra cómo fue el movimiento de efectivo en un período determinado. Destaca los rubros que incidieron en el resultado. Se calcula de la siguiente manera:

INGRESOS
- COSTOS Y GASTOS
- DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= UAI
- INTERESES
= UAI
- IMPUESTOS
= UTILIDAD NETA
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
+ INTERESES
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- INVERSIÓN EN KTNO
- REPOSICIÓN DE ACTIVOS FIJOS
= FLUJO DE CAJA LIBRE

Generadores de valor

Para calcular el flujo de caja bruto, a la utilidad neta se le suman los intereses, depreciaciones y amortizaciones. En la obtención del flujo de caja libre, se le resta al flujo de caja bruto, la inversión en KTNO y la reposición de activos fijos; clarifiquemos estos aspectos.

Las depreciaciones y amortizaciones, se restan para establecer la utilidad antes de impuestos, pues son gastos que se relacionan en el estado de resultados, disminuyendo la utilidad gravable y el pago de impuestos; se suman, en la obtención del flujo de caja bruto, ya que no implican desembolsos de efectivo. Por lo tanto, implican efectivo disponible que se utiliza en la actividad operacional. Igual tratamiento se da a las provisiones para protección de activos, como inventarios o cuentas por cobrar.

Con relación a los intereses, o gastos financieros, se restan para llegar a la utilidad gravable. Esto por la misma razón del ítem anterior, o sea para lograr un beneficio tributario o escudo fiscal. Al restarlos de la utilidad operativa, la base gravable es menor y, por lo tanto, el pago de impuestos. Ahora bien, en la determinación del flujo de caja bruto, se suman, pues cuando se calcula el flujo de caja libre se quiere mostrar la disponibilidad para el pago del servicio a la deuda y el reparto de utilidades.

En la determinación del flujo de caja libre, se restan los requerimientos de KTNO, que son una inversión necesaria para operar adecuadamente; también se resta la reposición de activos fijos. Es decir, la inversión necesaria para continuar las operaciones, sin aumentar la capacidad instalada; como resultado, se obtiene el flujo de caja libre que permite atender el servicio a la deuda o sea, los intereses y abono al capital, establecer una política adecuada de reparto de utilidades y realizar inversiones estratégicas.

Cuando la idea es elaborar flujos de caja libre proyectados, en primer lugar, se define si es para evaluar alternativas de inversión, valorar, calcular EVA, determinar estructura financiera, posición de efectivo, establecimiento de una política de reparto de utilidades o reestructuración de deuda; ya que, dependiendo del propósito, se establece la estructura por emplear.

Cuando el propósito que se tiene en mente, es evaluar alternativas de inversión, calcular valor económico agregado (EVA) o valorar empresas, el flujo de caja libre proyectado, que se utiliza adquiere la siguiente estructura:

INGRESOS
- COSTOS DE VENTAS
= UTILIDAD BRUTA
- GASTOS OPERACIONALES
= UTILIDAD OPERACIONAL
- IMPUESTOS
= UODI
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- INVERSIÓN EN KTNO
- INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS
= FLUJO DE CAJA LIBRE

En la determinación del flujo de caja libre, para evaluar alternativas, calcular EVA y valorar, no se considera el efecto que los gastos financieros tienen sobre los impuestos; en apariencia, se renuncia al beneficio tributario que se desprende de la utilización de la deuda. Esto no es así. Cuando se evalúa o valora, los flujos de caja se traen a valor presente y esto se hace con el costo de capital ponderado de la empresa en el que se contempla el costo de la deuda, después de impuestos. Por lo tanto, se está recogiendo el beneficio tributario, dentro del costo de capital, si se considera en la construcción del flujo de caja, se estaría considerando, doblemente, sobrevalorando un proyecto o el valor de la empresa.

Adicionalmente, se determina el valor de la empresa o de un proyecto, independiente de la forma en que se financie. Se toma el valor de los activos, sin determinar qué proporción se financia con recursos propios y qué proporción con pasivo. Es decir, se considera el aspecto operativo del negocio y la tasa de descuento es el costo de capital ponderado de la empresa (CCPP ó WACC).

También se analiza la rentabilidad de un proyecto, considerando el aporte realizado por los socios. Es decir, se evalúa la rentabilidad del inversionista, concepto que permite percibir el aprovechamiento, desde el punto de vista operativo y financiero; por lo tanto, se analiza la posibilidad de cumplir con terceros y definir el beneficio que obtienen los propietarios por utilizar el apalancamiento financiero.

Bajo esta perspectiva, los flujos de caja se descuentan o traen a valor presente con el costo de oportunidad del inversionista y adquiere la siguiente forma:

Generadores de valor

INGRESOS
- COSTOS DE VENTAS
= UTILIDAD BRUTA
- GASTOS OPERACIONALES
= UTILIDAD OPERACIONAL
- IMPUESTOS
= UODI
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- INVERSIÓN EN KTNO
- INVERSIÓN TOTAL EN ACTIVOS FIJOS
= FLUJO DE CAJA LIBRE
- INTERESES
- ABONO A LA DEUDA
+ BENEFICIO TRIBUTARIO
= FLUJO DE CAJA DEL PROPIETARIO

Si el propósito del flujo de caja libre, es analizar la posición futura de caja, definir una política de reparto de utilidades o determinar estructura financiera, el esquema que se utiliza es el siguiente:

INGRESOS
- COSTOS Y GASTOS
- DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= UAI
- INTERESES
= UAI
- IMPUESTOS
= UTILIDAD NETA
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
+ INTERESES
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- INVERSIÓN EN KTNO
- INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS
= FLUJO DE CAJA LIBRE

Generadores de valor

Las diferencias, que se observan en la estructura anterior, con relación al flujo de caja histórico, es que se trata de cifras proyectadas y en el activo fijo toma la inversión total, ya que muestra el desembolso, necesario, en este rubro para funcionar en el futuro.

El flujo de caja libre, se constituye en una herramienta fundamental que permite determinar qué tan valiosa es una empresa. Cuando abordemos el tema del valor, se comprenderá la gran importancia del flujo de caja. En la actualidad, es una de las técnicas más aceptadas para valorar empresas, descontando los futuros flujos de caja, con el costo de capital ponderado de la empresa.

Es importante resaltar, que en el flujo de caja libre, se pueden hacer explícitos conceptos como EBITDA, generación interna de fondos (GIF) y el efectivo generado en las operaciones (EGO), que dan más puntos de análisis, revisten importancia y vale la pena tenerlos en consideración para analizar el estado de cambios en la posición financiera o las posibilidades que, operativamente, tiene la empresa y que se plasman en el estado de flujo de efectivo, reconocido en Colombia a partir del decreto 2649 de 1993 como un estado financiero básico de propósito general.

Veamos cómo se pueden incorporar los conceptos mencionados:

INGRESOS
- COSTOS Y GASTOS VIVOS
= EBITDA
- DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= UTILIDAD OPERACIONAL
- INTERESES
= UTILIDAD NETA
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES
= GIF
+ INTERESES
= FLUJO DE CAJA BRUTO
- INVERSIÓN EN KTNO
= EGO
- REPOSICIÓN EN ACTIVOS FIJOS
= FLUJO DE CAJA LIBRE

BIBLIOGRAFÍA

AMAT, Oriol. Valor Económico Agregado. Editorial Norma. Barcelona 1999. Primera Edición.

BERRIO GUZMÁN, Deysi y CASTRILLÓN CIFUENTES, Jaime. Costos para Gerenciar Organizaciones. Ediciones Uninorte, Barranquilla.

BLOCK, Stanley. Fundamentos de Gerencia Financiera. Mc Graw-Hill 2001. Novena Edición.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. Valuation. Measuring and Managing de Value Companies, Jhon Wiley and Sons, 2000. Third Edition.

CUTHBERTSON, K. Quantitative Financial Economics: Stocks, Bonds and Foreign Exchange.
New York: John Wiley & Sons 1996.

GARCÍA, Oscar León. Administración Financiera Fundamentos y Aplicaciones. Prensa Moderna. Tercera Edición.

GARCÍA, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA. Primera Edición. Digital Express.

Glenn P. Jenkins y Arnold C. Harberger, Cost-Benefit Analysis of Investment Decisions. Editorial, Harvard Institute for International Development. Manual 1999. Unicom Edition.

Generadores de valor

MOYER, Charles. Administración Financiera Contemporánea. Thomson Editores. 2000. Séptima Edición.

Pascale R. Decisiones Financieras. Ediciones Macchi. España 1998. Tercera Edición.

