



**“PERTINENCIA DEL E.B.I.T.D.A. COMO MEDIDA
DEL DESEMPEÑO FINANCIERO”**

**AFET-Actividad Formativa Equivalente a Tesis
para optar al grado**

MAGÍSTER EN CONTABILIDAD

Alumno: Juan Roberto Iturriaga Krug

Profesor Guía: Guillermo Rebolledo Sánchez

Santiago, agosto del 2021

DEDICATORIA

A mi señora Carmen, con su infinito amor, mi eterno agradecimiento por seguir siendo mi leal y siempre presente compañera en este viaje de vida.

A mis hijas, Paulina y Camila, a las que espero haberles entregado un ejemplo de no conformarse nunca con lo ya logrado, y saber que siempre es posible avanzar un paso más.

Quiero agradecerles por renunciar a tiempos de unión familiar siempre con la mejor disposición, porque, gracias a ellas y sus constantes consejos y palabras de aliento, pude lograr esta anhelada etapa de mi vida profesional.

Agradecer de manera especial a mi profesor guía, el señor Guillermo Rebolledo, quien me acompañó y apoyó en el desarrollo de este trabajo de investigación, y en quien encontré, además de una sabia guía, un amigo.

A la Universidad y a todos los docentes que me entregaron, con la mejor disposición y voluntad, sus grandes conocimientos, en aquellas largas jornadas de estudio, los que hoy me hacen un mejor profesional y me harán marcar dicha diferencia en mi campo de ejercicio profesional.

“No aprendas nada, y el próximo mundo será igual que éste, con las mismas limitaciones y pesos de plomo que superar” (Bach, 1970).

Resumen Ejecutivo

Se debate continuamente entre los diferentes actores del mundo económico, administrativo y financiero las ventajas e inconvenientes de usar el EBITDA como indicador de agregación de valor en las empresas. El cuestionamiento de fondo considera su parcialidad en el cálculo y el modo abusivo de su uso al ser asimilado a flujo de efectivo, y especialmente al ser utilizado como parte de los procesos de valoración de compañías. Siendo el EBITDA muy útil principalmente en el análisis comparativo de rentabilidad, no lo es tanto en otros aspectos.

El EBITDA no contempla las depreciaciones, amortizaciones, intereses e impuestos. El EBITDA hoy no está normado por lo que se genera un alto riesgo de error en sus interpretaciones y usos en procesos de toma de decisiones. Si las empresas y los usuarios de la información financiera no consideran estos conceptos en su análisis, incurren en un potencial error. Se podrán tener EBITDA muy altos, pero las empresas podrían estar descapitalizándose a largo plazo, sin que ninguno de sus indicadores lo alerten.

La presente tesis analiza las ventajas e inconvenientes en el uso del EBITDA, así como las precauciones que deberán tomarse por parte de los diferentes usuarios de la información financiera cuando su uso se encuentre más orientado a magnificar los resultados que a mostrar la realidad económico-financiera de una empresa en un periodo determinado.

No obstante, este no es un llamado a desprestigiar el uso del EBITDA, tan útil hoy en las evaluaciones comparativas de las empresas. Simplemente, se busca actualizar una discusión que alerta, a no perder de vista, que al no ser lo mismo flujo, utilidad o beneficio que el EBITDA no es recomendable darle a este último una importancia desmedida en la correcta valoración de las empresas.

Para ampliar la mirada acerca de este indicador a valor absoluto, se analizan y proponen otros complementarios al EBITDA, de fácil y rápido cálculo: la palanca de crecimiento, la inversión en CAPEX y el EBIT. Especialmente se destaca el uso de otros estados financieros, tales como el Estado de flujo de efectivo, logrado por el método directo, normado hoy por la NIC 7, dejando aquí un llamado a que su determinación y uso sean adoptados de forma mensual por las empresas, a pesar de su complejidad inicial de obtención de los datos, dada su gran utilidad. Estos Estados y cifras, utilizados en forma conjunta al EBITDA, entregan valiosa información a y de la empresa sobre los reales impactos de su gestión.

Finalmente, no se pudo dejar de mencionar y alertar que el EBITDA, a pesar de estar ampliamente estudiado, continúa sin regulación dentro de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), por lo que su utilización (o no) en los estados financieros, debe estar acompañada de la información suficiente para conciliarlo con las partidas incluidas en dichos estados financieros, especialmente en el estado de resultados.

Q | “PERTINENCIA DEL E.B.I.T.D.A. COMO MEDIDA DEL DESEMPEÑO FINANCIERO”

Capítulo I: Introducción	9
1.1.- Descripción del problema	9
1.2.- Objetivos	15
1.2.1.- General	15
1.2.2.- Específicos	16
1.3.- Preguntas de investigación	16
1.4.- Justificación	16
1.5.- Alcances y Limitaciones	17
1.6.- Universo y criterios para la muestra	18
1.6.1.- Determinación del Universo	18
1.6.2.- Criterios para selección de la muestra	18
1.6.3.- Elección de grupos de empresas	18
1.6.4.- Cuadros de indicadores por empresa (objetivo)	19
Capítulo II: Marco teórico	20
2.1.- El EBITDA	20
2.1.1.- Modos de determinación, cálculo y su interpretación	20
2.1.2.- Consideraciones en el uso de indicadores	23
2.1.3.- Opiniones de entes reguladores	24
2.1.4.- Ventajas y desventajas de su uso	25
2.1.5.- La Palanca de Crecimiento o PDC: un indicador relevante	27
2.1.6.- EBITDA vs. Palanca de Crecimiento	28
2.2.- Análisis partidas agregadas por el EBITDA	30
2.2.1.- Gastos financieros netos (Ingresos menos gastos)	30
2.2.2.- Gastos tributarios (Incluye impuestos corrientes y diferidos)	32
2.2.3.- Depreciaciones y amortizaciones	32
2.2.4.- Comparativo de la importancia relativa, en base al valor absoluto del EBITDA, de partidas agregadas para su cálculo,	34
2.3.- EBITDA y los ciclos de vida de una empresa	35
2.3.1.- Ciclos de vida de una empresa	35
2.3.2.- Ciclos de vida y riesgo de insolvencia.	37
2.3.3.- Ciclos de vida y CAPEX.	37
2.3.4.- Indicador clave – inversión en CAPEX	38
2.3.5.- Cuadros comparativos de la inversión en CAPEX	39
2.4.- Generación de valor en una empresa	40
2.4.1.- Definiciones de valor	40
2.4.2.- La “Utilidad” como sinónimo de generar valor	43
2.4.3.- La sinergia, pilar en generar valor	43
2.4.4.- La transacción constante, base de generar valor	43

2.4.5.- Generar valor, una mirada sistémica	44
2.4.6.- Conectando el EBITDA con la generación de valor	45
Capítulo III.- Flujo de efectivo vs. EBITDA: Hacia un camino normado	45
3.1.- Flujos de efectivo	45
3.1.1.- Definición	45
3.1.2.- Marco Normativo (NIC 7)	47
3.1.3.- Flujos de operación – Alternativa al EBITDA	48
3.1.4.- Análisis de flujos financieros y de inversión	50
3.1.5.- Indicadores claves: EBITDA del flujo operacional, contable y su relación.	51
3.1.6.- Ventajas del flujo de efectivo sobre el EBITDA	53
Capítulo IV: Referencias	55
Capítulo V: Glosario de cuadros y figuras utilizadas	58
5-1.- Figura 1 – EP - Métodos de cálculo para el EBITDA.	58
5.2.- Figura 2 – EP - Ventajas y desventajas EBITDA.	58
5.3.- Cuadro 3 – EP - Viñas EBITDA v/s Palanca crecimiento.	58
5.4.- Cuadro 4 – EP - Eléctricas EBITDA v/s Palanca crecimiento.	58
5.5.- Cuadro 5 – EP - Constructoras EBITDA v/s Palanca crecimiento.	58
5.6.- Figura 6 – EP - Análisis partidas agregadas para lograr el EBITDA.	58
5.7.- Cuadro 7 – EP - Viñas importancia relativa de partidas agregadas.	58
5.8.- Cuadro 8 – EP- Generadoras importancia relativa de partidas agregadas.	58
5.9.- Cuadro 9 – EP- Constructoras importancia relativa de partidas agregadas.	58
5.10.- Figura 10 – EP - Relación existente entre los ciclos de vida de una empresa y sus riesgos de insolvencia.	58
5.11.- Cuadro 11 – EP - Viñas relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.	58
5.12.- Cuadro 12 – EP - Generadoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.	58
5.13.- Cuadro 13 – EP - Constructoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.	58
5.14.- Figura 14 –Taxomania de la comisión de mercados financieros - Cuadro flujos operaciones.	58
5.15.- Cuadro 15 – EP - Comparativo EBITDA V/S el flujo operacional.	58
5.16.- Cuadro 16 – EP - Viñas EBITDA V/S el flujo operacional.	58
5.17.- Cuadro 17 – EP - Generadoras EBITDA V/S el flujo operacional.	58
5.18.- Cuadro 18 – EP- Constructoras EBITDA V/S el flujo operacional.	58

“PERTINENCIA DEL E.B.I.T.D.A COMO MEDIDA DEL DESEMPEÑO FINANCIERO”

Capítulo I: Introducción

1.1.- Descripción del problema

Hasta los inicios de la década de los años '70, fue el EBIT, definido como las ganancias operativas antes de los intereses e impuestos, el valor o magnitud que buscaba ser un equivalente a los ingresos netos operativos y, así, ser usado para medir la capacidad de una empresa para pagar su deuda en base a sus principales operaciones.

Luego, el EBITDA aparecería de la mano de una descomedida tendencia por las compras apalancadas de una empresa, conocidas como “Leveraged- Buyouts” o LBO. Conocida estrategia de compra de empresas, donde una parte importante del financiamiento de la adquisición, tiene como respaldo los activos y flujos de caja de la empresa adquirida.

Fue el fondo de inversiones Kohlberg Kravis Roberts & Co. -KKR & Co.- quien realizó las operaciones más importantes con esta estrategia, entre las cuales destacan;

- Nabisco (1989), por US\$ 24.72 billones de dólares, que pasa en esos años a ser la mayor operación de compra.
- Hospital Corporation of America (2006) por la que pagaron por la adquisición un valor total de US\$ 33.6 billones de dólares.

No es el tema de intereses de este AFE analizar la estrategia de financiamiento en sí misma, pero si resaltar qué para realizar compras bajo esta modalidad, la empresa adquirente debe estimar el valor del patrimonio y los flujos de la empresa objetivo. Para realizar una operación LBO, la empresa objetivo debe:

- Tener flujos de beneficios consistentes y estables, que puedan traducirse en flujos de caja capaces de asumir a largo plazo la deuda que va genera la LBO
- Las empresas objetivo no estables o volátiles no serían capaces de soportar un alto grado de endeudamiento, debido a que el riesgo se incrementa por el nivel de apalancamiento que origina la operación LBO.
- La estructura de la empresa debe ser susceptible de ser reestructurada para obtener beneficios mayores a los actuales, a partir de la generación de mayores ingresos o menores costos, de modo que puedan generarse beneficios adicionales a los logrados por la gerencia actual.

Entonces fue la imperiosa necesidad económica de presentar la mejor imagen financiera posible, de estas empresas objetivo, lo que llevó a los actores de la arquitectura financiera a reemplazar el EBIT por el EBITDA.

Un objetivo común entre todas las empresas es dar una imagen saludable de la empresa, aunque algunas veces esta llegue a ser materialmente diferente a la real, con el propósito

de obtener determinadas ventajas. Para ello se distorsiona la información contable y financiera, ocultan información relevante, llegando así a cometer fraudes y otros delitos

Este fue el caso de un gigante de las comunicaciones, WorldCom. El caso es conocido y a sido ampliamente estudiado, luego no es la intención aquí desarrollarlo con detalles, solo esbozar algunos conceptos claves, para poder analizar a modo de ejemplo su interesante relación con el que sí es el tema de interés, el EBITDA

Un poco de contexto histórico, WorldCom era considerada la segunda mayor compañía telefónica de larga distancia de Estados Unidos creada en la década de los 90' por Bernard Ebbers. Contaba con sedes en Carolina del Norte y Ámsterdam, mantenía más de 300 oficinas en 65 países de Europa, América y Asia y sus redes alcanzaban alrededor de 100.000 kilómetros por todo el mundo. Con más de 77.000 empleados, distribuidos en 65 países. A partir de mediados del 2001 esta empresa se ve envuelta en una serie de acusaciones por mal manejo contables. Finalmente, en el 2001 la información pasa a ser de público dominio. El fraude asciende a 11.000 millones de dólares, dejando pérdidas para sus accionistas de 180.000 millones de dólares aproximadamente. Se sella así el mayor fraude contable de la historia de las telecomunicaciones.

El fraude contable, consistía en registrar como inversiones de capital algunos gastos corporativos, retardando así su impacto en los resultados, lo que, si bien no afectaba los reales flujos operacionales obtenidos, si llevaba a aumentar las ganancias, ocultando así sus reales pérdidas. Se registraron como inversiones de capital USD 3.060 millones en 2001 y USD 797 millones en el primer trimestre de 2002, lo cual "infló" sus resultados

Estos registros habrían sido ordenadas por Ebbers a partir de 2000, debido a una crisis del sector de la telefonía ligada a la explosión de la burbuja especulativa de Internet

Se registraron como gastos de capital, gastos asociados al uso de servicios de red subcontratados. Esto es completamente fraudulento, ya que el pago por un servicio de alquiler de líneas locales claramente es un gasto. Dichos gastos deben ser inmediatamente reconocidos en el período en el que tienen lugar, a diferencia de los gastos de capital que pueden legítimamente ser contabilizados y depreciados a lo largo de su vida útil.

Así esta activación originó un aumento artificial de sus ingresos netos y por ende de sus beneficios brutos (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), lo que se conoce como EBITDA.

La conclusión de estos casos, si bien por un lado lleva a meditar sobre la ética y moral de las personas y los negocios y que estos deben ir de la mano, porque al no existir dicho vínculo y ser sumado a la falta de regulación de los mercados financieros y la debilidad de los organismos controladores, se genera una amenaza muy relevante para para la economía en general. Una de las principales lecciones, en cuanto a la toma de decisiones de las políticas de la empresa debe ser él siempre garantizar y certificar su objetividad e independencia.

Así es cómo el EBITDA, que no es otra cosa que el EBIT menos las depreciaciones y amortizaciones, el que rápidamente empieza a ser utilizado en forma amplia como sinónimo del flujo de caja generado por la operación y, en consecuencia, utilizable para pagar la deuda asumida, ignorando así las necesidades de inversión en el capital corriente y de reinversión en activo fijo. Si la empresa, por diferentes circunstancias, debe utilizar parte de la tesorería generada internamente para dichas inversiones, entonces el EBITDA simplemente ya no es real.

Al igual que todo indicador o valor absoluto de uso financiero, el EBITDA ha evolucionado con el pasar del tiempo. En sus inicios, se utilizó para evaluar el efectivo para las empresas en un estado "cercano a la quiebra".

Más adelante, se utilizó como medio de incorporar la amortización y depreciación a los flujos disponibles para el pago de deudas a empresas con activos de larga duración. Sostenía que dichos flujos podían utilizarse con éxito en empresas que en sus inicios habían invertido mucho dinero en plantas y equipos, realizando gastos de capital a gran escala y cuya reposición sería a muy largo plazo, por ende, dichos recursos si estaban a disposición.

Finalmente, se aplicó universalmente, a todo tipo de empresas, independientemente de sus ciclos económicos.

Así fue como paulatinamente, el mercado le asignó a este indicador el ser representativo del potencial de una empresa para generar flujos positivos de efectivo, los cuales serían constantes y como tales podían ser proyectables en el tiempo. Es necesario destacar que esta característica de ser "proyectable" le asigna al EBITDA es en sí mismo, una naturaleza creciente o al menos constante en el tiempo, lo cual, como se verá más adelante, no es necesariamente cierto.

Antes de asumir valores constantes en la generación de flujos en el tiempo, es necesario recordar que toda empresa tiene un ciclo de vida. Estos ciclos son en sí muy dependientes del país en que se emplaza y, particularmente, del sector en que se desenvuelve. De allí que la duración de cada uno de estos ciclos sea muy particular en cada empresa.

Con lo visto es sencillo inferir que el EBITDA estará siempre fuertemente asociado al ciclo económico de la vida de una empresa. De esta forma, se observa que:

- En ciclos de declive, liquidación o situaciones de profundas recesiones, el EBITDA es, sin duda alguna, un indicador relevante para determinar el flujo de caja, dado que lógicamente la empresa va a disminuir o eliminar su inversión en CAPEX, para destinarlo a pagar capital e intereses.
- Al contrario, en las etapas de nacimiento, crecimiento y madurez, las inversiones en CAPEX no son discrecionales, sino más bien, obligatorias para las empresas, dado que es dicha inversión la que las llevará a una exitosa generación de flujos futuros, que sean positivos, sustentables y crecientes.

Si cada ciclo está íntimamente ligado a la capacidad de la empresa para generar flujos de tesorería, al ser éstos de distintas duraciones, suponer que el flujo generado en uno de esos ciclos es en sí proyectable, es un tremendo error financiero.

Sin embargo, y a pesar de lo ya expuesto, el uso del EBITDA ha evolucionado de ser una herramienta válida en el extremo final del ciclo de vida económico de una empresa, hasta asumir una posición estelar como herramienta analítica para las empresas de todo tipo, sin distinción de nacionalidades o sectores económicos y, por ende, visiblemente no afectado por sus ciclos de vida.

A modo superficial, pareciera que dicha posición estelar se debe a que el indicador crea la apariencia de una cobertura de flujos más sólida que la real, potenciando así la venta de empresas. Esto, que en resumidas palabras no es otra cosa que sustituir el resultado de explotación por el EBITDA, sin duda ha generado y sigue generando cuantiosos beneficios para la industria financiera y los profesionales del rubro.

Al ser el EBITDA rápida y masivamente utilizado como sinónimo de flujo de caja, real y proyectable, los usuarios aparentemente han pasado por alto y olvidado sus limitaciones. Así, desde su creación hasta la actualidad, es el indicador financiero más utilizado al momento de explicar temas tales como:

- Sinergias positivas de una adquisición.
- Empresas con grandes inversiones que operan con pérdidas.
- Proyecciones futuras y valorizaciones del precio de sus acciones, vía poder determinar múltiplos de éste, para llegar a los valores de mercado de una empresa y poder analizar así la relación precio/beneficio de las acciones.

Su foco de interés principal está en que sea positivo. Luego, al calcular y presentar otros indicadores asociados al EBITDA, éstos por lógica resultan también positivos, sin reparos en que se puede llegar a desvirtuar materialmente la realidad de una empresa.

La consecuencia de lo anterior es clara: el usuario final de la información puede estar entendiendo algo muy distinto a la realidad de lo que se le desea transmitir. Es válido señalar que estas malas interpretaciones no suceden con otras medidas económicas o financieras ya normadas, como los ingresos operacionales, el resultado de la explotación, la utilidad y sus importes antes o después de impuestos, o el activo o pasivo total, entre otras partidas.

Esto apunta a que hoy se visualiza que la mejor manera de resolver el problema de la heterogeneidad observada en su práctica sea por la vía de su estandarización, resaltando en ella que dicho indicador es esencialmente una proyección de largo plazo, no siendo en ningún caso un sustituto de solvencias corrientes.

Resultan cuantiosos los cuestionamientos y críticas a su uso indiscriminado. Llama especialmente la atención un estudio de *Moody's* (Bastidas Méndez, 2007, p. 43) acerca de los inconvenientes que se han detectado:

- “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 nada 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. 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)”.

De esta manera, considerando sus imperfecciones, el EBITDA continúa siendo cuestionado, y existen seis motivos claros para evitar su uso, de acuerdo con The Money Glory:

1. **“Ignora los cambios en el capital circulante”** (2017, p. 3). El EBITDA es un cálculo contable, derivado de lo que explican los datos de la cuenta de pérdidas y ganancias.
2. Ofrece una **“imagen distorsionada de la liquidez de la empresa”** (2017, p. 4). Los intereses que paga rutinariamente una empresa a sus acreedores no forman parte de los resultados, según el EBITDA. Tampoco los impuestos. Cuando se trata de provisiones, sin estos dos elementos, se libera a la empresa de muchas presiones.
3. **“Infravalora la inversión en capital”** (2017, p. 5). Según el EBITDA, ni las amortizaciones, ni las depreciaciones deben impactar en los resultados de una compañía. Este es el elemento más controvertido. Dado que no es así para un grupo industrial que se sostiene en inmovilizado físico para trabajar. Sobre todo, cuando este tiene una duración limitada y corta, que requiere la continua reinversión. Las depreciaciones y las amortizaciones son imprescindibles para reflejar la realidad económica de la empresa.
4. **“Ignora los atributos de cada industria”** (2017, p. 6), por cuanto acaba siendo un indicador desacertado para numerosos sectores industriales.
5. **“No es homogéneo”** (2017, p. 7). No se encuentra reconocido por normativas internacionales y su utilización se reduce a informes de gestión, sin auditar sus resultados. Aunque es utilizado para realizar estimaciones, las mismas requieren una conciliación con otros datos. Además, a pesar de que existen ciertas recomendaciones acerca de cómo calcularlo, cada empresa puede modificarlo conforme sus requerimientos (la noción de “EBITDA Ajustado” es un ejemplo tangible de ello).
6. Es una **“referencia no indicativa de una buena adquisición”** (2017, p. 9). Un derivado del EBITDA es su aplicación en multiplicadores como el Precio/EBITDA. Esto es frecuente verlo en anuncios de adquisición, para justificar si la compra ha resultado cara o barata. Sin embargo, este cálculo muestra dos errores, uno por cada variable: la variable “Precio” no considera efectivo de caja ni deudas; la variable “EBITDA”, que representa los ingresos, no es un medio para recuperar la inversión, puesto que, para hacerlo, la empresa tendría que reducir los resultados por pago de los intereses, gastos y costos.

Las notas explicativas de los estados financieros y análisis razonados de las empresas deberían alertar a los inversionistas a *no olvidar que el EBITDA no debe considerarse de forma aislada*, sino en forma conjunta con otros factores que pueden influir en las actividades operativas y de inversión, tales como cambios en los activos, pasivos operativos y las necesidades de inversión de propiedades y equipos.

Dada la globalización, especialización y complejidades crecientes de los mercados, obviar hoy de un análisis financiero los efectos de intereses financieros, impuestos propios del negocio (país) y las depreciaciones y amortizaciones asociadas a activos e inversiones que son del todo imprescindibles para mantener la continuidad en la generación de valor de una empresa, definitivamente no es conveniente.

Si los analistas, empresas o usuarios de la información financiera quieren conocer la tesorería generada por las actividades de la empresa, será necesario que apliquen otros datos mucho más detallados. El uso de indicadores que no estén debidamente estandarizados con el objeto de medir el rendimiento empresarial, debería traer asociada al menos la obligación de que se revele claramente cómo éstos han sido determinados u obtenidos, convenientemente a partir de conceptos estandarizados que aparecen en los estados financieros. De esta manera, el usuario de la información financiera conocerá al menos el origen de la medida y apreciará mejor su significado, sabiendo de dónde procede y cómo se ha calculado.

Actualmente, la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés) estudia y evalúa por medio de consultas, posibilidades de integrar indicadores alternativos del desempeño, como el EBIT o el EBITDA, dentro de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), y destaca ciertos indicadores que no miden dicho desempeño, dentro de los cuales se encuentran:

“(a) partidas individuales o subtotales de solo ingresos o gastos (por ejemplo, ingresos de actividades ordinarias ajustados como una medida aislada); (c) ratios financieros (por ejemplo, rentabilidad sobre activos); (e) medidas de liquidez o flujos de efectivo (por ejemplo, flujos de efectivo libres)” (Proyecto de Norma 2019/7, diciembre de 2019).

Considerando que no existe consenso entre los usuarios acerca de qué es lo que constituye el EBITDA más allá de la fórmula de agregados propia de su definición, la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad o IASB (2019) prefiere utilizar la noción de “pérdida operacional” en lugar de “depreciación”. En sus estudios, determinó que no es posible comparar el EBIT y los subtotales equivalentes entre las distintas empresas, puesto que cada una clasifica sus instrumentos y resultados a su modo.

A los fines de evitar las incompatibilidades, se propuso entonces una definición que incluye “utilidad o pérdida antes de financiación e impuestos a los ingresos, como un subtotal requerido que sirve a propósitos similares a EBIT dado que permite que los usuarios de los estados financieros comparen entidades independientemente de cómo son financiadas” (IASB, PN 2019/7, 2019).

Si bien no se norma el cálculo del EBITDA como era lo esperado, no lo incluye como una medida de gestión. Es fácil intuir por qué la Junta declina el referirse específicamente al

EBITDA; un cambio en este indicador, tendiente a sincerar sus implicaciones y valores, traería sin dudas severas repercusiones en el mercado financiero y en la valorización de las empresas, en especial en aquellos que determinan el EBITDA no siendo un requerimiento de covenant financiero, donde muchas veces esa determinación debe estar acordada o revisada por el acreedor.

Estas actividades, así como la declaración de IOSCO sobre medidas financieras no GAAP emitidas en 2016, evidencian claramente el reto, aún vigente, de mejorar la comunicación en torno al desempeño financiero en forma clara y transparente para los usuarios de esta información.

María Cristina Abad Navarro, ganadora del “XXIII Premio AECA de Artículos sobre Contabilidad y Administración de Empresas” (2017), explica:

“La nueva Opinión Emitida por la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA en diciembre de 2016 sobre ‘Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación’ constituye una magnífica oportunidad para aclarar su significado, así como homogeneizar su uso entre las empresas españolas” (2017, p. 3).

La investigadora de la Universidad de Sevilla señala que ésta puede servir de base para una interpretación normativa mucho más generalizada, dado que “proporciona una excelente aclaración de la utilización del EBITDA como recursos generados en la explotación y no como aproximación a los flujos de efectivo” (2017, p. 3).

En su planteo, la Opinión (AECA, 2016) propone además que, para determinar el excedente, la compañía contemple únicamente los ingresos y gastos recurrentes, quedando excluidos los movimientos excepcionales o extraordinarios.

Medir los recursos que proceden de los activos productivos siempre será útil al propósito de evaluar su rentabilidad, a efectos de poder evaluar correctamente para lograr optimizaciones internas, fusiones, absorciones, otorgamiento de financiamientos o garantías, bajo supuesto de continuidad.

El EBITDA sigue siendo un indicador valioso, pero que debe ser utilizado con sumo cuidado, con definiciones claras y precisas para la metodología de su cálculo, divulgación e interpretación, es en esta reflexión y el actual vacío que existe sobre este tema, donde se centra el aporte del presente AFE.

1.2.- Objetivos

1.2.1.- General

Evaluar la pertinencia en el uso del EBITDA como indicador válido y equivalente a un flujo operativo, desde un análisis descriptivo, crítico y actualizado, para finalmente proponer la alternativa del uso del estado de flujo de efectivo, confeccionado por el método directo y normado por la NIC 7, como alternativa de medición, especialmente en lo referido a su flujo operacional.

1.2.2.- Específicos

- 1) Contextualizar el EBITDA en termino de definición y cálculo, con énfasis en analizar la conveniencia o inconveniencia, de realizar su depuración de partidas
- 2) Estudiar la relación del EBITDA con los ciclos de vida de una empresa, asociada al CAPEX y a su solvencia.
- 3) Abordar el concepto de generación de valor como sinónimo del desempeño financiero, distinguirlo de la utilidad e identificar su relación con el EBITDA.
- 4) Analizar los criterios de preparación del estado de flujo de efectivo con foco en su obtención por el método directo, normado en la NIC 7¹ , para así comprender los alcances de este al querer contrastarlo con la medición del EBITDA
- 5) Calcular indicadores, realizando las tablas necesarias para su debida comparación y análisis, que apuntaran a validar la efectividad o no del EBITDA, como indicador de la generación de valor en las empresas.

Los objetivos específicos además proporcionan un esquema de desarrollo del trabajo de Actividad de Formación Equivalente a Tesis (AFET) con un orden lógico, intuitivo y fluido, para una correcta comprensión del EBITDA, que guíe en el camino de validación de su efectividad.

1.3.- Preguntas de investigación

- ¿Qué importancia tienen hoy las partidas agregadas para depurar el EBITDA?
- ¿Es suficiente medir una generación puntual de flujos positivos para poder aseverar que una empresa está realmente en condiciones de seguir generándolos?
- ¿Es correcto asimilar a flujo un valor que proviene de un estado financiero como el estado de resultados, que mezcla para su construcción diferentes criterios de devengos y valorización?
- ¿Existe hoy información más directa y normada para medir y evaluar flujos?

1.4.- Justificación

Todas las técnicas y determinación de variables evolucionan en el tiempo, dado que deben necesariamente ir adaptándose a la dinámica de los negocios, de los entornos, y en esto, el análisis financiero y sus herramientas no son la excepción.

¹ No es el objetivo realizar un análisis detallado de esta norma, ni de nuevas normas financieras que pudiesen modificar su interpretación. El foco está en proponerlo como una medida alternativa y más actual de interpretar los flujos de una empresa, al analizar sus diferencias y en qué medida esta vía subsana las deficiencias del EBITDA.

Muchos de los indicadores financieros han perdido vigencia, otros han requerido una redefinición o simplemente han sido reemplazados por otros nuevos, pero por sobre todo, se ha visto la obligatoria necesidad de reorientar las interpretaciones que sobre ellos se plantearon en sus inicios.

Hoy, los inversionistas, dueños y directores de empresas se están enfocando en los aspectos relativos a una perspectiva de largo plazo en sus organizaciones, para las que no es posible desentenderse de su designio de continuar generando y aumentando su valor en el tiempo.

Es posible detectar al menos cuatro factores que han contribuido claramente con esto:

- El flujo internacional de capital;
- la globalización de los mercados;
- el crecimiento de las empresas privatizadas; y
- la urgente necesidad de contar con mejores medidas sobre la evaluación del desempeño para generar valor.

Claramente, este análisis no es nuevo. El caso retoma y actualiza gran parte de los estudios y publicaciones precedentemente señalados. Sin embargo, es también necesario resaltar que este análisis cobra actualidad y relevancia al considerar que:

- Se publican nuevas normas financieras (IFRS), que pueden alterar este indicador y su interpretación, así como otorgar nuevos datos. Las mismas apuntan a un criterio más de devengo que de impactos en los flujos.
- La importancia y habitualidad en su uso, nos llevaría a pensar que existe una definición formal, que lleva a una alta homogeneidad en su cálculo e interpretación, que impediría o limitaría su mal uso, lo cual no es efectivo.
- Hoy existen más estudios sobre la pertinencia o no de su uso.

Y pensando en el contexto local que nos afectó en Chile a fines de 2019, y a nivel global los efectos de la pandemia desde el 2020, han hecho que las mediciones de desempeño, especialmente financiera, sean necesarias para poder adaptarse rápidamente a los cambios de las condiciones del mercado.

1.5.- Alcances y Limitaciones

Esta tesis no se enfoca en plantear en si una redefinición, reorientación o un nuevo modelo de relación entre indicadores financieros, proceso por el que sin duda deberían pasar muchos de los indicadores tradicionales. Sino que se enfoca en el análisis particular del uso que se le da al EBITDA en la actualidad y su efectividad como predictor en la generación de valor de una empresa.

Limitaciones:

- Para demostrar numéricamente la efectividad de la utilización de los indicadores e inductores planteados y sus relaciones establecidas, el análisis de cifras e información financiera se centra en empresas chilenas seleccionadas en base a criterios de muestra, lo cual de por sí puede limitar el alcance de sus conclusiones.
- Al no ser la intención de esta tesis proponer un nuevo modelo de análisis financiero, se hace foco en analizar la efectividad del EBITDA como predictor de valor por sí solo, de la generación de valor en una empresa. Por esta razón, se utilizan los indicadores más comunes derivados de éste y una selección de los que se consideran los inductores de valor más representativos para la generalidad de las empresas, y no la totalidad de los definidos en estudios sobre el tema.

1.6.- Universo y criterios para la muestra

1.6.1.- Determinación del Universo

Empresas con reporte público de estados financieros auditados consolidados bajo normas IFRS, que incluyan el flujo de efectivo por el método directo, para un período continuo de tres años (del 2017 al 2019).

Si bien la presente evaluación se realiza en base a una muestra de empresa chilenas, su método es extrapolable a estados financieros de otros países

1.6.2.- Criterios para selección de la muestra

Empresas no consideradas; Bancos, administradoras de fondos de pensiones y sociedades de inversiones, prefiriendo empresas productivas o de servicios comerciales. Está claro que tratándose de otro tipo de estudios con objetivos más amplios que éste, podría incluirse a todas las empresas, sin descartar a ninguna de las incluidas en este grupo

1.6.3.- Elección de grupos de empresas

Que operen en un mismo segmento en el mercado (según sus giros principales), con dos empresas en cada grupo.

- **Grupo de viñas**
VIÑA SAN PEDRO TARAPACÁ S.A
VIÑA CONCHA Y TORO S.A

- **Grupo de generadoras eléctricas**
EMPRESA ELÉCTRICA PEHUENCHE S.A .
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A. ENDESA

- **Grupo Construcción**
SOCOVESA S.A.
BESALCO S.A

1.6.4.- Cuadros de indicadores por empresa (objetivo)

Al término de cada capítulo de estudio, se desarrollan los cuadros comparativos, de la ya mencionada selección de empresas y se presentan inmediatamente las conclusiones, en vez de como es habitual en estos estudios reservarlas para un capítulo final.

Su objetivo está en;

- Verificar la factibilidad de su cálculo, en base solo a información de pública circulación
- Verificar magnitudes de diferencias, entre indicadores
- Analizar información financiera, que cada indicador entrega al usuario

Capítulo II: Marco teórico

2.1.- El EBITDA

Al momento de definir este indicador financiero de rentabilidad, se explica que: el EBITDA:

“Es la Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (...) [y], como su nombre lo indica, es la utilidad antes de descontar los intereses, las depreciaciones, las amortizaciones y los impuestos” (Cornejo Saavedra y Díaz, 2006, p. 1).

Con el fin de comprender su cálculo, se encuentra que:

“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” (Cornejo Saavedra y Díaz, 2006, p. 1).

El EBITDA debe mostrar los resultados operacionales y recurrentes (sólo la esencia del negocio) sin tener en cuenta determinados gastos posteriores (o no operaciones), con la aspiración de ser un indicador fiable para conocer la rentabilidad de la empresa o proyecto en sí mismo. Vale señalar que el indicador es óptimo para ser utilizado al realizar comparaciones objetivas entre varias compañías, de diversos países y realidades, dado que aísla el entorno financiero, tributario y de la gestión empresarial que se lleve a cabo a posterior.

Entonces, su magnitud indicará la capacidad pura que tiene un proyecto o empresa para generar beneficios, teniendo en cuenta únicamente el valor del producto o servicio que se ofrece al mercado.

2.1.1.- Modos de determinación, cálculo y su interpretación

Son precisamente las palabras “antes” (before) y “utilidad” (earnings), contenidas en la definición del EBITDA, las que han llevado a dos posibles formas de realizar su cálculo:

- A partir de la utilidad operacional o “Método Simplificado”, lo que equivale en la práctica a sólo agregar la depreciación y amortización, usualmente neteadas en las cifras de los gastos administrativos.
- A partir de la utilidad después de impuestos o “Método completo”, lo que equivale a agregar a partir de la utilidad después de impuestos las ya mencionadas partidas y otras tantas que han aparecido desde el surgimiento de este indicador, producto de nuevas normas, necesarias de depurar (restar o sumar) si hemos de aislar la operación propia del negocio o proyecto.

Específicamente, su cálculo esta dado por lo siguiente;

- Si “*earnings*” es igual a utilidad operacional, la fórmula de cálculo seria:

+ Ingresos de actividades ordinarias

- Costos de ventas
- Gastos de administración y ventas
- + Gastos de depreciación.
- + Gastos de amortización.
- = EBITDA

Sólo se requiere un detalle sobre la composición de los gastos de administración y ventas, a efectos de poder extraer el valor de las depreciaciones y amortizaciones, el cual siempre se puede encontrar en las notas obligatorias de los estados financieros.

- Si “*earnings*” es igual a utilidad después de impuestos, para la fórmula de cálculo entonces debemos agregar a este valor los montos asociados a los siguientes conceptos de gastos:

+ Utilidad final después de impuestos

- + Gastos financieros netos
- + Gastos por impuesto
- + Gastos de depreciación
- + Gastos de amortización
- = EBITDA

El EBITDA apunta a darnos información sólo de la parte operacional de un negocio, entonces es necesario depurar el valor ya obtenido de otros efectos considerados como “no operacionales” que están agregados en los estados de resultado. Estos pudiesen no estar tan ajenos a lo operativo como su clasificación lo indica. Es conveniente, para su mejor comprensión tomar algunos por ejemplos y basados en los conceptos más comunes que se agregan a los estados financieros en Chile:

- Resultados por unidad de reajuste = efecto propio de Chile, asociado a la variación de la unidad de fomento, la cual generalmente es inherente a la existencia de deuda bancaria operación (Corriente) y estructurada (no corriente). En su parte corriente si debiese estar asociado a la parte operacional
- Variación de cambio = misma cosa que el concepto anterior, generalmente es inherente a la existencia de deuda, ya sea de origen bancaria o de proveedores.
- Ventas de activos productivos = tema eminentemente operativo que de no deberse a recambios programados, puede indicar graves problemas de flujos operativos.
- Recupero o pago de seguros = misma cosa, dependerá de su carácter de operativo o no, de lo siniestrado y la cuantía de las pérdidas por lo deducibles involucrados.

- Multas o gastos rechazados provenientes de reglamentos locales (Inspección del trabajo, CMF o SII entre otros) = esta situación puede estar reflejando graves problemas en la gestión operativa de la empresa
- Otros no operacionales del negocio.

Es fácil observar que su cálculo, por esta vía, va perdiendo una característica muy relevante, que es la de ser un indicador “simple y rápido” de obtener. Por esta vía, es necesario contar con información adicional detallada para analizar lo pertinente o no de disminuir un sin número de partidas, dado que ello requerirá de información que no siempre estará contenida en los estados financieros de pública divulgación.

Clave para definir método de calculo

- Si “earnings” es igual a utilidad operacional = Método simplificado
- Si “earnings” es igual a utilidad después de impuestos = Método completo,

METODO SIMPLIFICADO

+ Ingresos de actividades ordinarias
 - Costos de ventas
 - Gastos de administración y ventas
 + Gastos de depreciación.
 + Gastos de amortización.
= EBITDA

METODO COMPLETO

+ Utilidad final después de impuestos
 + Gastos financieros netos
 + Gastos por impuesto
 + Gastos de depreciación
 + Gastos de amortización
= EBITDA

EBITDA = Información operacional de un negocio

Luego al aplicar el método completo, es necesario depurar el valor de los “no operacionales”, porque estos pudiesen no estar tan ajenos a lo operativo, como lo indique su clasificación

Figura 1 – Métodos de cálculo para el EBITDA – Elaboración propia

Entonces, la pregunta clave que llama a reflexión es: ¿Para qué darse el trabajo de definir que se le deben depurar los gastos financieros y tributarios, si no es necesario?... Pregunta que nos lleva a concluir que su correcto cálculo va por el segundo método planteado, pero que éste se ha visto de tal manera complejizado por la aparición de nuevas normas, que su uso habitual y más cotidiano ha estado radicado en la primera fórmula de cálculo ya revisada.

Al ser el EBITDA usado como un indicador de rentabilidad en las empresas, ya la rentabilidad a su vez considerada también como la remuneración recibida por el dinero o el capital invertido:

“...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” (Gómez, 2007).

Luego, su regla de interpretación (obtenido el valor por cualquiera de los dos métodos planteados) es simple y ha sido constante en el tiempo:

- **De ser su valor positivo**, se puede interpretar que la empresa o proyecto es rentable y en adelante, dependerá de su gestión de sea viable o no.
- **De ser su valor negativo**, es evidente que el resultado final será también negativo, motivo suficiente para prescindir de la empresa o proyecto.

2.1.2.- Consideraciones en el uso de indicadores

El EBITDA es un indicador financiero de rentabilidad y, cuando se hace referencia a indicadores, es necesario al menos recordar en forma general las limitaciones o consideraciones que deben tenerse en cuenta al momento de decidir usarlos en los análisis financieros.

Los indicadores pueden variar mucho de un tipo de empresa a otra y, más aún, de un sector empresarial a otro. Por este motivo, los mismos no deben ser analizados como un valor absoluto o de forma mecánica.

Por un lado, entre el numerador y el denominador debe haber una relación de causa-efecto” de la cual depende la eficiencia del indicador y por otro lado que todo indicador es susceptible de ser analizada a partir de su lógica subyacente, puesto que, entendiendo su lógica, es posible aumentar su rigurosidad.

Siempre se debe tener en cuenta que:

- Únicamente cobran valor de análisis al relacionarlos entre sí y compararlos con cifras de la misma empresa en años anteriores o de otra empresa del mismo sector. Al ser comparados, los indicadores pueden señalar desviaciones sobre las cuales se podrá trabajar para corregirlas o prevenirlas.
- Es necesario conocer a fondo la operación de la compañía. Su interpretación está en directa relación a la actividad, organización y control interno de cada empresa.
- No existen indicadores únicos. Es posible utilizar todo indicador financiero que se considere necesario y útil. Con este fin, sencillamente se pueden constituir razones financieras entre cuentas, dentro de una lógica que permita evaluarlas y derivar resultados para alcanzar una conclusión.

Incluso, el análisis entre empresas de igual giro debe realizarse con suma cautela, tomando siempre en consideración factores claves como:

- Sector o actividad, en especial en empresas de tamaños similares y ubicadas en áreas geográficas similares.

- Según el tipo de negocio, que usen métodos contables similares.
- Diferencias existentes entre los objetivos estratégicos de las empresas.

2.1.3.- Opiniones de entes reguladores

Para un mejor análisis, es importante dedicar un apartado a las consideraciones de los entes reguladores en este tema a nivel global.

En tanto normativa internacional, las medidas adicionales no se encuentran prohibidas por las NIIF en los estados financieros. Lo que, es más: la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) señala que las medidas adicionales pueden resultar de utilidad y pide desarrollarlas cuando éstas son incluidas en los estados financieros.

En los Estados Unidos, las medidas no-GAAP son generalmente prohibidas o desestimadas por la Comisión de Bolsa y Valores. El uso del EBITDA ha disminuido radicalmente en este país luego de la caída estrepitosa de las empresas de Internet en bolsa en el año 2000. Los principios GAAP invalidaron el uso del EBITDA y advirtieron que el mismo podía conducir a apreciaciones desacertadas. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) también lo desautorizó, mientras que la Junta de Normas de Contabilidad Financiera (FASB), luego de una reunión en febrero del año 2002, dejó asentadas en un reporte sus preocupaciones relativas al uso de medidas inconsistentes utilizadas como alternativa en los estados financieros.

Así, las normativas o documentos valorativos que se publicaron luego de que se sancionaran los principios GAAP procuraron evitar el uso del EBITDA y de todas las mediciones derivadas de él.

En Brasil, por la popularidad del uso del indicador y su excesiva difusión, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) trabajó en la regulación del método de cálculo del EBITDA, normativa que entró en vigor el 1º de enero del año 2013.

En los Países Bajos, la Autoridad Holandesa de Mercados Financieros (AFM) y el Instituto Holandés de Auditores (NIVA) se oponen al uso del EBITDA o medidas equivalentes.

La Asociación Francesa de Normalización (AFNOR) recomendó a las empresas presentar separadamente de los estados financieros sus informes de partidas excepcionales.

En España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a través de su Grupo de Expertos, hacia 2013 definió una guía para que las empresas cotizadas elaboren sus informes de gestión. En ella, de forma similar a la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad, recomienda que, de incluir medidas adicionales, se explique la relevancia de su cálculo y se concilie con las medidas que sí se encuentran dentro de la normativa contable. Por otro lado, la AECA publicó, como se detalló en el apartado de Descripción del Problema, una Opinión titulada “Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación” (2017), en la que se ejemplifica el modo de calcularlo y cómo se concilia y compara con el resto de las medidas.

2.1.4.- Ventajas y desventajas de su uso

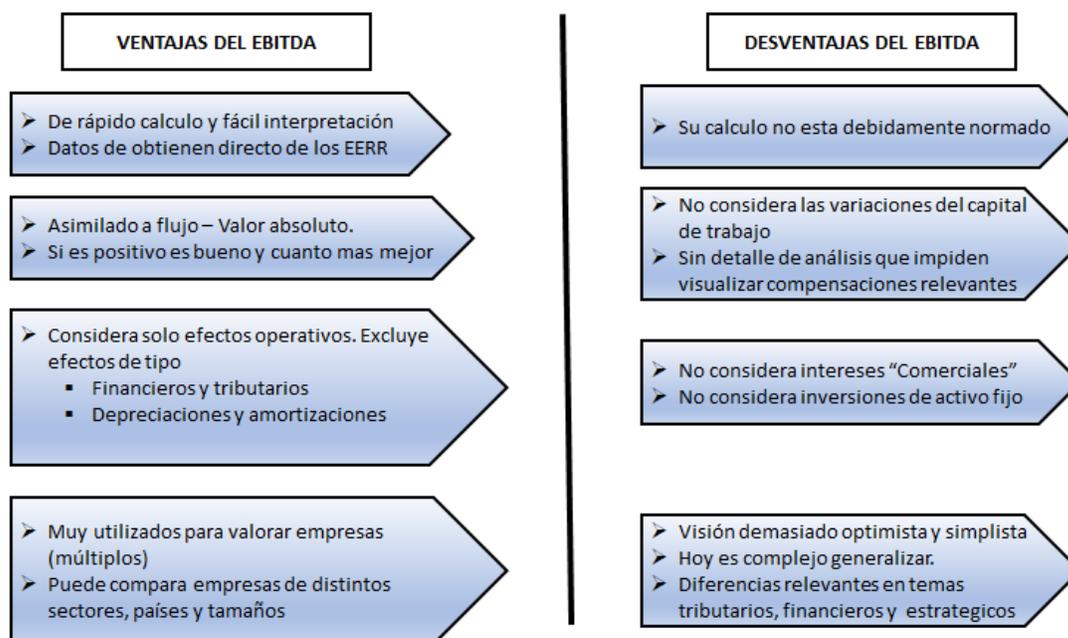


Figura 2 – Ventajas y desventajas EBITDA – Elaboración propia

En este desarrollo interesa centrarse en las desventajas en la utilización del EBITDA, para de esta manera demostrar que las supuestas ventajas del EBITDA se encuentran generalmente sujetas a fuertes contradicciones:

- Su cálculo no está debidamente regulado. Las normas de contabilidad internacional no lo reconocen ni definen formalmente. Hay recomendaciones relacionadas con su cálculo, pero, al no estar debidamente regulado, las empresas o sus analistas pueden estar tentados a cambiarlo según sus necesidades. No revelan el efecto de diferentes políticas contables.
- NO es un flujo de efectivo del negocio. La empresa puede registrar los ingresos y reconocer sus ingresos operativos, pero no cobrar efectivamente hasta en períodos muy posteriores. Las ganancias contables determinadas bajo las normas actuales y pasadas claramente no son en efectivo, sino que simplemente reflejan la diferencia entre ingresos y gastos, en base a registros con criterios contables.
- NO considera las variaciones del capital de trabajo. Un aumento relevante en la antigüedad promedio de las cuentas por cobrar, sumado a un fuerte crecimiento de las ventas y la aceleración en los pagos en efectivo a los acreedores comerciales, a medida que se endurecen las condiciones de pago de los ingresos, pueden producir un efecto negativo en el flujo, que ocasione serias dificultades a la empresa, aunque sin afectar los resultados y, por ende, sin afectar el EBITDA. Si bien el EBITDA está sujeto al riesgo de cuentas incobrables, mismas que a su vez generalmente garantizan préstamos para financiar las necesidades de efectivo,

este indicador no los refleja. La gestión del capital de trabajo afecta el flujo de caja con efectos que no son visibles desde un estado de resultado.

- NO considera las inversiones en activos fijos. El EBITDA resulta una medida adecuada en aquellas empresas cuyos activos tienen una vida útil larga y con muy pocas necesidades de re-inversión para mantener su valor. Sin embargo, no es aconsejable su uso en empresas cuyos activos tienen una vida útil corta o para empresas de industrias sometidas a una gran cantidad de cambio. Así, al no considerar estas diferencias, el indicador es conceptualmente válido sólo si las inversiones de capital deben financiarse con saldos de efectivo excedente o con los ingresos de nuevos financiamientos o ventas de activos. Pero, si la empresa depende de los fondos de las operaciones para financiar nuevas inversiones de capital, la depreciación puede no estar disponible para el servicio de la deuda. Debido a la inflación y los cambios tecnológicos, la inversión necesaria para mantener la capacidad productiva es generalmente mayor que la depreciación de los gastos de capital anteriores. De usarse estos fondos para otros fines o reducir los gastos de capital, podría reducirse la capacidad productiva de una empresa. Esto en particular es muy relevante en las industrias intensivas en capital, donde los activos se compran a un precio extremadamente alto.
- NO considera los intereses “Comerciales”. Sin estos, actualmente se libera a la operación de la empresa una presión muy grande. Si no consideran, no se tiene en cuenta el nivel de endeudamiento corriente de la empresa, en especial cuando el negocio requiere una deuda comercial relevante como parte de la estructura operacional de funcionamiento; es posible que un EBITDA elevado sea sólo consecuencia de una gran deuda. Este indicador proporciona información limitada sobre la liquidez al no considerar las entradas y salidas de efectivo totales. Esto es, que no proporcionan información cualitativa sobre las fuentes y los usos del efectivo de una empresa, su acceso a la liquidez o de la solidez de éstos.
- Visión demasiado optimista y simplista. El EBITDA es comúnmente usado para comparar los precios de adquisición pagados por las empresas y/o patrocinadores y se cree que representa un múltiplo del flujo de efectivo actual o esperado de una empresa adquirida. Al no considerar los efectos de inversión de CAPEX, intereses de su estructura de deuda y efectos de los impuestos, es fácil deducir que ofrece el mejor aspecto del posible futuro de una empresa, aunque esté estrangulada por sus acreedores y el costo de los altos tipos de interés. Al entregar una medida optimista, los usuarios de este enfoque deben saber que sus múltiplos crean la ilusión de hacer que los precios de adquisición parezcan menores.

2.1.5.- La Palanca de Crecimiento o PDC: un indicador relevante

Dentro de las medidas adicionales, debe considerarse la Palanca de Crecimiento o PDC, puesto que es un indicador de gran relevancia.

En su definición, Jairo Cardona Gómez (2008) explica:

“**La palanca de crecimiento** se refiere al análisis combinado de margen EBITDA (ME) y productividad del capital de trabajo (PKT). Esta razón financiera, permite determinar qué tan atractivo resulta para una empresa su crecimiento, desde el punto de vista del valor agregado (...) combina el margen EBITDA con la productividad del capital de trabajo. De su resultado se establece lo apropiado o no del crecimiento” (p. 43).

Además, explica cómo se vinculan estas variables, y señala dos posibles situaciones:

“La PDC es favorable y el crecimiento genera valor, si el resultado obtenido es mayor que uno. Esto implica que, en la medida en que la empresa crece, libera más efectivo, mejora la liquidez y la posibilidad de cumplir con los compromisos de la empresa” (Cardona Gómez, 2008, p. 43)

“Si la PDC es menor que uno, en lugar de liberar efectivo, se consume el de períodos anteriores y se configura un desbalance en el flujo de caja, lo cual impide que se cumpla adecuadamente, con los compromisos de pago de impuestos, servicio a la deuda, reposición de activos fijos y reparto de utilidades” (Cardona Gómez, 2008, p. 44).

Este es uno entre muchos de los llamados inductores operativos y financieros. En la medida en que un indicador se asocia como causa-efecto a la generación de valor de una empresa, se considera un “inductor de valor”. Al estar relacionados como causa y efecto, se explican los motivos de sus variaciones, ligadas a las decisiones que se vayan tomando.

Se ha optado por este indicador particular puesto que trata del efecto combinado del Margen EBITDA y la Productividad del Capital de Trabajo. Una de las críticas más ampliadas sobre el EBITDA es el hecho de que no considera las variaciones del capital de trabajo, lo que le da a este inductor una especial relevancia.

Su fórmula es la siguiente:

$$\text{PDC} = \text{Margen de EBITDA} / \text{Productividad del capital de trabajo (PKT)}$$

Donde:

- Margen de EBITDA = EBITDA / Ingresos operaciones
- PKT = KTNO / ingresos operacionales
- KTNO o capital de trabajo neto = C x Cobrar corrientes + Inventarios corrientes - C x Pagar corrientes

Tener competencias esenciales conduce a generar más flujos de caja y de mayor rentabilidad operativa en relación con los competidores, lo cual no sólo permite crecer, sino también hacerlo con rentabilidad. Esto es generar valor agregado.

- Si el PDC es mayor que 1, es favorable, significando que el crecimiento de la empresa libera caja en vez de demandarla.
- Si PDC es menor que 1, la palanca es desfavorable, lo que implica que el crecimiento en las actuales condiciones esEBITDAestructurales demandará demasiado efectivo. Este desbalance se produce por el hecho de que el Margen EBITDA es menor que la Productividad del KT.

Su utilidad radica en su directa asociación con el hecho de poseer cierta competencia esencial. Su positividad deriva de resultados estratégicos difíciles y costosos de igualar por la competencia en un escenario cortoplacista. Lograr altos estándares de eficiencia en las operaciones es traducido en márgenes operativos más amplios (en el análisis que nos compete, el margen EBITDA) y menos exigencias de activos fijos y capital de trabajo.

Su cálculo se basa en datos contables de muy fácil obtención desde los estados financieros, un beneficio cuando se lee e interpreta en forma conjunta con el EBITDA.

2.1.6.- EBITDA vs. Palanca de Crecimiento

A efectos del presente estudio, es interesante presentar, dentro del desarrollo de cada anexo, las cifras y conclusiones que se han obtenido en base al análisis de la muestra de empresas, obtenida en base a criterios detallados en el capítulo IV del presente trabajo de AFET.

En este capítulo se presentan los cuadros comparativos del cálculo del EBITDA, por los dos métodos aquí planteados y el indicador de la palanca de crecimiento.

	VIÑA CONCHA Y TORO			VIÑA TARAPACA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Ebitda Reportado	86.267.000	86.025.000	105.644.000	44.268.000	44.268.000	44.268.000
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	61.912.248	60.007.337	77.077.016	24.626.985	22.015.756	34.049.879
Depreciacion y Amortizaciones	24.354.629	26.017.324	28.566.815	7.505.440	7.935.006	9.826.148
Ebitda Metodo Simplificado	86.266.877	86.024.661	105.643.831	32.132.425	29.950.762	43.876.027
Diferencia a reportado	0,00%	0,00%	0,00%	-37,77%	-47,80%	-0,89%
Resultados despues de impuestos	49.990.420	50.101.333	53.409.975	17.715.119	14.833.018	22.218.101
Costos financieros	9.985.677	11.647.790	12.413.267	1.539.097	2.028.478	1.832.255
Gasto por impuestos a las ganancias	13.719.788	11.394.118	17.071.544	5.322.294	5.335.617	6.240.754
Depreciacion y Amortizaciones	24.354.629	26.017.324	28.566.815	7.505.440	7.935.006	9.826.148
Resultados por unidades de reajuste	628.448	1.015.159	685.477	108.933	(52.304)	3.137.575
Ebitda Metodo Completo	98.678.962	100.175.724	112.147.078	32.190.883	30.079.815	43.254.833
Diferencia entre metodos	12,58%	14,13%	5,80%	0,18%	0,43%	-1,44%
Diferencia a reportado	12,58%	14,13%	5,80%	-37,52%	-47,17%	-2,34%
PALANCA DE CRECIMIENTO	0,28	0,25	0,28	0,44	0,34	0,52

Cuadro 3 – Viñas EBITDA v/s Palanca de crecimiento - Elaboracion propia

	EMPRESAS PEHUENCHE			ENERGIA LATINA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	USM\$	USM\$	USM\$
Ebitda Reportado	NO	NO	NO	14.705	11.225	10.750
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	103.556.904	128.068.159	114.117.572	10.727	7.422	6.827
Depreciacion y Amortizaciones	7.400.135	7.487.300	7.516.846	3.978	3.803	3.923
Ebitda Metodo Simplificado	110.957.039	135.555.459	121.634.418	14.705	11.225	10.750
Diferencia a reportado				0,00%	0,00%	0,00%
Resultados despues de impuestos	76.860.591	93.679.208	84.888.178	7.122	3.362	3.389
Costos financieros	611.938	230.887	84.194	1.906	2.002	1.624
Gasto por impuestos a las ganancias	26.346.081	34.669.191	31.554.368	2.630	1.112	1.450
Depreciacion y Amortizaciones	7.400.135	7.487.300	7.516.846	3.978	3.803	3.923
Resultados por unidades de reajuste	(211.519)	(342.180)	(410.420)	(160)	(206)	(145)
Ebitda Metodo Completo	111.007.226	135.724.406	123.633.166	15.476	10.073	10.241
Diferencia entre metodos	0,05%	0,12%	1,62%	4,98%	-11,44%	-4,97%
Diferencia a reportado				4,98%	-11,44%	-4,97%

Cuadro 4 – Electricas EBITDA v/s Palanca de crecimiento
Elaboracion propia – NO = No reportado

	SOCOVESA			BESALCO		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Ebitda Reportado	74.614.356	63.039.943	53.978.230	53.018.998	60.251.063	67.656.067
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	64.215.090	56.441.189	44.535.762	29.365.634	34.842.901	34.938.788
Depreciacion y Amortizaciones	671.761	5.033.962	1.839.084	20.298.709	23.531.081	30.101.581
Ebitda Metodo Simplificado	64.886.851	61.475.151	46.374.846	49.664.343	58.373.982	65.040.369
Diferencia a reportado	-14,99%	-2,55%	-16,40%	-6,75%	-3,22%	-4,02%
Resultados despues de impuestos	40.825.591	36.723.610	24.464.034	14.918.800	17.992.990	14.213.312
Costos financieros	11.654.511	10.627.176	14.645.914	10.984.184	11.535.571	12.667.561
Gasto por impuestos a las ganancias	15.258.770	10.858.034	7.139.753	5.858.050	8.857.653	8.105.380
Depreciacion y Amortizaciones	671.761	5.033.962	1.839.084	20.298.709	23.531.081	30.101.581
Resultados por unidades de reajuste	(911.846)	(1.155.525)	(821.885)	1.654.473	1.641.269	1.917.262
Ebitda Metodo Completo	67.498.787	62.087.257	47.266.900	53.714.216	63.558.564	67.005.096
Diferencia entre metodos	3,87%	0,99%	1,89%	7,54%	8,16%	2,93%
Diferencia a reportado	-10,54%	-1,53%	-14,20%	1,29%	5,20%	-0,97%
PALANCA DE CRECIMIENTO	0,24	0,19	0,16	0,28	0,34	0,36

Cuadro 5 – Constructoras EBITDA v/s Palanca de crecimiento - Elaboracion propia

En general del comparativo de estos tres sectores podemos establecer algunas conclusiones;

- El método más usado por las empresas para el cálculo del EBITDA es el que en el presente estudio se ha denominado método simplificado
- Casi ninguna de las empresas analizadas en este estudio presenta el cálculo del EBITDA directamente en sus estados financieros. La mayoría se hace mención, sin detalles contables de su método de cálculo en sus análisis razonadas.
- Un EBITDA positivo no es sinónimo de que la generación de efectivo de la empresa sea la deuda. Esto queda claro al constatar en estos cálculos que EBITDAS positivos, dan lugar a palancas de crecimientos menores a 1.

2.2.- Análisis partidas agregadas por el EBITDA

2.2.1.- Gastos financieros netos (Ingresos menos gastos)

El EBITDA excluye este gasto al argumentar que no están en relación con el negocio mismo de la empresa ni con las operaciones que constituyen su fuente principal de ingresos

Los ingresos financieros recogen todos aquellos ingresos provenientes de operaciones financieras. El ejemplo más típico es una inversión financiera realizada para colocar un excedente de tesorería, pero pueden existir otros tales como préstamos a socios o inversiones en otras empresas. Estos son, en general, salvo que se trate de empresas del en el rubro financiero, considerados como ingresos extraordinarios o no operacionales. Es decir, generados por actividades ajenas a las habituales que realiza la empresa.

A su vez, los gastos financieros son todos aquellos que derivan de la obtención de financiación o titularidad de cualquier pasivo financiero, por lo que su relevancia estará en directa relación con el nivel de endeudamiento y las tasas de interés vigentes. Son el tipo de interés pagado por las deudas y las comisiones originadas cuando se realizan operaciones con entidades bancarias, cajas o entidades de crédito, que pueden ser de muchos tipos como, por ejemplo, las comisiones por mantenimiento de la cuenta, comisiones por cancelación de un préstamo, comisiones de apertura, comisiones de la tarjeta, ente otras. Aunque varía según cada país, normalmente los gastos financieros son deducibles de impuestos, justificándose con el contrato o extracto establecido.

Es necesario abordar aquí el análisis de una unidad de medida local, propia de Chile, conocida como “Unidad de Fomento” (UF). Esta es una Unidad de Medida reajutable basada en la variación del “Índice de Precios al Consumidor” (IPC).

En Chile, la aplicación de esta unidad de reajuste está ligada al concepto de mantener el valor del dinero a lo largo del tiempo, y por consecuencia está muy incorporada en el modelo de funcionamiento del sistema financiero local.

Entender el dinero como un depósito de valor requiere que el mismo sea durable y permanente en el tiempo, cualidades que permiten ahorrar (hacer de los consumos presentes, consumos futuros). Si un bien no cumple con estas cualidades, no puede ser utilizado como dinero, dado que las variaciones en su valor (o cotización) generarían un futuro incierto y afectarían las decisiones con respecto a consumos futuros.

En Chile, el mercado financiero, acorde a este concepto, aplica entre muchos otros productos, tasas de interés en UF o en pesos nacionales. Estos es el equivalente a que si la entidad financiera asume o no el estándar chileno del valor del dinero en el tiempo IPC o lo asume el deudor.

Por lo antes señalado, en Chile la Taxonomía NIIF se ve enfrentada a pequeñas modificaciones que dicen principal relación con la naturaleza de las operaciones y transacciones económicas que tiene cada uno de los países, en tal sentido el “Resultado

por Unidades de Reajuste” que representa la variación de la Unidad de Fomento (UF), estimamos que tiene directa relación con operaciones financieras locales y que éstas además se vinculan con el valor del dinero en el tiempo, ante lo cual forma parte de la tasa de interés, de hecho en Chile la tasa de interés nominal es en pesos y la real es en UF. En base a este análisis en este trabajo se propone que esta partida debe ser considerada como ingreso o gastos financieros, ya sea que su evolución anual positiva o negativa

En un mercado no perfecto como el nuestro, los montos de intereses, a pagar por los fondos obtenidos, si bien no es nuestro tema a profundizar en este trabajo, varían fuertemente según el tipo de financiación elegido y la solvencia del prestatario, y de ahí su importancia al minuto de optar por cual o tal estrategia para optimizar el capital de trabajo o inversión en CAPEX de las empresas.

Básicamente, las empresas se pueden financiar en base a:

- Recursos propios (capital): De optar financiarse en su totalidad por esta vía no genera impactos en el concepto de gastos o ingresos financieros, pero si tiene impacto en sus flujos operaciones, dado que en general este camino lleva a una mayor remuneración de sus accionistas, que la esperada al sector financiero.
- Con recursos obtenidos de préstamo del sector financiero: Esto si genera impactos en este concepto y por ende en los resultados, dado que la empresa debe pagar intereses por estos fondos, a los operadores del mercado financiero.

Si como hemos visto el EBITDA busca medir los flujos operacionales y las empresas para poder generar estos, con bases sólidas para que sean proyectables a futuro y no eventos puntuales, deben invertir y como es lógico, estas buscan optimizar su estrategia financiera, por lo que los costos provenientes de dichas decisiones son totalmente operativos. Incluso es posible que un EBITDA elevado, sea solo consecuencia de una gran deuda.

Es más, la creciente complejidad en la administración del capital de trabajo y las nuevas tendencias empresariales, nos pueden llevar a postular que el capital de trabajo no es deseable, ya que constituye un lastre para el rendimiento financiero. Este inmoviliza activos corrientes, que ya no contribuyen al retorno del desempeño de la empresa y puede ocultar ya sea; inventarios obsoletos no factibles de venderse o cuentas por cobrar que serán incobrables. Así el énfasis de la administración financiera hoy está en reducir las cuentas de activos corrientes hasta el punto, en que los pasivos pueden financiarse a partir de las operaciones en curso del negocio. Es decir, que el efectivo recaudado desde las ventas sea utilizado para para pagar las cuentas por pagar y la nómina, con el mínimo en cuentas de activos corrientes inactivas.

El concepto de capital de trabajo como obstáculo para el desempeño financiero es un cambio completo de actitud desde las convenciones anteriores, dado que el capital de trabajo nunca ha contribuido realmente a las ganancias o pérdidas de una empresa.

Para intentar reducir el capital de trabajo a casi cero, se debe administrar activamente cada categoría de activo y pasivo, reduciendo así materialmente el impacto de los gastos financieros.

Conclusión; al parecer del autor es incorrecto no considerar el monto de los egresos financieros netos al buscar analizar los flujos operaciones de una empresa, si bien concordamos que no es su objetivo operacional directo realizar colocaciones de excedentes de caja o conseguir recursos desde el sistema financiero, sin duda estos gastos son parte integral y relevante de la administración del capital de trabajo, la cual es un elemento clave al evaluar su capacidad de generar flujos operativos creciente y proyectables.

2.2.2.- Gastos tributarios (Incluye impuestos corrientes y diferidos)

El EBITDA excluye este gasto, en el interés de obtener los flujos operacionales. Al igual que los intereses, al no considerarlo, sesgadamente ofrece el mejor aspecto del posible futuro de una empresa. Las empresas puede que esté estrangulada por deudas fiscales por operar en algún país de alta tasa impositiva o muy cambiantes, no haciéndose cargo, al excluirla de considerar una de las grandes presiones del mercado actual a efectos de su generación de valor

En general el pago de impuestos depende de los resultados obtenidos (ingresos menos costos y gastos) relacionados o no con las operaciones mismas de la empresa y se regulan por normas tributarias que van separadas a los criterios financieros que dan vida a los estados financieros.

Así los impuestos son un gasto fuertemente vinculado a la operación de las empresas. Estos se repiten cada año y forman un gasto sustancial para las empresas. Además, los pasivos fiscales siempre deben liquidarse con mucha mayor prioridad al resto de los gastos o costos operativos.

Conclusión; parecer ser incorrecto restar el impacto de los impuestos, siendo este un flujo real, obligatorio y absolutamente dependiente del nivel de generación de flujos al buscar analizar los flujos operaciones (y por ende los costos directos asociados) de una empresa

2.2.3.- Depreciaciones y amortizaciones

El EBITDA los agrega, dado que ambos conceptos están en relación con el valor libros de los activos que los originan, no constituyendo así un flujo de caja real y lo que se pretende con este indicador, es tener una aproximación al flujo de caja operativo generado.

Se usa aquí el término en sentido amplio, por lo que incluye la amortización de bienes tangibles e intangibles y deterioro de valor de activos

La depreciación y la amortización, en términos generales es la reducción del valor histórico de las propiedades, planta, derechos y equipos por su uso o caída en desuso, siendo las causas principales para su reconocimiento en los estados financieros el

deterioro físico y la obsolescencia. Para calcular su monto es necesario estimar su vida útil y cuando sea significativo, su valor residual.

Los activos son generalmente usados en la generación de ingresos. A dichos ingresos debe restárseles el valor de la depreciación. De no hacerlo o, peor aún, no considerarlo una necesidad real futura del flujo de caja o tesorería, cuando se lo quiera reemplazar, no se contará con un fondo que lo permita. Esto es lo que nunca debe perderse de vista a efecto de un análisis financiero: la depreciación es una fuente interna de recursos porque genera ahorros tributarios y, más importante, porque representa los montos mínimos que se deberán reinvertir para, al menos, mantener nuestra capacidad generadora de ingresos.

Si todo opera correctamente y la empresa genera valor, esta ampliaría su capacidad productiva para dar cabida al aumento de la demanda. Las empresas, perderían su ventaja competitiva si gastaran sólo lo mínimo en propiedad, planta y equipo, año tras año.

Aprender cómo se determina el tipo de depreciación y de qué manera se calcula, contribuirá significativamente para no cometer el error de consignar en la contabilidad los valores incorrectos en tanto pérdida de valor de determinados activos y, en consecuencia, no apartar con antelación el recurso que se necesite en caso de que su vida útil se agote. La empresa debe reparar el desgaste físico de sus equipos.

Durante un ciclo operativo los gastos reales en activos e intangibles reportados en un flujo de efectivo, serán al menos, sino mayores, de la misma magnitud de los cargos por depreciación mostrados en resultados si estos están correctamente determinados. Es muy común que se requieran desembolsos adicionales para la sustitución de equipos obsoletos, de mayor tecnología o simplemente porque el equipo recién adquirido puede ser más costoso que el equipo antiguo que se cancela, en función de la inflación, lo que nos lleva a una alta probabilidad de que la inversión en activos supere, con el tiempo, a la depreciación.

Las depreciaciones y amortizaciones son una válvula de seguridad que la empresa puede utilizar si lo operacional se deteriora por un corto tiempo. En tales condiciones, la empresa puede reducir temporalmente su gasto de capital, liberando parte de su flujo de caja de depreciación para otros pagos.

Es imposible abordar el tema de la depreciación y amortización como uno de los factores clave en el cálculo del EBITDA sin al menos mencionar, no siendo la intención profundizar, el efecto que genera en su valor el concepto de valor residual.

Valor residual es el valor que tiene un activo al final de su vida útil, entendiendo a ésta como el periodo en que pretende usar el activo. El valor de los activos se pierde con el tiempo a razón de la obsolescencia y el uso. Incluso, muchos de ellos llegan financieramente a valer nada. Se entiende como valor residual de un activo fijo al importe que la empresa estima que podría conseguir actualmente por su venta, una vez hubiera llegado a la antigüedad o vida útil esperada. Esto, conviene precisar, no hay que confundirlo con el importe amortizable, que es el costo de un activo deduciendo su valor residual. Contablemente, el valor residual de un activo será deducido de su depreciación.

Este valor depende de numerosos factores. Los elementos patrimoniales que una empresa puede poseer son de distinta naturaleza, y, por tanto, con una vida útil y un valor residual diferentes. Generalmente, el valor residual del activo aumenta en tanto aumenta la cantidad de veces que éste puede ser utilizado. “El valor residual de un activo es el importe estimado que la entidad podría obtener de un activo por su disposición, después de haber deducido los costos estimados para su disposición, si el activo tuviera ya la edad y condición esperadas al término de su vida útil” (NIIF, NIC, pág. 16).

Luego, entretanto ya en el tema de nuestro interés, se nos presenta una clara regla a considerar; a mayor valor residual menor será la depreciación resultante y viceversa y al considerar una menor depreciación menor será el EBITDA y por ende más cerca estará su valor de la utilidad operacional contable

Conclusión; al parecer sobre este punto es necesario señalar que es incorrecto no considerar las depreciaciones y amortizaciones, que, si bien no es un flujo real en la actualidad, si representa el flujo real de inversiones ya realizadas e incluso por realizar o reponer en caso de querer mantener el mismo nivel de productividad, que como hemos visto generalmente tiene a ser mayor en el tiempo.

Análisis a partidas agregadas por el EBITDA

El EBITDA excluye gastos argumentando que no están en relación con el negocio mismo de la empresa ni con las operaciones que constituyen su fuente principal de ingresos

Aquí veremos que estas partidas si puede estar inherentemente unidas a la gestión operacional

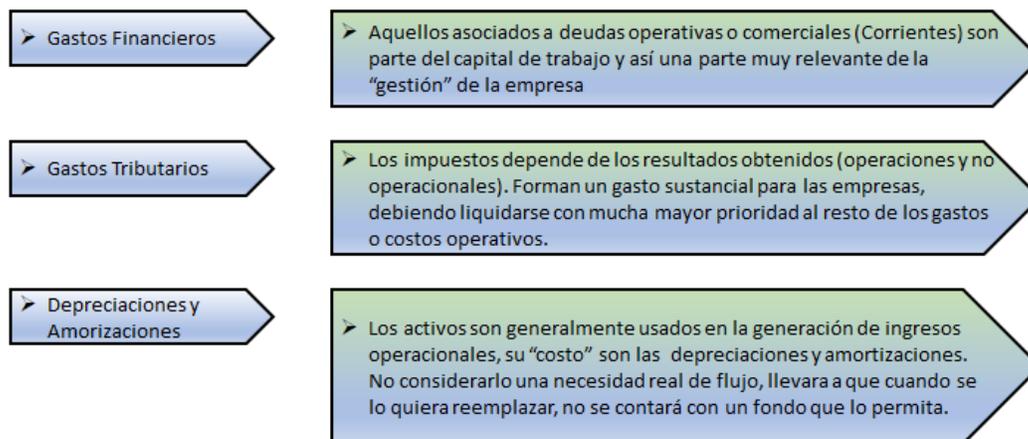


Figura 6 – Analisis partidas agregadas para lograr el EBITDA – Elaboracion propia

2.2.4.- Comparativo de la importancia relativa, en base al valor absoluto del EBITDA, de partidas agregadas para su cálculo,

A efectos de este capítulo se presentan aquí los siguientes cuadros comparativos de la importancia relativa de los conceptos excluidos por el EBITDA:

	VIÑA CONCHA Y TORO			VIÑA TARAPACA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Depreciacion y Amortizaciones	24,7%	26,0%	25,5%	23,3%	26,4%	22,7%
Costos financieros	10,1%	11,6%	11,1%	4,8%	6,7%	4,2%
Gasto por impuestos a las ganancias	13,9%	11,4%	15,2%	16,5%	17,7%	14,4%
Resultados por unidades de reajuste	0,6%	1,0%	0,6%	0,3%	-0,2%	7,3%
	49,3%	50,0%	52,4%	45,0%	50,7%	48,6%

Cuadro 7 – Viñas importancia relativa de partidas agregadas – Elaboracion propia

	EMPRESAS PEHUENCHE			ENERGIA LATINA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	USM\$	USM\$	USM\$
Depreciacion y Amortizaciones	6,7%	5,5%	6,1%	25,7%	37,8%	38,3%
Costos financieros	0,6%	0,2%	0,1%	12,3%	19,9%	15,9%
Gasto por impuestos a las ganancias	23,7%	25,5%	25,5%	17,0%	11,0%	14,2%
Resultados por unidades de reajuste	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-1,0%	-2,0%	-1,4%
	30,8%	31,0%	31,3%	54,0%	66,6%	66,9%

Cuadro 8 – Generadoras importancia relativa de partidas agregadas – Elaboracion propia

	SOCOVESA			BESALCO		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Depreciacion y Amortizaciones	1,0%	8,1%	3,9%	37,8%	37,0%	44,9%
Costos financieros	17,3%	17,1%	31,0%	20,4%	18,1%	18,9%
Gasto por impuestos a las ganancias	22,6%	17,5%	15,1%	10,9%	13,9%	12,1%
Resultados por unidades de reajuste	-1,4%	-1,9%	-1,7%	3,1%	2,6%	2,9%
	39,5%	40,9%	48,2%	72,2%	71,7%	78,8%

Cuadro 9 – Constructoras importancia relativa de partidas agregadas – Elaboracion propia

En general, del comparativo de estos tres sectores podemos establecer que el impacto porcentual de las partidas agregadas es relevante al valor del indicador en sí mismo.

Al ser de la relevancia demostrada, su impacto, al ser extraídas en la formulación de un indicador necesariamente desvirtuara la interpretación de la gestión de la empresa.

2.3.- EBITDA y los ciclos de vida de una empresa

2.3.1.- Ciclos de vida de una empresa

Como ya enunciamos todas las empresas tienen ciclos de vida y dichos ciclos van a depender en gran medida del país donde se encuentren, pero sobre todo del sector de la economía donde se desenvuelvan. Sin embargo, a efectos de analizar estos ciclos los podemos dividir en seis etapas: nacimiento, crecimiento, madurez, declive, liquidación o renacimiento.

Estas etapas se aplican por igual a pequeñas tiendas minoristas, empresas virtuales o grandes conglomerados industriales, pues cada tipo de empresa puede atravesar varias o todas de estas fases.

Nacimiento. En este período es cuando la empresa se constituye legalmente y se instala en el lugar en que comenzará a operar. Es una etapa que se caracteriza por la dificultad para financiar las operaciones y mantener la empresa, cuando apenas se está contactando a los primeros clientes.

Crecimiento. Para crecer, la empresa necesita volverse estable e independiente de financiación. Además, precisa expandir su cartera de clientes, recurrir a estrategias de marketing e incrementar también la cantidad de empleados, conforme aumenta la demanda laboral. Posiblemente, la empresa requiera la apertura de nuevas oficinas y sus estrategias para el crecimiento se piensen desde la sustentabilidad.

Madurez. Es la etapa más deseada por todos los empresarios. En este punto es posible afirmar que se ha alcanzado el éxito y que se tiene credibilidad y capacidades demostradas. Este período ocurre cuando se logra alcanzar el máximo tamaño en el mercado y la empresa comienza a competir, pero a sabiendas de que, para mantener lo logrado, es necesario determinar cuándo y cómo se debe cambiar. En esta etapa debe alcanzarse la eficiencia, añadir valor agregado a los servicios o productos y desarrollar estrategias de adaptación.

Declive. Si la empresa no logra mantenerse en la anterior etapa, pasará a la etapa de la declinación, que es señal de que algo no anda muy bien. En esta etapa, la empresa empieza a perder participación en el mercado y su economía se debilita. En caso de que no cambie su rumbo e implemente estrategias de posicionamiento para el renacimiento, la empresa alcanzará la última fase de su ciclo de vida, que es la de liquidación.

Liquidación. Se da en el punto en que la empresa agota todos sus recursos para poder mantener sus operaciones, y surge la necesidad de cerrar.

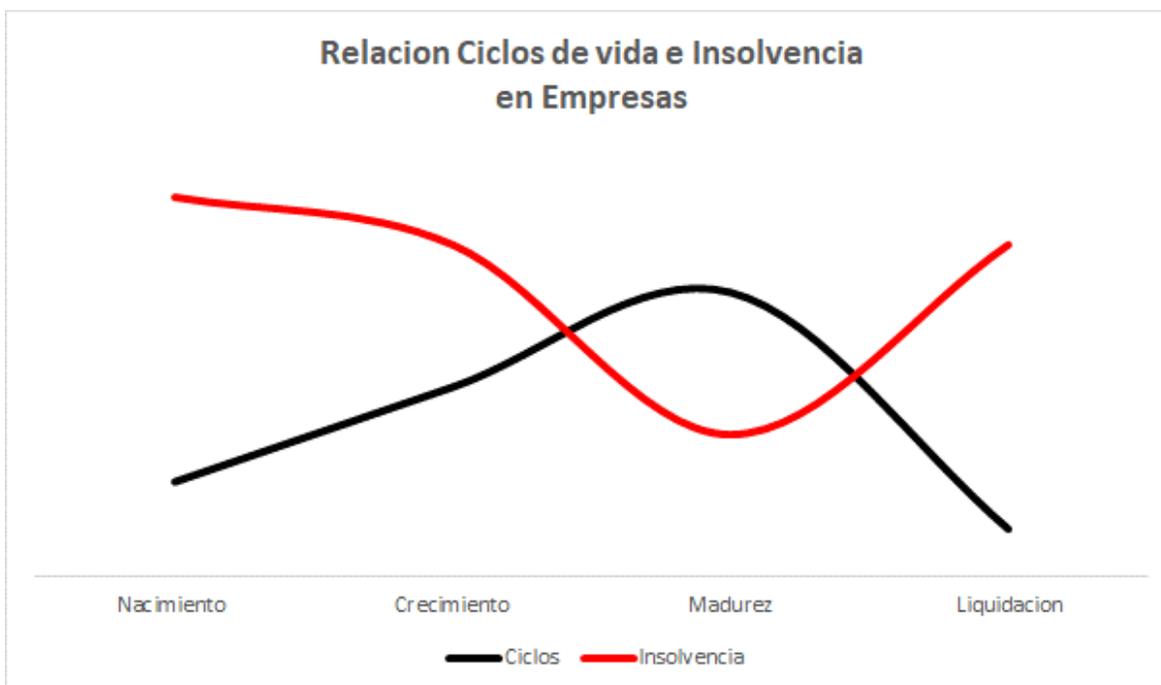


Figura 10 – Grafica de la relacion existente entre los ciclos de vida de una empresa y sus riesgo de insolvencia – Elaboracion propia

2.3.2.- Ciclos de vida y riesgo de insolvencia.

“El riesgo de insolvencia, también conocido como riesgo de crédito o crisis financiera, hace referencia a la incertidumbre debida a la posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones financieras, principalmente, el pago de los intereses y la amortización. El riesgo de insolvencia es entendido como el estado de vulnerabilidad financiera, que va desde la imposibilidad de cumplimiento en el pago de las obligaciones hasta el estado de quiebra y liquidación de la empresa” (Terreno, Sattler, & Pérez, 2017, pág. 25).

Esto es, la imposibilidad permanente de generar flujos financieros positivos, para el caso de nuestro estudio debe reflejarse en menores EBITDA o EBITDA negativos.

De esta manera, aparece clara la existencia de una vinculación con las etapas del ciclo de vida. En este marco:

- **En la etapa de madurez**, las empresas tienen un menor riesgo de insolvencia que en las otras etapas, lo que obedece a mayores excedentes de efectivo disponible para el pago de las obligaciones, consecuencia de la mayor rentabilidad por una mayor eficiencia, y la menor necesidad de capital corriente.
- Pero, **en las etapas de nacimiento y crecimiento**, las empresas tienen una mayor posibilidad de entrar en la etapa de declive que las empresas en la etapa de madurez.

2.3.3.- Ciclos de vida y CAPEX.

El foco es poder dilucidar cuándo los montos de las depreciaciones y amortizaciones efectivamente están libres en la empresa, a efectos de pagar obligaciones.

Lo que genera la existencia de depreciaciones y amortizaciones es la inversión en activos fijos o financieros. Es por ello por lo que se centrará el interés en el CAPEX (Capital Expenditure), que se traduce como “gastos en capital” y equivale al gasto real que una empresa desembolsa para bienes de equipo generadores de algún beneficio para cierta corporación, se realice adquiriendo nuevos activos fijos, o bien, aumentando el valor de los activos fijos que ya existen.

Así, los gastos en capital constituyen la caja que las empresas destinan para sostener su capital fijo mientras producen y funcionan con estabilidad, lo que al mismo tiempo sirve para sostener la actividad de un negocio determinado.

En terminología contable, el gasto que se requiere para efectuar el tipo de inversión que aquí se desarrolla, se capitaliza en tanto contribuya con el incremento del valor útil del activo, mientras que la empresa tendrá que hacer una distribución de ese gasto capitalizado a lo largo de toda su vida útil (amortización). En caso de que el gasto sirviese únicamente para la mantención del activo en su condición actual, éste no es capitalizado, por lo que pasa a considerarse gasto deducible.

El CAPEX varía conforme sucede el ciclo de vida de la compañía. Por un lado, cuando la empresa comienza con sus actividades, tendrá un CAPEX alto, puesto que requerirá bienes de equipo para desarrollar sus actividades profesionales. Si su crecimiento es rápido, el CAPEX superará toda depreciación del activo fijo, indicador del rápido aumento de valor de los bienes de equipo. Por otro lado, cuando la empresa transita una descapitalización, su CAPEX es igual o menor a sus depreciaciones, lo que marca el inicio de la declinación.

Cabe señalar que, como la gran mayoría de los indicadores financieros, debe recurrirse al CAPEX con cierta prudencia o previsiones, dado que, si no es analizado de manera conjunta con otros indicadores, posiblemente lleve a la empresa a pensar que está en una instancia del ciclo diferente a la que realmente transita. Por señalar algunos casos, puede ocurrir que la empresa considere erróneamente que su CAPEX es alto si se encuentra realizando inversiones de manera agresiva en un año particular, a pesar de que no se encuentre en la etapa de comienzo ni en la etapa de rápido crecimiento. También puede ocurrir que el CAPEX varíe según la industria; la intensidad de capital incide sobre el CAPEX, siendo más alto en las empresas más intensivas (por ejemplo, una petrolera) y más bajo en las empresas menos intensivas, aunque se encuentren en una etapa de crecimiento.

Así, la aptitud predictiva del EBITDA depende en gran parte del tipo de industria en la que actúa la empresa en particular, y la instancia del ciclo de Inversión – Recupero en la que se halle.

- Si es una actividad que requiere renovaciones permanentes de activo fijo, la caja será permanentemente, impactada por las necesidades de mantener la capacidad instalada de acuerdo con el parámetro productivo estándar de la industria en la cual la empresa se desempeña.
- Para actividades en que no sea necesaria la exigencia de renovación frecuente de activos el sumar las depreciaciones y amortizaciones puede llegar a ser correcto

Al utilizar dicho indicador se debe examinar que el consumo efectivo de los activos debe ser de tal forma que no sea necesario realizar reinversiones para sostener la capacidad productiva, dentro del plazo de la proyección. Aún con activos cuyo consumo es a largo plazo, el análisis se debe efectuar en un momento del ciclo que permita prever que no se requerirán inversiones en activo fijo.

2.3.4.- Indicador clave – inversión en CAPEX

Inversión en CAPEX

Formula = (Inversión anual en CAPEX/(1-t)) / (Depreciación + Amortización anual)

(1-t) = T =Tasa de impuestos al valor agregado en Chile = IVA 0.19%

Las inversiones en bienes de capital (CAPEX) están orientadas a la creación de beneficios futuros. Las empresas invierten en comprar un activo fijo, adquirir nueva tecnología que incremente o mantenga la producción, manteniendo o incrementando su generación de flujos futuros de efectivo del negocio, generar ahorros de gastos y costo, o mejorar sus activos, como es el caso de la adquisición de equipamiento o infraestructura edilicia.

Su regla general de análisis está dada por las siguientes consideraciones;

- **Indicador menos que 1;** podría dar a entender que la empresa está “arriesgando” su generación futura de ingresos
- **Indicador mayor a 2 o a dicho nivel;** podría estar indicando un sobre endeudamiento, que podría estar afectando a la liquidez de la empresa o bien podría alertar de un cálculo erróneo de la depreciación al considerarse demasiados años de vida útil en relación con la realidad de la inversión necesaria para mantener nuestra capacidad productiva de bienes o servicios

2.3.5.- Cuadros comparativos de la inversión en CAPEX

A efectos de este capítulo, siendo consistente con los anteriores, se presentan aquí los siguientes cuadros comparativos de la importancia de la inversión en CAPEX

(Los montos de compra de las propiedades, plantas y equipos, así como las inversiones en activos intangibles, son obtenidos a efectos del presente cálculo de los flujos de efectivo, obtenidos por el método directo, publicados por las empresas en análisis)

	VIÑA CONCHA Y TORO			VIÑA TARAPACA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Depreciación y Amortizaciones	24.354.629	26.017.324	28.566.815	7.505.440	7.935.006	9.826.148
<i>(Dato desde el EERR)</i>						
Compras de propiedades, planta y equipo	47.629.585	26.413.695	41.267.414	10.690.069	15.998.141	21.921.780
Compras de activos intangibles	2.479.369	2.051.819	2.301.836	258.143	963.497	98.331
TOTAL DE CAPEX	50.108.954	28.465.514	43.569.250	10.948.212	16.961.638	22.020.111
<i>(Datos desde flujo de efectivo)</i>						
Indice CAPEX/ Depreacion + Amortizacion	2,06	1,09	1,53	1,46	2,14	2,24

Cuadro 11 – Viñas relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización – Elaboración propia

Cuadro comparativo para empresas eléctricas:

	EMPRESAS PEHUENCHE			ENERGIA LATINA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	USM\$	USM\$	USM\$
Depreciación y Amortizaciones	7.400.135	7.487.300	7.516.846	3.978	3.803	3.923
<i>(Dato desde el EERR)</i>						
Compras de propiedades, planta y equipo	1.372.619	639.914	556.122	1.045	662	1.921
Compras de activos intangibles			178.132			41
TOTAL DE CAPEX	1.372.619	639.914	734.254	1.045	662	1.962
<i>(Datos desde flujo de efectivo)</i>						
Indice CAPEX/ Depreacion + Amortizacion	0,19	0,09	0,10	0,26	0,17	0,50

Cuadro 12 – Generadoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización – Elaboración propia

	SOCOVESA			BESALCO		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Depreciación y Amortizaciones	671.761	5.033.962	1.839.084	20.298.709	23.531.081	30.101.581
<i>(Dato desde el EERR)</i>						
Compras de propiedades, planta y equipo	1.522.425	675.693	1.107.829	8.604.547	16.107.171	16.703.967
Compras de activos intangibles	4.162.569	3.852.873	3.471.289			
TOTAL DE CAPEX	5.684.994	4.528.566	4.579.118	8.604.547	16.107.171	16.703.967
<i>(Datos desde flujo de efectivo)</i>						
Indice CAPEX/ Depreacion + Amortizacion	8,46	0,90	2,49	0,42	0,68	0,55

Cuadro 13 – Constructoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización – Elaboración propia

Como se mencionó anteriormente, dentro de este mismo punto, de ser este indicador menor a 1, lo que se observa para la mayoría de los casos de la presente muestra y por esto vale la pena desarrollar su interpretación; se entiende que dichas empresa podrían estar “arriesgando” su generación futura de ingresos, dado que al ser las depreciaciones y amortizaciones superiores a la inversión en capex, esta podría enfrentar restricciones severas de caja para renovar o cambiar sus equipos productivos, situación que le podría impedir en el corto plazo seguir generando ingresos operativos futuros.

2.4.- Generación de valor en una empresa

2.4.1- Definiciones de valor

Al considerar la pertinencia eficiencia del EBITDA como indicador de la generación de flujos operacionales de una empresa, lo cual esta inherente ligado al generación del “valor total de una empresa”, es analizar a lo que nos referimos con “generar valor”

No es intención de este estudio adentrarnos en la medición de la generación de valor en las empresas, pero si analizar brevemente su concepto para ais entender mejro si el EBITDA aporta a esta generación.

García Serna ofrece la siguiente aproximación conceptual:

“El concepto de valor agregado para los propietarios no es (...) el que pregona objetivo básico financiero de la empresa (...) definido hace décadas, como el aumento del patrimonio o la riqueza de sus accionistas (...) dado que en muchas empresas no se vive este objetivo como algo trascendental” (2003, pág. 4).

El autor explica que actualmente las empresas se encuentran muy interesadas en trabajar sobre este objetivo primordial, puesto que lo reconocen “como el eslabón que une los demás objetivos relacionados con clientes y trabajadores” (García Serna, 2003, pág. 4).

En esta línea, introduce una noción reciente: “La Gerencia del valor, (...), es la última fase de una tendencia que se gestó hace varios años cuando se utilizó el valor agregado como un término amplio, sin una frontera específica y que para finales de siglo ha forzado a los gerentes a fomentar en sus empresas la Cultura de la Creación de Valor” (García Serna, 2003, pág. 4).

Entonces es que ofrece una definición de ella: “Por gerencia de valor (GDV) se entenderá la serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios con el direccionamiento estratégico de la empresa de forma que cuando tomen decisiones ellas propendan por el permanente aumento de su valor” (2003, págs. 3-4).

Aunque el concepto no resulta en principio novedoso y parecería la única vía posible, numerosas compañías prescinden de él, bien por desconocerlo, por haberlo intentado y fallado o porque dudan de su capacidad de ofrecer un resultado que valga la pena ser considerado. Explica que la gestión financiera (donde podríamos ubicar al EBITDA) se encuentra en un período de transición y porque los gerentes hacen cada vez más foco en una perspectiva para el largo plazo.

Este concepto no es de fácil definición.

A pesar de lo antiguo del concepto, aún no es comprendido a cabalidad por los encargados de la gestión interna de la empresa, ni por sus potenciales inversionistas. Solo a efectos de aportar a una correcta comprensión, se hará una revisión de las definiciones clásicas de generación de valor.

Clásica = Valor / Trabajo

Adam Smith, Jean Baptiste Say y David Ricardo comparten el siguiente enfoque:

“Se debe observar que la palabra ‘valor’ tiene dos significados diferentes: algunas veces significa la utilidad de un objeto particular, y otras significa la facultad que otorga la posesión de este objeto de comprar otras mercancías. Al primero se le puede llamar valor de uso, y al segundo, valor de cambio” (Smith, 1794, pág. 13).

Al mismo tiempo, consideran que:

“El valor es creado por la conjunción de factores, tierra, capital y trabajo (...) Ninguno de tales factores puede explicar individualmente la creación de valor como valor de cambio (criterio objetivo de valor)” (Smith, 1794, pág. 14)

Marxista = Substantiva del valor

Marx señala:

“En cuanto medida de los valores y como patrón de los precios, el dinero desempeña dos funciones completamente diferentes. Medida de los valores es el dinero en cuanto encarnación social del trabajo humano; patrón de los precios, como peso metálico fijo. En cuanto medida del valor, el dinero sirve para transformar en precios, en cantidades figuradas de oro, los valores de las variadísimas mercancías” (1975, págs. 119-120).

Así, desde su perspectiva, el precio se deriva del valor y es el trabajo humano el que crea valor. Continúa en su obra:

“...en cuanto medida de los precios, mide precisamente esas cantidades de oro. Con la medida de los valores se miden las mercancías en cuanto valores; el patrón de precios, en cambio, mide con arreglo a una cantidad de oro las cantidades de dicho metal y no el valor de una cantidad de oro conforme al peso de la otra” (Marx, 1975, pág. 120).

Austríaca = Teoría Neoclásica del Valor Utilidad o Teoría Valor Subjetivo

Friedrich von Wieser, Carl Menger y William Stanley Jevons coinciden en lo subjetivo del valor, estimado en tanto el modo en que los individuos valoran ciertos objetos. De esta forma, señalan que no hay razón para asociar los costos de producción al precio; el mismo se asocia en tanto la utilidad (valor de uso) del bien y su abundancia/escasez (valor de cambio) desde la perspectiva de aquel que lo consume y se satisface con él (criterio subjetivo de valor).

Desde Menger, “el valor de los factores no es la contribución individual de cada uno de ellos en el producto final; sino que su valor es el valor del último que contribuyó al producto final (la utilidad marginal)” (2012). Von Wieser le da sustento a su teoría entendiendo que el valor de los factores productivos viene determinado por el valor de utilidad del producto final.

Analizando la obra de Wieser, von Hayek explica:

“...la relación entre costo y valor desde el punto de vista de la teoría subjetiva del valor culmina en la interpretación del costo como utilidad indirecta, o sacrificarla, esto es, como costo oportunidad. La interpretación se basa sobre un estudio detallado de la igualación del costo en producción” (1956, pág. 527).

En tanto las aportaciones de Menger, Cachanosky observa que:

“El último aporte de importancia de Menger fue un trabajo sobre moneda en el cual expone tanto la evolución histórica del dinero como una teoría del valor de éste. Este trabajo serviría posteriormente como base de la teoría monetaria de Wieser, von Mises y Weiss” (1984, pág. 8).

La teoría subjetiva representa, a nuestro entender, la base más completa del pensamiento económico moderno, y proporciona el marco adecuado para el desarrollo de esta tesis.

2.4.2.- La “Utilidad” como sinónimo de generar valor

Erróneamente hemos pensamos que agregar valor para una empresa es simplemente sumar un “adicional” o “agregado”, incorporándolo en el “precio” del servicio o producto, al traspasar los costos al cliente final o bien a partir del agregado anterior, la simple “rentabilidad” o “utilidad” que obtiene un accionista.

Mirado así, basta que una empresa genere ingresos que excedan sus costos operativos para que contablemente arroje utilidad. Así, su EBITDA será positivo y podremos concluir que genera valor.

Sin embargo, al mencionar la generación de valor es necesario ir más lejos y analizar que, si bien existen transacciones permanentes que generan utilidades, puede ocurrir que la misma:

- No cumpla las expectativas del propietario.
- No sea lo suficientemente atractiva para un potencial inversionista.
- No cubra los costos de oportunidad de lo que se ha invertido.

- O que finalmente (y aquí es donde nos interesa llegar), no sea proyectable en el tiempo. De ser así, puede que la operación no sólo no esté creando valor, sino que, muy por el contrario, lo esté destruyendo.

2.4.3.- La sinergia, pilar en generar valor

Siempre se debe procurar que cada actividad añada valor, porque se supone que los clientes estarán dispuestos a pagarlas, a pesar de que el producto acabe resultando más caro. Esto viene a reconocer que el todo es más que la suma de las partes.

Si bien cada proceso tiene su propio valor, al juntarlos y coordinarlos sinérgicamente, tendrán un valor superior. Cuando se hace referencia a la sinergia entre procesos, no sólo se apunta al hecho de que actúen de manera conjunta, sino que señala que se genera un efecto superior al que podía preverse con cada proceso aislado.

Así la sinergia es positiva, si el todo es más que la suma de las partes, o será negativa o antagónica cuando los procesos combinados restan valor, valiendo más por separado.

2.4.4.- La transacción constante, base de generar valor

Para que se concrete una transacción es necesario que existan dos o más partes que consideren que al hacerlo obtienen una ganancia. El valor surge cuando la persona que adquiere el bien cree que el mismo vale y sostiene su creencia. Así, añadir valor apunta a la creciente generación de riquezas a lo largo del tiempo.

La posibilidad de procurarnos nosotros mismos todos los bienes y servicios, es aspirar a la autosuficiencia total, la cual es una utopía de mercado. Es casi imposible que podamos producir todo lo que necesitamos por nosotros mismos.

Luego siempre convendrá comprar las cosas que no podemos producir a terceros especializados. Y así es como surge el valor agregado, en las decisiones racionales que tomamos cuando compramos un bien a alguien más, y se define por la diferencia entre el costo que tendría hacer nuestros bienes nosotros mismos o comprarlos a un tercero.

Luego la generación de valor proyectable sólo va a surgir desde la satisfacción de los clientes en forma permanente. Para asegurar que esta generación de valor sea permanente en el tiempo, es que deben existir los procesos y gobiernos de la empresa.

2.4.5.- Generar valor, una mirada sistémica

En la actualidad no es suficiente que seamos eficientes o displicentemente efectivos. Para lograr estos objetivos, es importante para la empresa que todo su desempeño esté alineado hacia los objetivos corporativos. Es decir, es preciso que se armonicen los procesos para que así las decisiones estratégicas puedan basarse en la premisa de generar valor.

Es así como los procesos de hoy para asegurar la correcta operación de la empresa deben contar con principios clave como la transparencia, el comportamiento ético, las mejoras continuas y las sinergias constantes.

La creación de valor al interior de una empresa se promueve por tres vías principales:

- **Direccionamiento Estratégico:** Adopción e implementación de una mentalidad estratégica.
- **Gestión del Talento Humano:** Educación, entrenamiento y comunicación. Compensaciones atadas a los resultados asociados con el valor.
- **Gestión Financiera:** Valoración de la compañía y monitoreo de dicho valor.

En nuestro caso, nos vamos a centrar en la gestión financiera, esta busca la determinación de las variables que se asocian a la operatividad de la empresa.

Así, desde esta perspectiva, la generación de valor se materializa en la disponibilidad de efectivo para poder cumplir las obligaciones con los acreedores y con los accionistas, lo que implica contar con recursos para pagar pasivos, costos, gastos y dividendos. O sea, a efecto de este estudio, debe existir un flujo operacional positivo, o sea debe existir EBITDA y cuanto más positivo, más aportará a la generación de valor.

2.4.6.- Conectando el EBITDA con la generación de valor

De lo ya visto, ahora se trabaja en ideas y conceptos lo más simple posibles que lleven a visualizar esta relación con el EBITDA

Ya se vio que el concepto más arraigado al mencionar la generación de valor es que si; Los ingresos son mayores que los costos y gastos, entonces se generan utilidades por ende estaremos frente a una generación de valor.

De ser esto así, entonces el EBITDA participa activamente en la generación de valor. Y sin embargo esto es un error. Pueden existir utilidades y sin embargo;

- Pueden que no cumplan las expectativas internas, o bien, pueden no ser lo suficientemente atractivas para los inversionistas.
- Pueden no ser proyectable en el tiempo.
- Y finalmente puede que, existiendo utilidades en la empresa, estas no sólo no estén creando valor, sino que finalmente lo estén destruyendo

Por lo que en conclusión, empresas con un EBITDA positivo no necesariamente están generando valor para esta y sus accionistas.

Capítulo III.- Flujo de efectivo vs. EBITDA: Hacia un camino normado

3.1.- Flujos de efectivo

3.1.1.- Definición

Rondi y otros explican que:

“El estado de flujo de efectivo pone de manifiesto estrategias y políticas del ente en materia de inversiones, fuentes de financiamiento, decisiones vinculadas con ampliación o reducción de plazos de crédito comercial, stocks, entre otras cuestiones” (2017, pág. 104).

Siguiendo con la explicación, los autores señalan que interpretar los flujos de efectivo en relación al estado financiero permite “proyectar la evolución financiera futura, comprobar la alineación de la administración o gestión de fondos con los objetivos globales del ente, determinar las causas de problemas financieros e inclusive anticiparlos” (Rondi et al. 2017, pág. 104).

En este sentido, se entiende que, además de obligatorios, son valiosos indicadores:

“...su análisis permite alertar acerca de variaciones significativas de determinados activos o pasivos operativos, en relación con la generación de fondos, que puedan poner en peligro a la entidad en el corto o mediano plazo” (Rondi et al. 2017, pág. 104).

Así definido, el flujo de efectivo es la medida de los ingresos y costos que realmente recibe y paga una empresa durante un determinado período.

Ofrece valiosa información sobre:

- “La variación producida en el efectivo y equivalentes de efectivo a lo largo de un periodo determinado” (FACPCE, 2008).
- “Las causas que generaron dicha variación; las que se clasifican en producidas por actividades operativas, de inversión o de financiación” (FACPCE, 2008).

Establece en su objetivo la NIC 7:

“La información acerca de los flujos de efectivo de una entidad es útil porque suministra a los usuarios de los estados financieros las bases para evaluar la capacidad que tiene la entidad para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como las necesidades que ésta tiene de utilizar dichos flujos de efectivo” (NIIF, 2014, pág. 724).

Y agrega:

“Para tomar decisiones económicas, los usuarios deben evaluar la capacidad que la entidad tiene de generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como las fechas en que se producen y el grado de certidumbre relativa de su aparición” (NIIF, 2014, pág. 724).

En tanto sus ventajas, “fortalece la comparabilidad de la información sobre el rendimiento operativo de diferentes entidades, puesto que elimina los efectos de utilizar distintos tratamientos contables para las mismas transacciones y otros eventos” (Federación Internacional de Contadores, 2011, pág. 100).

Si bien analizarlo posibilita la predicción de una variación significativa de cierto activo o pasivo operativo, lo que es de gran utilidad, sólo con el flujo no es posible realizar proyecciones en relación con la capacidad de la empresa para generar recursos financieros futuros. Su adecuada interpretación sólo se logra al analizar este dato de manera conjunta al resto de estados financieros, siendo la suma de ellos la que permitirá realizar proyecciones acerca de la evolución financiera a futuro y verificar si se alinea con el gerenciamiento y con el objetivo global.

El considerar el EBITDA como flujo, además de ser como ya se ha visto en extenso a lo largo de este estudio es error; porque en sí no es flujo (es solo una suma de devengos), de serlo solo sería una parte de él (operacional) y no el flujo total de dinero, que genera un negocio, el que surge precisamente de la posibilidad real y la habilidad para generar caja ahora y en el futuro, lo que llevaría a tomar decisiones equivocadas porque no representa el verdadero potencial de valor de una empresa determinada. al no considerar los flujos de inversión en capital de trabajo, y en las inversiones de activo fijo.

Luego es necesario diferenciar el flujo de efectivo, de la utilidad contable.

Esta última se forma en base a imputaciones sujetas a principios y normas contables, lo cual produce distorsiones en la estimación de las ganancias del negocio. Dentro de las principales, se encuentran:

- “El principio de devengado hace que ingresos y egresos de efectivo no necesariamente coincidan con los ingresos y gastos contables. La contabilidad registra los ingresos, los costos y los gastos en el momento en que se produce la transacción que los origina” (Cornejo & Díaz, 2006, pág. 39).
- “Gastos que tienen únicamente un carácter contable y un fin tributario, pero que no implican un pago o un desembolso de dinero. Es el caso de las depreciaciones del activo fijo, amortizaciones de intangibles, valor libros de los activos vendidos y las provisiones” (Cornejo & Díaz, 2006, pág. 39).

3.1.2.- Marco Normativo (NIC 7)

El objetivo de esta Norma es:

“...requerir el suministro de información sobre los cambios históricos en el efectivo y equivalentes al efectivo de una entidad mediante un estado de flujos de efectivo en el que los flujos de fondos del período se clasifiquen según si proceden de actividades de operación, de inversión o de financiación” (NIIF, NIC 7, pág. 724).

De esta manera, la normativa indica que es necesario que la empresa informe sobre el flujo de efectivo de sus procedimientos a través de:

- “Método directo según el cual se presentan por separado las principales categorías de cobros y pagos en términos brutos” (NIIF, NIC 7, pág. 729).
- “Método indirecto, (...) presentando la ganancia o pérdida en términos netos, cifra que se corrige luego por los efectos de las transacciones no monetarias, por todo tipo de partidas de pago diferido y acumulaciones (o devengos) que son la causa de cobros y pagos en el pasado o en el futuro, así como de las partidas de pérdidas o ganancias asociadas con flujos de efectivo de operaciones clasificadas como de inversión o financiación” (NIIF, NIC 7, pág. 729).

Al mismo tiempo, recomienda a la empresa que presente sus flujos de efectivo de acuerdo con el método directo, que también ofrece estimaciones a futuro que no podrían obtenerse por el otro método.

Coincidente con lo anterior, la CMF, en la circular 2058 del 3 de febrero del 2012, obliga a las entidades señaladas en dicha circular (a sola excepción de las empresas públicas, a utilizar el método directo sin perjuicio que en forma voluntaria también puedan presentar el indirecto.

El método recomendado muestra el movimiento de efectivo dispuesto de acuerdo a una clasificación:

- **Actividad operativa** muestra la gestión de la administración en la generación de efectivo por el ciclo de operación.

- **Actividad de inversión** se relacionan principalmente con la adquisición o eliminación de los activos fijos u otros activos.
- **Actividad de financiamiento** es esencial analizar la necesidad de inversión de la empresa en tanto su giro de negocio.

La única desventaja del flujo de efectivo y que ha sido una seria limitación para su uso más generalizado por los analistas es la frecuencia de su disponibilidad, este es un tema muy relevante al plantear su uso como alternativa al EBITDA.

Generalmente, el estado de flujos de efectivo no es cotidiano, pues su elaboración se realiza solo por el cumplimiento de la normativa vigente. El problema radica en que construir este estado financiero bajo el método indirecto, requiere una menor cantidad y calidad de información, comparado con el método directo.

3.1.3.- Flujos de operación – Alternativa al EBITDA

El estado de flujos de efectivo nos permite, entre otros, los siguientes análisis para una empresa, que son mucho más eficientes para la toma de decisiones financieras, de las que nos permite un valor cerrado, sin mayores partidas de análisis como es el EBITDA:

Del estado de flujos de efectivo podemos rápidamente observar algunos movimientos de interés permanente por los inversionistas o analistas financieros;

- La variación producida en el efectivo y equivalentes de efectivo.
- El aumento o disminución de la cobranza con los clientes
- El aumento o disminución de deuda con proveedores y personal
- El pago de intereses que sean parte de la operación
- Las inversiones realizadas (tanto para mantener la estructura productiva del negocio como para crecer) y el cómo han sido financiadas, éstos tendrían mas relación con los costos de mantención de los activos.

Ya hemos visto en detalle el EBITDA y, aunque pueda utilizarse como una aproximación del flujo de efectivo operacional de la capacidad de generación de flujo de efectivo operacional de un negocio que observan los inversionistas, no constituye el flujo de efectivo real del negocio.

Dentro del flujo financiero por el método directo, la primera de sus agrupaciones es los “flujos de operación”, los cuales son definidos por la NIC 7 como “las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la entidad, así como otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación” (NIIF, NIC 7, pág. 725).

Así, estos flujos son fundamentales para medir las actuaciones que generan el fondo líquido suficiente para el reembolso de préstamos y para sostener las capacidades operativas de la empresa, pagando los correspondientes dividendos e invirtiendo sin la necesidad de acudir a una fuente externa de financiamiento.

Las actividades operativas son las principales generadoras de ganancias de la entidad. Basados en la taxonomía publicada por la comisión del mercado financiero (CMF), veamos el detalle que esta incluye para los flujos de efectivo de las actividades operativas

Etiqueta	Referencias
Estado de flujos de efectivo [sinopsis]	
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación [sinopsis]	
Clases de cobros por actividades de operación [sinopsis]	
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	IAS 7 14 a
Cobros procedentes de regalías, cuotas, comisiones y otros ingresos de actividades ordinarias	IAS 7 14 b
Cobros derivados de contratos mantenidos para intermediación o para negociar con ellos	IAS 7 14 g
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas si	Expiry date 2021-01-01 IAS 7 14 e
Cobros derivados de arrendamiento y posterior venta de esos activos	IAS 7 14
Otros cobros por actividades de operación	IAS 7 14
Clases de pagos [sinopsis]	
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	IAS 7 14 c
Pagos procedentes de contratos mantenidos para intermediación o para negociar	IAS 7 14 g
Pagos a y por cuenta de los empleados	IAS 7 14 d
Pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas:	Expiry date 2021-01-01 IAS 7 14 e
Pagos por fabricar o adquirir activos mantenidos para arrendar a otros y posteriormente por	IAS 7 14
Otros pagos por actividades de operación	IAS 7 14
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) operaciones	IAS 7
Dividendos pagados	IAS 7 31
Dividendos recibidos	IAS 7 31
Intereses pagados	IAS 7 31
Intereses recibidos	IAS 7 31
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados)	IAS 7 14 f, IAS 7 35
Otras entradas (salidas) de efectivo	IAS 7 14
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	IAS 7 10, IAS 7 50 d

Figura 14 – Cuadro flujos operaciones – fuente; taxomania de la comision de mercados financieros (CMF)

Vamos a profundizar aquí en la evaluación del flujo operativo, sin perjuicio que también abordaremos el análisis de los otros dos grupos restante, de manera tal que nos permita ir visualizando sus bondades sobre el EBITDA.

El flujo operativo positivo es algo bueno, dado que significa que la empresa puede crear flujos de efectivo para ser reinvertidos en ella o redistribuidos entre los aportantes o accionistas, sin basarse en deudas y apalancamientos. Algunas consideraciones para su análisis:

- De existir estas diferencias materiales entre el flujo neto final y el efectivo de la actividad operativa, es necesario profundizar el análisis. No es sano que una empresa termine el periodo con recursos exiguos de caja, por mucho que estos sean positivos.
- De existir desviaciones materiales por alguna actividad esporádica, se aconseja apartar las cuentas frecuentes para un análisis más correcto.

De ser negativo, no es bueno, por lo que nos lleva a investigar posibles causas:

- En primera instancia podemos estar ante un cumplimiento deficiente de la actividad operacional, que se confirma si se la utilidad neta es también negativa. Aquí se deberá considerar el potencial de la empresa para cambiar la coyuntura.

- También puede suceder que se éste se emplee en el capital de trabajo, en forma de cuentas por cobrar o inventarios, que no producen un ingreso real.

Si la suma de los flujos operativos positiva es mayor a la de egresos por inversiones, la diferencia representará la cantidad de dinero susceptible de ser asignada al pago de deudas y dividendos. Si es menor, la empresa deberá recurrir a sus reservas o explorar líneas de financiamiento para su actividad operativa.

3.1.4.- Análisis de flujos financieros y de inversión

Flujo de Inversiones

Es preciso que las inversiones sean coincidentes con la actividad operativa de la empresa y con su plan estratégico.

- Los flujos son naturalmente negativos. Dado que la mayoría de las compañías adquieren más activos fijos de reposición o expansión de los que proveen, las inversiones suelen tener consecuencias negativas sobre el flujo de fondos. Así, las empresas necesitan invertir en capital para mantener sus actividades operativas.
- Si los flujos de efectivo por inversiones son positivos, significa que ingresa dinero a la empresa, por venta de maquinarias, herramientas, instalaciones, etc. Puesto que esto es lo que le permite ganar dinero año tras año, su interpretación no es buena.
- Comparar la depreciación, reflejada en el estado de resultados contables, con el flujo real utilizado en gastos de capital. Cuando la inversión en capital es mayor a la depreciación, la empresa aumenta su base de capital. Es necesario también verificar si el aumento ocurre de manera conjunta al crecimiento rentable.

Flujo de Financiamiento

Este deber ser interpretado en base a los dos anteriores:

- De ser positivo, debe ser en montos correlacionados a los fondos de inversión que naturalmente son negativos. Las inversiones en activos fijos de larga duración no debiesen ser financiadas por recursos operativos, sino por recursos financieros que digna relación con sus plazos de reposición
- De ser negativo, significa que está restando recursos a lo operacional. Lo que estaría reflejando una estrategia de disminución de pasivos financieros externos, lo cual puede estar dado por una reorientación del capital de trabajo. Sin embargo de estar además relacionada con una generación positiva de los flujos de inversión, podemos estar en presencia de que la empresa, este sometida a fuertes disminuciones o restricciones de crédito exigidas por los entes externos

3.1.5.- Indicadores claves: EBITDA del flujo operacional, contable y su relación.

Comparación de EBITDA desde flujo operacional y desde estados financieros

COMPARATIVO EBITDA DE UN EERR V/S FLUJO OPERACIONAL	
ESTADO DE RESULTADOS	METODO DIRECTO FLUJOS DE EFECTIVO
+ Ingresos de actividades ordinarias	+ Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios
- Costo de ventas	- Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios
= Ganancia bruta	= Generacion bruta de flujos operacionales
+ Otros ingresos	+ Otros cobros por actividades de operación
- Costos de distribución	- Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios
- Gastos de administración (Incluyen depreciación y amortización)	- Pagos a y por cuenta de los empleados
- Otros gastos, por función	- Otros pagos por actividades de operación
Otras ganancias (pérdidas)	Otras entradas (salidas) de efectivo
= Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	
+ Depreciación y Amortizaciones	
= EBITDA	= FLUJO ASIMILABLE A EBITDA

Figura 15 – Comparativo EBITDA de un EERR v/s el flujo operacional – Elaboración propia

Los Ingresos operacionales totales provienen del flujo de efectivo, no consideran las siguientes partidas;

- Dividendos pagados.
- Dividendos recibidos.
- Intereses pagados.
- Intereses recibidos.
- Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados).
- Otras entradas (salidas) de efectivo

Ratio con flujos operativos o índice de suficiencia

Formula = EBITDA desde flujo operacional / EBITDA contable

Su interpretación es que;

- De ser mayor igual a 1; esto es que el flujo operación ajustado, ya descrito sea mayor que el EBITDA contable, significa que el EBITDA contable es un proxy conservador del real flujo generado por la empresa, lo cual es una tranquilidad muy importante para el dueño o futuro accionista.
- De ser menor; es la interpretación contraria, este es que el EBITDA contable llevara a sobre valorar la empresa, dado que la capacidad de esta, para convertir el resultado devengado en efectivo, es baja.

	VIÑA CONCHA Y TORO			VIÑA TARAPACA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Clases de cobros por actividades de operación [sinopsis]						
Cobros desde ventas de bienes y prestación de servicios	680.283.192	763.155.449	718.988.892	242.229.646	233.940.488	254.414.494
Otros cobros por actividades de operación	0	0	0	13.168.195	12.164.437	10.948.631
Total importes de Cobros	680.283.192	763.155.449	718.988.892	255.397.841	246.104.925	265.363.125
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(539.211.914)	(621.361.219)	(528.833.266)	(190.022.957)	(189.712.608)	(186.079.902)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(76.148.825)	(79.790.690)	(80.481.530)	(22.950.146)	(23.723.195)	(23.809.163)
Pagos por primas y prestaciones, derivadas de pólizas suscritas	0	0	0	0	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	525.488	6.995.065	3.932.161	(270.595)	(1.408.653)	2.264.876
Otros pagos por actividades de operación	0	0	0	(15.655.727)	(15.642.892)	(17.216.557)
Flujos de efectivo netos de actividades de operación	65.447.941	68.998.605	113.606.257	26.498.416	15.617.577	40.522.379
Ebitda Metodo Simplificado	86.266.877	86.024.661	105.643.831	32.132.425	29.950.762	43.876.027
EBITDA flujo/ EBITDA eeff	0,76	0,80	1,08	0,82	0,52	0,92

Cuadro 16 – Viñas EBITDA flujo v/S EBITDA eeff – Elaboracion propia

	EMPRESAS PEHUENCHE			ENERGIA LATINA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	USM\$	USM\$	USM\$
Clases de cobros por actividades de operación [sinopsis]						
Cobros desde ventas de bienes y prestación de servicios	186.552.516	205.446.941	182.293.526	31.967	25.407	31.262
Otros cobros por actividades de operación	0	0	0	0	0	0
Total importes de Cobros	186.552.516	205.446.941	182.293.526	31.967	25.407	31.262
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(49.547.763)	(32.100.364)	(34.364.039)	(13.186)	(8.534)	(14.134)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(138.864)	(154.285)	(149.887)	(2.738)	(2.947)	(3.026)
Pagos por primas y prestaciones, derivadas de pólizas suscritas	(1.311.996)	(1.236.033)	(1.361.702)	0	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	0	0	(595)	(85)	763
Otros pagos por actividades de operación	(21.390.699)	(25.815.775)	(24.866.619)	(684)	(761)	(593)
Flujos de efectivo netos de actividades de operación	114.163.194	146.140.484	121.551.279	14.764	13.080	14.272
Ebitda Metodo Simplificado	110.957.039	135.555.459	121.634.418	14.705	11.225	10.750
EBITDA flujo/ EBITDA eeff	1,03	1,08	1,00	1,00	1,17	1,33

Cuadro 17 – Generadoras EBITDA flujo v/S EBITDA eeff – Elaboracion propia

	SOCOVESA			BESALCO		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Clases de cobros por actividades de operación [sinopsis]						
Cobros desde ventas de bienes y prestación de servicios	368.795.310	351.376.625	381.997.476	477.683.278	484.258.445	555.499.074
Otros cobros por actividades de operación	0	0	0	0	0	0
Total importes de Cobros	368.795.310	351.376.625	381.997.476	477.683.278	484.258.445	555.499.074
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(230.344.850)	(280.677.915)	(316.303.392)	(338.005.239)	(394.987.836)	(394.976.365)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(77.067.155)	(87.495.215)	(90.107.656)	(114.692.198)	(132.973.830)	(131.146.277)
Pagos por primas y prestaciones, derivadas de pólizas suscritas	0	0	0	0	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	0	0	77.848	466.607	17.721
Otros pagos por actividades de operación	(4.220.914)	(12.129.418)	(9.530.068)	(4.751.461)	(13.692.580)	(6.799.403)
Flujos de efectivo netos de actividades de operación	57.162.391	(28.925.923)	(33.943.640)	20.312.228	(56.929.194)	22.594.750
Ebitda Metodo Simplificado	64.886.851	61.475.151	46.374.846	49.664.343	58.373.982	65.040.369
EBITDA flujo/ EBITDA eeff	0,88	-0,47	-0,73	0,41	-0,98	0,35

Cuadro 18 – Constructoras EBITDA flujo v/S EBITDA eeff – Elaboracion propia

En la generalidad de los valores se observan valores muy cercanos a 1 o menores que 1, lo que viene a demostrar, sin duda lo largamente discutido en el presente estudio. El EBITDA contable llevara a sobre valorar la empresa por la baja de capacidad de esta en la conversión de resultados devengados a efectivo, por lo que se hace necesario el cruce o conciliación expuesto en este apartado.

3.1.6.- Ventajas del flujo de efectivo sobre el EBITDA

A diferencia del EBITDA, el flujo de efectivo:

- Tiene normativamente definido su cálculo y presentación.
- Mejora la comparabilidad entre empresas. No está contaminado por devengos.
- Refleja el crecimiento y disminución de deuda.
- Permite observar la inversión o desinversión real realizada por la empresa y deducir si estas han sido financiadas con la generación operativa del negocio o mediante la emisión o contratación de deuda.
- Ofrece indicaciones acerca de oportunidades y anticipa flujos de efectivo futuros.
- Comprueba cuán exactas son las evaluaciones anteriores de los flujos de efectivo futuros.

Especial cuidado debe tenerse con el IVA, el que generalmente es incluido en el flujo de efectivo, tanto al considerar ingreso como egresos:

“El CINIIF consideró si debiera añadir a su agenda un proyecto para aclarar si los flujos de efectivo presentados de acuerdo con la NIC 7 deben medirse con el impuesto sobre el valor agregado (IVA) inclusive o excluido [y] decidió que no debería desarrollar una Interpretación sobre este tema, porque (...) no se esperaba que fueran generalizadas” (Calero Godinez & Hernández Hernández, 2018).

El estado debe mostrar el flujo de efectivo total que significó la inversión, es decir con IVA. Esto para los pagos efectuados a la empresa por los clientes, como así también los flujos egresados en cancelaciones que se hagan a proveedores y en así también en las adquisiciones de activo fijo.

Capítulo IV: Referencias

- Abad Navarro, M. C. (2017). El uso del EBITDA y sus limitaciones: reflexiones sobre la Opinión Emitida 4/2016 de la Comisión de Principios y normas de Contabilidad de AECA. AECA. Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 118, 3-6.
- AECA, Comisión de Principios y Normas de Contabilidad. (2016). EBITDA (definición AECA (1))-Comparación empresa/sector de actividad (2014 - 2017). Modelo normalizado para su elaboración. Madrid.
- AECA, Comisión de Principios y Normas de Contabilidad. (2016). Opinión nº 4 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad de AECA sobre: Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación. Opinión Emitida, opinion emerging issues, 1-13.
- Anglada, J. (09 de Marzo de 2017). 6 Razones para NO calcular el EBITDA en los análisis financieros. Obtenido de The Money Glory: <http://www.themoneyglory.com/es/2017/03/09/6-razones-para-no-calcular-EBITDA-los-analisis-financieros/>
- Arimany Serrat, N., Moya Gutiérrez, S., & Viladecans Riera, C. (2015). Utilidad del Estado de Flujos de Efectivo para el análisis empresarial. Revista de Contabilidad y Dirección, 20, 195-217.
- Bastidas Méndez, C. A. (2007). EBITDA, ¿Es un indicador financiero contable de agregación de valor? CAPIV REVIEW, 5, 41-54.
- Cabrera Calva, R. C. (2011). Bases del análisis financiero (EBIT, EBITDA y EVA) para no financieros.
- Cachanosky, J. C. (Octubre de 1984). La escuela austríaca de Economía. Revista Libertas 1. Obtenido de https://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/49_4_Cachanosky.pdf
- Calero Godinez, A. G., & Hernández Hernández, D. J. (2018). Normas Internacionales de Información Financiera para pequeñas y medianas entidades: Aplicación de las normas internacionales para pequeñas y medianas entidades sección 17, propiedad planta y equipo en los estados financieros de la empresa Los Hermanitos. Doctoral dissertation. Managua: Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua.
- Cardona Gómez, J. (2008). Generadores de Valor. Revista Visión Contable (6), 37-63. Obtenido de <https://publicaciones.unaula.edu.co/index.php/VisionContable/article/view/407>
- Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad. (2016). NIC 7 Estado de Flujos de Efectivo. Obtenido de <https://www2.deloitte.com/cl/es/footerlinks/solicitud-documentos.html>
- Cornejo Saavedra, E., & Díaz, D. (2006). Medidas de Ganacias: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo Efectivo. Finanzas. Universidad de Chile, 36-40.

- Fanarraga V., C. A. (2008). EBITDA Cash flow o Flujo de caja operativo; como herramienta de la medición.
- Federación Internacional de Contadores. (2011). Manual de Pronunciamientos Internacionales de Contabilidad del Sector Público (Vol. 1). New York: International Federation of Accountants. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publ/con_nor_co/no_oficializ/nic/handbook2011_volumen_1.pdf
- Fornero, R. A. (2003). Análisis de Flujo de Fondos. En Análisis Financiero con Información Contable (págs. 99-115). Universidad Nacional de Cuyo.
- Fornero, R. A. (2019). EBITDA: La medida y el múltiplo. Mendoza: Universidad de Cuyo.
- Fuster, A. (9 de Febrero de 2016). Cómo interpretar el estado de flujos de efectivo. Obtenido de Rankia: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3082041-como-interpretar-estado-flujos-efectivo>
- García Serna, O. L. (2003). Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. Medellín: Prensa Moderna Impresores.
- García Serna., Ó. L. (2003). Palanca de Crecimiento, PDC®, e Inductores Operativos y Financieros. En Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA (págs. 1-41). www.oscarleongarcia.com.
- Ginorella Masgrau, E. (14 de Junio de 2018). ¿El EBITDA, indicador útil o inútil? Col·legi d'Economistes de Catalunya.
- Gómez Biscarri, J. (2015). Métodos de Valoración de Empresas. CEDINT L'ÈXIT EMPRESARIAL. Valor vs Preu: L'art de negociar. Barcelona: Centre de Reempresa de Catalunya. Obtenido de www.reempresa.org
- Industrial, J. d. (Junio de 2004). Como agregar valor. Boletín Informativo Facultad de Ingeniería y Arquitectura USMP(VIII). Obtenido de <https://www.usmp.edu.pe/publicaciones/boletin/fia/info49/articulos/Como%20agregar%20valor.pdf>
- Marx, K. (1975). El Capital. Crítica de la Economía Política (Vol. 1). México: Siglo Veintiuno Editores. Obtenido de http://ecopol.sociales.uba.ar/wp-content/uploads/sites/202/2013/09/Marx_EI-capital_Tomo-1_Vol-1.pdf
- Massons i Rabassa, J. (2019). Paradigmas financieros en tela de juicio. Barcelona: Real Academia Europea de Doctores.
- Massons, J. (2015). Ratios que mienten. Revista de Contabilidad y Dirección, 20, 219-246.
- Menger, C. (2012). Principios de Economía Política. Bubok.
- Mills, R. W. (1998). Value-based management. Londres: Accountancy Books.

- Nissim, D. (2019). EBITDA, EBITA or EBIT? Columbia Business School Research Paper , 71(17).
- Rodríguez Sandiás, A., Fernández López, S., & Otero González, L. (2007). Inductores de valor y valoración de la empresas: coincidencia de distintos métodos. Madrid: Universidad de Santiago de Compostela.
- Rondi, G. R., Casal, M. d., Galante, M. J., & Gómez, M. (2017). Reflexiones sobre el estado de flujo de efectivo e ideas para su presentación por el método directo. *Revista Ciencias Económicas*, 14(01), 99-121.
- Ruiz Martínez, R. J., & Jiménez Caballero, J. L. (Mayo de 2000). *Indicadores Modernos de Creación de Valor en la empresa*. Sevilla: Universidad de Sevilla.
- Smith, A. (1794). *La Riqueza de las Naciones (Vol. 1 IV)*. Valladolid: Oficina de Viuda e Hijos de Santander.
- Stumpp, P. M. (2000). Poniendo el EBITDA en perspectiva. Diez fallas críticas del EBITDA como principal determinante del flujo de caja. 10th Annual High Yield Bond Seminar of the New York Society of Security Analysts (págs. 1-23). Nueva York: Moody's Investors Service, Inc.
- Sui, Y. (2017). The Research on the Applications and Limitations of EBITDA. 2nd International Conference on Sustainable Energy and Environment Protection (ICSEEP 2017) (págs. 66-69). Tonghua Normal University.
- Terreno, D. D., Sattler, S. A., & Pérez, J. O. (2017). Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia empresarial. *Contabilidad y Negocios: Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas de la Pontificia Universidad Católica del Perú*, 22-37. Obtenido de <https://www.redalyc.org/jatsRepo/2816/281653513003/html/index.html>
- Verriest, A., Bouwens, J., & De Kok, T. (11 de Junio de 2018). The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171131
- von Hayek, F. (Junio/Diciembre de 1956). Friedrich von Wieser. *Revista de Economía Política*(16), 524-539. Obtenido de <http://www.cepc.gob.es/publicaciones/revistas/fondo-historico?IDR=11&IDN=923&IDA=31471>
- Zurbuchen S., A. (4 de Octubre de 2016). Carta a Valentín Vera Fuentes. Santiago: Banco Central de Chile.

Capítulo V: Glosario de cuadros y figuras utilizadas

Abreviación utilizada =EP= Elaboración propia)

- 5.1.- Figura 1 – EP - Métodos de cálculo para el EBITDA.**
- 5.2.- Figura 2 – EP - Ventajas y desventajas EBITDA.**
- 5.3.- Cuadro 3 – EP - Viñas EBITDA v/s Palanca crecimiento.**
- 5.4.- Cuadro 4 – EP - Eléctricas EBITDA v/s Palanca crecimiento.**
- 5.5.- Cuadro 5 – EP - Constructoras EBITDA v/s Palanca crecimiento.**
- 5.6.- Figura 6 – EP - Análisis partidas agregadas para lograr el EBITDA.**
- 5.7.- Cuadro 7 – EP - Viñas importancia relativa de partidas agregadas.**
- 5.8.- Cuadro 8 – EP- Generadoras importancia relativa de partidas agregadas.**
- 5.9.- Cuadro 9 – EP- Constructoras importancia relativa de partidas agregadas.**
- 5.10.- Figura 10 – EP - Relación existente entre los ciclos de vida de una empresa y sus riesgos de insolvencia.**
- 5.11.- Cuadro 11 – EP - Viñas relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.**
- 5.12.- Cuadro 12 – EP - Generadoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.**
- 5.13.- Cuadro 13 – EP - Constructoras relación inversión en CAPEX y niveles de depreciación y amortización.**
- 5.14.- Figura 14 –Taxomania de la comisión de mercados financieros - Cuadro flujos operaciones.**
- 5.15.- Cuadro 15 – EP - Comparativo EBITDA V/S el flujo operacional.**
- 5.16.- Cuadro 16 – EP - Viñas EBITDA V/S el flujo operacional.**
- 5.17.- Cuadro 17 – EP - Generadoras EBITDA V/S el flujo operacional.**
- 5.18.- Cuadro 18 – EP- Constructoras EBITDA V/S el flujo operacional.**