



MEDIDAS DE GANANCIAS:

La capacidad y habilidad de una empresa para generar flujos de efectivo positivos es un tema que concentra la atención de quienes se interesan en el desempeño financiero de la entidad, tales como accionistas, instituciones financieras y proveedores, entre otros.

Existen diversos indicadores para medir las ganancias generadas por una empresa en un determinado período. Este artículo tiene por objetivo analizar y comparar entre sí a cuatro de los índices más utilizados: el EBITDA, el EBIT, la Utilidad Neta y el Flujo de Efectivo.

1. EBITDA

Es la Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización o, en inglés, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA). Así, como su nombre lo indica, es la utilidad antes de descontar los intereses, las depreciaciones, las amortizaciones y los impuestos. Esta cifra se obtiene a partir del Estado de Resultado (o Estado de Pérdidas y Ganancias) y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales durante un determinado período, ya que prescinde de cuestiones financieras y tributarias, así como de gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero. El cálculo del EBITDA se muestra en la Figura 1.



Edinson Cornejo S.

Ingeniero Comercial,
Universidad Adventista de Chile.
MBA Ilades - Loyola College,
Maryland, USA.
edcornejo@unegocios.cl



David Díaz S.

Ingeniero Comercial,
Universidad de Chile.
Magíster en Finanzas
Universidad de Chile
ddiaz@unegocios.cl

Figura 1.
Estructura de cálculo del EBITDA

$$\begin{array}{r}
 + \text{ Ingresos de Explotación} \\
 - \text{ Costos de Explotación} \\
 - \text{ Gastos de Administración y Ventas} \\
 \hline
 = \text{ EBITDA}
 \end{array}$$

(*): No incluye la depreciación de los activos fijos y la amortización del activo intangible

a que un holding (al agrupar a un conjunto de empresas que pueden o no tener operaciones relacionadas) puede incidir en los gastos operacionales, en los gastos financieros y en la utilidad de una unidad de negocios en particular, ya sea a través del uso de la capacidad instalada de otras empresas del holding (sin que por el uso de esos recursos materiales o humanos deba realizar algún desembolso de dinero), de la adquisición de ciertos productos o servicios a precios de costo (cuestión que genera subsidios cruzados) o de pactos financieros (operación que le permitiría a una de las unidades del holding financiarse a un costo relativamente bajo). Además, a través de las operaciones de una empresa con otras unidades de negocios pertenecientes al holding, es posible rebajar legalmente las ganancias sujetas al pago de impuestos corporativos y, en consecuencia, reducir el monto de dinero a pagar por impuesto a la renta. Tercero, el cálculo del EBITDA es simple y rápido, comparado con el cálculo del flujo de efectivo. En consecuencia, los inversionistas suelen poner atención al EBITDA de una compañía. Si éste resulta ser positivo, es considerado una señal suficiente respecto del atractivo del negocio, ya que el resto de los gastos se registrarán de acuerdo a la contabilidad del holding, lo que podría mejorar aún más los resultados de la empresa.

Sin embargo, el EBITDA, si bien puede ser usado como un proxy del flujo de efectivo operacional, no es el verdadero flujo de efectivo del negocio, cuestión que suele generar confusión. Es cierto que al no considerar los efectos tributarios y financieros se está frente a los flujos que provienen de las actividades operacionales de la compañía, más aún si se prescinde de los gastos de depreciación y amortización. No obstante, el EBITDA es sólo una parte del flujo de efectivo, ya que faltan aquellos flujos que se derivan de las variaciones del capital de trabajo. Se debe tener presente que, al calcular el EBITDA a partir del Estado de Resultados, se están considerando ventas que pueden estar cobradas o no; y pagos que, si bien han sido registrados en la contabilidad, pueden no haberse efectuado en el período analizado. Los pagos efectivamente realizados se pueden calcular sobre la base del

EBITDA, EBIT, UTILIDAD NETA Y FLUJO DE EFECTIVO

El uso del EBITDA presenta ciertas ventajas, entre las cuales podemos señalar las siguientes: Primero, el EBITDA es una medida aproximada (proxy) de la capacidad de generación de flujo de efectivo operacional de un negocio, por lo que en la práctica suele ser muy observado en la industria financiera. Segundo, el cálculo del EBITDA prescinde de cuestiones financieras y tributarias, así como de los gastos contables de depreciación y amortización, lo que permite medir el resultado económico de un negocio al margen de ciertas circunstancias que podrían darse en determinadas empresas, tales como el acceso a préstamos en condiciones favorables de crédito (bajas tasas de interés, amplios plazos de pago, etc.), tratamientos fiscales específicos, diferentes formas de depreciar contablemente el activo fijo, etc. Por ello, el EBITDA es la medida de flujo de efectivo operacional que suelen observar los inversionistas, especialmente cuando el negocio es un holding. Esto se debe

incremento de las existencias y de la variación de los saldos de las cuentas de proveedores en el período considerado. Estos dos elementos, como también cualquier variación adicional en las cuentas de activos y pasivos circulantes, se deben considerar para calcular la variación del capital de trabajo. Finalmente, el EBITDA no considera los flujos de efectivo generados por las inversiones en activos fijos, inversiones que tienen el objetivo de mantener o incrementar la capacidad de generación de flujos de efectivo futuros del negocio.

Por lo anterior, no es recomendable considerar el EBITDA como el flujo de efectivo total generado por una empresa, ya que al no incluir los flujos provenientes de las inversiones en capital de trabajo y activo fijo, no estaría reflejando el verdadero potencial de generación de beneficios futuros de la compañía.

2. EBIT

Es la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos (UAI) o, en inglés, Earnings Before Interest and Taxes (EBIT). Es la utilidad antes de descontar los gastos financieros y los impuestos, y se conoce como el resultado operacional o de explotación del período. Esta cifra, al igual que el EBITDA, se obtiene a partir del Estado de Resultado y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales y durante un determinado período. El cálculo del EBIT se muestra en la Figura 2.

Figura 2.
Estructura de cálculo del EBIT

+ Ingresos de Explotación
- Costos de Explotación
- Gastos de Administración y Ventas

= EBIT

Figura 3.
Estructura del Estado de Resultado

+ Ingresos de Explotación
- Costos de Explotación
= Margen de Explotación
- Gastos de Administración y Ventas
1 = Resultados de Explotación
+ Ingresos Financieros
+ Utilidad Inversiones Empresas Relacionadas
+ Otros Ingresos fuera de la Explotación
- Pérdida Inversión Empresas Relacionadas
- Amortización menor Valor de Inversiones
- Gastos Financieros
- Otros Egresos fuera de la Explotación
+/- Corrección Monetaria
+/- Diferencias de Cambio
2 = Resultados Fuera de Explotación
1+2 = Resultados antes de Impuesto a la Renta e ítems Extraordinarios
- Impuestos a la Renta
+/- Ítems Extraordinarios
= Utilidad (pérdida) antes de interés minoritario
= Interés Minoritario
= Utilidad (pérdida) Líquida
Amortización mayor valor de Inversiones
= UTILIDAD (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO



No es recomendable considerar el EBITDA como el flujo de efectivo total generado por una empresa, ya que al no incluir los flujos provenientes de las inversiones en capital de trabajo y activo fijo, no estaría reflejando el verdadero potencial de generación de beneficios futuros de la compañía

El EBIT también prescinde de los aspectos financieros y tributarios, pero no de los gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero (tales como la depreciación de los activos fijos y la amortización de los activos intangibles, los cuales están incluidos en los costos de explotación), por lo que su uso no tiene todas las ventajas del EBITDA.

3. UTILIDAD NETA

Es la utilidad (pérdida) neta presentada en el Estado de Resultado correspondiente a un período en particular, cuyo cálculo se muestra en la Figura 3.

Cabe señalar que la utilidad neta no constituye un buen proxy de la capacidad de generación de flujos de efectivo de un negocio, ya que se ve afectada por la deducción de gastos contables tales como: depreciación del activo fijo, amortización del activo intangible, amortización menor valor de inversiones, corrección monetaria, diferencias de tipo de cambio y amortización mayor valor de inversiones. Además, la utilidad neta se ve afectada por flujos de ingresos y egresos que tienen un carácter transitorio como, por ejemplo,

otros ingresos fuera de la explotación, otros egresos fuera de la explotación, corrección monetaria, diferencias de tipo de cambio e ítems extraordinarios¹. Finalmente, la utilidad del período se calcula de acuerdo al principio de devengado, lo que constituye una diferencia fundamental con el flujo de efectivo.

4. FLUJO DE EFECTIVO

El Flujo de Efectivo o Flujo de Caja es la medida apropiada de los ingresos y costos que recibe y paga, respectivamente, una empresa durante un determinado período. Los flujos de efectivo representan el verdadero flujo de entrada y salida de poder adquisitivo de una compañía: al momento de efectuar un pago (por ejemplo, por la compra de inventario, para saldar una deuda bancaria o por la adquisición de una maquinaria, entre otros) se produce un sacrificio de poder adquisitivo; por otra parte, en el momento en que se reciben los ingresos se produce un aumento en el poder adquisitivo de la empresa. Por lo anterior, la forma correcta de estimar la productividad de un negocio –para efectos de calcular su valor económico– es a través de la proyección de la corriente de poder adquisitivo que se espera genere la empresa en el futuro, es decir, a través de la proyección de los flujos de efectivo futuros esperados.

¹ Valor neto de ingresos y egresos que se distinguen por ser inusuales en naturaleza e infrecuentes en ocurrencia, deducido su correspondiente efecto tributario (Circular 1501 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile).

No se debe confundir el flujo de efectivo con la utilidad contable, ya que el principio de devengado hace que ingresos y egresos de efectivo no necesariamente coincidan con los ingresos y gastos contables: mientras la contabilidad registra los ingresos, los costos y los gastos en el momento en que se produce la transacción que los origina, el flujo de efectivo los registra sólo cuando los dineros por concepto de ingresos efectivamente se han cobrado y cuando los dineros por concepto de costos y gastos efectivamente se han pagado. Además, existen gastos que tienen únicamente un carácter contable y un fin tributario, pero que no implican un pago o un desembolso de dinero, como es el caso de la depreciación del activo fijo y del valor libro de los activos vendidos. Ambos son ítems de gastos contables, que reducen la utilidad afecta al pago de impuestos y, en consecuencia, disminuyen el monto de dinero que la empresa debe pagar por concepto de impuesto a la renta (lo cual constituye un beneficio tributario para la empresa). No obstante, dichos gastos contables también reducen la utilidad neta del ejercicio, en circunstancias de que ellos no fueron efectivamente pagados o desembolsados.

Lo anterior produce distorsiones en la estimación de las ganancias del negocio.

4.1. Tipos de Flujo de Efectivo

Es posible construir diferentes tipos de flujos de efectivo, los cuales cumplen distintos objetivos, como se expondrá a continuación.

Figura 4.
Estructura del flujo de efectivo de los activos o flujo de caja libre

	Ingresos de Explotación
-	Costos de Explotación
-	Gastos de Administración y Ventas
=	Resultados Operacional
+	Ingresos Financieros
+	Utilidad en Inversión de Empresas Relacionadas
+	Otros Ingresos fuera de la Explotación
-	Amortización menor Valor de Inversiones
-	Otros Egresos fuera de la Explotación
+/-	Diferencia de Cambio
+/-	Corrección Monetaria
=	Resultado Antes de Impuesto
-	Impuestos a la Renta
=	Utilidad (Pérdida) del Ejercicio
+	Depreciación
+	Otros Egresos fuera de la Explotación
-	Otros Ingresos fuera de la Explotación
+/-	Diferencia de Cambio
+/-	Corrección Monetaria
=	Flujo de Efectivo Bruto Permanente
-	Inversión de Reposición
-	Inversión en Capital Físico
-	Aumentos (disminuciones) de Capital de Trabajo
=	FLUJO DE EFECTIVO DE LOS ACTIVOS

A. Flujo de efectivo de los activos

El flujo de efectivo (caja) de los activos también se conoce como flujo de caja libre o, en el área de preparación y evaluación de proyectos de inversión, flujo de caja del proyecto puro. Este flujo no considera el pago de intereses ni la amortización de la deuda, por lo que es equivalente al flujo de efectivo de una empresa sin deuda o financiada completamente con patrimonio. La importancia del flujo de efectivo de los activos radica en que permite estimar la rentabilidad de los activos, es decir, la rentabilidad de la empresa o del proyecto como un todo.

La estructura de este flujo se presenta en la Figura 4. En ella se puede observar que el flujo de efectivo está compuesto por diferentes ítems de ingresos y egresos, los cuales presentan diversas características: hay ítems operacionales y no operacionales; hay ingresos y egresos efectivos y contables; como también hay ingresos y egresos que son de carácter permanente y otros que son transitorios. Por ello, para construir el flujo de efectivo se deben realizar ajustes, debido a que algunos de los ítems que lo componen constituyen movimientos contables que no corresponden a ingresos y egresos efectivos. De esta manera, una vez que se ha calculado el impuesto a la renta, las transacciones que no requirieron el uso de efectivo deben ser excluidas del flujo de caja. Por otra parte, hay algunos ítems que constituyen flujos de efectivo, pero que son originados por actividades no operacionales. En este caso, se sugiere analizar cuáles de estos flujos tienen un carácter permanente y cuáles tienen un carácter transitorio. Debido a que el inversionista sólo está interesado en los flujos que la empresa puede generar en el futuro de manera permanente, los flujos de carácter transitorio deben ser excluidos del flujo de efectivo (después que se ha calculado el impuesto a la renta). ¿Por qué estos ítems (gastos contables, y flujos de ingresos y egresos no operacionales y transitorios) fueron incluidos en el cálculo del resultado antes de impuesto? La razón es que deben considerarse sus efectos tributarios, es decir, el impacto de estos ítems en el monto a pagar por impuesto a la renta.

B. Flujo de efectivo del inversionista

El flujo de efectivo del inversionista, a diferencia del flujo de efectivo de los activos, sí considera el pago de los intereses y la amortización de los préstamos, razón por la cual se conoce con el nombre de flujo de efectivo apalancado o flujo de efectivo de una empresa con deuda.

El flujo de efectivo del inversionista (o accionista) es utilizado para: (1) medir la capacidad del negocio para generar flujos de efectivo para los accionistas de la compañía; (2) estimar la rentabilidad del patrimonio invertido; y (3) medir la capacidad de la empresa para pagar los intereses y la amortización de la deuda. Así, este flujo de efectivo permite medir la rentabilidad del patrimonio, considerando el nivel de endeudamiento de la empresa e incorporando su impacto financiero y tributario.

El interés que se paga sobre los préstamos es considerado un gasto necesario para generar renta, por lo cual se descuenta del resultado operacional, reduciendo con ello el monto a pagar por concepto de impuesto a la renta. Sin embargo, no ocurre lo mismo con la amortización de la deuda, la cual constituye un egreso no afecto a impuestos, debido a que sólo constituye la devolución de los recursos financieros que anteriormente habían sido prestados a la empresa (el gasto asociado a la operación de financiamiento está reflejado en los intereses que se pagan sobre el préstamo). En consecuencia, para construir el flujo de efectivo del inversionista debemos diferenciar qué parte de la cuota corresponde al pago de intereses y qué parte corresponde a la amortización del capital adeudado.

Figura 5.
Estructura del flujo de efectivo del inversionista (accionista)

- Ingresos de Explotación
- Costos de Explotación
- Gastos de Administración y Ventas
- = **Resultados Operacional**
- + Ingresos Financieros
- + Utilidad en Inversión de Empresas Relacionadas
- + Otros Ingresos fuera de la Explotación
- Amortización menor Valor de Inversiones
- Gastos Financieros
- Otros Egresos fuera de la Explotación
- +/- Diferencia de Cambio
- +/- Corrección Monetaria
- = **Resultado Antes de Impuesto**
- Impuestos a la Renta
- = **Utilidad (Pérdida) del Ejercicio**
- + Depreciación
- + Otros Egresos fuera de la Explotación
- Otros Ingresos fuera de la Explotación
- +/- Diferencia de Cambio
- +/- Corrección Monetaria
- = **Flujo de Efectivo Bruto Permanente**
- + Préstamos
- Amortización de la Deuda
- Inversión de Reposición
- Inversión en Capital Físico
- Aumentos (disminuciones) de Capital de Trabajo
- = **FLUJO DE EFECTIVO DE LOS INVERSIONISTAS (ACCIONISTAS)**

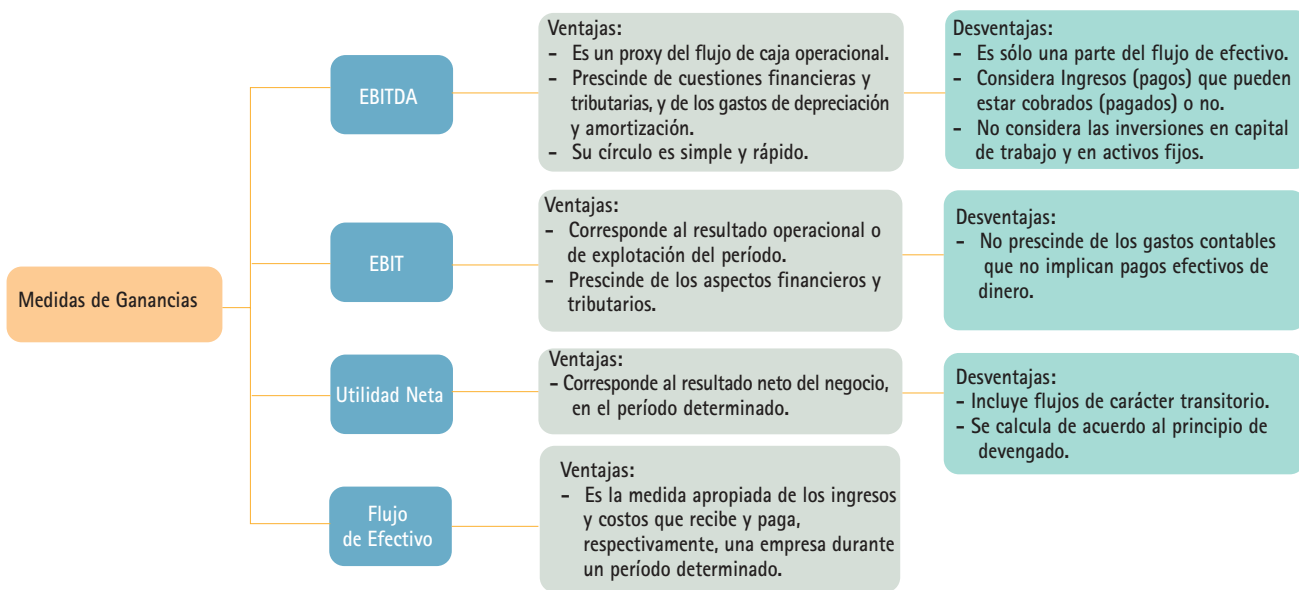
Debido a que los gastos financieros reducen el monto de dinero que la compañía debe pagar por impuesto a la renta, la rentabilidad del patrimonio invertido aumenta. Así, la rentabilidad calculada sobre el flujo de efectivo del inversionista es mayor que la rentabilidad calculada sobre el flujo de efectivo de los activos. No obstante, esa mayor rentabilidad esperada sólo compensa el mayor riesgo que implica invertir en un negocio que financia parte de sus operaciones con deuda. La estructura del flujo de efectivo del inversionista se presenta en la Figura 5.

5. CONCLUSIONES

La Figura 6 presenta un cuadro comparativo de las medidas de ganancias analizadas en las secciones anteriores. En base al análisis previo, se concluye que el Flujo de Efectivo es la medida apropiada para estimar y analizar la generación de ganancias de una empresa. Sin embargo, cuando no se cuenta con información de primera fuente o se desea realizar un análisis preliminar del atractivo de un negocio, las medidas populares de ganancias (tales como el EBITDA, el EBIT y la Utilidad Neta) pueden ser de gran utilidad.

En un segundo artículo se explicará cómo pueden ser utilizados los proxies del flujo de efectivo para medir el desempeño relativo de una empresa (en el contexto de una determinada industria) y para realizar estimaciones del valor económico de una compañía a través del método de valoración por múltiplos.^{E&A}

Figura 6.
Cuadro comparativo de las medidas de ganancias de una compañía



Referencias

- Copeland, Koller & Murrin. "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies". John Wiley & Sons, Inc., 3ra Edición, 2000, U.S.A.
- Sapag & Sapag. "Preparación y Evaluación de Proyectos". McGraw-Hill, 4ta Edición, 2000, Chile.