

# Mitos de las medidas de rentabilidad

Dr. Guillermo López Dumrauf

UCEMA

[dumrauf@fibertel.com.ar](mailto:dumrauf@fibertel.com.ar)

# Mito N° 1: aumentar las ganancias siempre es bueno

La firma *Unlever* se financia totalmente con capital propio y cuenta con una oportunidad de inversión, que decide llevar adelante debido a que le permitirá incrementar:

- El resultado operativo.
- La utilidad neta.
- El ROE.
- Las ganancias por acción.
- Los dividendos a sus accionistas.

El proyecto tiene el mismo riesgo que la compañía en su conjunto, y como ésta se encuentra totalmente financiada con acciones comunes, la tasa de rendimiento que se le debe exigir al proyecto es el costo de oportunidad de los accionistas, que en este caso es del 15%. En la tabla 15.1 se describen los resultados y ratios con el negocio actual y con la nueva inversión:

	Negocio actual	Nueva inversión	Negocio actual+ nueva inversión	Variación
Cantidad de acciones	100	50	150	
Ventas	\$1400	\$650	\$2050	
Resultado operativo	\$167	\$100	\$267	Aumento
Impuestos 40%	\$67	\$40	\$107	
Utilidad neta	\$100	\$60	\$160	Aumento
Capital invertido	\$1000	\$500	\$1500	
ROE	10%	12%	11%	Aumento
Ganancias por acción	\$1,00	\$1,20	\$1,07	Aumento
Dividendos	\$100	\$60	\$160	Aumento
Valor presente flujo de efectivo	\$667	-\$100	\$567	Disminución

Fuente: G. L. Dumrauf “Finanzas Corporativas” (2003)

Copyright by Grupo Guía S.A.

# Mito N° 1: aumentar las ganancias siempre es bueno

La compañía se financia enteramente con capital propio. Considerando que el rendimiento esperado por los accionistas es del 15%, el valor del negocio actual ( $V_0$ ) es de:

$$V_0 = \frac{100}{0,15} = 667$$

El valor de la nueva inversión destruye valor por \$100 pues el valor actual neto (VAN) es negativo cuando tenemos en cuenta el costo del capital:

$$VAN = \frac{60}{0,15} - 500 = -100$$

Y el nuevo valor de la compañía se reduce en el valor del VAN negativo:

$$V_1 = V_0 + VAN = 667 - 100 = 567$$

# Mito N° 2: aumentar el ROE

El ROE adolece de dos inconvenientes:

- se encuentra influido por las prácticas contables y
- es “contaminado” por la estructura de capital.

Los criterios contables de valuación pueden distorsionar los resultados de muchas maneras, ya sea a partir de los criterios para valor inventarios, las provisiones, los métodos de amortización o las formas de contabilizar un gasto en investigación y desarrollo, por mencionar algunas. Por otro lado, la estructura de capital afecta al ROE en dos sentidos: en el numerador, a partir de la utilidad neta, y en el denominador, a través del patrimonio neto contable. En el caso de la utilidad neta, como ésta es calculada después del pago de intereses e impuestos, al ser los intereses un gasto deducible para el impuesto a las ganancias, afecta el pago de impuestos. El ROE puede mejorar cuando se produce un descenso en las tasas de interés por un cambio en el mercado monetario, sin que esto signifique una mejora del desempeño de la compañía. Pero lo más grave es que aún cuando el ROE aumente, la firma aún puede estar destruyendo valor, como vimos en el ejemplo anterior.

# Mito N°3: la deuda barata

Imaginemos que usted, como directivo financiero, ha detectado un proyecto que demanda una inversión de \$100 y genera un rendimiento del 20% al año. El proyecto es arriesgado, pero usted puede financiarlo totalmente endeudando la empresa al 10%. El rendimiento de otras inversiones con riesgo similar es del 30%. Como usted financia la inversión con deuda, su inversión de capital propio sería igual a cero, pero al cabo de un año usted cobraría la diferencia entre el flujo de efectivo que devuelve el proyecto y la restitución del préstamo con sus intereses ( $120 - 110 = 10$ ).

	0		1 año
Inversión	-100		FF proyecto 120
Deuda	$\frac{100}{0}$		Pago int + capital -110
Desembolso	0		Rendimiento 10

Usted ha ganado \$10 sin invertir absolutamente nada. ¿Cuál es su tasa de retorno? Infinita; usted no puede determinarla, puesto que su inversión es cero pero ha ganado algo.

Si los accionistas pueden conseguir un proyecto con riesgo similar, pero que rinde el 30%, le dirán al gerente financiero que está muy bien obtener una tasa de rendimiento del 20%, pero que el 30% es mejor. ¿Cuál es el costo de capital para analizar el proyecto? ¡El 30%! De esta forma, descontando el flujo de fondos del proyecto con el 30% observamos que su VAN es negativo y la empresa destruye valor por \$7,69:

$$-100 + \frac{120}{(1,30)} = -7,69$$

La equivocación provenía de descontar el flujo de efectivo del proyecto con el 10%, pero el costo de la deuda no es el costo marginal en este caso. Para evitar equivocarse al seleccionar un proyecto, siempre hay que tener presente que **no debe confundirse el origen de los recursos con el uso que se hace de éstos**. En otras palabras, un mal proyecto no se transforma en un buen proyecto simplemente por el hecho de que pueda financiarse con deuda barata.

# Mito N°4: el crecimiento

La compañía B: con crecimiento pero sin creación de valor. El rendimiento sobre el capital invertido igual el costo del capital (ROIC = WACC).

Crecimiento		5%	5%	5%	5%	5%
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NOPAT	1000	1050	1103	1158	1216	1276
Capital invertido	10000	10500	11025	11576	12155	12763
Inversiones netas	500	525	551	579	608	0
FCF	500	525	551	579	608	1276
ROIC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
PV FCF	\$10.000					

Tabla 15.3 Valor de la compañía B por método de descuento de flujos cuando ROIC = WACC y  $g=5\%$

**La firma B crece en tamaño, pero no en valor.**

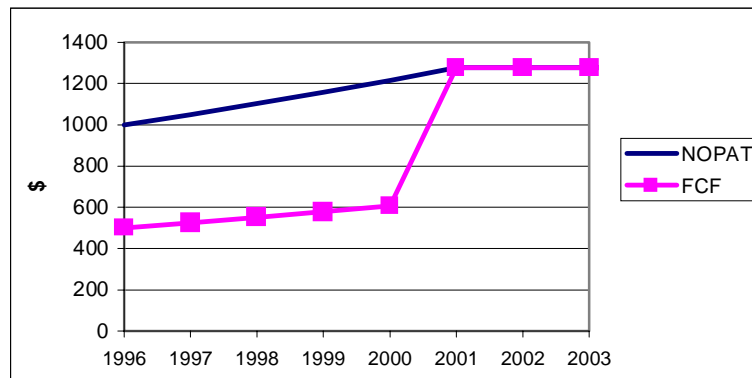


Figura 15.3. NOPAT y FCF cuando la firma crece.

# Mito N°5: cash flow positivo es felicidad...

En algunos lugares se comercializa una camiseta con una inscripción en su parte delantera que reza “el dinero es felicidad”. Este mensaje podría ser entendido desde la perspectiva de la firma como “el flujo de efectivo positivo es felicidad”. Si seguimos la regla, cuanto más elevado sea el flujo de efectivo de la firma, más felices deberían ser sus dueños, pues habría más dividendos para repartir, serían más ricos, y un flujo de efectivo negativo sería percibido como algo malo, que debe evitarse. Pero veamos el caso de la compañía W. En la tabla 15.5, la compañía exhibe un crecimiento vigoroso del 30% anual, que mantiene durante 5 años (1997-2001). Al final de ese período, el crecimiento se detiene. Desde 1996 hasta 2000, el FCF siempre es negativo, debido a las fuertes exigencias de inversión neta que demanda el crecimiento. Sin embargo, el NOPAT es siempre positivo en ese período. La clave es que el ROIC es mayor al WACC. Esto es lo que le permite a la firma comenzar a “disfrutar de la felicidad” a partir del año 2002, cuando cesan las exigencias de inversión y el FCF puede comenzar a distribuirse entre los accionistas. ¿Significa esto que en los años anteriores la firma destruyó valor? Todo lo contrario. *FCF negativo es felicidad, siempre que pueda invertirse con un rendimiento superior al costo del capital.* El valor presente del FCF es superior al capital invertido y el valor creado para los accionistas en este caso alcanza a \$ 5.916 (15.916-10.000)

Crecimiento	30%	30%	30%	30%	30%	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>NOPAT</b>	1200	1560	2028	2636	3427	4456
Capital invertido	10000	13000	16900	21970	28561	37129
Inversiones netas	3000	3900	5070	6591	8568	0
<b>FCF</b>	-1800	-2340	-3042	-3955	-5141	4456
<b>ROIC</b>	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>WACC</b>	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>PV FCF</b>	\$15.916					

Tabla 15.5 Valor de la compañía W por descuento de flujos cuando ROIC > WACC y g=30%

# Mito N°5: cash flow positivo es felicidad...

Observe en la figura 15.5 como el FCF es negativo durante los primeros cinco años, pero “rebota” en el sexto año y se iguala al NOPAT.

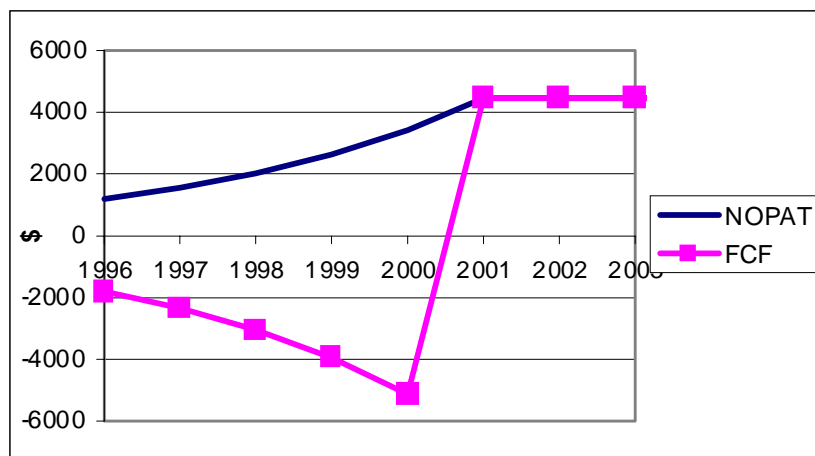


Figura 15.5. NOPAT y FCF cuando la firma crece y el  $ROIC > WACC$



# Mito N°6: el price earning

En la tabla 15.6 aparece calculado el *price earning* (PER) de una firma que se financia totalmente con capital propio para seis niveles de utilidad diferentes. El PER se calcula para dos situaciones: a) sin retención de beneficios y b) con retención de beneficios. El rendimiento exigido a las acciones (*ke*) es del 15%:

Escenarios	1	2	3	4	5	6
Capital invertido	100	100	100	100	100	100
Utilidad neta	10	12	14	16	18	8
ROIC	10%	12%	14%	16%	18%	8%
<b>PER con tasa de reparto 100%</b>						
Tasa de crecimiento (ROIC x Tasa de retención)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Valor de mercado de las acciones	66,7	80	93,3	106,7	120	53,3
PER	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
<b>PER c/ retención de beneficios 50%</b>						
Dividendos	5	6	7	8	9	4
Tasa de crecimiento (ROIC x Tasa de retención)	5%	6%	7%	8%	9%	4%
Valor de mercado de las acciones	50	66,7	87,5	114,3	150	36,4
PER	5	5,6	6,3	7,1	8,3	4,6

Tabla 15.6 PER con y sin crecimiento

Cuando la firma retiene beneficios y crece, el PER permanece constante en el primer escenario y aumenta en todos los escenarios excepto en el 6, ya que el  $ROIC < ke$ . Pero sólo crea valor cuando el rendimiento sobre el capital invertido supera el costo del capital; esto ocurre cuando el ROIC alcanza el 16%. Esto quiere decir que el PER puede aumentar, pero sólo se está creando valor realmente cuando el rendimiento del capital es mayor al costo de éste.

# Mito N°7: rendimiento *versus* plazo de cobranza

La compañía AZ vende un servicio a sus clientes que ha tenido un gran éxito y, para procurar la maximización de la riqueza de los accionistas, la gerencia tomó en consideración dos grandes transacciones recientemente realizadas, y medirá cuál de ellas contribuye más a maximizar el valor de la compañía. Las características de las operaciones pueden observarse en la tabla 15.7.

	A	B
Horas contratadas	1500	1500
Precio por hora	250	250
Margen de venta s/ Costo directo	12%	10%
Plazo de cobranza (días)	120	30
Costo de capital	10%	10%
Tasa de impuestos	40%	40%

Tabla 15.7. Plazo de cobranza y margen directo de las transacciones A y B de la firma AZ

# Mito N°7: rendimiento *versus* plazo de cobranza

Cuando expresamos las operaciones en términos de su resultado operativo después de impuestos y le restamos el cargo periódico por el costo de capital (admitiendo que el capital empleado en la operación son las cuentas a cobrar por el tiempo que se tarda en cobrar) observamos en la tabla 15.8 que *la operación que más contribuye a maximizar la riqueza no es la de mayor margen de ganancia, sino la que tiene mejor plazo de cobranza. Veamos la tabla 15.8.*

	A	B
Ventas	375.000	375.000
Costo directo	330.000	337.500
Margen directo	45.000	37.500
Impuestos	18.000	15.000
Resultado operativo	27.000	22.500
Cuentas a cobrar (días cobranza / 365 x ventas)	123.288	30.822
Cargo por capital (Cuentas a cobrar x costo capital)	12.329	3.082
Resultado operativo menos cargo por costo de capital	14.671	19.418

Tabla 15.8 Rendimientos comparados computando costo del capital en la compañía AZ.

# Cash flow negativo es felicidad...

*si puede invertirlo con un rendimiento superior al costo del capital...*

g	30%	30%	30%	30%	30%	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NOPAT	1.200	1.560	2.028	2.636	3.427	4.456
Capital invertido	10.000	13.000	16.900	21.970	28.561	37.129
Inversiones netas (I)	3.000	3.900	5.070	6.591	8.568	0
FCF	-1.800	-2.340	-3.042	-3.955	-5.141	4.456
ROIC	0	0	0	0	0	0
WACC	0	0	0	0	0	0
EVA spread	0	0	0	0	0	0
EVA	200	260	338	439	571	743
PV EVA	182	215	254	300	355	4.611
PV EVA acumulado						5.916
PV EVA acum. + C						<b>15.916</b>
PV FCF periódico	-1.636	-1.934	-2.285	-2.701	-3.192	27.665
PV FCF						<b>15.916</b>
PV FCF por año	15.916	19.659	24.444	30.588	38.509	48.756

Tabla 15.13. EVA y FCF de la firma

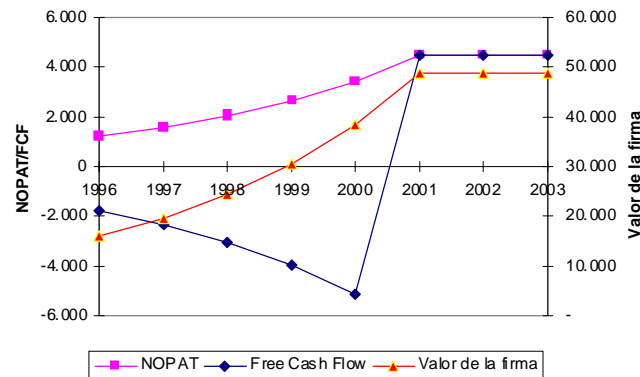


Figura 15.11. NOPAT, FCF y valor de la firma.

Fuente: G. L. Dumrauf "Finanzas Corporativas" (2003)

Copyright by Grupo Guía S.A.