

CASOS

Ventas por correspondencia S.A.

Elementos conceptuales involucrados

- Utilización del EVA como herramienta de medición de valor
- Referencia: Capítulos 2 y 3

Planteo

Se trata de una empresa real que presenta las siguientes cuentas anuales referidas al último ejercicio.

CUENTA DE UTILIDADES

Ventas	584
- Costos de ventas	-486
+ Otros ingresos	+58
- Otros gastos	-75
Margen de explotación	81
- Gastos financieros	-4
Margen ordinario	77
+ Utilidades extraordinarias	+25
Utilidad Neta	+102

BALANCE DE SITUACION

ACTIVO		PASIVO y PN	
Fijo	160	Capital	32
Clientes	39	Reservas	84
Existencias	40	Deuda bancaria	46
		Proveedores y seguridad social	77
TOTAL	239	TOTAL	239

Los accionistas están muy satisfechos con la rentabilidad obtenida en el último año, dado que esta asciende a:

$$Rantabilidad\ del\ patrimonio = \frac{Utilidad\ Neta}{Capital + Reservas} = \frac{102}{116} = 0,88$$

Esta rentabilidad del 88% es muy superior al costo de oportunidad de los accionistas, que alcanza el 15% anual.

Adicionalmente, se dispone de la siguiente información:

- Las depreciaciones y las provisiones, a pesar de que se han calculado de acuerdo con los criterios legalmente permitidos, no se corresponden con el gasto real producido. Una estimación más realista de las depreciaciones del activo fijo y de las provisiones exigiría aumentarlas en 50 unidades monetarias.
- El activo total medio asciende a 239 unidades monetarias, pero debe tenerse en cuenta que:
 - o El activo fijo tiene una plusvalía no contabilizada de 190 um.
 - o La financiación automática de proveedores, seguridad social y hacienda pública tienen un valor de 77 um.
- El costo anual de cada elemento del pasivo se detalla como sigue:

Costo anual después de impuestos

Capital social	15%
Reservas	15%
Deuda bancaria	4%

El costo anual del capital social y de las reservas se estima con base en el costo de oportunidad de los accionistas, que es del 15% anual (esta es la rentabilidad mínima esperada por los accionistas).

El costo anual de la deuda se calculo restando el 35% del impuesto sobre utilidades según el tipo de interés de la deuda, que es de un 6,1% anual. Por tanto, se considera que como la empresa tiene utilidades, podrá deducir de impuestos sobre las utilidades el 35% de los gastos financieros:

$$\text{Costo de la deuda bancaria} = 6,1\% * (1 - 0,35) = 4\%$$

Se pide:

Utilizar el concepto de EVA para aportar información adicional al análisis de los accionistas.

Solución propuesta

- Paso 1. Cálculo de UAIDI

Utilidad neta	102
- Incremento de depreciaciones y provisiones	-50
+ Gastos financieros	+4
- Utilidades extraordinarias	-25
= Utilidad de las actividades ordinarias después de impuestos	31

- Paso 2. Cálculo del Activo Neto

Para ello, se deben considerar las plusvalías no contabilizadas (que se añadirán) y la financiación automática (que se restará):

Activo total medio	239
+ Plusvalías de activos fijo	+190
- Financiación automática	-77
= Valor del activo neto	+352

- Paso 3. Cálculo del costo promedio de capital

	Importe	Proporción del pasivo	Costo después de impuestos
Capital social	32	20%	15%
Reservas	84	52%	15%
Deuda Bancaria	46	28%	4%

Como el capital social más las reservas representan el 72% del pasivo y la deuda bancaria el 28% restante, el costo medio ponderado del pasivo asciende a:

$$\text{Costo medio ponderado de capital} = 0,72 * 15\% + 0,28 * 4\% = 11,92\%$$

- Paso 4. Cálculo del EVA

EVA

= *UAIDI* (Utilidad ordinaria Antes de Intereses y Después de Impuestos)
 – *Valor del activo neto * Costo de capital*

$$EVA = 31 - 352 * 11,92\% = -11$$

- Paso 5. Alternativa al cálculo del EVA

También se puede calcular el EVA a partir de la rentabilidad antes de intereses y después de impuestos de los activos, que en este caso es:

$$\text{Rentabilidad del activo} = \frac{UAIDI}{\text{Valor del activo}} = \frac{31}{352} = 8,8\%$$

$$\begin{aligned} EVA &= \text{Valor contable del activo} \\ &\quad * (\text{Rentabilidad del activo} \\ &\quad - \text{Costo promedio ponderado de capital}) \\ &= 352 * (0,088 - 0,1192) = -11 \end{aligned}$$

Esta segunda forma de calcular el EVA permite comprobar que en ese ejemplo el costo promedio de capital es inferior a la rentabilidad del activo.

Conclusiones

Como puede observarse, el resultado obtenido es contrario al esperado tras ver la rentabilidad del patrimonio. De los cálculos anteriores se desprende que el valor creado por la empresa es negativo y no permite cubrir la rentabilidad mínima esperada por los accionistas. Esta situación es consecuencia de varias circunstancias:

- Las depreciaciones y provisiones contables son insuficientes para medir la utilidad real de la empresa.
- Una parte significativa de las utilidades procede de actividades extraordinarias, por lo que se han de dejar de lado estas últimas para evaluar la generación de riqueza por parte de la empresa con su actividad ordinaria.
- El activo fijo que utiliza la empresa es muy superior al que registra la contabilidad como consecuencia de las enormes plusvalías que esconde.
- El costo medio ponderado del pasivo es elevado, como consecuencia de la escasa utilización de deuda, que tiene un costo muy inferior al costo de oportunidad de los accionistas.

Dado que el valor generado (EVA) es negativo, en relación con las expectativas de los accionistas y el costo de la deuda, esta empresa debería plantearse tomar alguna medida para mejorar la situación. Entre las medidas que podrían tomarse estarían las siguientes:

- Aumentar el UAIDI, sea reduciendo gastos o aumentando ingresos.
- Reducir la carga fiscal aprovechando todas las posibilidades que permita la legislación vigente.
- Vender activos que no sean imprescindibles para las actividades de la empresa o que generen poco rendimiento.
- Invertir en activos que generen un rendimiento superior al costo de capital de la empresa.
- Aumentar la proporción de la deuda, ya que es más barata que el patrimonio, en este caso.