



Análisis Contable

Valoración de Empresas

Maestría en Finanzas con Mención
en Dirección Financiera

Unidad 3

Información Contable y Valoración



Valoración

$$Value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Payoff_t}{(1+r)^t}$$

Donde: r es la Tasa de descuento

- Valor = Valor presente de flujos futuros
- Valor de la empresa = Valor de deuda + Valor del patrimonio
- **Miller-Modigliani:**
 - Teorema de la estructura de capital (irrelevante)
 - Pago de dividendos irrelevante
- En mercados eficientes, el valor de la compañía proviene de sus actividades del negocio.

Del negocio a los estados financieros



Representación de las actividades del negocio en los estados financieros



Estados Financieros

Los Estados Financieros (EF) son la fuente primaria de información que publican las empresas. Incluyen:

- Estado de posición financiera (Balance General) al final del periodo: DD/MM/YYYY
- Estado de cambios en el patrimonio
- Estado de pérdidas y ganancias (estado de ingresos) para el periodo terminado en: DD/MM/YYYY
- Estado de flujos de efectivo para el final del periodo terminado en: DD/MM/YYYY
- Notas de los EF





Estado de posición financiera BG

- Muestra el estado financiero de la empresa al final del periodo.
- Refleja los activos, pasivos y fuentes de capital de la organización al día final del periodo.
- Los montos representan los balances “vivos” al final del periodo.

Estado de cambios en el patrimonio

Empieza con el patrimonio al inicio del periodo y termina con el patrimonio al final del periodo.

- Explica cómo el patrimonio ha ido cambiando durante el periodo de análisis.

A profundidad:

patrimonio final = patrimonio inicial + resultado del negocio – pago neto a los accionistas





Estado de resultados (PyG o P&L)

- Muestra el ingreso y gasto, pérdida o ganancia, carga impositiva, intereses, pago de dividendos y otras pérdidas o ganancias no realizadas en el periodo.
- En las publicaciones realizadas se hace un análisis limitado de los ingresos y gastos. Mucha información es incluida en la notas contables.

Estado de flujos de efectivo

Describe como la firma generó y usó el efectivo en un periodo determinado.

Se divide en 3 tipos. Flujos de 3 actividades:

- Actividades de la Operación
- Actividades de Inversión
- Actividades de Financiamiento





Resumen de relaciones contables

- **Estado de posición financiera (Balance General):** Patrimonio de los accionistas = Activos – Pasivos
- **Estado de resultados (PyG) ó (P&L):** Resultado del ejercicio = Ingresos – Gastos + otros ingresos o egresos (pérdidas o ganancias no realizadas)
- **Estado de flujos de efectivo:** Efectivo proveniente de operación + efectivo actividades de inversión + efectivo proveniente de financiamiento = cambio en el efectivo
- **Estado de cambios en el patrimonio:** Patrimonio final = Patrimonio inicial + resultado del ejercicio – pagos o aportaciones de accionistas

Principios contables claves

- Principio de “devengado” (vs principio de desembolso \$): identificación del ingreso y sincronía.
- Reconocimiento de eventos y transacciones pasadas.
- Credibilidad y prudencia.





Devengado

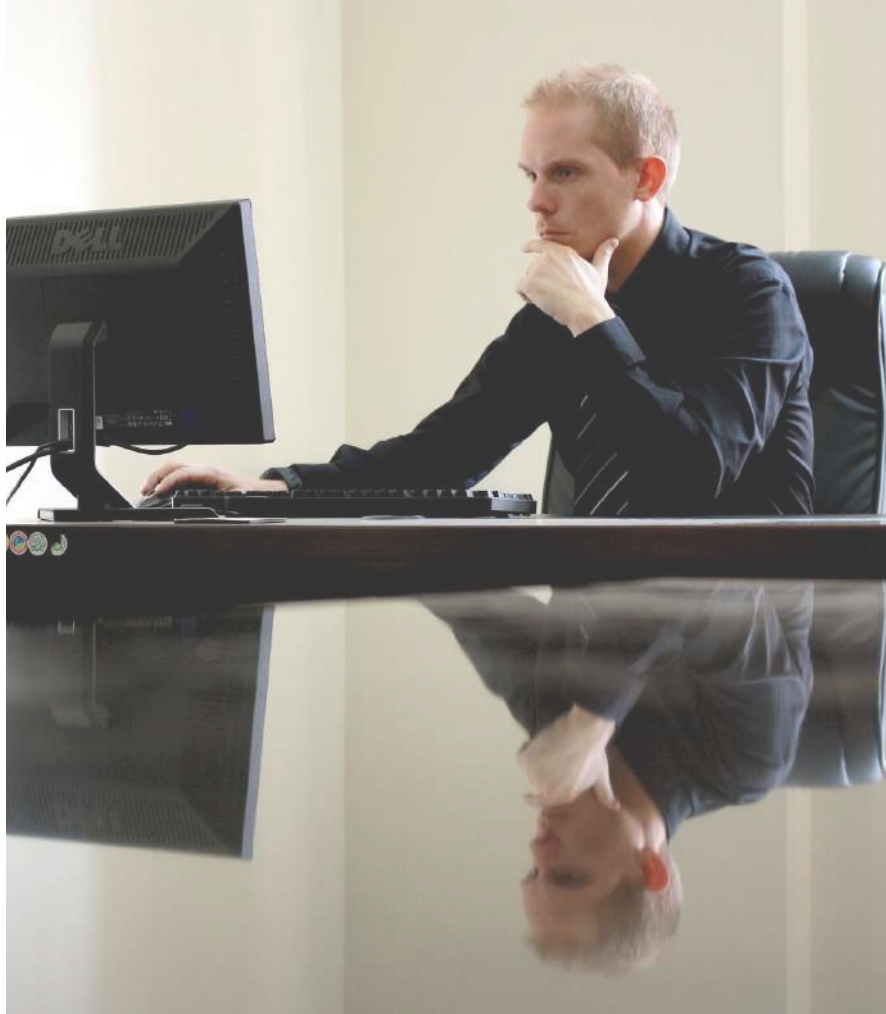
- Reconocimiento del ingreso basado en el principio de realización: se reconoce cuando se lo ejecuta (bienes entregados servicios provistos) no cuando el dinero es recibido.

Nota: ganancias no realizadas no reconocidas bajo el principio de realización.

- Principio de sincronía: reconocer gastos cuando se incurre en ellos, (no cuando se los paga) y relacionarlos a los ingresos respectivos.

- Reconocimiento de ingresos y principio de sincronía esta definido por decisiones gerenciales:
 - Estimados de flujos de efectivo futuros (e.g. x cobrar)
 - Aplazamiento de efectivo (e.g. capitalización de PPE)
 - Asignaciones de gasto (e.g. depreciación)
 - Revaloración o desvaloración (e.g. PPE)

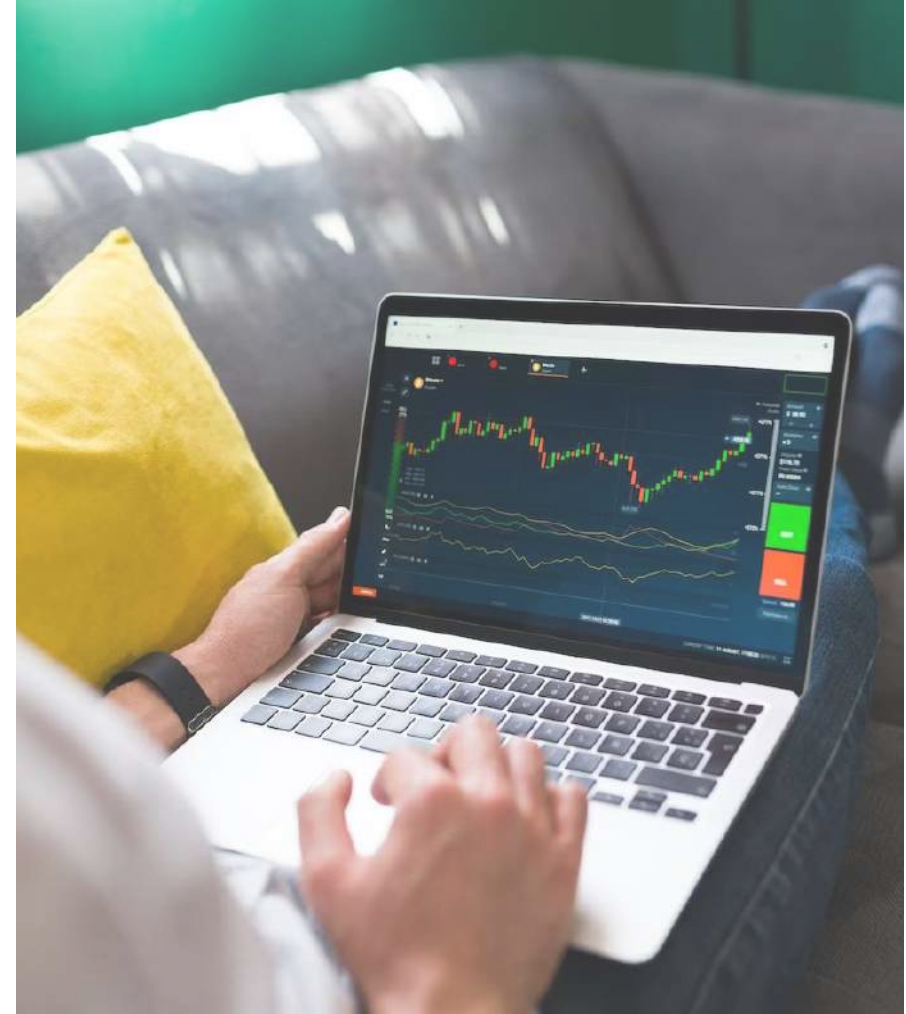


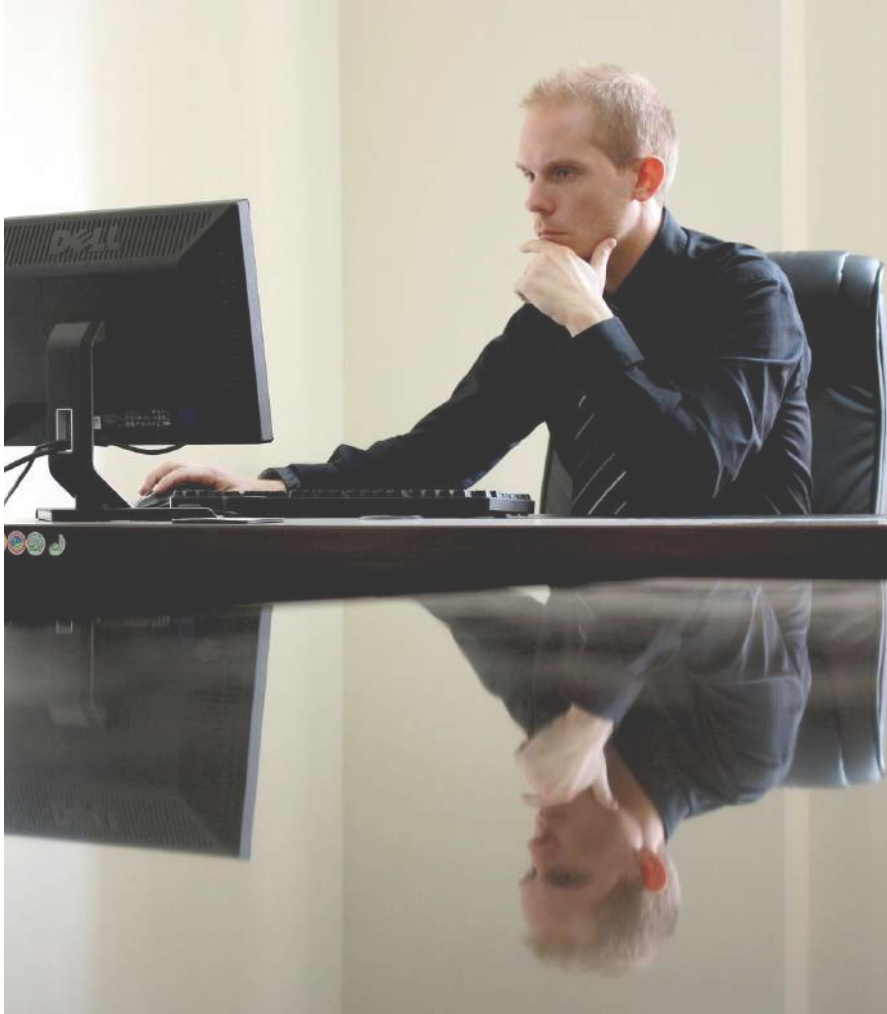


- Por principio, dada la existencia de “discreción” contable en el devengado, las definiciones gerenciales influyen en la información del desempeño del negocio.
- Estos reportes son más completos ya que capturan un fotografía mas amplia de las transacciones realizadas y por ende del desempeño del negocio. e.g. bajo el principio de desembolso la compra de maquinaria no sería capitalizada.
- La aplicación del devengado resulta en una herramienta más precisa y relevante que los flujos de efectivo.

Evidencia de la eficiencia del devengado vs contabilidad por flujo

- Dechow, P. (1994) 'Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance', Journal of Accounting and Economics, 18 (1): 3-42.
- Asumamos mercados eficientes. El retorno de las acciones son buenos indicadores del desempeño financiero.
- La relación entre ingreso neto y flujo de efectivo comparado al rendimiento de la acción se usa para identificar que variable es una mejor medida de desempeño R2.





- Hallazgos:
 - Ingreso (devengado) es una mejor medida de desempeño comparado al flujo de efectivo de actividades de operación.
 - Esto cobra solidez en el corto plazo, especialmente con firmas con ciclos operativos mas largos.

- R = retorno; X = ganancias (ingreso neto) flujo de efectivo de actividades de operación; Efecto marginal de cada variable en R.

Table 3

Tests comparing the association of earnings and the association of cash flows with stock returns (adjusted for market-wide movements) over varying measurement intervals; $R_{it} = \alpha + \beta(X)_{it} + \varepsilon_{it}$

	Independent variable (X)		
	Earnings (E)	Cash from operations (CFO)	Net cash flows (NCF)
<i>Quarterly</i>			
Intercept (t-statistic)	- 0.013 (10.40)	- 0.008 (- 5.75)	- 0.007 (- 5.51)
Coefficient (t-statistic)	0.742 (25.71)	0.022 (1.70)	0.036 (1.61)
Adj. R ² (%)	3.24	0.01	0.01
		$R^2_{CFO}/R^2_E = 0.003$	$R^2_{NCF}/R^2_E = 0.003$
<i>Annual</i>			
Intercept (t-statistic)	- 0.084 (- 29.58)	- 0.017 (- 5.87)	0.018 (6.86)
Coefficient (t-statistic)	1.297 (72.65)	0.328 (29.98)	0.614 (26.31)
Adj. R ² (%)	16.20	3.18	2.47
		$R^2_{CFO}/R^2_E = 0.20$	$R^2_{NCF}/R^2_E = 0.15$



- Barth, M., D. Cram y K. Nelson (2001) 'Accruals and prediction of future cash flows', Journal of Accounting Research, 76 (1): 27-58.
- Supongamos que la relevancia del valor es capturada por la capacidad de diferentes construcciones contables para predecir los flujos de efectivo futuros.
- Hacen una regresión de los flujos de efectivo de las operaciones sobre las utilidades / ganancias, los flujos de efectivo y los componentes devengados y de flujo de efectivo de las ganancias y comparan R2.

- Encuentran que es útil desagregar las ganancias en sus componentes al predecir los flujos de efectivo (Tabla 3, R2 más alto).

Sin embargo, los flujos de efectivo por sí solos (Cuadro 4) predicen mejor el flujo de efectivo futuro que las ganancias (Cuadro 2), contrariamente a lo esperado.

TABLE 3
Summary Statistics from Regressions of Future Cash Flow on
Current Cash Flow and Components of Accruals
Sample of Compustat Firms 1987–1996

Panel A: Regression Summary Statistics, All Variables Deflated by Average Total Assets

$$CF_{i,t+1} = \phi + \phi_{CF}CF_{i,t} + \phi_{AR}\Delta AR_{i,t} + \phi_I\Delta INV_{i,t} + \phi_{AP}\Delta AP_{i,t} + \phi_D DEPR_{i,t} + \phi_{AMF}AMORT_{i,t} + \phi_O OTHER_{i,t} + u_{i,t}$$

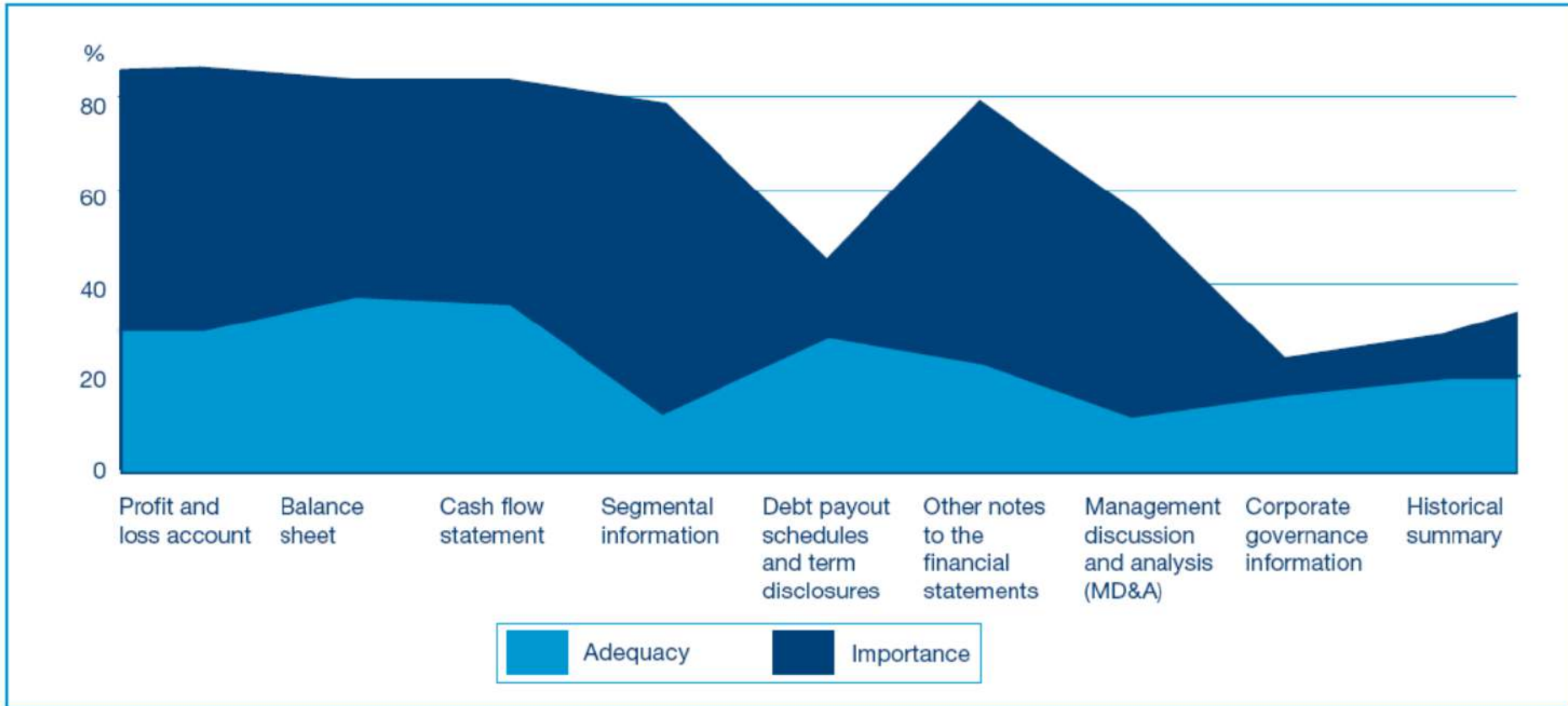
<u>Variable</u>	<u>Prediction</u>	<u>Coefficient</u>	<u>t-statistic</u>
Intercept	?	0.01	7.89
CF _t	+	0.59	61.34
ΔAR _t	+	0.42	28.10
ΔINV _t	+	0.35	21.75
ΔAP _t	-	-0.56	-28.58
DEPR _t	+	0.42	16.39
AMORT _t	+	0.47	11.05
OTHER _t	?	0.15	10.54
Adj. R ²		0.35	
n		10,164	
<i>Tests of coefficient restrictions:</i>		<u>Adj. R²</u>	<u>p-value</u>
Unrestricted		0.35	
CF only		0.24	<0.01
EARN only		0.15	<0.01
Accrual components only		0.11	<0.01



- PricewaterhouseCoopers (2007) reporte de encuesta corporativa.
- Encuesta a 262 analistas sobre el uso que dan a los reportes corporativos.
- Hallazgos:
 - Estados financieros MUY importantes para el análisis.
 - El reporte de ganancias es relevante.
 - Alta discrecionalidad de las gerencias el momento de reportar el desempeño financiero.
 - Mejor fotografía del desempeño operativo y de las fuentes de crecimiento, en el estado de resultados.
 - El uso principal del balance general se da para evaluar los niveles de deuda y capital de trabajo.

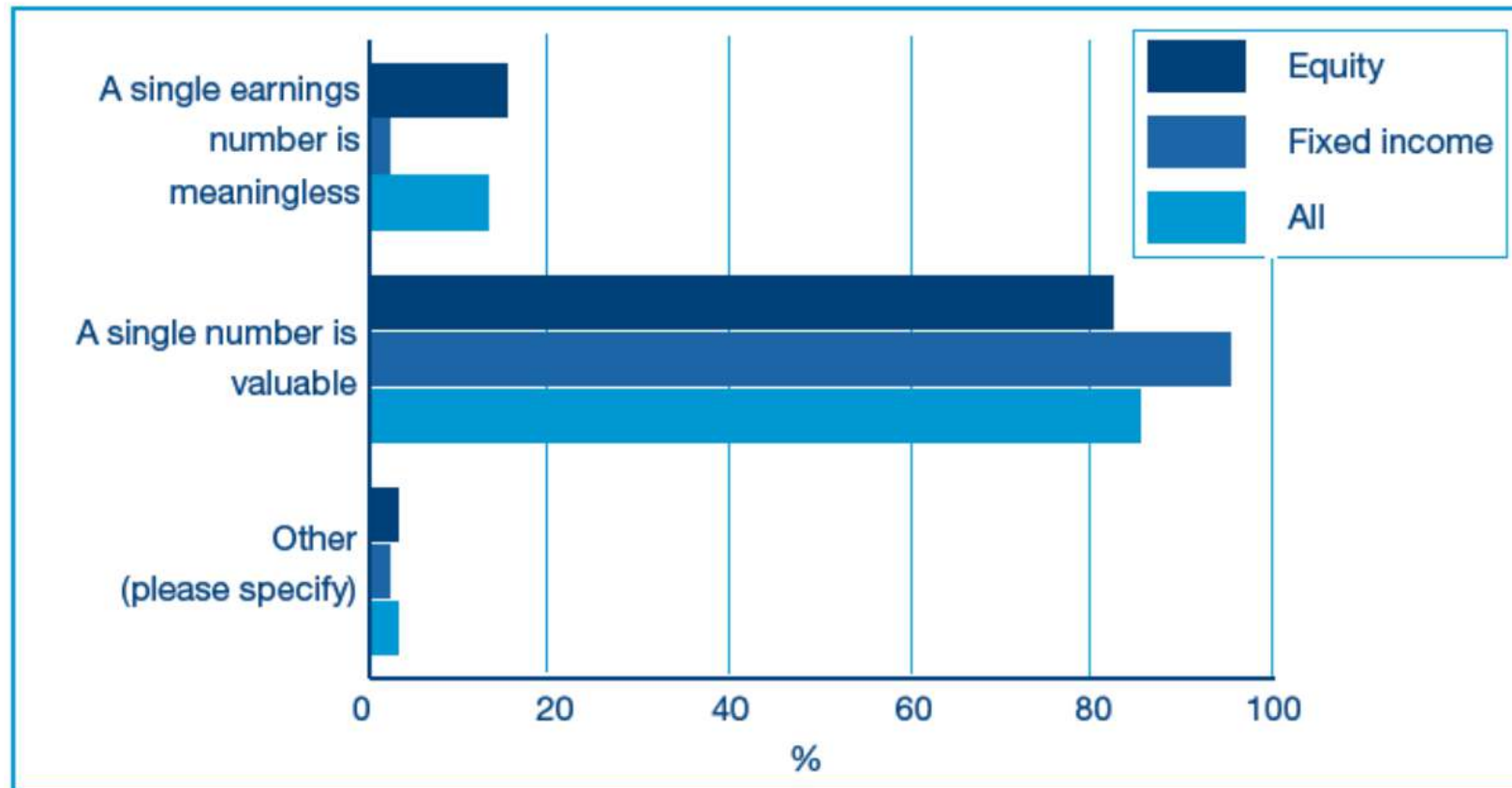
Evidencia (PwC)

Figure 1: Importance vs adequacy of key aspects of financial reports



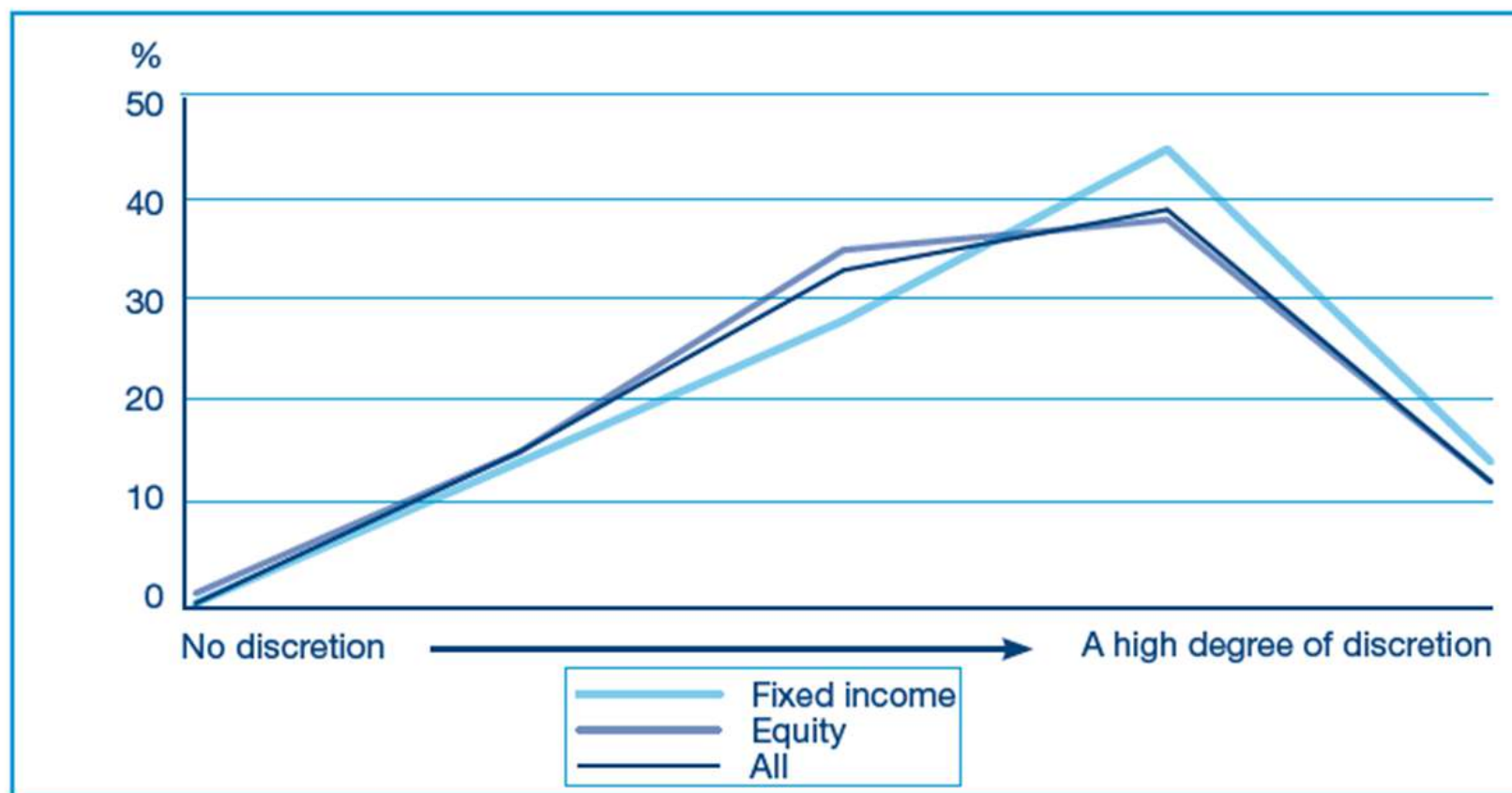
Evidencia (PwC)

Figure 4: Is the 'earnings' number meaningful?



Evidencia (PwC)

Figure 3: How much discretion do management teams have in the financial numbers they report?



Rol de los estados financieros en la valoración

- Contabilidad del devengado (principio de sincronía) mucho más eficiente que la contabilidad del efectivo. Provee las señales de las consecuencias del efectivo en el largo plazo basado en las actividades pasadas del negocio.
- Son el lenguaje por el cual se “traduce” las actividades futuras del negocio en beneficios futuros esperados.
- Excelente punto de partida para las proyecciones, ya que ancla al inversionista a información sólida.
- Muy importante, los estados financieros no fueron diseñados para estimar directamente el valor del patrimonio!!!



Limitaciones del devengado?

Hay ciertos costos envueltos:

- Hay incertidumbre en predecir flujos de efectivo, así que son frecuentes los errores en estimaciones del devengado.
- Los directivos pueden manipular a “discreción” algunas cuentas con el fin de aprovechar ciertas oportunidades.

Por tanto, para reducir este “discreción” gerencial:

- Principios Contables: reconocer eventos pasados para fiabilidad.
- Usar estándares contables (IFRS; US GAAP)
- Auditoría externa.





Identificación de eventos y transacciones pasadas

- Gastos de inversión hay que capitalizarlos o activarlos.
- Los activos son levantados del **pasado** y son controlados por la organización. De igual forma son objetos de los cuales se espera flujos **futuros** para la organización. (*IASB Conceptual Framework*)
- Los pasivos son obligaciones **presentes** del negocio y que provienen de eventos pasados. Resulta en una salida de los recursos de la empresa que da beneficios económicos. (*IASB Conceptual Framework*)
- **No reconocen futuras oportunidades de crecimiento!**

Fiabilidad

Fiabilidad: Activos y pasivos son reconocidos como tal si pueden ser medidos con precisión razonable y apoyadas con evidencia (información consistente).

Información “ligera” se basa en:

- Estimado gerencial de que el activo va a traer beneficio, ó
- Especulación o manipulación deliberada.





Consecuentemente:

1. Valor presente no realizado o perdido, no reconocido.
2. Al gasto toda la inversion si el valor es dificil de identificar.
3. Ignorar sinergias provenientes de la possible combinaci3n de activos (que no son resultados de un desembolso de efectivo).

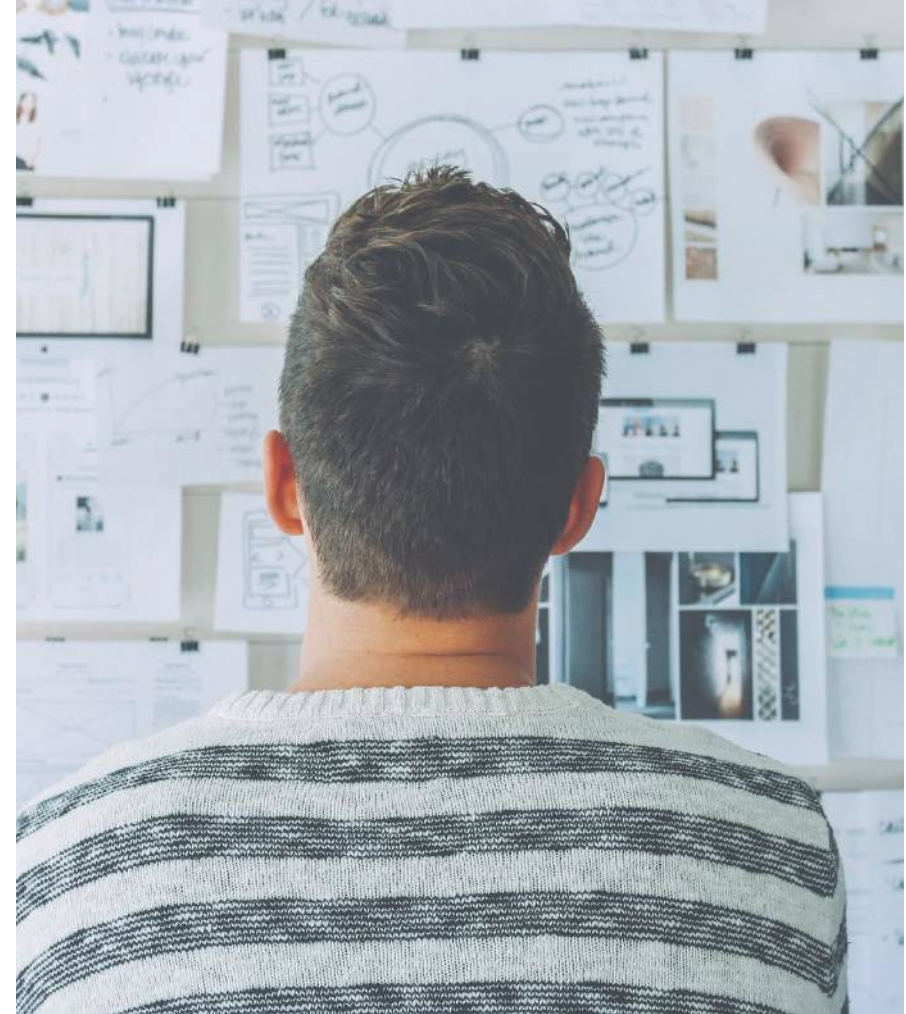
1. E.g. inversión en PPE = 100, VP del proyecto = 110, pero solo 100 reconocido como activo.
Inversiones reconocidas a **costo histórico**.

La ganancia de 10 reconocida en el futuro por la ganancia en venta.

2. E.g. gasto relacionado a desarrollo de un nuevo medicamento, ya que es incierto si va a funcionar; gasto de publicidad ya que los beneficios son difíciles de medir.

3. E.g. capital humano, cadena de abastecimiento, procesos de distribución...

- La fiabilidad a veces es considerada como conservadurismo (ya que refleja una subestimación del valor de los activos)





Trato conservador de las noticias sobre proyectos existentes

- Adicionalmente, trato asimétrico de las noticias sobre el cambio en los flujos provenientes de la inversión: reconocer pérdidas no realizadas, pero no ganancias.
- E.g. PPE: valor en libros = 100, pero la gerencia estima que el VP de los flujos futuros de dicho PPE es 90. Pérdida de 10 reconocida. Por otro lado, si el VP sería 110, la ganancia de 10 usualmente no reconocida.

Valor de mercado vs valor en libros

Balance General – Mirada Contable

Valor libros activos	Valor libros pasivos
Activos fijos	Valor en libro de patrimonio
Activos corrientes netos	Valor en libro de deuda neta

Balance General – Mirada Financiera

Valor de la empresa	Valor mercado pasivos
VP de activos	Valor de mercado del patrimonio
VP opciones de crecimiento	Valor de mercado de la deuda neta

- Valor del patrimonio (V_p) = VM de la empresa (V_e) – VM de deuda (V_D) + error de pricing
- VM de la empresa = VL de la empresa + goodwill no reconocido + error de pricing
- Goodwill no reconocido = (VP – VL) de los activos + VP de opciones de crecimiento

Limitaciones del devengado

- Principio de sincronía = reconocimiento del valor
- Limitada por reconocimiento de ingreso (realización), fiabilidad y conservadurismo = retrasos en el reconocimiento del valor.
- Sistema actual de reportería: balance entre relevancia para la valoración vs. fiabilidad en la medición.
- **Resultado probable entre realización y fiabilidad: VM inherente al patrimonio mayor al de su VL (prima)**
- De las compañías del FTSE 100 solo 4 tuvieron un VM menor a su VL.





Escala de fiabilidad y relevancia

Accrual accounting
(mas relevante, menos fiable)

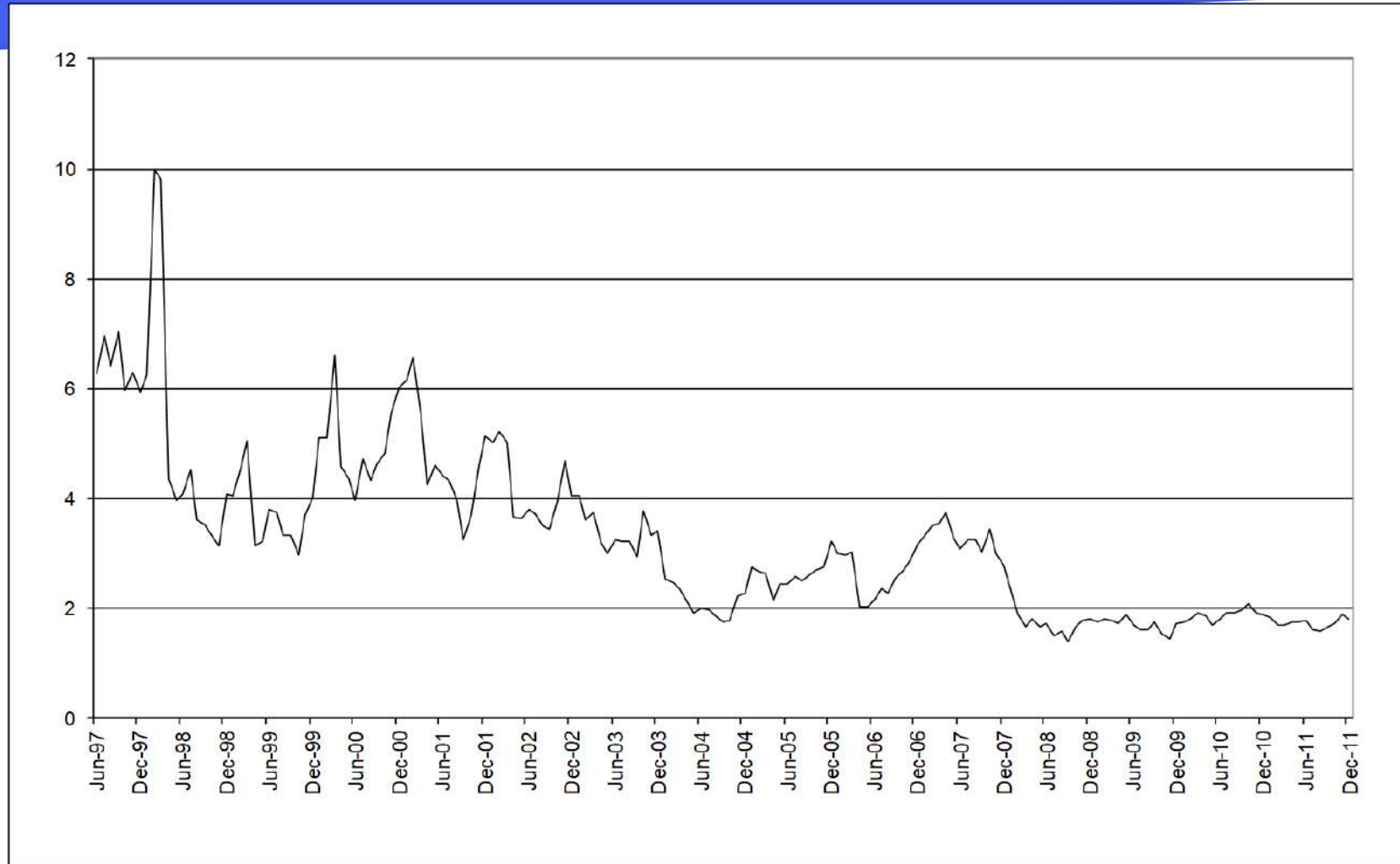
VL activo = VF activos + VF oportunidades de crecimiento

Sistema actual de medición y reportería:
VL activos = Cuenta de activos + VF de algunos activos - activos usados

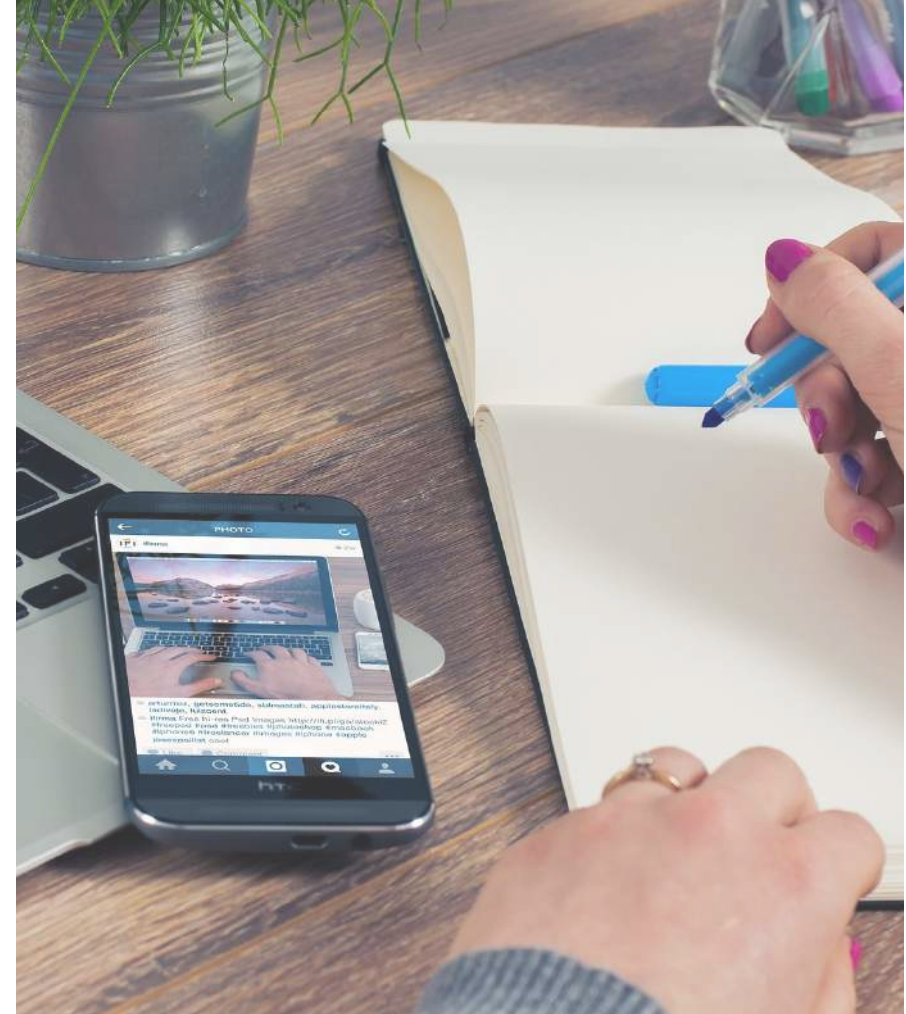
VL activo = efectivo

Cash accounting
(menos relevante, más fiable)

Ryanair: Evolución del market-to-book ratio



- Alto crecimiento esperado en años iniciales → alto MTB ratio; descenso en años mas recientes.
- En 2011, de 1.6 a 2; Al 31 de marzo de 2011 = 1.69
- VM del patrimonio al 31 de marzo de 2011 = €4,935m
- VL del patrimonio al 31 de marzo de 2011 = €2,954m
- Prima = £1,981m





Política contable:

- PPE (particularmente aviones) a costo histórico (p.134 y p.136 del reporte anual) depreciados en 23 años.
- Activos intangibles (derechos de vuelo) a costo histórico (p.137 y 144) solo cuando son en operaciones del negocio.
- Otros activos registrados mas en el desembolso.
- Activos y pasivos financieros registrados a costo amortizado relativo al valor de mercado (p.137, p.153)

Por qué la prima?

Seguramente:

- Algunas opciones de crecimiento no consideradas.
- Valor no reconocido de la eficiencia de las operaciones.

Menos probable:

- Sub valoración de la PPE y derechos de vuelo.





Resumen

- El ambiente económico y del negocio, así como las estrategias internas de la organización, afectan cómo las actividades del negocio son reconocidas en los estados financieros.
- El devengado es más eficiente para capturar el valor comparado a la base del desembolso (sincronía y valoración de activos), especialmente en la medición de la rentabilidad.
- Evidencia que soporta estas afirmaciones
 - Dechow (1994)
 - Barth, Cram y Nelson (2001)
 - Encuesta PriceWaterhouse (2007)

- PERO puede ser problemático si se manipulan las cuentas o si los beneficios futuros son muy inciertos.
- Criterio de fiabilidad, estándares contables y auditorías son mecanismos que restringen la discrecionalidad.
- La reportería es un intercambio entre sincronía y fiabilidad: Por tanto, los estados financieros son herramientas razonables para el análisis del desempeño y posición actual de la empresa, así como para proyecciones de flujos futuros.





Referencias

- Dechow, P. (1994) 'Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance', *Journal of Accounting and Economics*, 18 (1): 3-42.
- Barth, M., D. Cram y K. Nelson (2001) 'Accruals and prediction of future cash flows', *Journal of Accounting Research*, 76 (1): 27-58.



Quito
Av.12 de Octubre 1073 y Roca
Edificio de la Facultad de Comunicación,
Lingüística y Literatura. Primer Piso. Oficina 106.



Teléfono:
(593-2) 299 1592 / (593)09 8 851 2839



Correo:
soportevirtual@puce.edu.ec