

NUEVOS ENFOQUES PARA EL ENTENDIMIENTO DE LAS FINANZAS DE NUESTRA EMPRESA

Oscar León García S.

*Consultor Gerencial especializado en
Valoración de Empresas y Gerencia del Valor*

317 363 0026

olgarcia@une.net.co

olgarcias@gmail.com

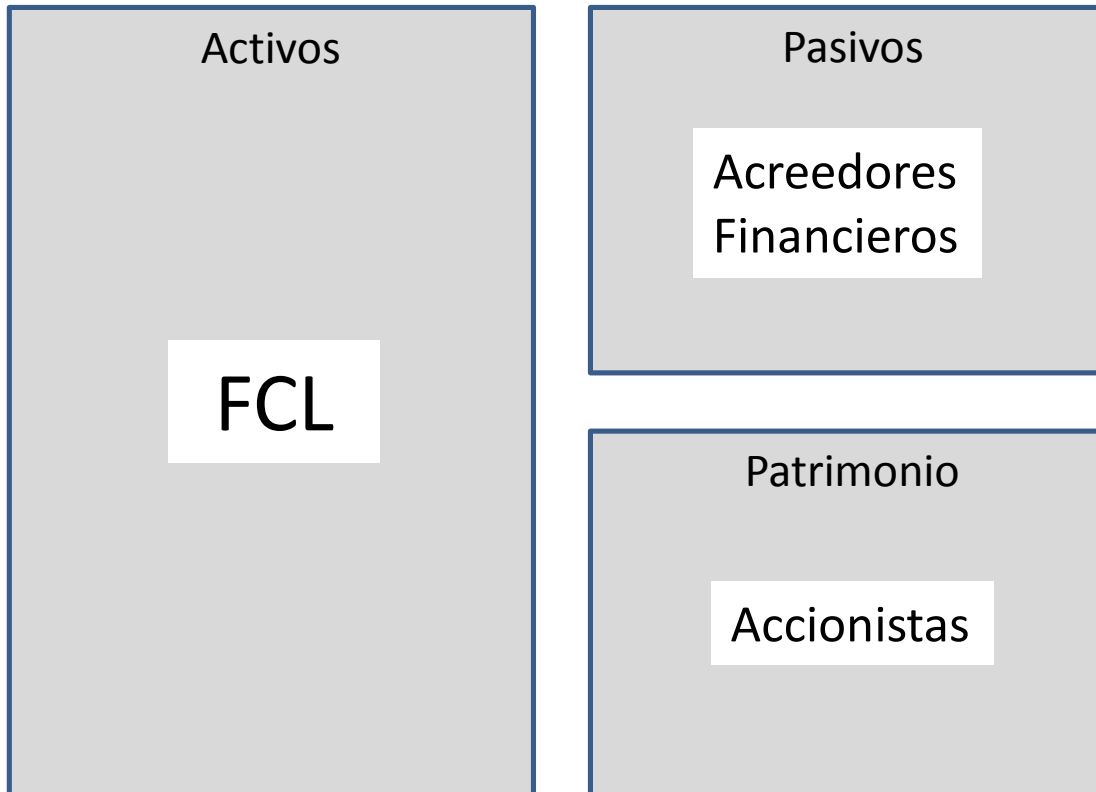


- Modelo anterior de análisis: De la Rentabilidad a la Caja
- Nuevo modelo: De la Caja a la Rentabilidad
- Características del nuevo modelo de análisis
 - ✓ Bajo consumo de tiempo.
 - ✓ Contundencia. Alineamiento con la generación de caja y, por lo tanto, de valor.
 - ✓ Sencillez. Se basa en la observación de no más de seis variables.
 - ✓ Análisis de las seis variables (Modelo METRIC-6).
 1. EBITDA
 2. Capital de Trabajo neto Operativo
 3. Estructura de Caja
 4. Cobertura de Intereses (Incidencia de Intereses)
 5. Múltiplo de Deuda (Deuda/EBITDA)
 6. Rentabilidad (EVA[®])

El valor de una empresa y su capacidad de endeudamiento y reparto de utilidades, está determinado por su capacidad de generar FLUJO DE CAJA LIBRE

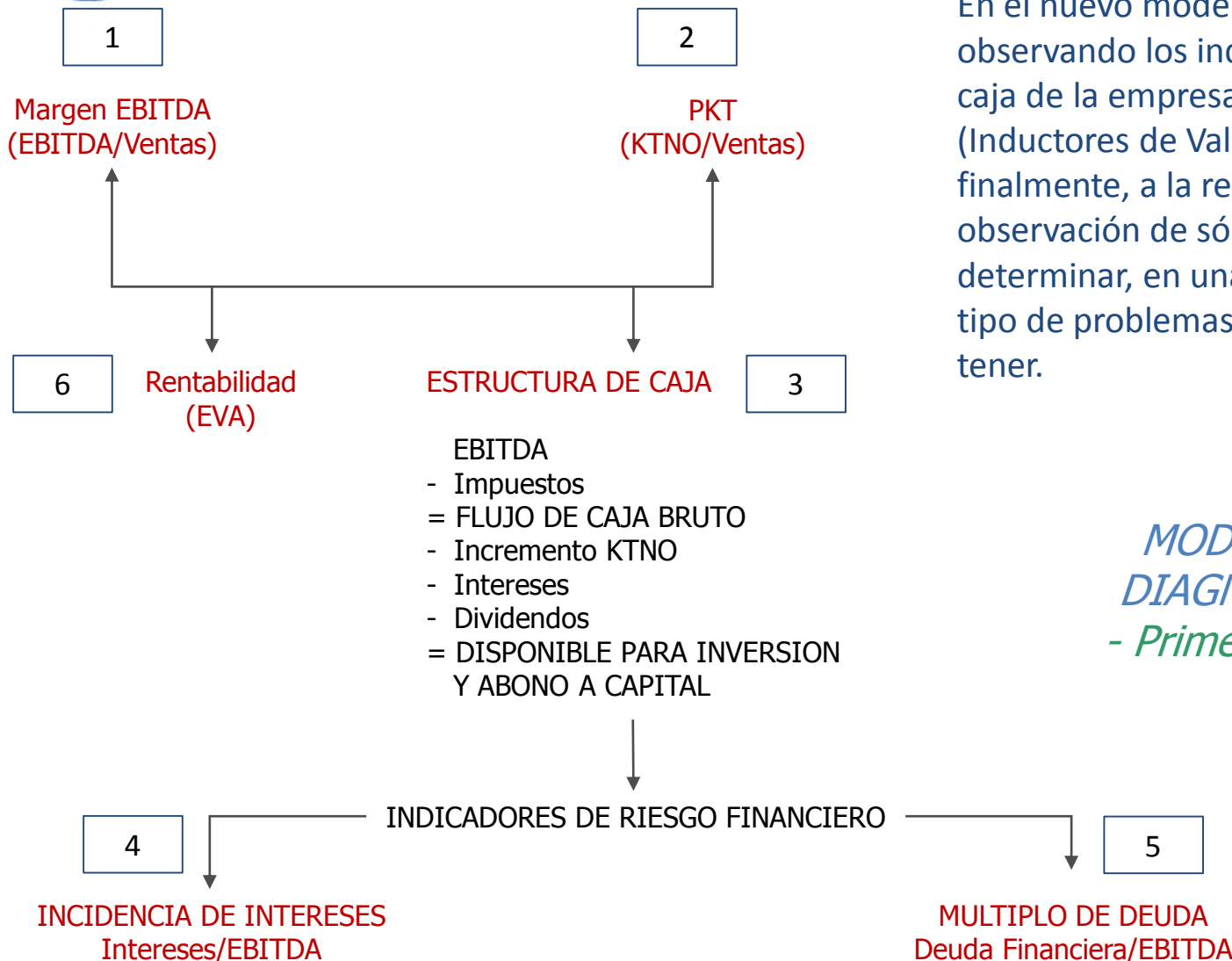


Las variables asociadas con el FLUJO DE CAJA LIBRE tienen relación con el Balance General



De la Caja a la Rentabilidad

En el nuevo modelo se comienza observando los indicadores que afectan la caja de la empresa y, por lo tanto, su valor (Inductores de Valor), para llegar, finalmente, a la rentabilidad. Con la observación de sólo seis variables se puede determinar, en una primera instancia, el tipo de problemas que una empresa puede tener.



*MODELO DE
DIAGNOSTICO
- Primera Capa -*

El término EBITDA corresponde a las iniciales en Inglés de UTILIDAD ANTES DE INTERESES, IMPUESTOS, DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES. Estas amortizaciones corresponden a las de gastos pagados por anticipado, también conocidos como Gastos Diferidos.

Earnings
Before
Interests
Taxes
Depreciation and
Amortization

Las depreciaciones y amortizaciones de gastos diferidos poseen una característica y es que son gastos que no implican desembolso de efectivo ni lo implicarán en el futuro. Otro gasto que también posee esta característica es el correspondiente a la Provisión de Cartera, que también debe considerarse en el cálculo del EBITDA.

EBITDA nos es más que la utilidad operativa que representa caja, en el tiempo, es decir, la diferencia entre las ventas y los costos y gastos que implican desembolso de efectivo, denominados “costos y gastos efectivos”. Es como el “flujo de caja bruto” de la empresa.

EBITDA

Ventas
Costos y Gastos variables
<hr/>
CONTRIBUCION
Costos y Gastos fijos
<hr/>
UT ANTES DE INT E IMPTOS
o UT OPERATIVA
Intereses
<hr/>
UT ANTES DE IMPTOS
Imptos
<hr/>
UTILIDAD NETA

Toma de decisiones

Margen de Contribución

Ventas
Costo de Ventas
<hr/>
UTILIDAD BRUTA
Gastos Adm y Ventas
<hr/>
UT ANTES DE INT E IMPTOS
o UT OPERATIVA
Intereses
<hr/>
UT ANTES DE IMPTOS
Imptos
<hr/>
UTILIDAD NETA

Normatividad

Margen Bruto
Margen Operativo
Margen Antes de Impuestos
Margen Neto

Ventas
Costos de ventas efectivos
<hr/>
UTILIDAD BRUTA EFECTIVA
Gastos de adm y vtas efectivos
<hr/>
UTILIDAD OPERATIVA DE CAJA

Ventas
Costos y Gastos efectivos
<hr/>
EBITDA (Ut Operativa de Caja)
Menos Deprec. y amortizac.
<hr/>
UT ANTES DE INT E IMPTOS
o UT OPERATIVA
Intereses
<hr/>
UT ANTES DE IMPTOS
Imptos
<hr/>
UTILIDAD NETA

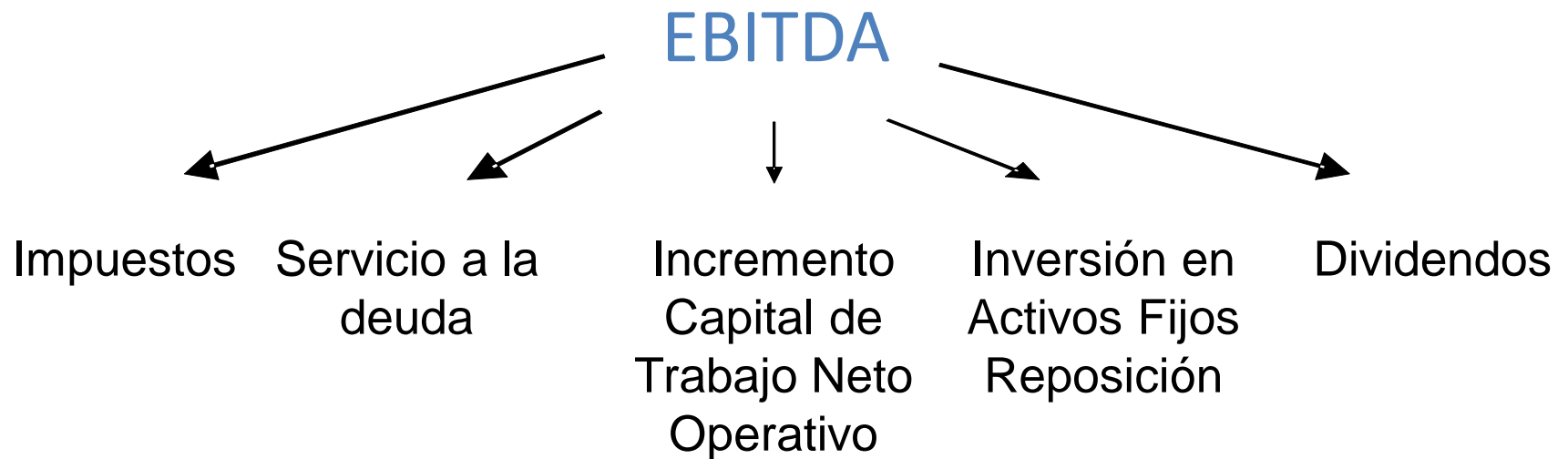
Evaluación del desempeño

MARGEN EBITDA

Corresponde a la utilidad que finalmente se convierte en caja con el propósito de atender cinco compromisos, que son los compromisos del flujo de caja de toda empresa:

- Pago de impuestos.
- Atención del servicio a la deuda (intereses y abono a capital)
- Inversiones en capital de trabajo.
- Inversiones para reposición de activos fijos.
- Reparto de utilidades a los accionistas.

Debe haber "BALANCE" entre los destinos del EBITDA



Variable 1: EBITDA

Cuando en el Estado de Resultados no está explícito el EBITDA se puede descifrar sumando a la utilidad operativa el valor de las depreciaciones y amortizaciones que la castigaron.

$$\text{EBITDA} - \text{Depreciaciones y Amortizaciones} = \text{Utilidad Operativa}$$

Entonces:

$$\text{EBITDA} = \text{Utilidad Operativa} + \text{depreciaciones y Amortizaciones}$$

Si se expresa como porcentaje de los ingresos obtenemos el denominado MARGEN EBITDA.

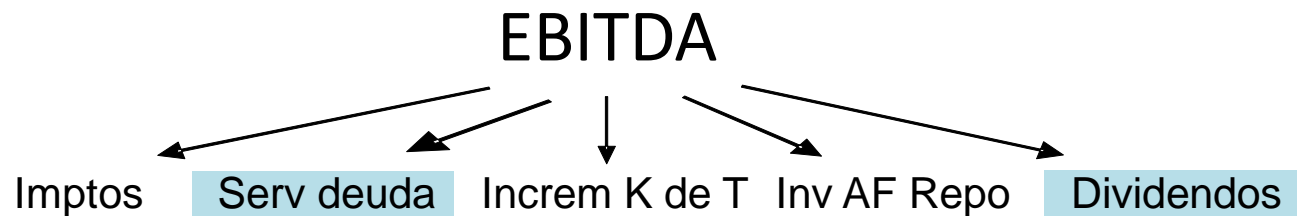
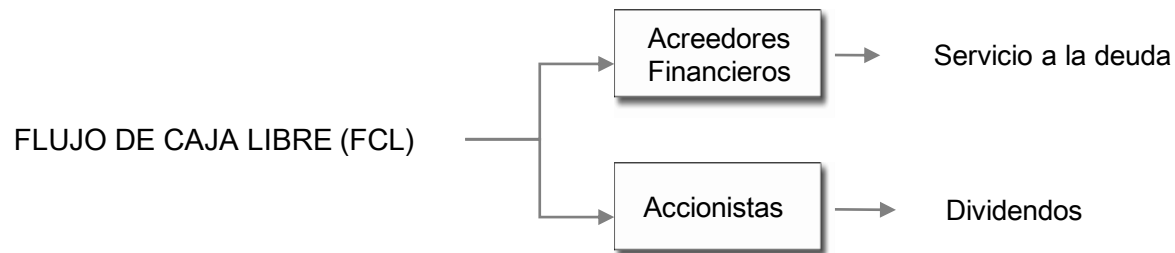
$$\text{MARGEN EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{VENTAS}$$

Se interpreta como los centavos que por cada peso de ingresos se convierten en caja con el propósito de atender los compromisos mencionados en la página anterior.

Es tan importante observarlo como margen que como Magnitud

Variable 1: EBITDA

Los destinos del EBITDA permiten descifrar las variables que afectan el flujo de caja libre de la empresa.



EBITDA

- Imptos
- Incr KT
- Incr AF Repo

= FCL

- Dividendos

= Disponible Serv. a la deuda

EBITDA

- Imptos
- Incremento K de T
- Incremento AF Repo

= FCL

- Servicio a la deuda

= F.C. PROPIETARIOS

Por ello es que cuando nos concentramos, en primera instancia, en la observación del EBITDA y el capital de trabajo, vamos “a la fija”.

El Margen EBITDA se mejora en la medida en que impidamos que los costos y gastos que mueven caja (efectivos), crezcan en mayor proporción que las ventas

$$\begin{aligned} & \text{Ventas} \\ & \text{Menos costos y gastos "efectivos"} \\ & = \text{EBITDA} \end{aligned}$$

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

Significa que desde el punto de vista de la GERENCIA DEL VALOR y en relación con el EBITDA, hay que tener siempre presente lo siguiente:

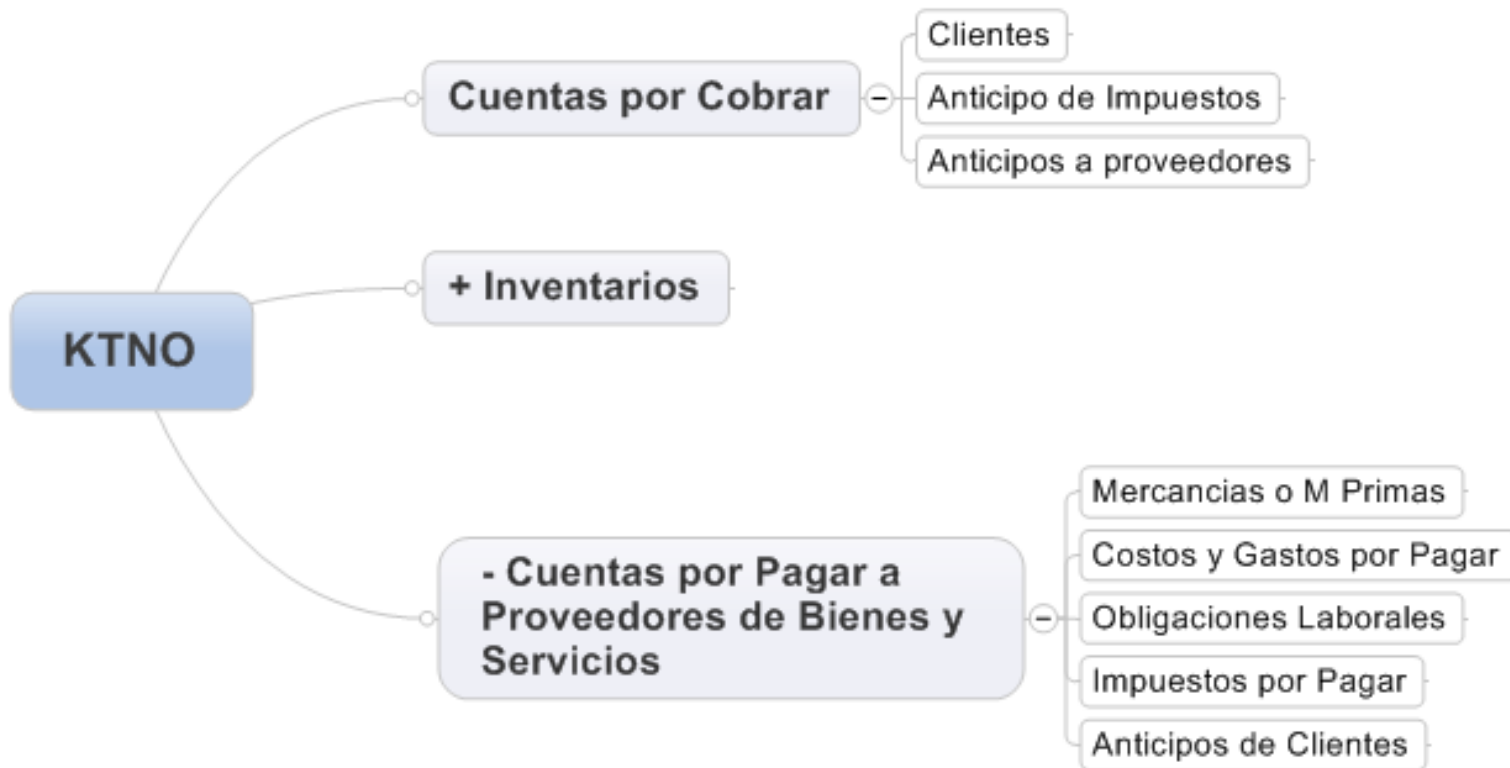
Debemos impedir, en la medida de lo posible, que los costos y gastos que implican desembolso de efectivo, crezcan en mayor proporción que las ventas.

Eso es todo.....la fórmula es lo de menos!!

Variable 2: Capital de Trabajo

Capital de Trabajo NO es: ACTIVO CORRIENTE – PASIVO CORRIENTE

El verdadero capital de trabajo de una empresa es el CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)



Variables que determinan el Atractivo de una industria



Variable 2: Capital de Trabajo

El concepto de Capital de Trabajo Neto Operativo nos permite definir otro importante inductor de valor operativo: La Productividad del Capital de Trabajo – PKT.

$$\text{PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL DE TRABAJO} \quad \text{PKT} = \frac{\text{KTNO}}{\text{Ventas}}$$

Refleja los centavos que por cada peso de ventas deben mantenerse en Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).

Lo ideal es mantener el número más pequeño posible.

Variable 2: Capital de Trabajo

Significa que desde el punto de vista de la GERENCIA DEL VALOR y en relación con el Capital de Trabajo, hay que tener siempre presente lo siguiente:

Debemos impedir, en la medida de lo posible, que las cuentas por cobrar y los inventarios, crezcan en mayor proporción que las ventas.

Eso es todo.....la fórmula es lo de menos!!

Relación entre el Margen EBITDA y la PKT

Es muy importante considerar la relación entre estas dos variables pues tiene una estrecha relación con la capacidad de endeudamiento de una empresa.

Margen EBITDA	20%
PKT	30%
Ventas año 1 (millones.)	10.000
Ventas año 2	?

Qué efecto tendrá sobre el flujo de caja de esta empresa el hecho de crecer?

Relación entre el Margen EBITDA y la PKT

Margen EBITDA	20%
PKT	30%
Brecha	(10%)
Ventas año 1 (millones)	10.000
Ventas año 2	13.000
Caja demandada por el crecimiento	(300)

Relación entre el Margen EBITDA y la PKT

Lo ideal es que el Margen EBITDA sea mayor que la PKT, pues así el crecimiento genera caja en vez de demandarla.

Si se da la relación contraria no es catastrófico. Sólo significa que debe tenerse prudencia con el crecimiento y sobre todo con el reparto de utilidades

Relación entre el Margen EBITDA y la PKT

La relación ideal entre el Margen EBITDA y la PKT se puede explicar en función de lo que denominaremos PALANCA DE CRECIMIENTO.

$$\text{PALANCA DE CRECIMIENTO} \quad \text{PDC} = \frac{\text{Margen EBITDA}}{\text{PKT}}$$

Refleja la relación que desde el punto de vista estructural se presenta entre el Margen EBITDA y la PKT de una empresa. Permite determinar qué tan atractivo o conveniente es para una empresa crecer, teniendo en cuenta las características estructurales de su flujo de caja.

Lo ideal es que sea mayor que 1

Variable 3: Estructura de Caja

Ilustra la forma en que cada peso de caja operativa que produce la empresa se distribuye en los diferentes compromisos, de acuerdo con su prioridad. Refleja, finalmente, el efecto que sobre la caja de la empresa se produce como consecuencia de tener una Estructura Operativa y una Estructura Financiera.

Efecto Estructura Operativa	EBITDA - Impuestos
Efecto Estructura Financiera	F DE C BRUTO - Incremento KTNO
	- Intereses - Dividendos
	DISPONIBLE INVERSION Y ABONO A CAPITAL

MUY IMPORTANTE: La Estructura de caja, solo sirve para determinar si la empresa tiene un problema estructural de caja y por lo tanto es una observación de tipo HISTORICO. Para efectos de proyectar, la mejor herramienta es el FLUJO DE CAJA LIBRE

Variable 3: Estructura de Caja

El concepto Estructura de Caja formaliza lo mencionado al principio de la presentación en el sentido que debía darse “cierto” balance entre los destinos de la utilidad EBITDA.

Estructura Operativa	EBITDA		
	-Impuestos		
Estructura Operativa	F DE CAJA BRUTO	100%	100
	- Incremento KTNO	-40%	(40)
Estructura Financiera	- Intereses	-45%	(45)
	- Dividendos	-35%	(35)
	DISPONIBLE INVERSION Y ABONO A CAPITAL	-20%	(20)

También puede utilizarse el FLUJO DE CAJA BRUTO en el denominador, si se quiere hacer más ácida la medición.

Incidencia de Intereses = Intereses / FCB

O también: Intereses / EBITDA



Este indicador está directamente relacionado con el anterior.

Múltiplo de Deuda = Deuda Financiera / EBITDA

