

Análisis financieros con el EBITDA

Tapia, Gustavo N.

1. Conceptos y uso como indicador

El denominado EBITDA suele emplearse para saber si una empresa realmente es rentable o no. La definición exacta es Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, es decir, ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, ocurridos durante un año.

El siguiente caso puede ejemplificar la utilidad del EBITDA en el análisis diario. Si la empresa tuviese un nivel de EBITDA de un millón de pesos, y en ese período hubiera tenido un cargo por despidos por 1,5 millones amortizados totalmente en el ejercicio, el resultado neto sería una pérdida de pesos quinientos mil. ¿Significa esto que la empresa va a la quiebra? Evidentemente no, ya que se presume que la empresa genera beneficios con su actividad pese a que en el ejercicio analizado hubiera tenido que realizar despidos con un costo de 1,5 millones. De igual modo, si la empresa vende además una filial por tres millones, su beneficio sería de 2,5 millones (EBITDA menos despidos más resultado venta filial).

El EBITDA ofrece una visión más realista de la marcha del negocio, sin perjuicio de que las operaciones extraordinarias -extra EBITDA-, puedan afectar los resultados operativos en los años siguientes, según el grado de relación directa que mantengan con las actividades del proceso productivo y comercial.

Es posible también saber de compras o ventas de empresas por un equivalente de 7, 10 o 15 veces el nivel de EBITDA, es decir utilizar este concepto como un múltiplo para fijar un precio o determinar un valor, en el cual éste se calcula por el número de años de beneficios en que se recupera la inversión.

Este indicador se ha consolidado, en los últimos años, como uno de los más utilizados para medir la rentabilidad operativa de una empresa, en gran parte quienes alientan la utilización de este indicador, señalan que tiene la ventaja de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal (a través de los impuestos) y de los gastos "ficticios" (amortizaciones). De esta forma, permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas, y comparar de una forma más adecuada lo bien o mal que lo hacen distintas empresas o sectores en el ámbito puramente operativo. Desde este punto de vista, es un buen indicador de la rentabilidad del negocio.

Por otro lado, vale decir también que el EBITDA se puso de moda al inicio de la época de la burbuja tecnológica, en la cual muchas empresas se lanzaron a compras desenfrenadas, mediante apalancamiento, sin importar mucho el precio excesivo que se pagaba.

Ciertamente, en mercados crecientes y en expansión no es mala estrategia poner el énfasis en lograr crecer más o como mínimo igual que el mercado, a fin de poder tener una situación competitiva y estar entre los líderes del sector. Pero esto lleva, muchas veces, a crecer sin la suficiente rentabilidad y a poner a la empresa en una situación delicada ante cambios bruscos hacia coyunturas desfavorables. Por eso, algunos financistas consideran que el EBITDA es una trampa de las empresas que no tienen buenos resultados y que se debe asegurar el futuro de la empresa con resultados reales satisfactorios (beneficio neto después de impuestos o cash flow) al mismo tiempo que se logra o gana participación en el mercado.

Además de estas críticas, se han señalado otras advertencias respecto al EBITDA:

- * Ignora los cambios en el capital de trabajo y sobrestima los flujos de caja en períodos de crecimiento del capital de trabajo.

- * Puede ser una medida confusa de liquidez.

- * No considera el monto de reinversión requerida.

- * No indica mucho acerca de la calidad de las utilidades.

- * Utilizada por sí sola es una medida inadecuada para la adquisición de una empresa, utilizando valoración por múltiplos.

- * Ignora la distinción en la calidad de los flujos de caja resultantes de políticas contables, dado que no todos los ingresos constituyen caja.

* No es un denominador común si hay normas contables diferentes.

* Ofrece protección limitada si se usa en cláusulas de contratos de deuda (covenants).

En cualquier caso, el EBITDA se puede utilizar para comparar resultados, ya sea entre empresas (análisis horizontal) o entre la misma empresa en distintos períodos (análisis vertical), ya sea dividiendo dicho término entre la inversión realizada o entre las ventas hechas en un período, considerando que no refleja el flujo de caja del negocio ya que no incluye las variaciones de capital de trabajo o en infraestructura.

Lo que el EBITDA, desde una óptica financiera nos dice es: "Hasta aquí el proyecto es rentable, y en adelante, dependerá de su gestión que el proyecto sea viable o no". Nos muestra los resultados de un proyecto sin considerar los aspectos financieros ni los tributarios del proyecto, algo importante puesto que estos dos aspectos, se pueden analizar por separado, y que si se pueden manejar o administrar, no deben afectar para nada el desarrollo del proyecto y su resultado final. En los proyectos de inversión, por convención —salvo que se demuestre lo contrario—, se considera que las ventas se han cobrado y los costos se han pagado.

No es una medida suficiente el EBITDA, cuando se trata de inversiones que por estar altamente financiados por recursos externos, resulta en altos costos financieros, de modo que el éxito del proyecto, estará en buscar una solución a los costos financieros, puesto que el EBITDA es positivo, pero los altos costos de financiación pueden afectar seriamente los resultados finales del proyecto. Igual sucede con la parte impositiva, la depreciación y la amortización.

En los proyectos de inversión el flujo de caja bruto es el EBITDA después de impuestos. El EBITDA debe cubrir la caja para: pagar impuestos, apoyar inversiones, cubrir servicio de la deuda y repartir utilidades. Entonces el EBITDA es la utilidad de gestión.

Un aumento del EBITDA genera aumento del flujo de caja libre -FCL-, en tanto que una disminución de EBITDA no es destructora de valor si se produce como efecto de la entrada en operación de proyectos de crecimiento con valor presente neto -VPN- positivo.

Da una idea del potencial del negocio para liberar efectivo, mientras mayor sea el EBITDA más alto será el flujo de caja; es un indicador operativo y relaciona las ventas con los costos y gastos vivos, en la medida en que el efectivo que generan las ventas sea mayor que el efectivo que se compromete en costos y gastos desembolsables, la empresa tendrá mejores oportunidades desde el punto de vista de la generación de valor pues la disponibilidad es lo que en última instancia permite cumplir con los compromisos adquiridos y específicamente el pago de impuestos, pago del servicio a la deuda, el reparto de utilidades y la realización de inversiones estratégicas.

También, se pueden revelar grandes utilidades pero que han sido afectadas por conceptos no operativos o por el contrario se muestran menores utilidades por el efecto de depreciaciones y amortizaciones, lo cual puede confundir al analista, es por esto que cuando se quiere observar la empresa independiente de las cargas fijas que fueron pactadas y que no dependen de la labor del administrador sino de decisiones de alta gerencia y de la estrategia tributaria, el EBITDA se convierte en una herramienta relevante, a partir de la cual se percibe el verdadero potencial de la empresa para cumplir con todos los compromisos mencionados.

Además, calcular la cobertura de intereses sobre la base del EBITDA, arroja un resultado más razonable que utilizando la utilidad operativa como base. Cuando el crecimiento demanda caja en vez de liberarla se presenta un hueco estructural de flujo de caja, por lo tanto a mayor EBITDA más facilidad para crecer.

Otra relación importante es la que considera el EBITDA y las ventas, dado que este resultado es líquido. En el mismo sentido, la relación entre obligaciones financieras y EBITDA, mide el número de años que tardaría la empresa en cubrir esa deuda actual.

Por otro lado, el monto del EBITDA no necesariamente es reflejo de buena gestión gerencial, cuando dicho monto es el reflejo de altos cargos por depreciación y amortización de gastos pagados por anticipado los cuales representan una alta proporción de costos y gastos de la empresa.

Es conveniente que una empresa produzca más ganancias de un ejercicio a otro, pero en términos relativos el análisis debiera completarse calculando el margen EBITDA sobre ventas. Si este margen se reduce de un

ejercicio trimestral o anual, en forma secuencia o interanual (se puede hacer la comparación que se quiera), puede que la empresa está satisfecha porque generó más market share o logró mayor penetración en un determinado mercado, siendo ese su objetivo, a costa de haber incrementado costos en forma más que proporcional. Sería un hecho positivo si la estrategia es de penetración o fidelización más que de generación de rentabilidad, si es que cuenta con el mediano o largo plazo a su favor.

El EBITDA se suele tener muy en cuenta cuando se quiere analizar la generación operativa de negocios de una empresa y que requieren una importante inversión. En este caso, tienen un peso importante las amortizaciones que deben registrarse. Si éstas son sólo registros contables se estaría subvaluando los activos y el resultado operativo real sería otro.

De la misma forma, hay que recordar que las ventas y los costos y gastos, se tratan de conceptos contables, en los que se aplica el concepto de devengado. Por ejemplo, si se vende a crédito a 60 días, por más que se venda un determinado producto en diciembre del ejercicio actual, solo se lo cobrará en febrero del ejercicio siguiente. Pero la facturación actual registrará dicha venta (por más que no se la haya cobrado). Desde esta posición, el EBITDA tampoco es el flujo de caja operativo, pero al menos se le acerca más que el tradicional EBIT —beneficios antes de intereses e impuestos.

Por su parte, las empresas que suelen ser castigadas por el uso del EBIT son las ligadas a los procesos de fabricación de bienes intermedios tales como la siderurgia, el aluminio, el petróleo, etc. Estas empresas necesitan grandes inversiones y, por tanto, amortizaciones. Las compañías de telecomunicaciones y todas las industrias que requieren mucho capital de entrada, tendrían que ser analizadas mediante el EBITDA y no a través del EBIT. No existe el EBITDA en las entidades financieras, porque el concepto de EBITDA es un concepto o cálculo antes de intereses, y los intereses son precisamente la fuente de ingresos por excelencia de los bancos y de otras entidades de ese sector.

II. Otros indicadores asociados para el análisis financiero

Los indicadores extractados de estados financieros de un período determinado, solo analizan el corto plazo y no permiten apreciar el efecto de las decisiones en el largo plazo. Otra razón que acentúa su poca confiabilidad, es la escasa relación de casualidad que tienen con los aspectos que analizan, por ejemplo, en los indicadores de endeudamiento y especialmente en el cubrimiento de intereses no hay alineación con lo que pretende calcular, lo propio sucede con la rotación del activo corriente e incluso con la rentabilidad del activo.

Los indicadores tradicionales no perciben requerimientos futuros de capital de trabajo y activos fijos, necesarios para desarrollar las actividades que permitan generar valor para los propietarios y todos los que tienen que ver con la empresa, como clientes, trabajadores, proveedores, gobierno y otros.

Las ideas expuestas, convalidan la necesidad de utilizar otro tipo de medidas que permitan apreciar de manera más adecuada el desarrollo de la empresa, ellas son los generadores de valor, entre los cuales se destacan los siguientes:

EBITDA, Margen EBITDA, productividad de capital de trabajo, palanca de crecimiento, productividad del activo fijo, rentabilidad del activo neto y flujo de caja libre.

El margen EBITDA muestra, en términos de porcentaje, la capacidad de la empresa para generar efectivo por cada peso de ventas, lo ideal es lograr un alto margen ya que esto muestra como los ingresos superan los desembolsos en efectivo. Por lo tanto, uno de los esfuerzos fundamentales de la administración es lograr el crecimiento de dicho margen, lo que indudablemente se reflejará en una mejora operacional del negocio y se incrementarán las posibilidades de permanencia, crecimiento y generación de valor.

En muchas circunstancias, dada las características competitivas del mercado, se hace muy difícil liberar efectivo pues hay que otorgar mayores créditos, más largos plazos o mantener altos niveles de inventarios con el fin de atender la demanda y no dar entrada a la competencia, el desarrollo de estas políticas requieren compromiso de efectivo deteriorando el EBITDA y por lo tanto el flujo de caja libre con la consecuente pérdida de valor.

Estos indicadores son inductores de valor, pues en la medida en que la empresa libere más efectivo por

cada peso de ventas, se tendrá mayor liquidez y mejores posibilidades desde el punto de vista financiero, pues los compromisos se cumplen con efectivo y no con utilidades.

Caso de estudio: aplicando el EBITDA y el margen EBITDA, se pretende analizar la situación de la firma ABC y determinar si genera o destruye valor.

El incremento en las ventas de \$ 85 equivalente al 18,5%, se refleja en un aumento del 25% en la utilidad operativa, lo que sugiere una buena actuación gerencial pues existe apalancamiento operativo favorable ya que ante un incremento en las ventas se da un incremento más que proporcional en la utilidad operativa. Lo anterior induciría a la gerencia de la empresa, entre otras cosas, a pensar en un mayor reparto de utilidades dada la adecuada gestión.

Si se analiza a la luz del EBITDA, se puede llegar a conclusiones diferentes, veamos:

$$\text{EBITDA año X: } 136 + 76.5 = 212.50$$

$$\text{EBITDA año X1: } 170 + 76.5 = 246.50$$

Ante el incremento del 18,5%, en las ventas, se da un incremento del 16% en el EBITDA, lo que muestra, que desde el punto de vista operativo, no es tan buena la gestión que se está realizando, ya que la empresa cada vez dispone de menor cantidad de efectivo; se llega a la conclusión anterior, desligando el efecto que sobre las utilidades tiene la depreciación, que no obedece a una decisión gerencial sino posiblemente a una estrategia tributaria o a la forma como se deprecian los activos en la empresa de acuerdo a políticas previamente establecidas. Es por esta razón que cuando se quiere realizar un análisis de la operación de la empresa se debe hacer a la luz del EBITDA y no de las utilidades operacionales.

Lo anterior se corrobora si percibimos lo que sucede con el margen EBITDA, que disminuyó de un período a otro, acentuando todas las conclusiones extractadas con el análisis anterior, en el cual, la idea fundamental es que la empresa está obteniendo menos efectivo por cada peso de ventas, por lo tanto la situación que se plasmó con la utilidad operativa podría conducir a decisiones erróneas y afectar negativamente la liquidez de la empresa.

La productividad del capital de trabajo se refiere al aprovechamiento de la inversión realizada en capital de trabajo neto operativo con relación a las ventas alcanzadas. A mayores ventas, dada una inversión en capital de trabajo neto operativo, mejor es la productividad que proporciona este rubro.

En muchas circunstancias se comprometen demasiados recursos en inventarios o en cuentas por cobrar bien sea por las características competitivas del sector en el que se opera o por ineficiencias administrativas, deteriorando la rentabilidad de la empresa y poniendo en peligro su posición de liquidez.

Desde el punto de vista contable, capital de trabajo es la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, concepto válido en la estructuración del balance general y del estado de cambios en la posición financiera, más no llena las expectativas desde el punto de vista financiero, donde lo que realmente importa es analizar el capital disponible para llevar a cabo operaciones de corto plazo; por lo tanto el capital de trabajo es el activo corriente, ya que las inversiones que se tienen en inventarios, cuentas por cobrar y efectivo, son utilizadas plenamente en el desarrollo de la actividad; no se puede decir que solo se trabaja con la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente, porque no se va a dejar de utilizar alguna cantidad de sus activos.

Por ejemplo se tiene un activo corriente de \$ 300 y un pasivo corriente de \$ 200, la empresa no utilizará solo \$ 100, hace uso de todos sus recursos de corto plazo y va atendiendo las acreencias en la medida que estas lleguen a su vencimiento.

El capital de trabajo bajo este concepto, es la suma de los activos corrientes invertidos en el proceso productivo, como los inventarios y las cuentas por cobrar, que son rubros operativos de corto plazo. Puede no considerarse, según el tipo de análisis y la estacionalidad a las inversiones temporales por no obedecer al desarrollo de la actividad operacional de la empresa y al efectivo por ser una cifra de la que se pretende que sea lo más baja posible para evitar dejar recursos ociosos que no generan rentabilidad.

Luego de analizar el concepto de capital de trabajo como activo corriente, vemos lo concerniente a las cuentas por pagar a proveedores. Si bien es cierto la empresa debe invertir recursos en inventarios y cuentas

por cobrar, estos se disminuyen en el monto en que los proveedores otorguen créditos, reduciéndose los recursos comprometidos en el capital de trabajo, por lo tanto también es factible referirnos a capital de trabajo como un neto operativo entre los activos corrientes y los pasivos comerciales, todos ellos, vinculados directamente con el proceso productivo.

Este análisis es sustancial para una empresa, y que pretende alcanzar alto rendimiento, con la mayor productividad posible en el uso del capital de trabajo, sin invertir más de lo que se requiere. En este sentido, las políticas que se manejen en relación con este aspecto deben ser muy bien diseñadas y corresponder a la dinámica del sector en el que se opera.

La palanca de crecimiento, -PC- se refiere al análisis combinado de margen EBITDA y la productividad del capital de trabajo. Esta razón financiera permite determinar que tan atractivo resulta para una empresa su crecimiento desde el punto de vista del valor agregado. La palanca de crecimiento al combinar el margen EBITDA con la productividad del capital de trabajo, sirve para establecer si la performance del resultado del crecimiento ha sido o no apropiado.

La PC es favorable para la empresa y el crecimiento genera valor, si el resultado obtenido es mayor que uno, lo que implica que en la medida en que la empresa crece, libera más efectivo mejorando la liquidez y la posibilidad de cumplir con los compromisos de la empresa. Si la PC es menor que uno, en lugar de liberar efectivo, se consume el de períodos anteriores configurándose un desbalance en el flujo de caja, impidiendo que se cumpla adecuadamente con los compromisos de pago de impuestos, servicio a la deuda, reposición de activos fijos y reparto de utilidades.

Si la empresa, tiene un margen EBITDA mayor que la productividad del capital de trabajo, el desarrollo de sus actividades generará valor. Aún así, debe actuarse con cuidado, porque se podría disminuir el margen EBITDA y ejercer un efecto positivo sobre la productividad del capital disminuyendo la inversión en los rubros corrientes, -es decir siempre se tenga en mente una palanca de crecimiento mayor que uno-, lo que implica que es necesario monitorear constantemente estas dos variables que deben evolucionar de acuerdo con las condiciones del mercado y los efectos que el entorno pueda tener sobre la empresa en estudio.

Ejemplo

Margen EBITDA: 20%

Productividad del capital de trabajo: 50%

Ventas año 1: \$ 830 millones

Incremento en ventas: 25% (207.5 millones)

Ventas año 2: \$ 1.037,5 millones

Depreciación: \$ 50 millones

Intereses: \$ 20 millones

Reparto de utilidades: 50%

Impuestos: 38.5%

¿Cómo podría resolverse los siguientes puntos?

1. Efectivo necesario para alcanzar el crecimiento.
2. Disponibilidad de efectivo después del crecimiento.
3. Análisis con estados de resultados y opinión sobre los resultados obtenidos.
4. ¿Cuál debe ser el cambio en el capital de trabajo neto operativo, para mantener el efectivo del segundo año, si el margen EBITDA baja al 15%?
5. Si la productividad del capital de trabajo sube al 55% ¿Cuál debe ser el cambio en el EBITDA para mantener el efectivo del año dos?
6. ¿Cómo mantener el efectivo generado en el año 1?

1. Efectivo necesario para alcanzar el crecimiento

El incremento en las ventas por el margen EBITDA ($207,50 \times 0.20$), genera un efectivo de \$ 41,50.

El incremento en las ventas por la productividad del capital neto operativo ($207,50 \times 0.50$), indica un

requerimiento de \$ 103,75.

La caja neta para alcanzar el crecimiento es entonces: $103,75 - 41,50$, es decir \$ 62,50.

Llevar a cabo el programa de crecimiento propuesto, implica comprometer \$ 103,75 en capital de trabajo neto operativo, y producir \$ 41,50 de efectivo, entonces, para sustentarlo, se requiere utilizar efectivo del período anterior disminuyendo la liquidez de la empresa y la posibilidad de cumplir adecuadamente con los compromisos financieros, pues el crecimiento no financia por sí mismo los requerimientos de efectivo y por lo tanto, desde esta perspectiva, no es adecuado crecer ya que en lugar de liberar efectivo se está consumiendo el del período anterior destruyendo el valor de la empresa.

2. Efectivo disponible después del crecimiento

EBITDA año 1 = $\$830 \times 0,20 = \$ 166$

Menos Caja necesaria para el crecimiento = 62,25 arroja una caja con superávit de \$ 103,75.

Este guarismo e verifica haciendo:

EBITDA año 2 = $\$ 1037,50 \times 0.20 = \$ 207,50$

Menos el capital de trabajo neto operativo requerido = \$103,75, queda una caja de \$ 103,75.

Como se mencionaba, el crecimiento no genera valor para la empresa, por el contrario lo destruye, pues se tiene que utilizar parte del efectivo de períodos anteriores para financiarlo, disminuyendo el efectivo disponible, en el caso que no se tuviera dicho efectivo, la empresa tendría que recurrir al crédito institucional, aumentando los intereses y por lo tanto deteriorando todavía más su posición de liquidez y disminuyendo la rentabilidad.

Vale la pena pensar si bajo estas circunstancias es conveniente crecer y al hacerlo, cual es la motivación para llevarlo a cabo pues el efecto sobre el valor no lo justifica. Por el contrario indica que se debe rechazar esta oportunidad de crecimiento para de esta manera conservar el valor que se tiene en el momento. No olvidemos que el crecimiento debe ser con rentabilidad y generando su propia liquidez.

3. Análisis con estados de resultados

AÑO 1 AÑO 2

EBITDA 166,0 207,50

-Depreciación 50,0 50,0

= Utilidad operacional 116,0 157,50

- Intereses 20,0 20,0

= Utilidad antes imp. 96,0 137,5

- Impuestos 36,96 52,938

= Utilidad Neta 50,04 84,562

El incremento en la utilidad neta del 43.2% insinúa, al analista desprevenido, una gran situación llevando a la gerencia a tomar decisiones de reparto de utilidades que pueden deteriorar las posibilidades financieras de la empresa y todo por no considerar la necesidad adicional de capital de trabajo neto operativo que posibilite sustentar el crecimiento.

Observemos esta situación bajo una óptica diferente.

Utilidad Neta 84,562

+ Depreciación 50,0

- Capital trabajo 103,75

= Disponible R. U. 30,812

- Reparto utilidades 42,281

= Déficit (11,469)

Como se desprende del resultado anterior, si la empresa distribuye utilidades del 50%, se verá sometida a grandes riesgos de liquidez pues se tendrá un déficit de caja, lo que no permitirá cumplir con los abonos de capital, ni reponer activos fijos cuando la situación lo exija.

Cuando se realiza el análisis con los generadores de valor, se percibe la cantidad de recursos que se requiere en capital de trabajo neto operativo y por lo tanto el empresario tendrá la precaución de crear reservas que permitan el funcionamiento adecuado de la empresa sin tener que incurrir en deudas y mostrando cuales son las verdaderas posibilidades de reparto de utilidades que se tienen y evitar problemas futuros por las ansias de disfrutar de utilidades, que deben ser comprometidas en el capital de la empresa para alcanzar los objetivos de permanencia y crecimiento que tiene en mente una empresa de alto desempeño.

4. ¿Qué sucedería con el capital de trabajo neto operativo, si el margen EBITDA baja al 15% y se desea conservar la caja del año dos?

$$\text{EBITDA año 2 } (1.037,500 \times 0.15\%) = 155,625$$

$$\text{Capital de trabajo neto operativo} = 51,875$$

$$\text{Superávit de caja} = 103,750$$

Ante una baja del 5% en el Margen EBITDA, la productividad del capital de trabajo debe pasar al 25%, lo que implica un gran esfuerzo de inversión en inventarios o cuentas por cobrar, por lo tanto, ante una perspectiva de disminución del margen EBITDA, la empresa tiene que observar cuáles son sus posibilidades futuras, para conservar el efectivo y si realmente es posible modificar la productividad del capital de trabajo.

5. Si la productividad del capital de trabajo sube al 55% ¿cuál sería la situación del EBITDA?

$$\text{EBITDA año 2} = 217,875$$

$$\text{Capital trabajo NO } (207,500 \times 0.55) = 114,125$$

$$\text{Superávit de caja} = 103,750$$

Al requerir más inversión, en capital de trabajo neto operativo, por cada peso de venta como lo sugiere el numeral anterior, habría que mejorar el margen EBITDA para contrarrestar esa mayor inversión; aunque sería peor la situación si se presenta el caso anterior, pues bajo la perspectiva actual, el incremento del margen EBITDA sería solo de 1%, lo que se puede lograr más fácilmente. Como se ha mencionado, para mejorar el EBITDA, deben disminuirse costos y gastos que implican desembolsos de efectivo.

6. ¿Cómo mantener el efectivo generado en el año 1?

Con el Capital de trabajo neto operativo:

$$\text{EBITDA año 2} = 207,50$$

$$\text{Capital de trabajo neto operativo requerido} = 41,50$$

$$\text{Superávit de caja año 1} = 166,00$$

Si se pretende mantener el efectivo del año anterior, en lugar de una productividad del capital de trabajo del 50% se deberá tener una del 20%, y evitar la destrucción de valor.

Con el EBITDA:

$$\text{EBITDA año 2} = 269,75$$

$$\text{Capital de trabajo neto operativo requerido} = 103,75$$

$$\text{Superávit de caja 1} = 166,00$$

Si lo que se pretende analizar, es el efecto sobre el margen EBITDA, conservando la situación del año uno, se observa que hay que lograr un crecimiento del 6% en dicho margen.

Otro indicador relacionado es la productividad del activo fijo —PAF- que se refiere a la utilización adecuada del capital invertido en propiedades, plantas y equipos; la eficiencia se observa desde el punto de vista del logro de mayores ventas con un determinado nivel de inversión en activos fijos; es de gran importancia para la empresa no mantener capacidad ociosa que produce costos adicionales y deteriora la rentabilidad.

Una de los aspectos importantes con relación a los activos fijos, es la implementación de estrategias que minimicen esta inversión sin afectar las utilidades. Existen diferentes posibilidades que ameritan análisis como son el leasing, la maquila, la tercerización, que permitan liberar recursos.

También es material que a través de programas adecuados de mantenimiento y conservación de activos fijos, se incremente su vida útil y se disminuyan las expectativas de inversión.

Es básico notar que en el flujo de caja libre, se pueden hacer explícitos conceptos como el EBITDA, o la generación interna de fondos y / o el efectivo generado en las operaciones, que dan más puntos de análisis, revisten importancia y vale la pena tenerlos en consideración para analizar el estado de cambios en la posición financiera o las posibilidades que operativamente tiene la empresa y que se plasman en el estado de flujo de efectivo.

III. Consideraciones finales

¿Por qué tomar la utilidad antes de intereses, de depreciación y de amortización de intangibles y de impuestos?

Antes de intereses: porque si la empresa se ve enfrentada al pago de intereses ello se debe a que la estructura de capital elegida la lleva a adoptar una política de financiamiento que implica un cierto nivel de endeudamiento.

Es el nivel de endeudamiento y las tasas de interés vigentes, lo que origina este pago y ello no está en relación con el negocio mismo de la empresa ni con las operaciones que constituyen su razón de ser y su fuente principal de ingresos.

Antes de depreciación y de amortización de intangibles: la razón es que ambos puntos están en relación con el valor libros de los activos que los originan, no constituyendo flujos de caja y lo que se pretende con este indicador es tener una aproximación al flujo de caja generado por las operaciones de la empresa.

Antes de impuestos: por una parte, porque cuánto se pague de impuestos depende, además de los ingresos, tanto de costos y gastos relacionados con las operaciones mismas de la empresa, como también con otros, en general no propiamente operacionales, tales como los intereses y, los ingresos y gastos fuera de la explotación. Por otra parte, porque interesa el flujo de caja generado por las operaciones, que estará disponible para remunerar a los accionistas (dueños) y también para pagar posteriormente los impuestos. Finalmente, porque el nivel de impuestos también está relacionado con el nivel de deuda de la empresa -aspecto no operacional- y con el nivel de depreciación y amortización de intangibles.

La literatura especializada plantea que el EBITDA puede utilizarse para analizar la rentabilidad entre compañías e industrias porque elimina los efectos del financiamiento y de las decisiones relacionadas con la contabilidad tales como la depreciación y la amortización de intangibles. Sin embargo, es necesario tener precaución con la concepción errónea de considerar que EBITDA representa un flujo de caja propiamente tal. Constituye sólo una aproximación al flujo de caja y por lo tanto una buena métrica para evaluar la rentabilidad.

Finalmente, se habla mucho de la necesidad de generar valor en las empresas, para ello es necesario entender que es valor y como se genera en términos económicos. El valor se puede entender como una mayor riqueza para los accionistas. Desde lo operativo la generación de más utilidades propende a la consolidación y a un mayor valor económico. Ahora bien, diferente es generar valor de generar utilidad, y aunque el hombre de finanzas tiene la finalidad de llevar adelante el objetivo de maximizar el valor económico y no tan sólo las utilidades, el Estado de Resultados, el EBITDA en él contenido, busca ofrecernos información de la riqueza económica que se forma en la empresa, sin perjuicio de que existen otras alternativas de evaluar esta creación de riqueza.

Fuentes bibliográficas

Bodie, Zvi y Robert Merton, 1999 "Finanzas" Primera Edición, Prentice Hall

Chew, Donald H. Jr, 2001 "Corporate Finance. Where Theory meets Practice", Mc- Graw — Hill.

Grinblatt, Mark y Sheridan Titman, 2002. "Financial Markets and Corporate Strategy" Segunda Edición, McGraw — Hill.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan, 2000

"Fundamentos de Finanzas Corporativas" Quinta Edición, McGraw - Hill

Scott, Bresley y Eugene Brigham, 2001. "Fundamentos de Administración Financiera", Doceava Edición, McGraw - Hill

2005

Van Horne, James, 2002 "Administración Financiera" Décima Edición, Pearson Educación
© Thomson Reuters