

BUILDING LONG-TERM VALUE
(Journal of Accountancy, November, 2007)
Traducción para VERITAS del Colegio de
Contadores Públicos de México
Por Jorge Abenamar Suárez

CREACIÓN DE VALOR DE LARGO PLAZO
EL ANÁLISIS FINANCIERO OBJETIVO CENTRA A LOS CLIENTES EN EL CRECIMIENTO DE
INGRESOS DEL NEGOCIO.

Por W. JAMES LLOYD y LAUREN E. DAVIS

Las compañías privadas son el activo más importante de sus dueños. Pero cuando se distraen los recursos de productos rentables para concentrarse en ingreso de corto plazo, puede estar en riesgo el valor futuro de una compañía. Este artículo explica cómo los CPA/ABV (contadores con acreditación en valuación de negocios) y otros profesionales de la valuación pueden ayudar a sus clientes a mantener sus negocios centrados en la creación de valor de largo plazo.

CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

La creación de valor depende de dos componentes críticos; (1) crecimiento de ingresos y (2) rendimiento sobre capital invertido (ROIC, en inglés) en exceso del costo de capital. El costo de capital, que generalmente se conoce como el costo medio ponderado del capital (WACC, en inglés), se determina ponderando el costo de deuda de la compañía después de impuestos con su costo de capital aportado. El ROIC se calcula dividiendo las

utilidades netas de operación de la compañía después de impuestos entre la suma de capital de trabajo y activos fijos. Ya que es necesario lograr un rendimiento en exceso del WACC de la compañía para incrementar el valor, la administración deberá entenderlo y usarlo como un punto de referencia para la toma de decisiones estratégicas.

El WACC es una combinación del costo de deuda de la compañía y del costo de capital aportado. El costo de deuda es la tasa de interés que la compañía paga sobre su deuda de largo plazo. Los bancos y otras instituciones prestamistas cargan una tasa de interés que refleja el riesgo de impago. El costo del capital aportado es la tasa de rendimiento necesaria para compensar a los accionistas por su inversión en la compañía. Pero muchos dueños de negocios suelen pasar por alto el costo de capital aportado. Este es un gran error desde la perspectiva individual de acumulación de un patrimonio. Los dueños de negocios, igual que otros inversionistas, tienen una opción: pueden conservar su capital en la compañía o cambiarlo a una inversión alternativa. Si el capital permanece invertido, su rendimiento debería reflejar dicho riesgo.

Para lograr volúmenes más altos de ventas por unidad, una compañía deberá centrarse en lo que haga mejor-no deberá tratar de ser todo para todos los potenciales clientes.

Ya que los rendimientos sobre capital aportado por inversiones en compañías privadas no son fácilmente observables, los profesionales de la valuación generalmente usan datos de rendimientos de compañías públicas similares como un sustituto. Si los inversionistas en compañías públicas similares están ganando un rendimiento anual promedio de 15%, los inversionistas en la compañía privada probablemente debieran estar ganando cuando menos eso mismo o, si no, les iría mejor invirtiendo en la compañía pública. En realidad,

la tasa sustituta derivada de datos de la compañía pública deberá ajustarse hacia arriba o hacia abajo para reflejar el perfil real de riesgo de la compañía privada.

El WACC se calcula según esta fórmula:

$$\text{WACC} = [(Dc \times (1-t)) \times Wd] + [Ec \times We]$$

Donde:

DC = Costo de deuda

T = Tasa marginal de impuesto

Wd = Ponderación o peso de la deuda (porcentaje de la estructura de capital representado por la deuda de largo plazo)

Ec = Costo de capital aportado

We = Ponderación o peso del capital aportado (porcentaje de la estructura de capital representado por capital aportado)

Como ilustración, supongamos una estructura de capital de 60% de capital aportado y 40% de deuda (en peso del mercado) y los siguientes costos:

Dc = 6%

T = 40%

Ec = 18%

Usando estos datos de entrada, el WACC de la compañía se calcula así:

$$\text{WACC} = [6\% \times (1-40\%) \times 40\%] + [18\% \times 60\%]$$

$$\text{WACC} = 12.24\%$$

Para fines de toma de decisiones, la administración debería ver el 12.24% como un umbral mínimo de rendimiento. Para aumentar el valor de la compañía, los ingresos deben crecer y producir un rendimiento neto mayor que 12.24%. Los rendimientos por debajo del umbral disminuirán el valor de la compañía.

REDUCCIÓN DEL WACC

Desde un punto de vista de creación de valor, mientras más bajo el WACC de la compañía, mejor. Se crea más valor con un WACC menor debido al mayor margen resultante entre éste y el ROIC. Las maneras más efectivas de reducir el WACC son: (1) bajar el costo de capital aportado o (2) cambiar la estructura de capital para que incluya más deuda.

Ya que el costo de capital aportado refleja el riesgo asociado con generar un flujo de efectivo neto futuro, bajar las características de riesgo de la compañía bajará también este costo. Si la compañía depende de un número pequeño de clientes para un importante porcentaje de sus ingresos, una mejor diversificación de la base de clientes

bajaría dicho factor de riesgo. De igual modo, si la compañía depende en gran parte de uno o algunos empleados clave, traspasar las responsabilidades a personal adicional calificado ayudará a reducir ese riesgo.

Muchos dueños de negocios hacen lo posible por evitar la deuda de largo plazo. Esta política de no-deuda o de deuda ultra baja puede estorbar el crecimiento de la compañía y el potencial de creación de valor. Como el costo de la deuda después de impuestos es generalmente mucho menos que el costo del capital aportado, cambiar la estructura de capital para que incluya más deuda también reducirá el WACC.

Usando los mismos datos anteriores, enseguida se ilustra cómo puede reducirse sustancialmente el WACC al cambiar la estructura de capital de 40% a 60% de deuda:

$$\text{WACC} = [6\% \times (1-40\%) \times 60\%] + [18\% \times 40\%]$$

$$\text{WACC} = 9.36\%$$

El WACC reducido crea más margen entre él y el ROIC. Esto ayudará a que crezca mucho más rápido el valor de la compañía. Sin embargo, añadir deuda a la estructura de capital para reducir el WACC sólo funciona hasta cierto punto, ya que demasiada deuda puede realmente incrementar el riesgo y restringir la capacidad de la compañía para generar flujo de efectivo neto. Cuando se determina el nivel óptimo de deuda para una compañía privada, las estructuras de capital de compañías públicas similares se pueden considerar buenos sustitutos.

HERRAMIENTAS PARA CREAR Y MEDIR EL VALOR

A menudo los consultores usan las siguientes herramientas para medir, monitorear y enriquecer el avance de una compañía en la creación de valor:

Análisis de flujo de efectivo descontado (DCF, en inglés). Un análisis DCF mide el valor de una compañía cuantificando el valor presente de su futuro flujo de efectivo neto esperado usando WACC como la tasa de descuento. Para este fin, el flujo neto de efectivo se define como el flujo de efectivo de operaciones después de impuestos sobre la base de capital invertido (excluyendo el impacto del servicio de la deuda) menos la suma de cambios netos en el capital de trabajo y nuevas inversiones en activos de capital.

La fórmula DCF es como sigue:

$$\text{Valor} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

$$\begin{aligned} CF_1 &= \text{flujo neto de efectivo en año 1} \\ CF_2 &= \text{flujo neto de efectivo en año 2} \\ CF_n &= \text{flujo neto de efectivo en año n} \\ r &= \text{tasa de descuento (WACC)} \end{aligned}$$

Los flujos netos de efectivo de la compañía se proyectan por un número de años y luego se descuentan al valor presente usando el WACC. Los flujos de efectivo esperados ganados más allá del periodo de proyección se capitalizan en un valor terminal y se añaden al valor de los flujos de efectivo proyectados para una indicación del valor total.

El modelo DCF se apoya en supuestos de flujo de efectivo, como tasas de crecimiento de ingresos, márgenes operativos, necesidades de capital de trabajo y nuevas inversiones en activos fijos para fines de estimación de los futuros flujos de efectivo. Después de establecer el valor actual (línea base), puede usarse el modelo DCF para medir el impacto de creación de valor de diversos cambios en supuestos. Llevar a cabo estos escenarios de "y si" con la administración es una manera efectiva de motivar la implementación de los cambios necesarios.

Por ejemplo, si el modelo base supuso una tasa de crecimiento del ingreso de 10% y un margen bruto de utilidad de 40% por los siguientes cinco años, la administración puede fácilmente ver el beneficio de incrementar la tasa de crecimiento del ingreso a 15% y de mejorar el margen de utilidad bruta a 45%. Se requiere de análisis para encontrar las mejores oportunidades para hacer estas mejoras (referirse a lo anterior), pero los beneficios valen la pena el esfuerzo.

Valor económico añadido (EVA, en inglés). Con base en la premisa de que el valor para el accionista se crea ganando un rendimiento en exceso del costo de capital de la compañía, el EVA se calcula restando un cargo de capital (capital invertido x WACC) de la utilidad operativa neta de la compañía después de impuestos (NOPAT). Si el EVA es positivo, el valor para el accionista se ha incrementado. Por lo tanto, incrementar el EVA futuro de la compañía es clave para crear valor para el accionista.

Un modelo de EVA normalmente incluye un análisis del desempeño histórico de la compañía y del EVA futuro proyectado bajo diversos supuestos. Al cambiar los supuestos, como el de crecimiento de ingresos y márgenes de operación, la administración puede ver los efectos de ciertas iniciativas de mejora del valor.

Como ejemplo, supongamos los siguientes hechos simplificados:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \$15,000 \\ \text{Capital invertido} &= \$50,000 \\ \text{WACC} &= 12\% \\ \\ \text{EVA} &= \text{NOPAT} - (\text{Capital invertido} \times \text{WACC}) \\ &= \$15,000 - (\$50,000 \times 12\%) \\ &= \$9,000 \end{aligned}$$

El ejemplo anterior indica que tanto los cargos operativos como los de capital se han cubierto y que el valor para el accionista se ha incrementado por \$9,000.

Compensación con base en el desempeño. Esta efectiva herramienta de motivación a los empleados alinea los intereses de éstos con los accionistas. Por ejemplo, establezca un nivel base de compensación más un fondo de bonos conectado a ciertas metas de EVA. Se requiere un mínimo nivel de EVA para que aplique cualquier bono, y el fondo aumenta con base en cuánto EVA real excede del umbral mínimo.

Al vincular la compensación con ciertas mediciones del desempeño, como EVA o mejora del EVA, los empleados tienen un sentido de propiedad y fuertes incentivos para ayudar a lograr los objetivos de la compañía para la creación de valor. Pueden usarse numerosos criterios y medidas del desempeño para establecer un plan de compensación con base en el desempeño. Sin embargo, para que sean efectivos, los criterios de desempeño deben ser asequibles, medibles y deben comunicarse de manera clara al (los) empleado(s) que se supone deben recibir su impacto. Deberán establecerse procedimientos regulares de retroalimentación de reportes de información que ayuden a los empleados a monitorear su avance para cumplir las metas de desempeño a lo largo del año.

TEMAS CLAVE

El crecimiento en ingresos y flujos de efectivo así como el logro de un ROIC en exceso del WACC son ingredientes críticos para aumentar el valor para el accionista.

Crecimiento de Ingresos Totales. Aunque una compañía puede mejorar su flujo de efectivo en el corto plazo mediante reducciones de costo, esta estrategia tiene obvias limitaciones en el largo plazo. Por lo tanto, es necesario el crecimiento de ingresos totales brutos para incrementar el valor para el accionista.

La regla empírica de 80/20 aplica a la mayoría de las compañías. Esto significa que 80% de la utilidad bruta es generada por 20% de los productos y servicios y que 20% de los clientes producen 80% de los ingresos. Analizar el negocio con esta regla en mente a menudo hace descubrir oportunidades para incrementar el crecimiento y rentabilidad de la compañía. Ayuda a la gerencia a centrarse en áreas con mayor probabilidad de optimizar el flujo de efectivo.

Para determinar qué productos/servicios y clientes tienen el mayor potencial para ayudar a la compañía a lograr sus metas de crecimiento y rentabilidad, se requiere:

- Analizar las ventas históricas y utilidad bruta por línea de producto/servicio.
- Determinar qué clientes o tipos de clientes son los más rentables (neto de costos relacionados de ventas y de servicios).
- Valuar las tendencias de la industria incluyendo productos y servicios sustitutos actuales y futuros.
- Determinar el impacto sobre el capital de trabajo por cada una de las líneas de productos y clientes importantes.

Flujo de efectivo. Es necesario un flujo de efectivo positivo para financiar los gastos operativos diarios, las iniciativas de crecimiento futuro y las distribuciones a inversionistas. Por lo tanto, es críticamente importante para el valor de un negocio la capacidad de generar flujo de efectivo positivo, sobre una base sustentable de largo plazo.

Para valuar la sustentabilidad de los flujos de efectivo futuros, hay que examinar cómo reinvierte la compañía en el negocio. Las compañías que reinvierten de manera consistente una parte importante del flujo de efectivo operativo para reclutamiento y entrenamiento de empleados de alta calidad, adquisición de nuevas tecnologías, y para financiar iniciativas de investigación y desarrollo muy probablemente tendrán tasas de crecimiento más altas y serán más rentables sobre una base sustentable de largo plazo que las que no hagan todo eso.

Los esfuerzos de reinversión de una compañía se ilustran a través del coeficiente de inversiones anuales en nuevos activos operativos respecto del flujo de efectivo operativo disponible. El flujo de efectivo operativo disponible equivale al flujo de efectivo neto por operaciones después de impuestos antes de reinversiones. Mientras más alto el coeficiente, mejor están rindiendo las inversiones. Si el coeficiente tiene una tendencia a la baja año tras año, la administración deberá reevaluar sus decisiones de inversión.

Una de las mejores maneras de crear flujo de efectivo sobre una base sustentable de largo plazo es incrementando el volumen de unidades vendidas y reduciendo el costo por unidad relacionado. Volúmenes más altos dan como resultado costos por unidad menores debido a mayor eficiencia en operaciones y mejor uso de recursos (o sea, distribuyendo los costos fijos sobre más unidades). Para lograr volúmenes más altos de ventas, una

compañía puede reducir sus ofertas de producto/servicio y centrarse en lo que haga mejor-o sea, no deberá tratar de ser todo para todos los potenciales clientes.

Cómo explotar una corriente fresca de utilidades

Se contrató a nuestra firma para analizar el desempeño financiero de un distribuidor mayorista de refrescos y ayudarles a formular un plan para hacer crecer ingresos y valor para el accionista. La compañía era un negocio familiar pequeño que había padecido de baja rentabilidad durante los últimos años. Usando un modelo DCF cuantificamos el impacto potencial de nuestras recomendaciones.

Nuestro análisis financiero comenzó con una comparación año con año de los datos históricos de los estados financieros de la compañía. También hicimos comparaciones con puntos de referencia de los datos históricos contra sus pares en la industria. Este tipo de comparación generalmente es útil para identificar áreas potenciales de problemas y centrar el foco inicial. Nuestro análisis indicó los siguientes temas:

1. El crecimiento de ingresos fue muy bajo de aproximadamente 5% por año durante los cinco años anteriores.
2. La utilidad bruta como un porcentaje de ventas fue estable y en línea con el grupo par de la industria.
3. Los gastos de operación como un porcentaje de ventas fueron sustancialmente mayores que el grupo par de la industria, debido principalmente a un alto nivel de gastos fijos.
4. El capital de trabajo estuvo sustancialmente por arriba del grupo par de la industria, debido principalmente a baja rotación del inventario.

Después de alimentar los datos financieros históricos a nuestro modelo DCF, estimamos los futuros flujos de efectivo netos de la compañía y el valor con base en su nivel actual de desempeño. La indicación del valor, mucho más bajo de lo que esperaba el dueño, se usó entonces como punto de referencia para medir el impacto de nuestras recomendaciones de mejora.

Después de analizar las operaciones e ingresos de la compañía por línea de productos y por clientes, identificamos varias oportunidades para mejorar el crecimiento de ingresos y rentabilidad:

- Incrementar esfuerzos de ventas y mercadotecnia en dos ciudades cercanas con un excelente potencial de crecimiento donde la competencia era menos fuerte. Como paso inicial, contratar a un nuevo gerente de ventas dedicado a este esfuerzo.
- Eliminar varias líneas de productos de lento movimiento con poco potencial. El potencial de crecimiento de las líneas era insuficiente en relación con los recursos de ventas que se utilizaban.
- Aumentar la rotación de inventario al reducir el nivel de productos de lento movimiento y mejorar los sistemas de compras y de administración del inventario.
- Desarrollar un plan formal de mercadotecnia y actualizar el sitio Web de la compañía para permitir a los clientes la comodidad de colocar pedidos en línea.
- Cambiar los términos de compensación para los empleados a nivel gerencia a un plan base plus bono con el bono condicionado a objetivos de rentabilidad predeterminados.
- Reducir los gastos operativos como un porcentaje de ventas de 25% a 20% en los cinco siguientes años al incrementar los ingresos.

Con base en nuestras discusiones con la administración y en investigación respecto de los competidores e industria de la compañía, concluimos que el crecimiento de ingresos de 15% a 20% por año durante los siguientes cinco años debiera poder lograrse.

Al actualizar los supuestos en nuestro modelo DCF para reflejar los cambios mencionados, pudimos ilustrar mejor el impacto potencial para la administración. Si la administración pudiera lograr con éxito los objetivos mencionados, el resultado neto sería un incremento en valor al final de cinco años de aproximadamente tres veces el valor no mejorado. La compañía está actualmente en el séptimo mes de implementación y parece estar en buen camino hacia el logro de los objetivos.

Texto original: **BUILDING LONG-TERM VALUE** (Journal of Accountancy, November, 2007)

Traducción para VERITAS del Colegio de Contadores Públicos de México
Por Jorge Abenamar Suárez

* **W. James Lloyd**, CPA/ABV, ASA, es director administrativo y **Lauren E. Davis**, es analista de Value Point Consulting Group, en Knoxville, Tenn.
www.valuepointconsulting.com