



Creación de valor y su medición.

Ernesto A. Barugel

ebarugel@cema.edu.ar

V 04

No part of this presentation may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means – electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise – without the permission of Prof. Barugel.

This document provides an outline of a presentation and is incomplete without the accompanying oral commentary and discussion.

Las Finanzas Corporativas

- Decisiones de Inversión
(Evaluación de Proyectos)
- Decisiones de Financiamiento
(Estructura de Capital)
- Objetivo: Crear Valor.

Concepto Crítico

**La decisión de
invertir
es distinta
de la decisión de
financiar**

DOS DECISIONES IMPORTANTES:

En qué activos invertir y cómo financiar la inversión

Decisión de Invertir

Objetivo: Obtener activos que *valgan* más de lo que cuestan.

Pregunta: ¿Qué cartera de activos es la más conveniente?

Decisión de Financiar

Objetivo: Obtener pasivos que *valgan* menos de lo que cuestan.

Pregunta: ¿Qué estructura de capital es la más conveniente?

OBJETIVOS DE LA VALUACIÓN

1. RECOMENDACIÓN DE BUY/SELL/HOLD.
2. FUSIONES Y ADQUISICIONES.
3. TRANSFERENCIAS ENTRE SOCIOS.
4. **MANAGEMENT**

(VALUE – BASED MANAGEMENT)

WHY VALUE VALUE

**LOS GERENTES DEBEN MEDIR,
CREAR Y ADMINISTRAR EL
VALOR DE SUS COMPANÍAS**

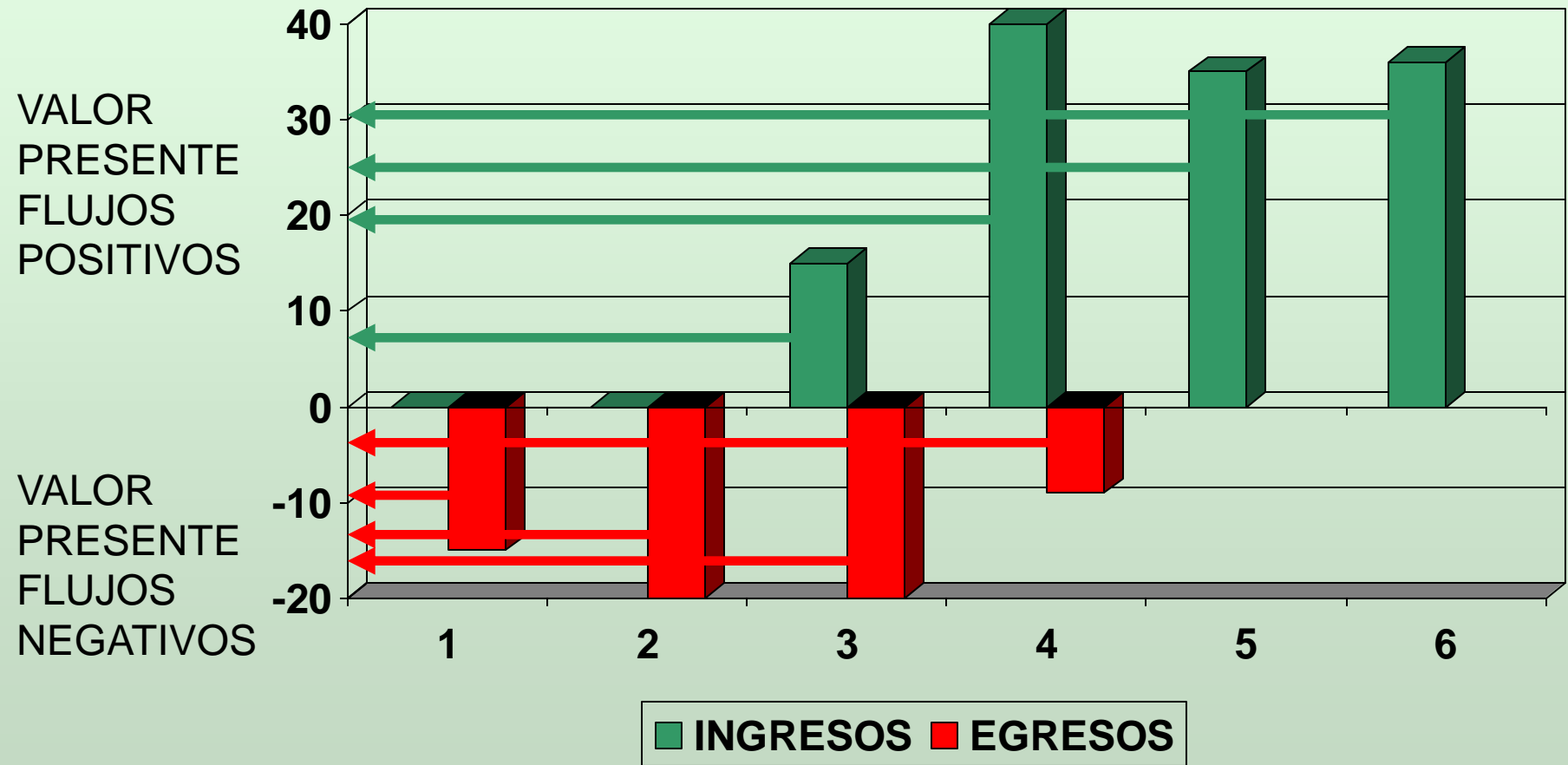
**LA VALUACIÓN COMO
HERRAMIENTA DEL PROCESO DE
TOMA DE DECISIONES**

Teoría de Valor

- El valor lo provee el mercado (si existe liquidez).
- Teoría de Valor:
$$VPN = -CF_0 + \frac{E(CF_1)}{r}$$
- r = Costo de oportunidad del Capital.
Modelos de equilibrio.

Valor Presente de Flujos Futuros

DCF



Concepción del DCF

Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.

Merton H. Miller and Franco Modigliani

Journal of Business

*The Graduate School of Business of the University of
Chicago.*

VOL. XXXIV October 1961 No. 4

POR QUÉ EL DCF

1. ES LA ÚNICA MEDIDA QUE REQUIERE INFORMACIÓN COMPLETA.
2. PARA ENTENDER LA CREACIÓN DE VALOR DEBEMOS USAR UN PUNTO DE VISTA DE LARGO PLAZO.
3. INCORPORA LOS PARÁMETROS CLAVE DE LA VALUACIÓN: INVERSIÓN Y RIESGO.
4. COHERENCIA ENTRE LOS ESTADOS PATRIMONIALES Y LOS RESULTADOS.

WHY VALUE VALUE

1. ES LA MEJOR MEDIDA DE PERFORMANCE CONOCIDA
2. AL MAXIMIZAR EL VALOR PARA LOS ACCIONISTAS SE MAXIMIZA EL INTERÉS DEL RESTO DE LOS STAKEHOLDERS
3. AQUELLAS COMPAÑÍAS QUE NO TIENEN BUENA PERFORMANCE VERÁN COMO EL CAPITAL FLUYE HACIA SUS COMPETIDORES.

FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

BASIC BUILDING BLOCKS

1. EL CASH FLOW ANUAL

La suma de los cash flows “pagados a “ o “recibidos de “ todos los proveedores de capital

2. LA TASA DE DESCUENTO

Ajustada por riesgo.

DOS VALORES CLAVE EN LA FORMACIÓN DEL CASH FLOW

- **EL RETORNO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)
(CASH COWS)**

- 2. **LA TASA DE CRECIMIENTOS (g) DE LAS VENTAS Y GANANCIAS
(GROWTH STOCKS)**

EL RETORNO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)

TIENE DOS COMPONENTES:

- 1. EL RETORNO SOBRE LAS VENTAS.**
- 2. LA ROTACIÓN DEL CAPITAL.**

EL RETORNO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO (ROIC)

$$\frac{\text{GANANCIAS}}{\cancel{\text{VENTAS}}} \times \frac{\cancel{\text{VENTAS}}}{\text{CAPITAL INVERTIDO}}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{GANANCIAS}}{\text{CAPITAL INVERTIDO}}$$

¿Sabe qué es lo que diferencia a los directores ejecutivos de éxito de los demás ?

Que tienen en cuenta tanto el margen como la velocidad de rotación.

Este enfoque dual constituye la piedra central de la visión de los negocios.

Ram Charan

EL PATRÓN DE CRECIMIENTOS (g) ES CRUCIAL

Tasa de crecimiento (g)

Igual a:

Retorno sobre nuevo capital invertido

X

Tasa de inversión.

EL CRECIMIENTO

**LA TASA DE CRECIMIENTO (g) ES
FUNDAMENTO IMPORTANTÍSIMO
DEL VALOR.**

PERO ATENCIÓN

LAS EMPRESAS SOLO CREAN
VALOR A TRAVÉS DEL
CRECIMIENTO CUANDO EL
RETORNO SOBRE EL CAPITAL
INVERTIDO ES SUPERIOR AL COSTO
PROMEDIO DE CAPITAL.

RETORNO SOBRE EL CAPITAL (ROIC) Y CRECIMIENTO (g) DETERMINAN EL VALOR

UN EJEMPLO:

WACC = 10%

**Crecimiento
anual de
ganancias
operativas**

ROIC

7.5%

10.0%

12.5%

15.0%

20.0%

3.0%

887

1000

1068

1113

1170

6.0%

706

1000

1177

1295

1442

9.0%

410

1000

1354

1591

1886

PARA INCREMENTAR SU VALOR UNA EMPRESA DEBE:

- Incrementar el nivel de ganancias que obtiene con el **capital** existente.
- Incrementar los retornos sobre el nuevo **capital** invertido. ($VAN > 0$)
- Incrementar la Tasa de Crecimiento (si $ROIC > WACC$)
- Reducir el costo de **capital**.

¿Cómo mido la creación de valor?

Primera aproximación: Valor dos veces.

$DCF_1 - DCF_0 =$ Valor
creado entre $t=0$ y $t=1$

DCF en
 $t=0$

$t=0$

 $t=1$

DCF en $t=1$

¿Cuánto valor
se ha creado?

El EVA[©] como medida de creación de valor.

$$ROIC = \frac{Utilidad}{Ventas} \times \frac{Ventas}{Capital} = \frac{Utilidad}{Capital}$$

**Condición necesaria para crear valor:
ROIC > WACC → (ROIC – WACC) > 0**

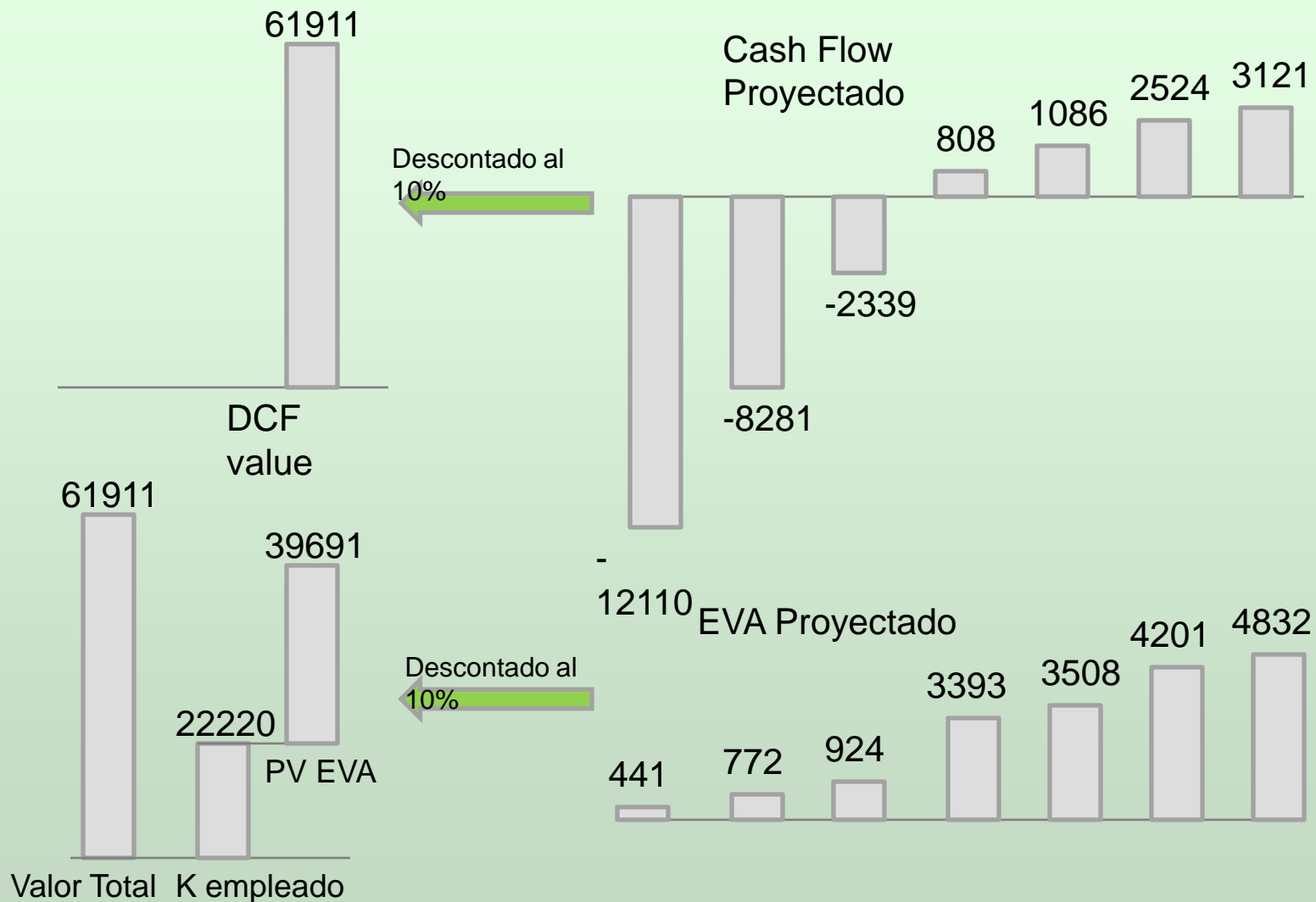
**Valor Económico Agregado o EVA[©] =
= (ROIC – WACC) x K**

El EVA[©] como medida de creación de valor.

$$\begin{aligned} \text{EVA}^{\text{©}} &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{K} = \\ &= (\text{ROIC} \times \text{K} - \text{WACC} \times \text{K}) = \\ &= (\text{UTIL}/\text{K} \times \text{K} - \text{WACC} \times \text{K}) = \end{aligned}$$

$$= \text{UTIL} - \text{WACC} \times \text{K}$$

La equivalencia entre el DCF y el EVA[©].



La equivalencia entre el DCF y el EVA[©].

$$DCF = K + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t}$$

Fin.

¡Gracias!

Bibliografía

- Barugel, E. *Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar. Una arquitectura de organización orientada a la supervivencia de la Empresa Familiar*. Documento de Trabajo 480. Universidad del CEMA, Febrero de 2012.
- Bennett Stewart III, G. *The Quest for Value*, Stern Stewart & Co. 1999.
- Brickley, J., Smith, C. and Zimmerman, J., *Economía Empresarial y Arquitectura de la Organización*. Tercera Edición. Mc Graw Hill. 2005.
- Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, Inc. Third Edition
- Koller, T., Dobbs, R. and Huyett, B. *Value. The Four Cornerstones of Corporate Finance*. McKinsey & Company, Inc. 2010.
- Lopez Dumrauf, G. *Finanzas Corporativas*. 2da. Edición. Alfaomega. 2010.
- Young, D. and O'Byrne, S., *EVA and Value-Based Management*. Mc. Graw-Hill, 2001.