

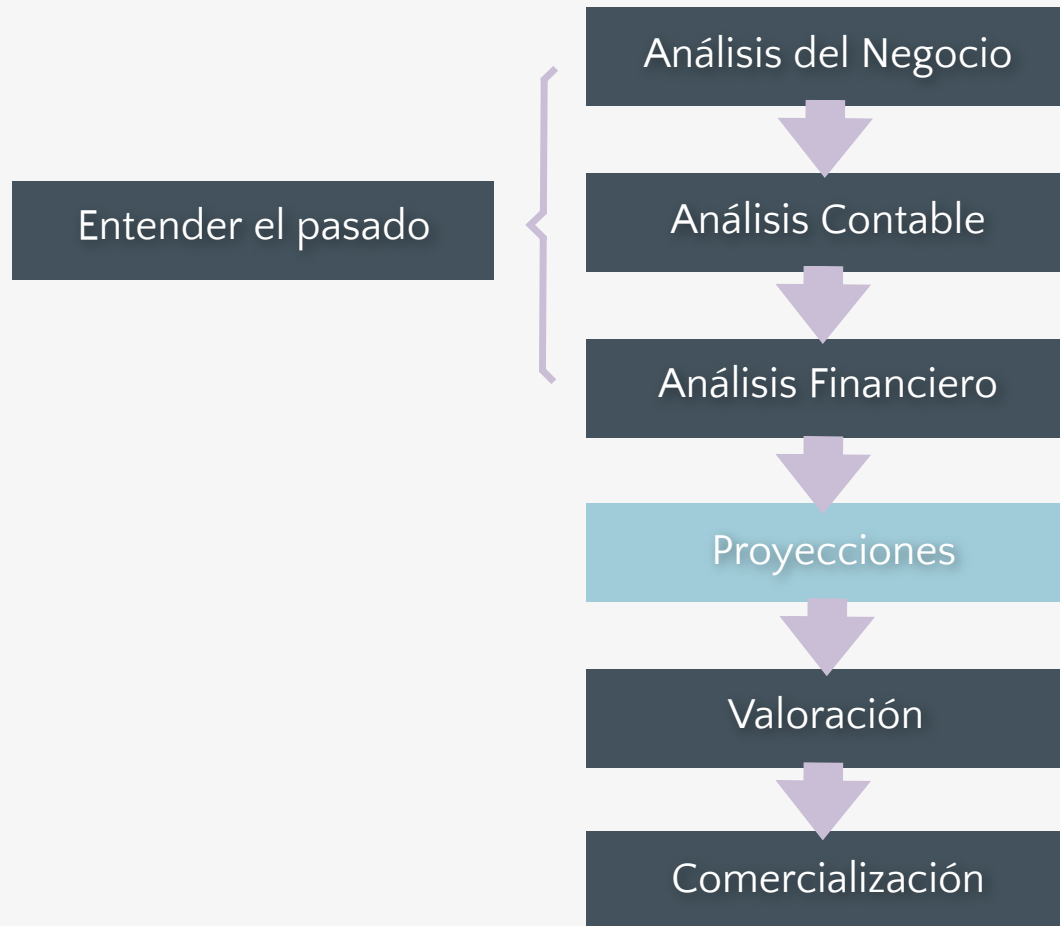
Valoración de Empresas

ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS

Maestría en Finanzas con Mención en
Dirección Financiera



EL PROCESO DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL



PROCESO DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL

ENTENDIENDO EL PASADO

Factores Económicos

PIB, inflación, tasas de interés, FX precio materias primas, ciclos económicos.

Análisis del negocio

Operación de la industria, estructura (5 fuerzas de Porter) Estrategia de la empresa (diferenciación), Enfoque y sinergia; FODA

Análisis Contable

Reformular estados financieros
Identificar las políticas contables claves.
Evaluar la flexibilidad en la contabilidad
Identificar la estrategia contable, y banderas rojas

Análisis Financiero

Evaluar el desempeño y riesgo financiero.
Cambios en rentabilidad y coherencia estratégica
Comparación transversal y temporal de los Indicadores financieros.

PROYECTANDO EL FUTURO

Cambios en factores macro

Proyectar variables macroeconómicas

¿Cambios en el negocio?

Existen cambios esperados en la estructura
¿De la industria y estrategia?
FODA

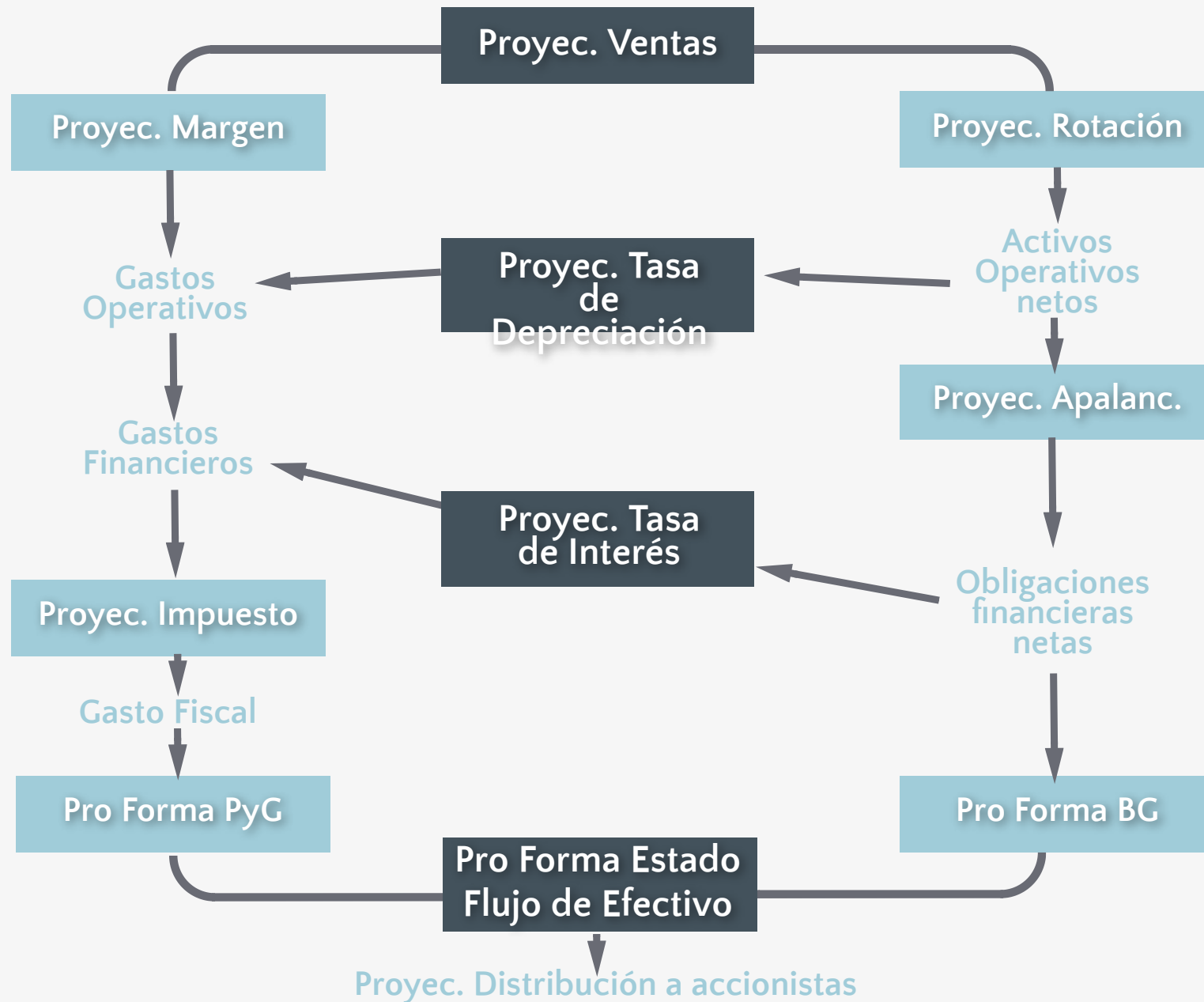
Efectos futuros de distorsiones contables

En rentabilidad futura y activos netos.
Efectos permanentes, temporales
Conservador o agresivo
-Crecimiento esperado

Estados financieros proyectados

Indicadores proyectados
Horizonte de proyección
Supuestos fecha de terminación

MARCO DE PROYECCIÓN



ASPECTOS DE LA PROYECCIÓN

Cómo hacer la proyección de las pro formas de BG y PyG?

Detalles en el ejercicio en clase.

Nota:

- Enfocarse en ratios críticos. Especialmente margen y rotación.
- Para los ratios de rotación se puede usar saldos finales (BG) (tal como recomiendan Lundholm y Sloan) o valores iniciales (mencionado en Palepu et al.)





DOS DECISIONES IMPORTANTES

Cuál es el horizonte de proyección?
Por cuánto tiempo en el futuro la proyección debe ser realizada.

Qué hacer cuando finaliza el horizonte de proyección?
Se debe suponer una tasa de rentabilidad y crecimiento que van a ser constantes después del horizonte de proyección.

HORIZONTE DE PROYECCIÓN

No podemos proyectar al infinito. Cuándo parar?

Hasta que alcance un nivel estable “velocidad crucero”, cuando no hay cambios en los supuestos usados, i.e.:

1. Crecimiento en ventas constante
2. Márgenes (operativo, neto, costo de deuda) constante.
3. Rotación de activos constante
4. Apalancamiento financiero constante





- Estos 4 supuestos aseguran que todas las cuentas del BG y PyG crecen a la misma velocidad que las Ventas. (más detalles siguiente diapositiva)
- 2 y 3 hacen $RNOA = \text{constante}$.
- 2, 3 y 4 hacen $ROE = \text{constante}$.
- Nota: Estas condiciones deberían mantenerse en promedio, para que no existan desviaciones no sistemáticas después del horizonte de proyección.

Recordemos DuPont:

- $ROE = RNOA + FLEV \times [RNOA - NBC]$
- $RNOA = PM \times AT = OI/Ventas \times Ventas/NOA$
- $FLEV = NFO/SE$
- $SE = NOA - NFO$

Si el crecimiento en ventas es constante (1) y los márgenes de ganancia constante (2)

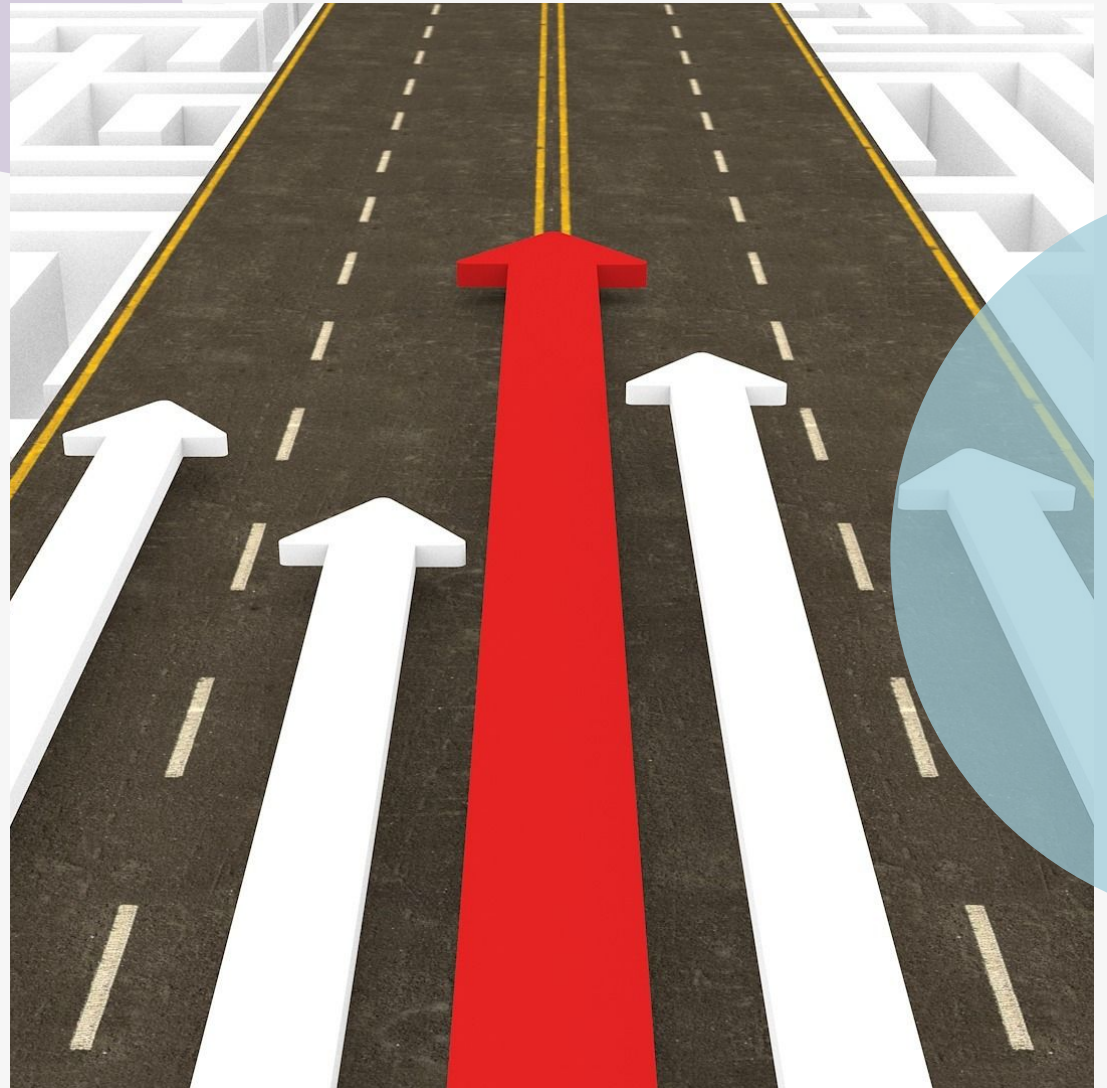
1 y 2 combinadas llevan al gasto a crecer al igual que ventas.

Si crecimiento en ventas es constante (1) y la rotación del activo es constante (3)

1 y 3 combinadas llevan al activo operativo neto a crecer al igual que las ventas.

Si el crecimiento en ventas es constante (1), la rotación del activo constante (3) y el apalancamiento financiero constante (4)

1, 3 y 4 combinados llevan a que las obligaciones financieras crezcan a la misma velocidad de las ventas.





Cuándo podemos asumir que estas condiciones se cumplen?

1. Cuando el crecimiento en ventas de la industria (o firma) **se alínean al equilibrio de la economía** (nivel estable amplio).

Esto asegura que las distorsiones contables (que aumentan cuando la tasa de crecimiento no es constante) es corregido o revertido.

E.g. En empresas de bio tecnología los altos gastos de investigación deprimen la rentabilidad cuando la tasa de crecimiento está aumentando.

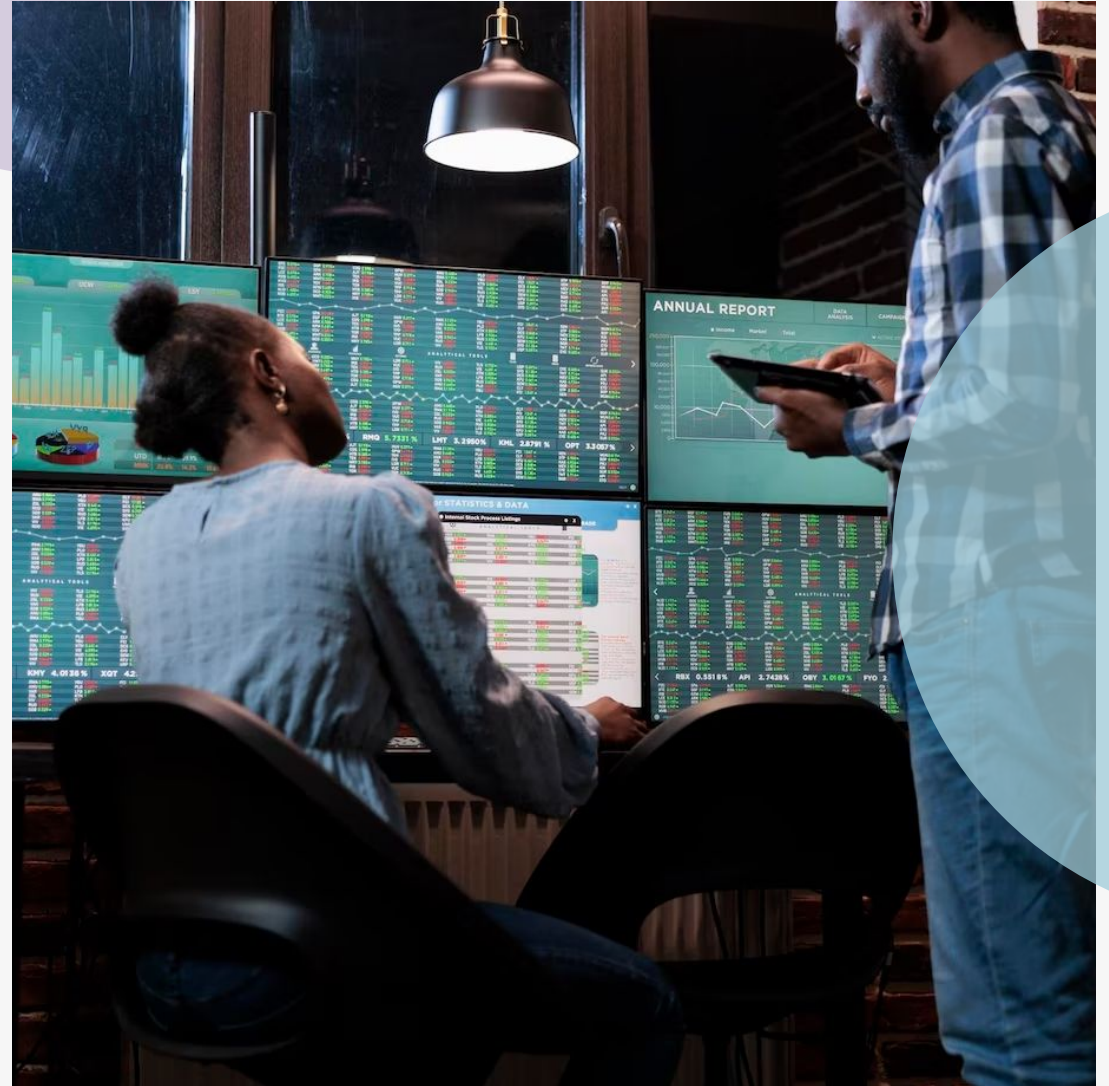
Cuando el crecimiento es estable, la rentabilidad también es estable.

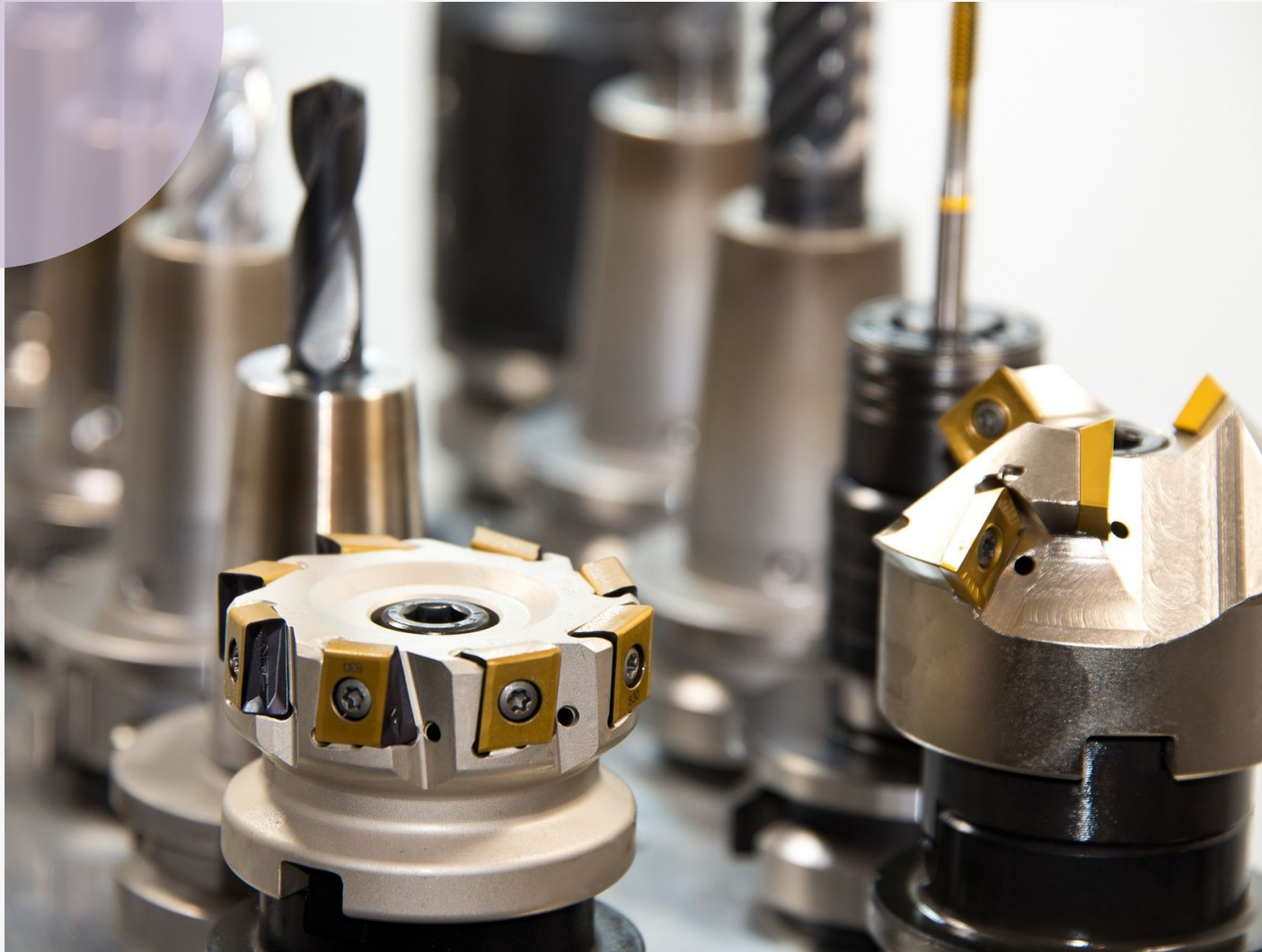
2. Lo suficientemente largo para permitir que la rentabilidad o márgenes anormales de ganancia **retornen al promedio de la industria.** (con la rotación y apalancamiento estables).

Este periodo suele ser generalmente menor que el de la condición 1 (diapositiva anterior)

Cuando la rentabilidad regresa a su media, suele ser producto de:

- Evaporación de la ventaja competitiva: Raramente, esta ventaja es de larga duración (e.g. Coca Cola).
- Reverso de distorsiones contables temporales: Usamos la media de la industria (no de la economía) por: las industria comparten distorsiones contables permanentes; y
- El WACC puede variar entre industrias.





3. Aún para empresas maduras, estables, debemos permitir el efecto de shocks externos en demanda u oferta, si estos son conocidos o pueden ser modelados. Permitir que el efecto de estos shocks desaparezca.

e.g. Recesión? Oferta materias primas?

Por tanto:

Para empresas jóvenes y en crecimiento en nuevas industrias – hasta 20 años.

Medianas – 5 a 10 años

Maduras – 5 años

REVERSIÓN A LA MEDIA

Extremadamente buena o mala rentabilidad (ROE, RNOA) tiende a revertir al promedio de la industria por algunas razones:

- Presiones competitivas.
- Por distorsiones contables.
- Tasa de crecimiento retorna a su estado natural, por políticas contables que son agresivas o conservadoras de manera permanente.

Reversión de la industria, debido a la influencia de ciertas políticas contables de carácter permanente en cada industria (naturaleza del negocio y estándares contables)

eg: industria farmacéutica y su R&D, comparado a otras industrias





Drástico para ciertas variables:

- ROE (3 años)
- Crecimiento en ventas (2 años en promedio)
- Márgenes
- Ver Palepu et al., (2010)
- RNOA.

Ratios estables

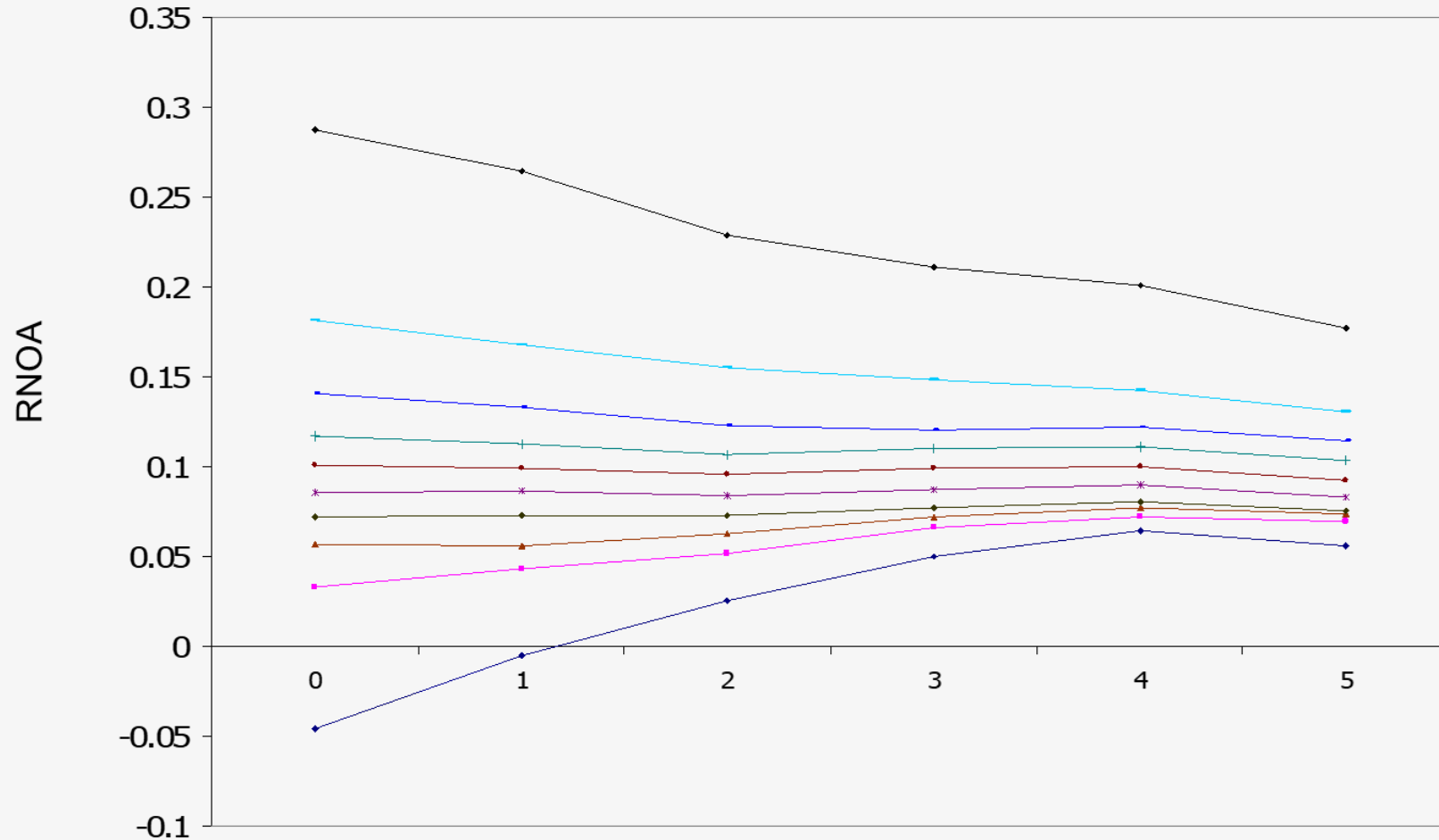
- Rotación de activos relativamente constante. Regresan a su estado en el corto plazo (1 año)

Pero, en industrias intensivas en PPE es sensitivo y no tan estable.

- Apalancamiento financiero, dado que los gerentes no cambian generalmente la estructura financiera.
- Tasa de interés; tasa impositiva.
- Distorsiones contables temporales tienden a tener un mayor efecto en márgenes antes que en la rotación.



RNOA REVERSION A LA MEDIA EN USA EN EL PERIODO 1964-1999 (PENMAN, P.527)





SUPUESTOS DEL PERIODO TERMINAL

- Los supuestos en el periodo terminal en crecimiento en ventas, márgenes, rotación del activo y apalancamiento son iguales a las del último año de proyección.
- Fijarse en el crecimiento en ventas y ROE (o RNOA)
- Valores posibles para crecimiento en ventas: Crecimiento en ventas $<$ ó $=$ crecimiento PIB si crecimiento en ventas es mayor que el crecimiento de la economía, no se ajusta en el largo plazo.
- Por tanto crecimiento en el rango del: 3-7%.

Para determinar valores plausibles para el ROE y RNOA (implícito en márgenes y rotación) se debe observar:

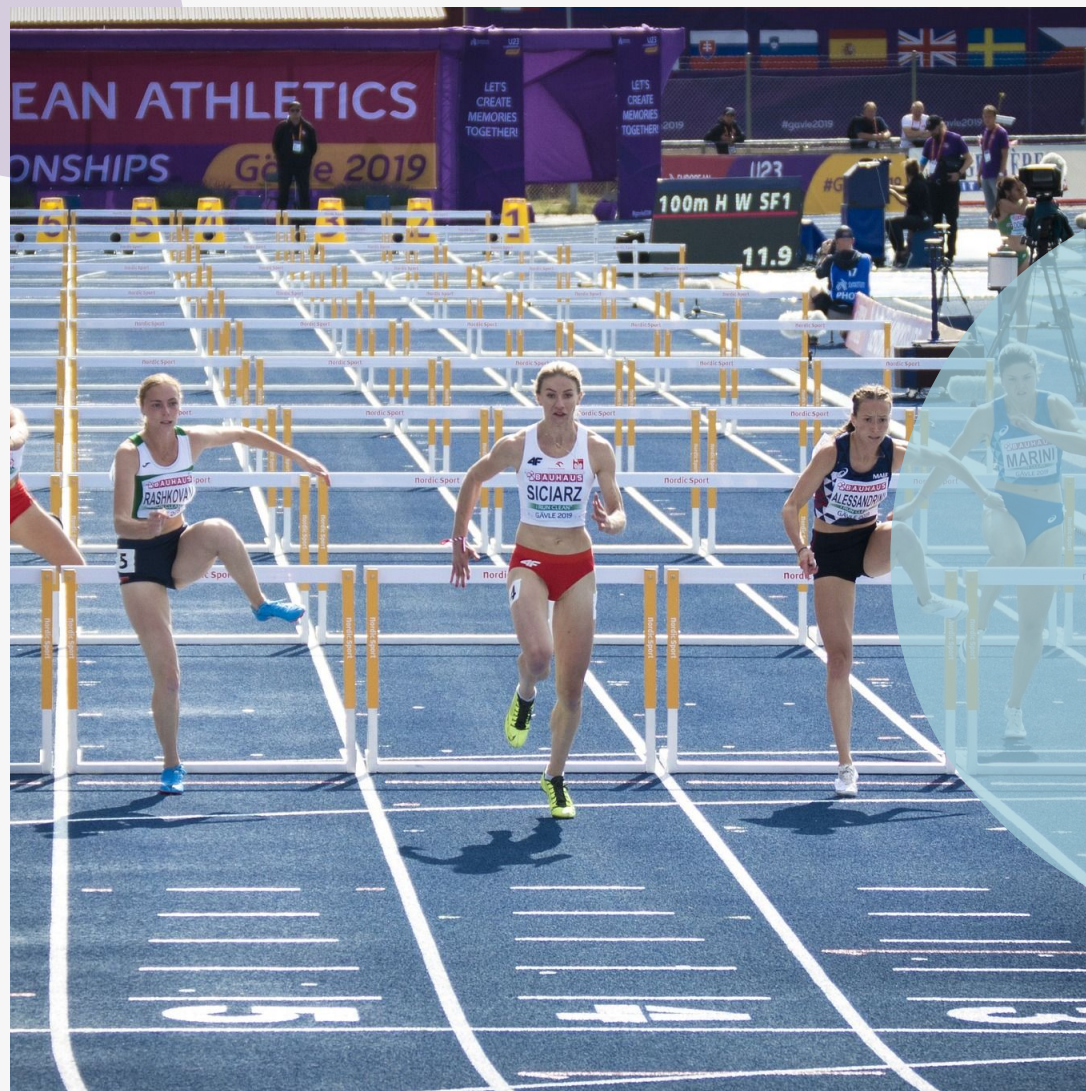
- Si la ventaja competitiva existe.
- Si la distorsión contable permanente existe.

Si la ventaja competitiva es persistente y no hay distorsiones contables permanentes, entonces:

- $ROE > \text{Costo del patrimonio } K_e$; $RNOA > WACC$

Sin la ventaja competitiva y sin distorsiones contables permanentes:

- $ROE = \text{Costo del patrimonio } K_e$; $RNOA = WACC$





- **Nota 1:** Aún en la ausencia de una ventaja de largo plazo y sin rentabilidad anormal, ROE puede ser mayor al costo del capital.
- **Nota 2:** Si las reglas contables permitieran el reconocimiento de ganancias y pérdidas futuras, entonces el valor justo del patrimonio sería igual al valor en libros y ninguna proyección fuera necesaria.
- **Nota 3:** Corto plazo manejado por el desempeño de la empresa. Largo plazo influenciado por la industria y factores económicos.

REFORMULACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

Reformulación es el cambio de presentación de estados financieros para hacerlas adecuados para valuación.

Las operaciones generan el valor (Proposición I de MM).

Entonces, separe las partidas **operativas** de las partidas **financieras** en:

- Balance general (Estado de la posición financiera)
- Estado de resultados
- Estado de los flujos de efectivo (**no es el parte de este curso**)

Los estados financieros reformulados (estandarizados) están listos para análisis financiera y valuación debido a que ofrecen la información para revelar las fuentes de:

- Rentabilidad (ROE)
- Crecimiento





LAS PARTIDAS OPERATIVAS Y FINANCIERAS

- **Activos y Pasivos financieros** son estos que sirven para obtener el efectivo que se invierte en operaciones o distribución del flujo operativo exceso.
- **Activos y Pasivos operativos** son estos que sirven para las actividades operativas, para ventas de bienes o servicios.
- Se preserva el sistema de clasificación paralela en el Estado de resultados.

Los activos y pasivos operativos generan la utilidad operativa.

Los activos y pasivos financieros generan la utilidad financiera o incurren los costos financieros.

- Bancos: tienen muchos instrumentos financieros, como depósitos de clientes, bonos o préstamos. La utilidad operativa de bancos es la diferencia entre el interés que pagan sobre sus pasivos y el interés que ganan sobre sus activos financieros. Entonces, los instrumentos financieros en bancos se clasifican como activos y pasivos operativos.





BALANCE GENERAL REFORMULADO

La presentación normal de Balance general:

- La liquidez de los activos (circulantes y de planta)
- El vencimiento de los pasivos (circulantes y a largo plazo): Útil para análisis si o no otorgan un préstamo, pero no es útil para valoración.

Para entender la habilidad de una empresa a generar ganancias, el balance general se reformula en las partidas operativas y financieras.

Cuando reformulan el balance general, tengan en cuenta la pregunta:

¿A que línea de negocios la empresa pertenece?

Activos operativos (AO) XXX

Pasivos operativos (PO) (XXX)

Activos operativos netos (AON) XXX

Activos financieros (AF) (XXX)

Pasivos financieros (PF) XXX

Pasivos financieros netos (PFN) XXX

Capital: Acciones comunes XXX

(E = AON – PFN)





Activos

Activos financieros, por lo general, incluyen:

- Efectivo y los equivalentes de efectivo, si no es efectivo que se necesita para operaciones diarias.
- Inversiones a corto plazo
- Inversiones a largo plazo en instrumentos de deuda (bonos o préstamos)

Los activos operativos, por lo general, incluyen:

- Otros activos

Pasivos

Pasivos financieros:

- Deuda a corto plazo
- Vencimiento de deuda a largo plazo dentro un año
- Documentos por pagar a corto plazo
- Deuda a largo plazo (préstamos, bonos)
- Arrendamiento
- Acciones preferentes

Pasivos operativos:

- Otros pasivos

Derivados: Entiende su función dentro de un negocio.





ESTADO DE RESULTADOS REFORMULADO

Separe las partidas operativas de las partidas financieras

- Siga la clasificación en Balance general
- Problema: el tratamiento de ganancias y pérdidas sobre translación de divisas

Separe el efecto de impuestos para las partidas operativas y financieras:

- La protección fiscal de la deuda: Interés x Tasa de impuestos
- Las utilidades operativas después de impuestos (sin efecto de la estructura de capital): Impuestos sobre la UAI = Impuestos de Estado de resultados + la protección fiscal de la deuda
- Use la tasa de impuestos legal (¡no efectiva!)

Separe las partidas que no se repiten en futuro y las partidas que no se pueden prever de las partidas recurrentes

- Las partidas no recurrentes no son relevantes para proyecciones futuras.
- Se debe revisar el Reporte Anual para identificar estas partidas.
- Normalmente incluyen: costos de restructuración, disminución del valor de los activos.
- Las partidas que no se pueden proyectar se repiten en el futuro pero no se pueden prever (ganancias/pérdidas sobre derivados. ganancias/pérdidas sobre translación de las divisas).





Ingresos operativos XXX

Gastos operativos (XXX)

Utilidad operativa recurrente (antes de impuestos) XXX

Impuestos del estado de resultados (XXX)

Protección fiscal de la deuda (XXX)

Impuestos sobre utilidad operativa (XXX)

Utilidad operativa recurrente (después impuestos) XXX

Otros ingresos o gastos no recurrentes XXX

Utilidad operativa después impuestos (UO) XXX

Gastos por intereses netos antes de impuestos (XXX)

La protección fiscal de la deuda XXX

Gasto financiero neto (GFN) (XXX)

Utilidad neta XXX
(UN = UO - GFN)

ESTADO DE RESULTADOS REFORMULADO - ILUSTRACIÓN

Estado de resultados de acuerdo con NIIF		Estado de resultados reformulado	
Ingresos	\$ 4.000	Ingreso recurrente	\$ 4.000
Gastos operativos	(3.400)	Gastos operativos recurrentes	<u>(3.400)</u>
Costo de restructuración	(300)	Utilidad operativa recurrente antes impuestos	600
Gasto por interés	<u>(100)</u>	Impuestos:	
Utilidad antes impuestos	200	Impuestos de Estado de resultados	\$ 45
Impuestos	45	La protección fiscal de la deuda	35
Utilidad neta	\$ 155	Impuestos sobre las partidas no re	105
		Utilidad operativa recurrente despues impuestos	415
		Partidas no recurrentes:	
		Costo de restructuración	\$ 300
		Impuesto deducible	<u>105</u>
		Utilidad operativa	<u>220</u>
		Gasto por interés	\$ 100
		La protección fiscal de la deuda	<u>(35)</u>
		Utilidad neta	<u>\$ 155</u>

Flujos de efectivos operativos (FEO) XXX

Gastos de capital (I) (XXX)

Flujos de efectivos libres (FEL) XXX

Flujos de efectivos a los acreedores (FEA)

Compras netas de activos financieros XXX

Emisión neta de la deuda (XXX)

Gasto financiero neto (GFN) (XXX) (XXX)

Flujos a capital (FAC o D)

Dividendos y recompras de las acciones XXX

Emisión de las acciones (XXX) XXX

FEO - I = FEL

FEL = FEA + FAC





Detalles

- Gasto por interés y los cambios en efectivo (si clasificado como la partida financiera) se incluyen en los flujos de efectivo a los acreedores.
- La protección fiscal de la deuda ajusta los flujos de efectivo a los acreedores, pero también ajusta el flujo de efectivo operativo.
- $\Delta\text{PFN} = \text{Emisión de la deuda neta} - \text{Compras netas de activos financieros}$

RELACIONES CONTABLES ENTRE LOS ESTADOS FINANCIEROS REFORMULADOS

Balance general no reformulado:

$E_{t+1} = E_t + UN - \text{Dividendos} - \text{Recompra de acciones} + \text{Emisión de acciones nuevas}$

$\text{Emisión de acciones nuevas} - \text{Dividendos} - \text{Recompra de acciones}$

= Flujos a capital (FAC; D)

= Pago neto a los tenedores de capital

Reordenando:

- $\Delta E - UN = D$
- $D = UN - \Delta E$





Similarmente:

$$\begin{aligned} \text{FEO} - \text{I} &= \text{FEL} \\ \text{FEL} &= \text{D} + \text{FEA} \end{aligned}$$

Recuerde: $\text{PFN} = \text{Deuda} - \text{Activos financieros}$ y

$$\begin{aligned} \text{PFN}_{t+1} &= \text{PFN}_t - \text{FEA} + \text{GFN} \\ \text{FEA} &= \text{GFN} - \Delta \text{PFN} \text{ y} \end{aligned}$$

$$\Delta \text{AON} = \Delta \text{E} + \Delta \text{PFN}$$

$$\Delta \text{PFN} = \Delta \text{AON} - \Delta \text{E}$$

Entonces:

$$FEA = GFN - \Delta AON + \Delta E$$

Sabemos que

$$D = UN - \Delta E$$

Por lo tanto

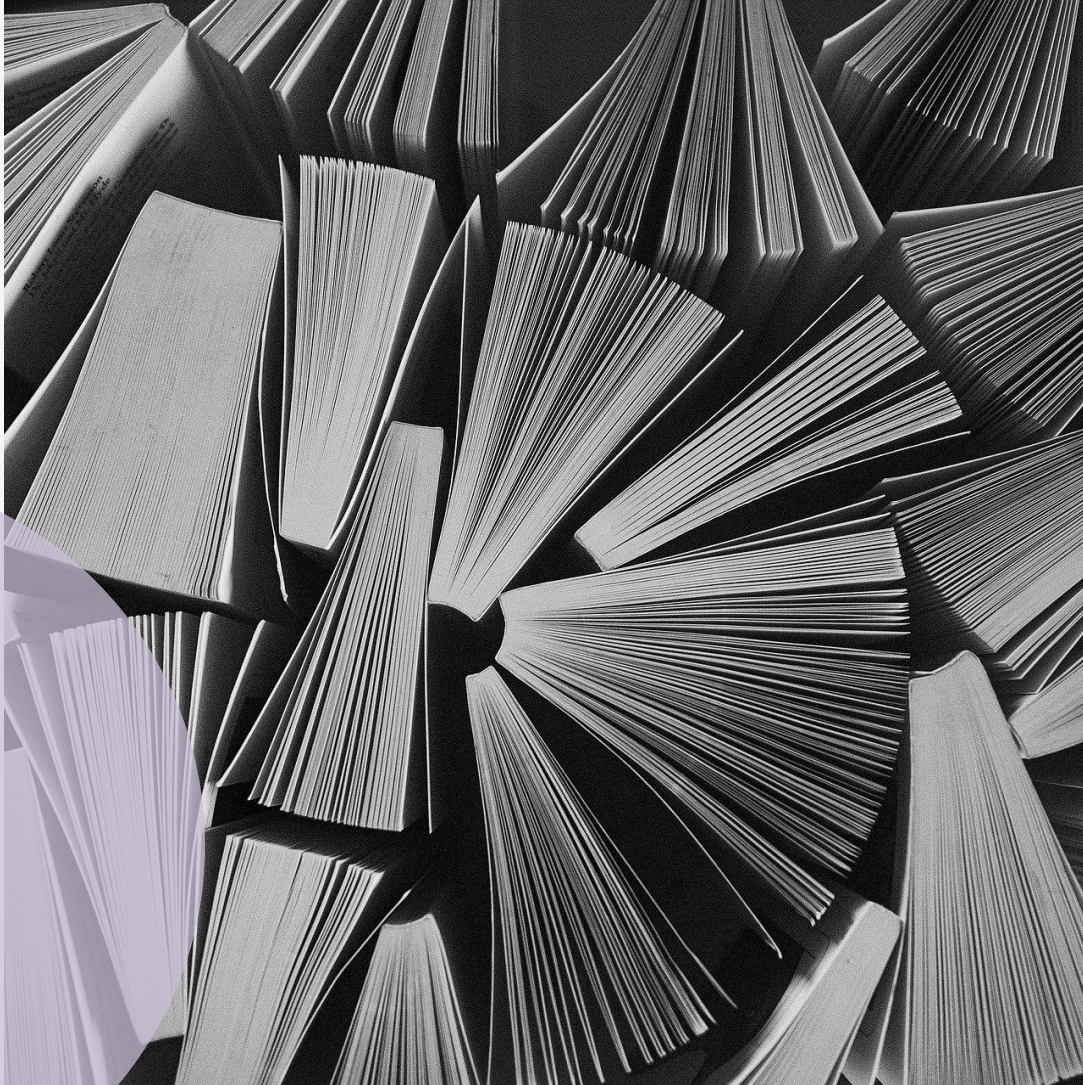
$$FEL = UN - \Delta E + GFN - \Delta AON + \Delta E$$

$$= UN + GFN - \Delta AON$$

$$= UO - \Delta AON$$

$$\mathbf{FEL = UO - \Delta AON}$$





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