



CAPÍTULO II

ANÁLISIS FUNDAMENTAL

2.1 La Teoría del Valor Intrínseco o del Análisis Fundamental.

2.1.1 ¿Qué es el análisis fundamental?

Es el análisis de toda la información disponible de una compañía, con el objeto de obtener una valoración objetiva de la misma. La finalidad es saber si una compañía está cara o barata según esa información, con la intención de que esa conclusión sea decisiva en la toma de decisiones de inversión. Pero si toda la información está incorporada en el precio de la compañía, (está “descontada”); según la teoría de los mercados eficientes, todos los valores del mercado estarían en su justo precio. Y esto no es así. La razón es porque el mercado es eficiente en el largo plazo e ineficiente en el corto. En el corto plazo una acción puede estar subvaluada, circunstancia de la que se darán inmediata cuenta los analistas, que emitirán las respectivas recomendaciones de compra con lo cual los inversionistas comprarán y tarde o temprano, el valor alcanzará su justo valor.

Aunque la realidad puede ser bien distinta, porque aunque el mercado sea plenamente eficiente y todos los inversionistas dispongan de la misma información, la interpretación que hagan no tiene por qué ser la misma, con lo cual las conclusiones y las



decisiones derivadas de la información pueden incluso ser opuestas, lo que hará que el valor oscile y no vaya siempre en el mismo sentido que la información disponible.¹

*“El análisis fundamental consiste en una investigación detallada sobre la historia, situación actual y perspectivas de las empresas, tomando en cuenta los siguientes aspectos: Cifras del balance general y estado de resultados, situación financiera, dimensiones de la empresa, administración, penetración del mercado, productos, grado de desarrollo tecnológico, situación sectorial, posición respecto a empresas similares nacionales e internacionales, riesgos, valuación de mercado. A partir de la aplicación de diferentes técnicas, el análisis fundamental define las tendencias de las acciones, su rendimiento estimado y bursatilidad, ponderando también las afectaciones reales o probables que se deriven de los cambios en las variables macroeconómicas”.*²

Existen tres hipótesis distintas sobre esta teoría de mercados eficientes:

- **Débil:** La información incorporada al mercado es la histórica de precios y volúmenes.
- **Semifuerte:** Incluye a la débil más la referente a los fundamentos de la compañía.
- **Fuerte:** Incluye la información privilegiada.

La evolución del análisis fundamental ha traído consigo diferentes métodos de valoración. Debemos mencionar a uno de los grandes personajes de la inversión mobiliaria, Benjamin Graham, que puso o mejor impuso la ciencia que consistiría en el

¹ Página Web 16

² Página Web 17



llamado “Análisis de valores”. En la década de los 70 surgieron modelos como el CAPM y así otros sucesivamente en el tiempo.

Pero los métodos no sólo cambian sino que difieren; es más, a las diferentes técnicas de análisis hay que añadir otra diversidad, la sectorial. No se pueden aplicar los mismos criterios de valoración a los diferentes sectores por las diferencias sustanciales que hay entre las empresas que los integran. Aún así podemos agruparlas en cuatro grupos con sus consiguientes métodos de valoración:

- Sociedades tenedoras de bienes (Inmobiliarias, Holdings, SIMS) que se valoran en base al valor liquidativo ajustado por los impuestos sobre posibles utilidades y por la calidad del equipo gestor.
- Las empresas de servicio tales como la electricidad, gas, agua, autopistas, teléfonos. Son compañías con crecimientos estables, con bastantes clientes cautivos y con tarifas fácilmente calculables.
- Empresas del sector financiero; en las cuales se presta atención al resultado operativo.
- En las empresas industriales y comerciales el análisis es convencional, basado en las razones financieras normales.



2.2 Métodos de Análisis

El análisis fundamental según el método que se utilice se puede dividir en dos:

- **Top-down**
- **Bottom-up**

No son excluyentes de ninguna forma, es más, un análisis completo debería comparar las conclusiones obtenidas por ambos para comprobar si los resultados son similares.

2.2.1 Análisis “Top-Down”

Es el análisis que va desde arriba hacia abajo. Es el que va de lo general, lo global, a lo concreto. Es ir descendiendo, analizando el mundo para terminar estudiando a la empresa en sí. Los pasos serían los siguientes:

1. Un análisis del mundo, es decir analizar la situación económica a nivel mundial para poder decidir las economías nacionales que reflejan mejor salud y perspectivas. ¿Qué se analiza? Pues fundamentalmente el crecimiento presente y futuro, a través del P.I.B., el entorno político, las políticas monetarias, etc. Se trata de averiguar dónde está la oportunidad de inversión, dónde la razón rentabilidad-riesgo es más favorable.
2. Análisis sectorial: Ahora el siguiente paso es decidir el sector que dentro de esa zona o país favorable está mejor situado. Porque dependiendo de por dónde venga el crecimiento habrá sectores que se verán impulsados más que otros. Es decir, si el crecimiento viene por demanda interna, los sectores de consumo estarán mejor



posicionados, si viene por demanda exterior los sectores muy exportadores se verán favorecidos.

3. La compañía en sí: Aquí ya hemos llegado a la base y hay que examinar la salud financiera de la empresa y su situación comparativa en el sector. Habrá que estudiar las condiciones del sector y cómo afectan a la compañía directamente. Un ejemplo sería ver si el sector tiene barreras de entrada o de salida, lo que influye directamente en el aumento o disminución de la competencia. Otro ejemplo estaría en la posición competitiva de la compañía. Según Michael Porter, hay tres formas de ser competitivos:

1. Diferenciando bien el producto.
2. Atacar un nicho de mercado aislado de competencia.
3. Siendo competitivo en costos.

Una vez examinado el entorno sectorial, la competencia, etc., hay que centrarse en la compañía, su estructura financiera, observar si presenta buenas o malas perspectivas de negocio en el futuro. Es aquí cuando entramos a analizar el balance, es cuando usamos las razones financieras para obtener toda la información posible. Estudiar el grado de apalancamiento operativo y financiero, habrá que hacer previsiones sobre todo de crecimiento y de beneficios.

2.2.2 Análisis “Bottom-up”

Este se realiza de modo inverso, empezamos por el valor concreto, pero ni la coyuntura a nivel sectorial ni la economía nacional son importantes. Este análisis se centra en el valor y



su comportamiento bursátil fundamentalmente. En cuanto a la empresa, hacemos un estudio como en el anterior método. Se trata de averiguar la creación de un valor de esa compañía concreta a través del balance, de las razones y en función del presente y pasado realizar previsiones futuras. Esto nos dará una idea de lo que podemos esperar en cuanto a la evolución del valor.

Una vez analizada la empresa, su estado actual y sus planes de futuro, nuevas inversiones, productos, etc., hay que ver si realmente está todo recogido en la cotización porque es a través del análisis conjunto de ambos donde podremos encontrar ineficiencias del mercado y por tanto oportunidades interesantes de inversión. Haremos una breve referencia de cómo analizar el balance de una empresa con efectos aplicables a cualquiera de los métodos que acabamos de exponer.

2.3 ¿Qué persigue el análisis de la información financiera de una empresa?

- Conocer el nivel de crecimiento que podemos esperar de esa compañía en un futuro.
- Limitar el riesgo existente en tres campos:
 1. Negocio: definido como la incertidumbre de beneficios y flujos de caja que dependen de las ventas y el nivel de apalancamiento operativo.
 2. Apalancamiento financiero: capacidad de hacer frente a los pagos de las deudas contraídas que vayan venciendo, así como a la estructura de la empresa en cuanto a qué parte está a largo plazo y cuánto a corto.
 3. Financiación externa: capacidad de financiar inversiones con capital ajeno.



- Flexibilidad financiera: habilidad para obtener liquidez con la cual hacer frente a los pagos que pudieran surgir. Hay tres fuentes básicas:

- 1.- Recursos propios.
- 2.- Activos líquidos.
- 3.- Recursos Ajenos.

2.3.1 ¿Qué razones financieras nos sirven para analizar el negocio?

Podemos dividirlos en cuatro grupos en función de lo que estudian:

2.3.1.1 Razones de liquidez:

La liquidez de una organización es juzgada por la capacidad para saldar las obligaciones a corto plazo que se han adquirido una vez que éstas están por vencerse. Se refieren no solamente a las finanzas totales de la empresa, sino a su habilidad para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes.

- **Capital neto de trabajo**

Se expresa en: Monto. $\text{Activo Circulante} - \text{Pasivo circulante}$

Muestra el exceso o insuficiencia de los recursos más líquidos de la empresa sobre sus obligaciones de corto plazo.

- **Índice de Solvencia**

Se expresa en: Veces. $\text{Activos Circulante} / \text{Pasivo circulante}$



Muestra la capacidad de la empresa para responder a sus obligaciones de corto plazo con sus activos más líquidos. Mide el número de veces que los activos circulantes del negocio cubren sus pasivos a corto plazo.

- **Índice de la Prueba del Ácido**

Se expresa en: Veces $\frac{\text{Activo Circulante- Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$

Esta prueba es semejante al índice de solvencia, pero dentro del activo corriente no se tiene en cuenta el inventario de productos, ya que este es el activo con menor liquidez.

- **Rotación de Inventario**

Se expresa en: Veces $\frac{\text{Costo de ventas/Promedio de inventario}}$

Expresa el promedio de veces que los inventarios rotan durante el año

- **Plazo promedio de Inventarios**

Se expresa en: Días $\frac{360}{\text{Rotación (veces)}}$

Indica los días que como promedio permanecen en existencia las mercancías.

- **Rotación de cuentas por cobrar**

Se expresa en: Veces $\frac{\text{Ventas a Crédito/Promedio de Cta. Cobrar}}$

Indica el número de veces que el saldo promedio de las cuentas y efectos por cobrar pasa a través de las ventas durante el año.



- **Plazo promedio de cuentas por cobrar**

Se expresa en: Días Período promedio de cobranza/360

Expresa el número de días que las cuentas y efectos por cobrar permanecen por cobrar. Mide la eficiencia del crédito a clientes.

- **Rotación de cuentas por pagar**

Se expresa en: Veces Compras anuales /Promedio de ctas por pagar

Mide la eficiencia en el uso del crédito de proveedores. Indica el número de veces que las cuentas y efectos por pagar pasan a través de las compras durante el año

- **Plazo promedio de cuenta por pagar**

Se expresa en: Días Período de pago/360

Expresa el número de días que las cuentas y efectos por pagar permanecen por pagar.

2.3.1.2 Razones de endeudamiento:

Indican la cantidad de dinero de terceros que se utiliza para generar utilidades, estas son de gran importancia ya que estas deudas comprometen a la empresa con el paso del tiempo.

- **Razón de endeudamiento**

Se expresa en: Veces Pasivo total/Activo Total



Mide la porción de activos financiados por deuda. Indica la razón o porcentaje que representa el total de las deudas de la empresa con relación a los recursos de que dispone para satisfacerlos.

- **Razón Pasivo-Capital**

Se expresa en: Veces Pasivo total/Capital

Expresa la relación que existe dentro de la estructura de capital entre los recursos proporcionados por terceros y los fondos propios. Señala la proporción que el pasivo representa con relación al capital líquido.

2.3.1.3 Razones de Rentabilidad:

Permiten analizar y evaluar las ganancias de la empresa con respecto a un nivel dado de ventas, de activos o la inversión de los accionistas.

- **Margen bruto de utilidades**

Se expresa en: Razón o Por ciento Utilidad bruta en ventas/Ventas netas

Refleja la proporción que las utilidades brutas obtenidas representan con relación a las ventas netas que las producen.

- **Margen de utilidades operacionales:**

Representa las utilidades netas que gana la empresa en el valor de cada venta. Éstas se deben tener en cuenta deduciéndoles los gastos financieros o gubernamentales y determina solamente la utilidad de la operación de la empresa.



- **Margen neto de utilidades:**

Se expresan en Razón o Por ciento Utilidad neta/Ventas netas

Determina el porcentaje que queda en cada venta después de deducir todos los gastos incluyendo los impuestos. Mide la razón o por ciento que la utilidad neta representa con relación a las ventas netas que se analizan, o sea, mide la facilidad de convertir las ventas en utilidad.

- **Rotación del Activo Total**

Se expresa en: veces. Ventas netas /Activos totales promedio

Indica la eficiencia con que la empresa puede utilizar sus activos para generar ventas.

- **Rendimiento sobre la inversión**

Se expresa en: Razón o Por ciento Utilidad neta /Activos totales

Determina la efectividad total de la administración para producir utilidades con los activos disponibles. Mide el retorno obtenido por cada peso invertido en activos.

- **Rendimiento sobre el capital**

Se expresa en: Veces Ingreso neto/Capital contable promedio

Mide el retorno obtenido por cada peso que los inversionistas o dueños del Capital han invertido en la empresa.



- **Utilidades por Acción**

Representa el total de ganancias que se obtienen por cada acción ordinaria vigente.

Utilidades disponibles para acciones ordinarias

Número de acciones ordinarias en circulación

- **Dividendos por Acción**

Esta representa el monto que se paga a cada accionista al terminar el periodo de operaciones.

Dividendos pagados

Número de acciones ordinarias vigentes

2.3.1.4 Razones de Cobertura:

Evalúan la capacidad de la empresa para cubrir cargos fijos. Estas se relacionan más frecuentemente con los cargos que resultan por las deudas de la empresa.

- **Veces que se ha ganado el interés**

Calcula la capacidad de la empresa para efectuar los pagos contractuales de intereses.

Utilidad antes de intereses e impuestos

Erogación anual por intereses



- **Cobertura total del Pasivo**

Esta razón considera la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones por intereses y la capacidad para rembolsar el principal de los préstamos o hacer abonos a los fondos de amortización.

Ganancias antes de intereses e impuestos

Intereses más abonos al pasivo principal

- **Razón de cobertura total.**

Esta razón incluye todos los tipos de obligaciones, tanto los fijos como los temporales, determina la capacidad de la empresa para cubrir todos sus cargos financieros.

Utilidades antes de pagos de arrendamientos, intereses e impuestos

Intereses + abonos al pasivo principal + pago de arrendamientos³

2.3.1.5 Múltiplos

Son razones financieras utilizadas principalmente por los analistas y público inversionista que participa en el mercado de valores bursátiles. Un elemento que facilita el manejo de estas razones es el valor de mercado de las empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores. Las razones de valor de mercado relacionan el precio de las acciones de la empresa con sus utilidades y con su valor en libros por acción, proporcionan un indicio de lo que los inversionistas piensan del desempeño anterior y de sus planes futuros.

³ Página web 18



Los múltiplos más utilizados son:

$$\text{Utilidad por acción:} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Promedio ponderado de acciones}}$$

$$\text{Precio – utilidad (P/U)} = \frac{\text{Precio del mercado por acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

Muestran la cantidad de inversionistas que están dispuestos a pagar por dólar de utilidades reportadas. Muestra el nivel de riesgo y las perspectivas de crecimiento. Significa que el precio del mercado o de cotización representa “n” veces la utilidad de un año, o sea, que el inversionista recupera su inversión en “n” años, si la utilidad fuera constante.

$$\text{Precio – valor contable (p/vc)} = \frac{\text{Precio de mercado por acción}}{\text{Valor en libros de cada acción}}$$

Muestra como los inversionistas ven a la compañía, las tasas de rendimiento altas sobre el capital contable venden en múltiplos más altos que su valor en libros.

$$\text{Razón de flujo operativo} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Acciones}}$$

EBITDA (por sus siglas en inglés significa Earnings Before Interest, Tax and Depreciation and Amortization) se obtiene sumando a las utilidades netas, el gasto



financiero, las provisiones de impuestos y la depreciación y amortización. Representa el flujo de efectivo generado por las operaciones normales, medido por acción.

Valor del negocio en base a flujo operativo

$$\frac{\text{Precio de mercado}}{\text{Flujo operativo por acción}} = \frac{12.00}{3.37} = 3.56 \text{ veces}$$

Significa que la empresa tiene un valor de mercado equivalente a 3.56 veces su generación de flujo de efectivo.⁴

2.3.2 Modelo Dupont

Este modelo descompone el ROE (Retorno sobre el Capital) en tres componentes que nos ayudan a estudiar la evolución del mismo y que nos dará una idea general de la situación de la empresa. Está diseñada para mostrar las relaciones que existen entre el rendimiento sobre la inversión, la rotación de los activos, el margen de utilidad y el apalancamiento.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital Contable}}$$

o bien:

⁴ Página Web 19



ROE = Margen de Explotación x rotación de activos x apalancamiento financiero x carga de intereses.

Utilidad Bruta

Margen de Explotación = $\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas}}$

Ventas

Ventas

Rotación de Activos = $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total Medio}}$

Activo Total Medio

Pasivos Totales o Deuda Total

Apalancamiento Financiero = $\frac{\text{Pasivos Totales o Deuda Total}}{\text{Capital Contable}}$

Capital Contable

2.3.3 Limitaciones del análisis de balances

No dudamos de la utilidad de estas razones para evaluar el riesgo y el futuro crecimiento de la empresa, pero para valorar a una sociedad no deberíamos utilizarlos. La correcta valoración depende de los flujos de efectivo futuros que sea capaz de generar descontados a una tasa determinada.

Las razones y múltiplos financieros son simplemente una foto de la historia financiera de la compañía. Muchas veces estas razones son utilizadas para hacer proyecciones futuras que pueden ser incorrectas. Pueden surgir problemas al interpretar



razones negativas y al comparar razones de distintas compañías con diferentes criterios contables.

2.4 Flujos de efectivo descontados (Valor Actual Neto)

¿Qué es el descuento de flujos? Es saber cuánto valen hoy todos los ingresos netos que realizará la empresa en el futuro. Es decir se trata de sumar cada uno de esos futuros ingresos una vez que hemos conseguido saber cuánto valen en la actualidad. ¿Y cómo conseguimos averiguarlo? Lo hacemos a través del método del descuento, a través del cual sabemos el Valor Actual Neto (VAN) de un determinado flujo de dinero futuro. Y es que el dinero de hoy no vale lo mismo que el de dentro de “x” años. Pues bien, para que todos los flujos de dinero, independientemente de cuándo se produzcan sean comparables, necesitamos utilizar este método. La fórmula matemática que determina el VAN de un flujo de dinero en el futuro es la siguiente:

$$\text{VAN} = \frac{F1}{(1+r)} + \frac{F2}{(1+r)^2} + \frac{F3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Fn}{(1+r)^n}$$

Donde:

Fn: Flujo de caja del año ‘n’.

r: Tasa de descuento.

Los analistas financieros dicen que el valor de un proyecto de inversión para un inversionista o accionista es el valor presente de los flujos de dinero que va a generar en el



futuro. Tanto si el inversionista deja que la empresa siga funcionando como hasta ahora, como si la liquida, como si la reestructura para que genere más dinero, el inversionista calculará el VAN de los flujos que cualquiera de estas operaciones generaría y optará por la que ofrezca un VAN superior. Con lo cual hay dos elementos fundamentales en este método, los flujos y la tasa de descuento.

Es poco probable saber los ingresos netos que una empresa generará en un futuro, pero con las informaciones pasadas y presentes disponibles de la misma, se pueden realizar aproximaciones para tratar de averiguar lo que valen estos flujos. Nunca existe unanimidad acerca de esta valoración, precisamente por las diferentes apreciaciones e interpretaciones de la información disponible, que se refleja en diversas opiniones acerca de los flujos futuros de la sociedad en cuestión. Pero es aquí cuando aparece la decisión del inversionista una vez analizada y vistas las diferentes valoraciones hechas por los analistas del mercado.

En cuanto a la tasa de descuento, ya vimos que a mayor riesgo mayor rentabilidad le exigimos a la inversión y técnicamente disponemos de un instrumento para hallarla, el CAPM.⁵ La Teoría del costo de capital se basa en calcular el costo de los recursos permanentes o costo de capital en dos partes: 1) el costo de la deuda y 2) el costo del capital contable; ello se realiza con base en el costo promedio ponderado de capital o CAPM. A este costo del capital contable se le aplica un factor denominado Beta, el cual se define como el factor de riesgo que mide la volatilidad de la acción en estudio respecto a los movimientos de precio de todas las acciones del mercado bursátil donde cotiza esa acción. Por ejemplo, una Beta de 2.0 indicaría que el precio de la acción de la empresa

⁵ Página Web 16



subió o bajó el doble de lo que subió o bajó el promedio del mercado. Una Beta de 1.0 significaría que la acción de esa empresa se movió igual que el mercado en ese periodo.⁶

2.4.1 CAPM “Capital Asset Pricing Model”

Es un modelo que describe la relación entre el riesgo y el rendimiento esperado que es usado en la apreciación de valores con riesgo.

$$r_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f)$$

Donde: r_f = Tasa libre de riesgo

β_a = Beta del valor

r_m = Rendimiento esperado en el mercado

La idea general detrás del CAPM es que los inversionistas necesitan ser compensados en dos maneras: valor del dinero en el tiempo y riesgo. El valor del dinero en el tiempo es representado por la tasa libre de riesgo (r_f) en la fórmula y compensa a los inversionistas por colocar dinero en una inversión en un periodo de tiempo dado. La otra mitad de la formula representa el riesgo y calcula la cantidad de compensación que el inversionista necesita por tomar un riesgo adicional. Esto es calculado utilizando una medida del riesgo (beta) que compara los rendimientos del valor en el mercado en un periodo de tiempo con la prima del mercado ($R_m - r_f$).

⁶ Página web # 20



La beta mide la sensibilidad de la acción respecto al índice de referencia. Se calcula como el coeficiente de regresión teórico entre la rentabilidad del valor y el índice donde éste cotiza. Esta regresión trata de explicar la rentabilidad del activo en función de la rentabilidad del mercado:

$$Re\ ntab_{activo} = \beta * Re\ ntab_{mercado} + \alpha(error)$$

La Beta se calcula con la siguiente ecuación, "Cuánta variabilidad del valor puede ser explicada por la variabilidad del índice"

$$\beta_{Activo} = \frac{Cov_{t-1}(Re\ ntab_{activo}, Re\ ntab_{mercado})}{Varianza_{t-1}(Re\ ntab_{mercado})}$$

Como ejemplo: Si una acción tiene una Beta 1.2 quiere decir que si el índice sube o baja un 1% la acción subirá o bajará un 1.2%.⁷

El CAPM dice que el rendimiento esperado de un valor o un portafolio iguala la tasa de interés en un valor libre de riesgo más una prima de riesgo. Si este rendimiento esperado no iguala o supera el rendimiento requerido la inversión no debería ser realizada.⁸ Pues bien, conociendo los flujos futuros y conociendo la tasa de descuento o tasa de rentabilidad exigida a la inversión, obtendremos el Valor Actual Neto del Valor en cuestión.

⁷ Página Web 21

⁸ Página Web 22



2.4.2 Los Descuentos de Flujos de Caja Libres y el CPPC.

¿Qué son los flujos de caja libre? Son los flujos de caja futuros que generaría una empresa si no tuviera deudas. En la actualidad casi ninguna empresa está carente de deuda en su balance. Estos flujos libres se descuentan a una tasa denominada CPPC o tasa promedio ponderada de los recursos (Costo Promedio Ponderado del Capital). La razón es que el dinero que genera la empresa (sin tener en cuenta el costo de la financiación) descontado a la rentabilidad promedio exigida por aquellos que invierten en la empresa debe dar el precio de la totalidad de los activos, es decir el valor de la deuda y las acciones. Una vez obtenido este valor, basta restar la deuda para hallar el valor para los accionistas.⁹

2.4.3 El Costo Promedio Ponderado del Capital (Con impuestos)

$$\frac{B}{B + S} \times rB (1 - T_c) + \frac{S}{B + S} \times FS = \text{CPPC}$$

Donde : rB = Tasa de interés o costo de la deuda

FS = Rendimiento esperado del capital o costo del capital o rendimiento requerido del capital

B = Valor de la deuda

S = Valor de las acciones

⁹ Página web 16



En la fórmula aparece ($1 - T_c$) porque la deuda hace que la empresa pague menos impuestos.¹⁰

¿Qué razonamiento existe en este método?

Pues que la introducción de deuda en una empresa aumenta su valor por el menor costo de la deuda frente al costo de los recursos propios y por el ahorro fiscal que este incremento de deuda supone.¹¹

1) Rendimiento sobre los activos (ROA): No cambia “*El valor de empresa siempre es el mismo bajo diferentes estructuras de capital*” *Proposición I de Modigliani y Miller (MM)*”

2) El rendimiento del capital (ROE): Mejora trabajando con deudas, excepto en el escenario de Recesión.

Valor de una empresa apalancada. $VL = \frac{EBIT \times (1 - T_c)}{CPPC}$ ¹²

CPPC¹²

2.5 Valoración mediante razones financieras contra descuento de flujos.

Se asientan en fundamentos diferentes, con lo cual no tiene por qué obtenerse la misma valoración de una empresa por ambos métodos. Las razones son muy útiles y en muchos casos nos dan una idea más cercana a la realidad que el descuento de flujos, en cuanto a situación de la misma y a valoración. Sin embargo conceptualmente sólo el descuento de

¹⁰ Bazán, “*Estructura de Capital: Conceptos Básicos*”.

¹¹ Página web 16

¹² Bazán, “*Estructura de Capital: Conceptos Básicos*”.



flujos se ajusta a los fundamentos últimos del valor que una sociedad tiene para un accionista. Y esos fundamentos como ya hemos mencionado son los posibles flujos de dinero que una empresa generará en el futuro. Por eso desde un punto de vista teórico, el descuento de flujos es un método que nos da el valor objetivo de una empresa. Los inconvenientes obviamente están en la determinación de esos flujos y de la tasa de descuento.

2.6 El EVA

Son las siglas de Valor Económico Agregado. El ritmo a partir del cual se crea o se destruye un valor es función del capital invertido con lo cual el valor creado o destruido sería:

$$\text{EVA} = (\text{Retorno del capital} - \text{Costo del Capital}) \times \text{Capital empleado.}^{13}$$

2.6.1 Creación de Valor Económico en las empresas.

- **Objetivos**

a) Asegurar que la utilidad o riqueza generada en la empresa es lo suficientemente grande para cubrir el costo de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio.

- **Los elementos básicos**

- Capital empleado.

¹³ Página Web 16



- Costo de capital.
- Utilidad neta de operación después de impuestos.

Con estos elementos se busca llegar a lo que se conoce como "utilidad económica". También se le conoce a la utilidad económica como EVA (Economical Value Added) o VEA (Valor Económico Agregado).

- **Capital empleado**

El capital empleado (CE) se define como el activo total (AT) menos los pasivos sin costo explícito (PSCE). El concepto parte de la idea de que cualquier inversión en activos implica un costo, ya que se está financiando, sea con fuentes externas (pasivo) o con recursos del accionista (capital contable). Ambos tienen un costo, y por lo tanto el activo debe de ser capaz de pagarlo. Al activo total se le resta el pasivo sin costo explícito. Se considera pasivo sin costo explícito, por ejemplo, la cuentas por pagar con proveedores y en general los gastos acumulados. El financiamiento con proveedores sí tiene un costo, al igual que cualquier fuente de financiamiento, pero este costo está normalmente incluido en el precio de compra del material o producto. Los gastos acumulados, como pueden ser rentas por pagar, sueldos por pagar, impuestos por pagar, no pagan un costo al menos en principio.

El capital contable tampoco tiene un costo explícito, es decir, no se señala en forma clara el costo de cada fuente de financiamiento con recursos del accionista. Sin embargo, si tiene un costo que para un análisis de creación de valor se debe considerar. El pasivo que sí tiene un costo explícito son aquellos por los que se paga algún tipo de interés y que por lo



tanto se ve reflejado en el estado de resultados dentro del costo integral de financiamiento (CIF).

- **El costo de capital**

El costo de capital es el promedio ponderado del costo de las fuentes de financiamiento de la empresa. Para la determinación del costo de capital se parte de dos elementos principales: la determinación del costo de cada fuente de financiamiento y la ponderación de las fuentes de financiamiento. Por ejemplo, digamos que el pasivo cuesta 20% anual y los recursos del accionista (capital contable) cuestan 30% anual. Por otro lado, el 60% del financiamiento es a través de pasivo y el 40% a través de accionistas. Así, el costo de capital sería 24% $((20\% * 0.6) + (30\% * 0.4))$.

En teoría es muy sencillo el cálculo del costo de capital, en la realidad se complica por la dificultad que hay en la cuantificación de las tasas para representar el costo de las fuentes de financiamiento. Por otro lado, la volatilidad en tasas hace más difícil determinar un valor adecuado para la valuación.

- **Utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI)**

Es la utilidad de operación (asegurándonos que se trata de la utilidad generada solo por la operación continua de la empresa) menos los impuestos que corresponden a esta utilidad. En la utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI) no se toman en cuenta los gastos financieros, como tampoco ningún ingreso o egreso que no esté relacionado con la operación del negocio. Por esto último se eliminan otros ingresos y egresos, así como



partidas extraordinarias. La UNODI es lo que también se conoce como NOPAT (net operating profit after taxes).

- **Cálculo de la utilidad económica (o EVA)**

Se conoce como utilidad económica al resultado de restarle a la utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI) el producto del costo de capital (CC) y el monto en el capital empleado (CE). Con esto se intenta reflejar si la utilidad que genera la empresa es mayor al costo de todas las fuentes de financiamiento que requiere la empresa, es decir, si se crea valor. Si genera utilidad de operación positiva no podemos asegurar que sea un buen negocio ni que genere valor, a menos que esta utilidad sea suficiente para cubrir con todo el costo de sus activos utilizados. Con lo cual la decisión se tomará después de comparar ambas cantidades.¹⁴

2.6.2 Ventajas

- Diferencia decisiones operativas de las financieras.
- Magnífica herramienta de gestión ¿se crea valor o no?
- Toma en consideración la mayoría de los intereses de los partícipes de la empresa.

2.6.3 Inconvenientes

- No es fácil calcularlo con lo cual su confianza se debilita.¹⁵

¹⁴ Página Web 23

¹⁵ Página Web 16