

GERENCIAMIENTO BASADO EN EL VALOR: TRANSFORMANDO LA CULTURA EMPRESARIAL.

MBA. Enrique Armendáriz Lasso

Docente Universidad Estatal de Milagro
Docente Universidad de Guayaquil
enriquearmendarizl@gmail.com

MBA. Marco Suraty Molestina

Decano de la Facultad de Ciencias Administrativas
Universidad de Guayaquil
suramole2@hotmail.com

MAE. Washington Guevara Piedra

Decano Unidad Académica de Ciencias Administrativas y Comerciales
Universidad Estatal de Milagro
wguevarap@unemi.edu.ec

MSc. José Alberto Díaz Montenegro

Docente Unidad Académica de Ciencias Administrativas y Comerciales
Universidad Estatal de Milagro
josealdiaz22@hotmail.com

RESUMEN

La gestión basada en el valor es una teoría financiera de gran interés en los últimos años, es un enfoque nuevo para mejorar el desempeño de la empresa y aumentar los rendimientos empresariales. Se habla de trabajo en equipo, kaizen, empowerment, calidad total, downsizing, etc. se identificó que la causa principal de los fracasos fueron las metas de desempeño no claras y no alineados con los objetivos principales de la empresa. Value Based Management confronta este problema y lo analiza, explica sus resultados con medidas precisas de creación de valor “stakeholder”, sustituye la visión de corto plazo por largo plazo, se deben preocupar por estrategias para crear valor y devolverles a los accionistas el dinero en forma de dividendos.

Palabras Clave

Gerencia de valor, crear valor, accionistas, estrategias, dividendos.

ABSTRACT

The value-based management is a financial theory of great interest in recent years, is a new approach to improve business performance and increase business performance. There is talk of teamwork, kaizen, empowerment, total quality, downsizing, etc. were identified as the main cause of the failures were not clear performance goals and objectives aligned with the core business. Value Based Management confronts this problem and analyze it, explain their results with accurate measures of value creation “stakeholder”, replacing the short-term vision of long-term, you should worry about strategies to create value and to return money to shareholders in form of dividends.

Keywords

Management of value, creating value, shareholders, strategies, dividends.

INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, las finanzas y la contabilidad de gestión enfrenta desafíos cada vez mayores debiendo adoptar nuevos enfoques, diseñando diferentes puntos de vista para adaptarse a los cambios en el entorno económico-financiero y para corregir ineficiencias percibidas en las estructuras de control. Este artículo explica lo que los Presidentes Ejecutivos de la Junta de Directores (CEO's) hacen, o deberían hacer, si quieren enfrentar exitosamente las fuerzas de un mercado competitivo, el objetivo es crear valor para los accionistas de la empresa a través de un importante proceso de toma de decisiones financieras estratégicas adecuadas en un escenario altamente volátil y globalizado. Las nuevas tendencias administrativas impulsaron el desarrollo de la misión, visión, estrategias competitivas que permiten a las empresas diseñar adecuadamente su perspectiva financiera de adonde quieren llegar. Lo cual significa que los desafíos y oportunidades que las empresas enfrentan ahora son considerables, es decir, debemos diseñar y experimentar con una estrategia empresarial global que nos de dirección y que los gerentes en ejercicio puedan interpretar fácilmente, como por ejemplo: la competencia, los precios, el mercado, los acreedores, los accionistas. En síntesis mejor servicio y atención al cliente, maximizar la eficiencia, diseñar mejores productos y beneficiarse de una mayor rentabilidad. En la década del 90 aparecieron diferentes modelos de gestión financiera que se estudian en cursos regulares de administración de negocios, entre

ellos: ABC, ABM y ABB (Costeo Basado en Actividades, Gerenciamiento Basado en Actividades, Gerenciamiento Basado en la Presupuestación por Actividades), BPR (Proceso de reingeniería de negocios) y BSC (Cuadro de Mando Integral). Cada vez más las empresas que aplican el Gerenciamiento del Valor (VBM) se distinguen porque la creación de valor relaciona (1) la estrategia de la compañía, (2) las decisiones de operación y (3) su efecto sobre la rentabilidad para los accionistas.

La justificación de este trabajo es estudiar la brecha de percepción de la literatura con respecto a una visión general de la gerencia de valor, se utiliza el modelo originalmente formulado por Brigham & Daves (2007). El objetivo de este trabajo es introducir al lector en el modelo de valuación de empresas que es la culminación de toda la evolución del management (gestión eficiente) cubierta hasta el momento, ya que reúne estados financieros, flujos de efectivo, proyecciones financieras, el menú valor del dinero a través del tiempo (VDT), el riesgo y el costo del capital. En la actualidad las empresas usan el modelo de gestión (VBM) para orientar sus decisiones, mediante el empleo sistemático de la valoración empresarial.

1. Definición del problema

El enfoque tradicional de los Chief Executive Officer (CEO's) para definir: ¿Cuánto vale un negocio? ha sido el de cuantificar los activos que posee la empresa, es decir, se debe incluir los activos intangibles, estos bienes económicos en la práctica son difíciles de definir, como por ejemplo: el logotipo de la empresa con la que se identifica en el mercado para sus consumidores, la marca registrada que es un símbolo reconocido con iconos™, M.R. o ® que identifica uno o más productos comerciales o servicios y/o también una lista de clientes potenciales que podrían convertirse en compradores, consumidores de nuestros productos/servicios, son considerados potenciales compradores a futuro porque tienen el perfil adecuado y disponen de los recursos económicos. Brigham & Daves, 2007 plantean cómo los gerentes deben evaluar los efectos de las diferentes alternativas de valor para sus empresas. Significa que al pronosticar los estados financieros se diseñaran diferentes escenarios y estrategias, encontrando el valor presente de los flujos de caja futuros, de cada estrategia y elegir la que ofrece el valor máximo y cumplir con los objetivos de la empresa en el largo plazo. El valor de una empresa es igual a la suma de sus infinitos flujos de caja descontados por el costo del capital. La tasa de descuento o costo de capital debe reflejar el costo de oportunidad de hacer un proyecto de similares riesgos. La tasa a utilizar se denomina: WACC (Weighted Average Cost of Capital). El WACC se calcula ponderando el costo del Patrimonio (E) (K_e) y el costo de la deuda (D) (K_d) por su peso relativo (E y D, respectivamente) dentro de la estructura de capital de la compañía. Matemáticamente se puede expresar así:

$$WACC = K_d \times \frac{D}{D + E} \times (1 - t) + K_e \times \frac{E}{D + E}$$

- K_d = Costo de la Deuda
- D = Valor de la Deuda
- t = Tasa Impositiva
- K_e = Rentabilidad del Accionista
- E = Valor del Patrimonio

Debemos recordar que el FCF es el resultado del rendimiento financiero de la caja de la empresa (flujo operativo menos los gastos de capital) y representa el dinero que en realidad está disponible para su distribución a: inversionistas, incluyendo los accionistas, los tenedores de bonos y los accionistas preferentes. Una de las mayores contribuciones a la teoría del management fue desarrollada en los años 80, y desde ese momento ha continuado evolucionando. Esta contribución se basa en dos principios básicos: las compañías exitosas son aquellas que crean valor en el largo plazo; el proceso de toma de decisión debe estar diseñado para que los empleados piensen y actúen como empresarios.

Las finanzas en los años 1.960 y 1.970 se enfocaron fundamentalmente en el concepto de margen financiero y, “los indicadores de gestión de aquellos días eran los rendimientos obtenidos en la utilidad de operación y la utilidad neta después de impuestos” (Helfert, 1998, p. 8) que se expresaban en puntos porcentuales al contrastarse con las ventas. La idea era que si los resultados eran suficientemente altos, se consideraban relevantes y se decía que la empresa había crecido. Anteriormente, fue mencionado que es necesario analizar los conceptos de eficacia y eficiencia financiera que indica la capacidad del equipo directivo para mantener bajo los costos generales. En la década de 1980 ya se orientaban las empresas a moldear la gestión de los activos y la gestión del crecimiento, pocas empresas en esta época estaban familiarizadas con el capital de riesgo un componente importante en la financiación cuyo objetivo le permite al CEO’s asegurar a una compañía un financiamiento a largo plazo acorde a la estructura de mercado, los procesos y las condiciones del capital privado. En los años 1990 la base de los activos adquirió mucha importancia, es decir, la característica inequívoca es utilizar provechosamente la capacidad productiva instalada (activos productivos) al máximo y justificar su uso cada momento. Históricamente, el ROE ha sido el indicador por excelencia ya que el mismo se puede descomponer en varios factores para comprender y analizar sus resultados, esto involucra al margen de beneficio, la rotación de los activos y los ratios de apalancamiento. Es importante entender que cada empresa utiliza recursos financieros para obtener utilidades. Las utilidades retenidas no representan excedentes de efectivo, por el contrario, estas cifras representan lo que una empresa hizo con sus utilidades (lo que la empresa ha reinvertido en el negocio desde el inicio y la política de dividendos). En última instancia, las utilidades acumuladas reflejan la decisión de los accionistas de reinvertir las ganancias

o pagar un dividendo de mayor valor, el análisis es del valor de lo que cada acción genera vs el precio de la acción en el mercado, estas cifras indican la eficiencia en la utilización de recursos propios y de terceros. Uno de los temas comunes de los diversos enfoques introducidos por los consultores de gestión, basada en el valor (VBM), es que el flujo de caja sirve para establecer el enlace deseado para la valoración del mercado de valores, y por lo tanto muchos ajustes a los resultados financieros son necesarios adoptar para convertirlos en una base de flujo de efectivo. El FC, Flujo de caja libre se deriva de ajustes que eliminan los efectos de las asignaciones contables más importantes, (tales como la depreciación, las utilidades) y de los cambios en la base de activos necesarios para llevar a cabo el negocio. El FCF es uno de los conceptos clave en la valoración de las empresas. Los indicadores financieros tradicionales de la contabilidad no pueden explicar, ni permiten calcular, ni estimar la riqueza de los accionistas tomando en consideración el riesgo. El free cash flow proporciona un marco adecuado para evaluar tanto el tiempo (valores presentes de los flujos de caja) como los riesgos asociados a diversas estrategias de financiación e inversión. Los vínculos entre el flujo de caja y todos los componentes genéricos de una empresa, fundamentados en el know-how, esta habilidad distintiva abarca los procesos para crear, administrar y medir el valor. Los CEO's para contribuir a la creación de valor deben difundir el "core competences" que implica crear una cartera de competencias básicas que faciliten: el acceso a una amplia variedad de mercados, contribuir significativamente a los beneficios del producto final y será difícil para los competidores poder imitar su core competences. Los mercados financieros y los accionistas esperan que la compañía proporcione una visión de la rentabilidad de la empresa y el rendimiento esperado, sin embargo, hay empresas que tienen un enfoque que involucra la toma de decisiones relacionadas con la planificación de las actividades, la realización de nuevas inversiones, y la selección de fuentes de financiamiento requeridas. Una cuestión clave en esta discusión es la calidad de la gestión. El modelo de gestión basada en el valor (VBM) se ha convertido en una filosofía que orienta y gobierna las decisiones estratégicas de los gerentes y ejecutivos obligándolos a crear valor para todas las partes interesadas. La Figura 4 no pierde de vista que para hablar de crear valor o de gerenciar valor, se debe dirigir a la organización a través de una estrategia, una estructura y procesos claves que armen a una empresa con proyectos que generen un valor presente neto positivo y por lo tanto promueve la eficiencia en la asignación de los recursos escasos. Ross, Westerfield y Jordan (2002) señalan que:

Las decisiones financieras tienen importancia trascendental para el mundo empresarial, porque debido a la calidad de las decisiones, más que a factores externos depende el éxito o fracaso de una empresa. Esto implica que el dueño o administrador no solamente va asignar los recursos para las inversiones, también determina los medios que la empresa ha de utilizar para financiar sus inversiones.

La gestión financiera es un aspecto que constituye una condición ineludible para el logro del Core Business (alma del negocio). Esto demanda la elección de mercados meta y un apropiado establecimiento de precios y políticas de servicio que deben ser competitivas desde el punto de vista de las necesidades de los consumidores y al mercado que se sirve. Finalmente, las decisiones de financiamiento buscan las óptimas combinaciones de fuentes para financiar las inversiones. La planeación financiera estratégica en las áreas mencionadas anteriormente, conduce al proceso de creación de valor. Estas competencias básicas son las que dan a una compañía una o más ventajas competitivas, en la creación y entrega de valor a sus clientes. También llamadas capacidades básicas o Core Competencias (competencias distintivas). (Figura 4).

2. Problema de la investigación

¿Cómo y qué aprendemos de gerenciar una empresa que ha implementado el concepto de gerencia del valor?

3. Objetivo de la investigación

El objetivo principal de esta investigación es descubrir y exponer un modelo cuyo paradigma se centra en aumentar el valor creado, la herramienta aplicada proporciona una base para analizar las operaciones de la empresa y mejorar la rentabilidad. También se focaliza en el valor en lugar del costo y busca la optimización global. En este trabajo, se introduce como criterio principal la estimación del rendimiento y los métodos con los cuales se debe cuantificar un negocio, queda claro entonces que el objetivo más importante para las empresas es maximizar su valor total el cual puede ser realizado “creando valor” en toda la empresa. Se juzga entonces, que el desempeño de la compañía se define en términos de crear valor para todos los interesados: accionistas, acreedores, empleados, proveedores, comunidad local y otros.

4. Revisión de la literatura

En los últimos años, se ha ampliado la literatura financiera para calcular el valor de una empresa y el valor del patrimonio. Copeland, Koller y Murrin (1990,1994, 2000), Rappaport (1988, 1998), Stewart (1991), y Hackel y Livnat (1992) fueron pioneros en el uso del modelo del flujo de caja libre de la empresa, que es ampliamente empleado para obtener el valor de la empresa.

“La creación de valor como criterio para tomar decisiones ha estado presente en las empresas desde siempre” Bausch, Hunoldt, y Matysiak, (2012) la Gerencia Financiera adopta este principio en la proyección de sus inversiones, actualmente “la Gestión Basada en el Valor (VBM) proporciona a los administradores las herramientas y técnicas de apoyo, para el desarrollo e implementación de estrategias de creación de valor” Thomas

y Gup (2010), esto es lo que demuestra este artículo, y está resumido en una frase de uno de los especialistas más importantes del mundo en Value Based Management (VBM) y en EVA® (Economic Value Added), el Dr. Alfred Rappaport en su libro “Creating shareholder value: A Guide For Managers And Investors” “The profit is an opinion, the value is a fact” (la ganancia es una opinión, el valor es un hecho real”). (Rappaport, 1998, p. 112) sostiene que las medidas de desempeño basadas en la contabilidad, como la utilidad neta, retorno de la inversión (ROI) y rentabilidad sobre recursos propios (ROE) son medidas inadecuadas para evaluar la creación de valor para los accionistas (Rappaport, 1986, p.45).

La creación de valor en el tiempo está identificada claramente con el siguiente indicador:

“(ROIC - WACC > 0). Si $ROIC > WACC$ la empresa aumentará su valor porque generará más flujo de caja del requerido por todos los que aportaron capital; si $ROIC < WACC$ la empresa reducirá su valor porque generará menos flujo de caja del requerido por todos los que aportaron capital y si $ROIC = WACC$ la empresa no modificará su valor porque generará exactamente el flujo de caja requerido por todos los que aportaron capital”. (Fernández, 2002, p. 111)

Una visión más general puede desarrollarse alineando la relación del valor creado con los denominados inductores de valor (value drivers). Según Rappaport (1998) dichos inductores son los siguientes:

- 1) El crecimiento en las ventas
- 2) El margen de beneficio operativo
- 3) La tasa de impuestos sobre beneficios
- 4) La inversión en activos fijos
- 5) La inversión en capital de trabajo
- 6) El coste de capital
- 7) El período de ventaja competitiva o duración del crecimiento de valor

Estos siete indicadores del management deberían guiar las decisiones operativas, de inversión y de financiamiento de la empresa, las cuales generarán un determinado valor y deben de entenderse como catalizadores de la toma de decisiones y a su vez explican el desempeño de la empresa, siendo el resultado final alguna medida del valor creado, por ejemplo: valor para el accionista, precio de la acción, etc.

5. Manejando la creación de valor

Obsérvese en la figura 5 que el CRECIMIENTO está colegido en los value driver 4 - 5 y 6; la RENTABILIDAD deducido en los value driver 1 - 2 y 3 ($ROIC - WACC > 0$). ROIC es el $EBIT \times (1 - T) / \text{Capital Invertido}$; en el cual capital invertido es $AF + NOF$; y finalmente el indicador de

CREACIÓN DE VALOR está interpretado en el value driver 7. (Morin y Jarrell, 2001, p.307). El Value Based Management es un modelo que permite aplicar estrategias destinadas a la creación de valor, las cuales deben contemplar todos los elementos necesarios, para conseguir que el accionista perciba realmente una generación de riqueza en la empresa. Ciertamente, que la rentabilidad de la empresa debe ser el objetivo de la misma, pero dentro de este enfoque existen más actores, como por ejemplo los denominados -stakeholders-, como los propios empleados, clientes, proveedores y el resto de la sociedad. Por lo tanto toda empresa que tenga su gestión focalizada en la creación del valor debe contemplar este entorno. La relación entre el valor de mercado de los instrumentos financieros de la empresa y el valor en libros, habilita a las empresas para que acudan a los mercados financieros o de capitales para captar dinero para sus proyectos. ¿Cómo los mercados logran determinar qué empresa es la más eficaz? Una respuesta evidente se descifra en los indicadores (value drivers) que son la clave para determinar la eficacia empresarial. El valor creado, como idea, permite determinar claramente qué empresa es la más eficaz, ya que determina un modelo económico, orientado a buscar actividades o proyectos que generen valor real para el accionista, es decir conseguir desarrollar actividades donde realmente la empresa sea competitiva. Consecuentemente, es necesario desarrollar estrategias empresariales enfocadas a la creación de valor, para que las empresas logren retribuir al accionista un dividendo rentable. El Value Based Management es un proceso continuo, se inicia con la planificación estratégica para lograr ventajas competitivas, que producen un crecimiento superior en beneficios económicos y valiosos retornos para los accionistas. En la literatura financiera se utilizan cuatro mediciones para establecer el rendimiento de una empresa:

1. El flujo de caja descontado (DCF)
2. El retorno para los accionistas (RTS)
3. El beneficio económico (EP) o (EVA)
4. La relación entre el valor de mercado de instrumentos financieros de la empresa y el valor contable de los activos de la empresa (MVA)

6. La revolución del Value Based Management (VBM)

“Los sistemas integrados del gerenciamiento basado en el valor, influyen la estrategia, estructura, procesos, técnicas analíticas y las medidas de desempeño de una empresa” (Rappaport, 1998, p.56). Las áreas más importantes en que se debe aplicar, incluyen estrategias para Fusiones & Adquisiciones y la medición del desempeño. En su libro Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholders Revolution (Martin and Petty, 2000), identificaron diferentes dificultades que pueden producirse si el rendimiento y la creación del valor se mide mediante indicadores contables, entre ellas:

1. Al calcular los flujos netos de efectivo hay varios ajustes a la utilidad contable que deben efectuarse

2. La información contable no refleja el riesgo. La medición del riesgo es muy fundamental en el cálculo del valor creado
3. La información contable no refleja el costo de capital relacionado con los inversores (costo de oportunidad de capital). Esto es un ingrediente crítico. Así, dependiendo de risk-free rate (tasa libre de riesgo) y el market risk premium (prima de riesgo del mercado) requieren un nivel adecuado de retorno de la inversión de capital
4. El valor del dinero a través del tiempo (VDT) no está representado en los resultados contables

7. Operando y transformando la creación de valor

El Value Based Management abarca tres elementos claves:

1. Creación de Valor.
2. Medición de Valor.
3. Gestión de Valor

Por lo tanto, el Value Based Management tiene la intención de enseñar a los CEO's ¿Cómo? ¿Cuándo? y ¿Dónde? exactamente en la empresa se crea y/o se destruye valor. Value Based Management es una combinación de creencias, principios y procesos, que efectivamente alineados permiten a la empresa tener éxito en la batalla contra la competencia. De modo que, la gestión basada en el valor focaliza la creación de valor para los accionistas, en el centro del dogma de la compañía. El término “drivers” (inductores/conductores), describe las decisiones y acciones que tienen el efecto de crear el movimiento hacia el objetivo deseado. En el caso de Value Based Management, los objetivos son la satisfacción de las necesidades de los interesados (accionistas, clientes, proveedores de capital, etc.) que se han descrito anteriormente, combinadas con las exigencias de la estrategia corporativa. El éxito en la organización se alcanza cuando las metas se convierten en logros cuantificables, es decir, establecidas las metas y definidos los resultados, la empresa puede analizar multidimensionalmente el desarrollo de la organización y cada trabajador debe esforzarse para adquirir un rendimiento completo y equilibrado.

8. Resultados y discusión

Para demostrar la teoría Value Based Management se aplica y adapta el modelo originalmente formulado por Brigham & Daves (2007: 355-374) para explicar Value Based Management. El presente ejercicio Value Based Management se ha dividido en:

1. Activos que una compañía posee y son:
 - a. Activos tangibles como: terreno, edificios, maquinaria e inventarios
 - b. Activos financieros y no financieros

DATOS DE ENTRADA

Tasa crecimiento Ventas, Años 1-3	20,00%
Crecimiento Ventas despues Año 3	5,40%
Costos operativos/Ventas	90%
Activos corrientes/Ventas	35%
Activos fijos/Ventas	35%
CxP & DxP/Ventas	15%
Tasa de Impuestos	40%
WACC	10,30%

DATOS DE ENTRADA

P/E Ratio	12,70
Payout Ratio	53%
WACC	10,30%

Resultados obtenidos:

Precio Basado en:	
DCF	\$ 15,10
P/E	\$ 15,24

PERDIDAS Y GANANCIAS

	Actual		Proyección		
	2011	2012	2013	2014	2015
Tasa de Crecimiento de las Ventas		20%	20%	20%	5%
Ventas	\$200,00	\$240,00	\$288,00	\$345,60	\$364,26
Costos Op.	180,00	216,00	259,20	311,04	327,83
EBIT	\$ 20,00	\$ 24,00	\$ 28,80	\$ 34,56	\$ 36,43
Impuestos	8,00	9,60	11,52	13,82	14,57
Utilidad Neta	\$ 12,00	\$ 14,40	\$ 17,28	\$ 20,74	\$ 21,86
Dividendos	6,36	7,63	9,16	10,99	11,59
Ganancias Retenidas	\$ 5,64	\$ 6,77	\$ 8,12	\$ 9,75	\$ 10,27

BALANCE GENERAL

	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	\$70,00	\$ 84,00	\$ 100,80	\$ 120,96	\$ 127,49
Activos fijos	70,00	84,00	100,80	120,96	127,49
Total Activos	\$140,00	\$168,00	\$201,60	\$241,92	\$254,98
Pas. Corr. (A/P)	\$ 30,00	\$ 36,00	\$ 43,20	\$ 51,84	\$ 54,64
Acciones comunes	\$ 60,00	\$ 75,23	\$ 93,51	\$ 115,44	\$ 115,44
Utilidades Retenidas	50,00	56,77	64,89	74,64	84,91
Capital	\$ 110,00	\$ 132,00	\$ 158,40	\$ 190,08	\$ 200,35
Pas+Patr.	\$ 140,00	\$ 168,00	\$ 201,60	\$ 241,92	\$ 254,99

FAN

	2011	2012	2013	2014	2015
Requerimientos de Activos		168,00	201,60	241,92	254,98
Pasiv. & Patrim con/sin FAN		152,77	183,32	219,99	254,99
FAN		\$15,23	\$18,28	\$21,93	-\$0,01
Nuevas acciones comunes		\$15,23	\$18,28	\$21,93	-\$0,01
Nuevas acciones emitidas		0,99934	1,10	1,21	0,00
Acciones en circulación	10,00	10,999340	12,10	13,31	13,31
EPS	\$1,20	\$1,31	\$1,43	\$1,56	\$1,64
DPS	\$0,64	\$0,69	\$0,76	\$0,83	\$0,87
P/E Ratio	12,70	12,70	12,70	12,70	12,70
Precio de la Acción (EPS*P/E)	\$15,24	\$16,64	\$18,16	\$19,81	\$20,83

Valor de las Operaciones

	2012	2013	2014	
Dividendos & Valor Terminal:	\$0,69	\$0,76	\$18,59	=dividendo en el año 2013 mas el precio de ese año.

Calculo c/DCF	\$15,10
---------------	---------

	2012	2013	2014	2015
NOPAT	\$14,40	\$17,28	\$20,74	\$21,86
Menos: cambio en A.C.:	-14,00	-16,80	-20,16	-6,53
Menos: cambio en A.F.:	-14,00	-16,80	-20,16	-6,53
Mas: cambio en P.C.:	-6,00	-7,20	-8,64	-2,80

FCF:	-20	-24	-28	6
------	-----	-----	-----	---

Valor Terminal - V ₂₀₁₅				122,45
------------------------------------	--	--	--	--------

Linea tiempo-valor Cash flow	-20	-24	-28	128
------------------------------	-----	-----	-----	-----

Valor Operaciones:	\$28,65
--------------------	---------

Cálculos EVA & MVA

EVA = EBIT(1-I) - WACC =	\$14,40	-	\$13,60	=	\$0,80
--------------------------	---------	---	---------	---	--------

MVA = Valor de Mercado - Valor en Libros =	\$28,70	-	\$92,77	=	-\$64,07
--	---------	---	---------	---	----------

Se observa en la proyección, en base al precio de la acción \$ 15,24, el EVA asciende a \$ 0,80, y el valor de las operaciones de la firma totaliza \$28,65, lo cual permite observar un crecimiento en la empresa, apoyado en los direccionadores de valor (value drivers): (Brigham y Daves, 2007, p. 286)

g	=	Crecimiento en ventas
Utilidad Operativa	=	NOPAT/Ventas
Requerimientos de Capital	=	Capital operativo/Ventas
WACC	=	Costo de Capital

¿Cómo estos direccionadores de valor afectan a la empresa? Generalmente de manera positiva, el crecimiento en ventas no siempre tiene un efecto positivo, el resultado puede ser negativo si el crecimiento requiere de una gran capital y podría ser que el costo de ese capital sea alto. La utilidad operativa se encarga de medir la utilidad después de impuestos por cada dólar de ventas, esto por lo general siempre tiene un efecto positivo, el resultado mientras más alto será mejor. Los requerimientos de capital miden la cantidad de recursos de operación necesaria para generar un dólar de ventas, si necesitamos menos recursos de operación, es preferible, ya que un bajo requisito de fondos significa que la empresa está en condiciones de generar nuevas ventas, con un mínimo de capital nuevo. El WACC mientras más bajo, mejor y por ende mayor será el valor de la empresa. El Valor de Mercado Agregado (MVA) mejorará si la rentabilidad de operación aumenta, si disminuyen los requerimientos de capital disminuirá el WACC. El ejercicio muestra una paradoja financiera en este caso se ha destruido valor en (\$64,07), el Market Value Added (MVA) traduce el resultado de la gestión gerencial, este indicador se basa en una comparación de la inversión de capital con el valor de mercado del capital. La estrategia a seguir debe ser incrementar el EVA. Brigham y Daves (2007) explican: Es importante entender que un aumento en el crecimiento no necesariamente aumentará el valor, la utilidad operativa puede ser positiva, pero si los requerimientos de capital son bastantes altos, significa que una gran porción del capital nuevo va a apoyar un incremento en las ventas, el resultado neto será una disminución en el MVA

9. Aporte significativo del análisis

La identificación de oportunidades para la puesta en escena de un enfoque gerencial, tanto permanente y temporal, que puede optimizar la eficacia del gerenciamiento del valor de los fondos, mientras que la facilitación operativa objetivo nos obliga a ser más proactivos para integrar mejores soluciones y más innovadoras y existe el potencial para un mayor retorno de la inversión.

CONCLUSIONES

La evaluación permanente es un tema clave para la gestión eficaz de un punto de vista global. Hay varios métodos disponibles que se centran en la valoración de las empresas de una manera directa o indirecta, y todos ellos tienen el mismo objetivo: agregar valor para mejorar la retribución al accionista. A largo plazo es muy importante y es fundamental para equilibrar los objetivos de valor a largo plazo vs. los resultados de la gestión, basados año a año, es decir a corto y mediano plazo. En algunos casos, las herramientas disponibles son eficaces para la gestión a largo plazo, pero pueden presentar deficiencias de control a corto plazo. El desempeño tiene que ser visto a través de diferentes instrumentos, el objetivo es utilizar los ingresos residuales, representados por el EVA, y el flujo de caja descontado, en primer lugar en los procesos de valoración y posteriormente para el análisis de rendimiento periódico. El Valor de Mercado Agregado (MVA) está siendo lentamente adoptado como una métrica financiera de largo plazo o enfoque estratégico. El valor de mercado desde una perspectiva gerencial, es la parte menos controlable, por esta razón se admite que es un papel retador, con el fin de hacerle frente a la relación accionistas vs. gerentes y resolver los problemas relacionados con el enfoque y las prioridades. Por último, ¿una comparación entre los distintos mercados ofrecen los mismos resultados? El análisis muestra que algunos cambios en el perfil de rendimiento suceden y puede ser difícil de separar a los ganadores y perdedores en el campeonato de creadores de valor. Estos resultados sugieren tres posibilidades: (1) que el MVA está actuando como un detonador de un factor de riesgo, (2) que afecta a los retornos esperados en equilibrio, (3) que el mal desempeño actual se revierta en el futuro, o que las empresas de bajo MVA se están depreciando relativamente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. **Brigham, E & Daves, P. (2007).** Intermediate Financial Management. (Ninth Edition ed.). Mason: Thomson/South-Western, pp. 286-309.
2. **Bausch, A., Hunoldt, M., & Matysiak, L. (s.f.). Recuperado el 20 de Septiembre de 2012,** de www.springer.com/.../9783540793489-c2.pdf?...
3. **Biddle, G., Bowen, R. y Wallace, J. (s.f.). Biddle, G., Bowen, R. y Wallace, J** Recuperado el 23 de Enero de 2012, de <http://www.uic.edu/classes/actg/actg594/Readings/EVA/Does%20EVA%20beat%20earnings%20-%20Gary%20C.%20BiddleEVA.pdf>
4. **Cachanosky, J. (1999).** El Proceso de Mercado y el Value Based Management. Recuperado el 23 de Enero de 2012, de http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/14_7_Cachanosky.pdf
5. **Discounted Cash Flow - DCF. (s.f.). Recuperado el 23 de Enero de 2012,** de http://www.valuebasedmanagement.net/methods_dcf.html

6. **Discounted Cash Flow (DCF) Definition Investopedia. (s.f.). Recuperado el 23 de Enero de 2012**, de <http://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp#axzz1kKoEnJ48>
7. **EVA Herramienta Para Toma de Decisiones Gerenciales. (s.f.). Recuperado el 23 de Enero de 2012**, de <http://es.scribd.com/juldabe/d/17135495-EVA-Herramienta-Para-Toma-de-Decisiones-Gerenciales>
8. **Fernández, P. (2002)**. Valuation methods and shareholder value creation. San Diego: Academic Press, pp. 275-289.
9. **Fernández, P. (2002)**. Creación de valor para los accionistas. Barcelona: Ediciones Gestión 2000. pp. 111-136
10. **Garro, D. (s.f.). Value Based Management, una salida para empresas en crisis ... Recuperado el 22 de Enero de 2012**, de <http://www.losandes.com.ar/notas/2002/8/4/economico-46377.asp>
11. **Helfert, E. (1998)**. Investor Relations and Value-Based Management. Investors Relations Quarterly, vol. 1, N° 4, pp. 4-14.
12. **Koka, I. (s.f.). Recuperado el 15 de Febrero de 2013**, de <http://www.dafi.ase.ro/revista/nr4/iulia.pdf>
13. **Koller, T. Goedhart, M. y Wessels, D. (2005)**. VALUATION MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES (FOURTH EDITION ed.). Hoboken, N.J.: JOHN WILEY & SONS, INC. pp. 101-132
14. **Myers, Randy. 1996**. "Metric Wars," CFO: The Magazine for Senior Financial Executives, Vol. 12, No. 10, (October) pp. 41-50.
15. **Morin, R y Jarrell, S. (2001)**. Driving Shareholder Value. New York: McGraw-Hill. pp. 307-340
16. **Rappaport, A. (1986)**. Creating shareholder value – the new standard for business performance. New York: The Free Press. pp.45
17. **Rappaport, A. (1998)**. Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors. New York: The Free Press, pp. 56.
18. **Rappaport, A. (1998)**. Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors. New York: The Free Press, pp. 112-132.
19. **Ross, S., Westerfield, R., y Jordan, B. (2001)**. Fundamentos de Finanzas Corporativas. México, D.F.: McGraw-Hill Interamericana Editores, S.A. de C.V. pp. 34-42
20. **Rovayo, V. (2008)**. Finance for Executives. Guayaquil: CODEGE Corporación de Desarrollo y Gestión Educativa. pp. 259-260
21. **Stewart, B. (1999)**. The Quest for Value: a guide for senior managers. New York, N.Y.: Harper Business. pp. 101-133
22. **Thomas, R & Gup, B. (2010)**. The Valuation Handbook. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., pp. 67-107

23. Venanzi, D. (2011). Financial Performance Measures and Value Creations: The State of the art . Milano: Spinger Milan, pp. 9-30.

24. WIKIPEDIA The Free Encyclopedia. (s.f.). Recuperado el 9 de 01 de 2013, de http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow