

Medición del desempeño de Empresas listadas en la BMV: Análisis comparado mediante el método EVA

Financial performance of Companies listed in the MSE: Comparative analysis using EVA Method

Carlos E. Villamil-Castillo^a, Teresa de J. Vargas-Vega^b

Abstract:

The principal aim of this paper is to quantify the creation value of Mexican companies listed in the food, beverages and tobacco subsector of the Mexican Stock Exchange through the EVA valuation method, to determine the returns generated in the period from 2012 to 2017. From a sample of three companies in this sector, in a range of five years, the company that generates the most value was determined.

Keywords:

EVA, Value creation, Mexican Stock Exchange, Spread method.

Resumen:

El objetivo de este artículo es cuantificar la creación de valor de las empresas mexicanas del subsector de alimentos, bebidas y tabaco que cotizan en la BMV a través del método de valoración EVA, para determinar los rendimientos generados en el periodo de 2012 a 2017. A partir de una muestra de tres empresas de este sector, en un rango de cinco años, se determinó la empresa que genera mayor valor.

Palabras Clave:

EVA, Valor de negocio, Bolsa Mexicana de Valores, Método spread.

Introducción

Conocer si las empresas generan o destruyen valor es de gran importancia para la subsistencia de las mismas, permitiendo así una toma de decisiones acertada, que les permita una ventaja competitiva dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, además de conocer los diferentes factores que implican su rendimiento.

El objetivo primordial de este artículo, es cuantificar la creación de valor de las empresas mexicanas del subsector de alimentos, bebidas y tabaco que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) a través del método del Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés), para determinar los rendimientos generados en el periodo de 2012 a 2017.

El Valor Económico Agregado, lo define Saavedra & Saavedra (2012) como un índice financiero que incorpora el cálculo del costo de los recursos propios, proporcionando una medida de la rentabilidad de una empresa como el resultado del beneficio neto después de impuestos menos el correspondiente cargo por el costo de oportunidad de todo el capital que se encuentra invertido en la compañía, de ahí la importancia de aplicarlo a empresas del contexto mexicano. Las empresas mexicanas del subsector de alimentos, bebidas y tabaco, de acuerdo con los resultados obtenidos del EVA en las tres empresas analizadas como muestra y en el periodo de estudio generaron valor en la mayoría de los años. [1] Obteniendo una visión más amplia del sector de alimentos, bebidas y tabaco, confirmando el buen nivel de generación de valor que muestran las empresas y,

^a Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, Instituto de Ciencias Económico – Administrativas, profesor del programa educativo de contaduría, , <https://orcid.org/0000-0003-4654-0646>, Email: vi260271@uaeh.edu.mx

^b Autor de Correspondencia, Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, profesora investigadora de contaduría, Instituto de Instituto de Ciencias Económico - Administrativas, <https://orcid.org/0000-0002-6051-7197>, Email: tvvega@uaeh.edu.mx

como consecuencia, promoviendo un mayor crecimiento en la economía del país a través de la generación de mayor inversión.

Diseño Metodológico de EVA

El concepto del EVA es una transformación de lo que se conocía como "ingreso o beneficio residual", es decir, el resultado que se obtenía al restar a la utilidad de operación los costos de capital. Esta herramienta ha tomado un gran auge en los últimos 20 años, cuando Joel Stern y Bennett Stewart la desarrollaron tomando como base las investigaciones de Alfred Marshall de 1890, pasando por la teoría del Ingreso Residual. [2]

Siendo hasta 1989 cuando la firma consultora Stern Stewart & Company (SSC), radicada en Nueva York, Estados Unidos de América, reintrodujo y registró como marca a su nombre el EVA, permitiendo a Stewart (1991), definir la metodología como: "Una manera razonable y acertada de medir los resultados y gestiones realizadas por la dirección de la entidad". Así también indica que el EVA es una medida de la utilidad neta después de deducir los costos en la operación del negocio, incluidos en estos el costo de emplear los recursos aportados por los accionistas. [3]

Para Bonilla (2010) el EVA es el importe que queda en una empresa una vez cubiertas la totalidad de los gastos y la rentabilidad mínima proyectada o estimada por los administradores. [4]

Desde una perspectiva contable, EVA es simplemente una ganancia operativa neta después de impuestos menos el costo ponderado de capital. Razón por la cual, se decidió analizar empresas públicas que cotizaran en el mercado mexicano de capitales y que fueran del mismo sector. Para este caso, se eligió el subsector de alimentos, bebidas y tabaco, debido a la importancia que representan los ingresos corrientes provenientes del consumo cotidiano de la población, así como la disponibilidad de la información financiera para el periodo 2012 a 2017.

Para el cálculo del EVA, Stewart III (1999), ha establecido dos métodos: el Spread y el Residual. De manera que en este trabajo fue utilizado el método Spread, el cual toma en cuenta la diferencia entre la tasa de rendimiento sobre el capital y el costo del capital; y, el resultado obtenido, se multiplica por el valor contable económico del capital invertido en la negociación, cuya fórmula es la siguiente: [5]

$$EVA = (r - C\text{CPP}) \times \text{Capital Invertido}$$

Dónde:

r = Rentabilidad del activo (Tasa de rendimiento)

C\text{CPP} = Costo de capital promedio ponderado.

Capital Invertido = Capital invertido al inicio (Activos en operación).

Para poder desarrollar la fórmula anterior se debe determinar primero la tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROE por sus siglas en inglés). El ROE o rentabilidad financiera (r en el método EVA) es un indicador que mide el rendimiento del capital. Concretamente, mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios.

Su fórmula es la siguiente:

$$r = \frac{\text{EBITDA} + \text{impuestos, intereses y depreciaciones}}{\text{Capitales propios}}$$

Dónde:

EBITDA = Utilidades antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones

Capitales propios = Recursos propios (capital social) + deuda (pasivo total).

El CCPP engloba en una sola cifra, expresada en términos porcentuales, el costo de las diferentes fuentes de financiamiento que usará una empresa para fon dear algún proyecto en específico [6].

La fórmula para su cálculo es:

Monto Original de Inversión (MOI)

Total de capital invertido * Tasa de financiamiento

Para ello es necesario efectuar el cálculo del costo de la deuda antes de impuestos (Kd), siendo este la tasa de interés sobre la deuda nueva.

$$(Kd) = I + VN - Nd / n$$

Dónde:

I= interés anual

VN= valor nominal

Nd= ingresos obtenidos de la venta de la deuda (obligación)

n= número de años hasta el vencimiento de la obligación.

Adicionalmente, se realiza la cuantificación del costo de la deuda después de impuestos: es la tasa de interés sobre la deuda nueva y se utiliza para calcular el costo promedio ponderado del costo de capital.

Costos componentes (KdT) = tasa de interés menos los ahorros en impuestos de la deuda después de impuestos

$$KdT = Kd (1 - T)$$

El interés es deducible, se utiliza por que el valor de las acciones (P0) depende de los flujos de efectivo después de impuestos.

Posteriormente se calculó el costo de capital (KS), siguiendo el Modelo de Valoración de Activos

Financieros (CAPM, por sus siglas en inglés), este modelo indica que la rentabilidad de una acción está compuesta por la tasa libre de riesgo (R_f) y una prima de riesgo (β , Beta) que es un múltiplo de la prima de riesgo del mercado, así como una tasa de rendimiento de las acciones (R_m). [7]

Su fórmula es la siguiente:

$$K_S = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

En el cálculo del EVA se trabajó solamente con utilidades ordinarias porque las extraordinarias podrían desvirtuar la evaluación de la gestión de los responsables de las unidades de negocio y las filiales. Como su denominación lo indica, estas utilidades son atípicas y no están relacionadas con la actividad diaria del negocio.

Ventajas y Desventajas de la utilización del método EVA

Amat (2002), evaluando el modelo EVA y ha identificado como ventajas de este, entre otras cosas que:

- Puede ser calculado para cualquier empresa y no solo para las que coticen en la Bolsa.
- Puede calcularse para unidades de negocio, filiales y centros de responsabilidad.
- Es un indicador que sirve para informar a los accionistas, para evaluar inversiones y para evaluar directivos.
- Contribuye a distribuir de una mejor manera los recursos entre las diferentes unidades de una empresa, ya que una vez conocido el EVA que generará cada alternativa de inversión se puede optar por las que lo tiene más favorable. [8]

Y señala como sus principales desventajas:

- No toma en cuenta las expectativas futuras de una empresa.
- La mayoría de los activos intangibles de una empresa, no se presentan en el estado de situación financiera, por lo que el cálculo del EVA puede ser incompleto si se parte estrictamente de los datos de este estado financiero.
- El valor en libros de los activos puede ser muy diferente a su valor de mercado, con lo que se desvirtúa el EVA real si se utiliza el valor contable de los activos.

Para Saavedra (2004), este método de generación de valor es una herramienta muy útil para la toma de decisiones en las empresas, ya que es sencillo

calcularlo y permite conocer cuáles son los rubros en los que está fallando, por lo que se puede implementar de manera rutinaria en los análisis financieros de gabinete, por su practicidad y periodicidad mensual, posibilitaría a los tomadores de decisiones a definir oportunamente estrategias relacionadas con la optimización de recursos internos y externos, así como aquellas relativas a las bondades fiscales de contratar financiamientos, entre otras, ayudando con esto a que las empresas sean más atractivas para los diferentes inversionistas [9].

Resultados

Para el logro del objetivo de este trabajo, se utilizó una muestra de tres empresas que cotizan en la BMV del ramo de productos de consumo frecuente y del subsector de alimentos, bebidas y tabaco; siendo estas Bachoco, Bafar y Coca-Cola Femsa (KOF). Considerando su información financiera durante el periodo 2012-2017, se efectuó en primera instancia el cálculo del costo de capital (K_s) mensual de cada año de las empresas, determinando un promedio anual. En la figura 1 se incluye el costo de capital accionario, siendo la empresa BAFAR la que presenta el costo accionario más caro para el periodo de estudio.

Cabe puntualizar que, para fines de este trabajo, se consideró como tasa libre de riesgo la ofertada por los Cetes a 28 días de cada periodo. Posteriormente se obtuvieron las tasas de rendimiento individual sobre los precios de cotización diaria de cada una de las acciones y, por último, se realizó el cálculo de las primas de riesgo entre las acciones y el mercado, obteniendo así todos los componentes necesarios para el desarrollo de la fórmula del costo de capital.

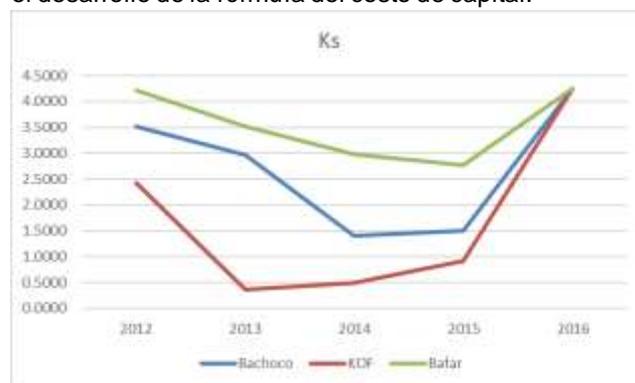


Figura 1. K_s , periodo 2012-2017. Elaboración propia (2019)

Como se puede apreciar en la figura 2, comparando los datos de la tasa de rendimiento de las acciones de las tres empresas en estudio, las empresas BACHOCO y COCA COLA FEMSA inician el periodo generando una

tasa de rendimiento positiva en sus acciones, sin embargo, a lo largo del periodo, esta decrece y en algunos momentos es negativa. Por el contrario, la empresa COCA COLA FEMSA que muestra un rendimiento negativo en el año 2012, su buen desempeño le permite ofertar rendimientos positivos a partir de ese periodo, llegando a un máximo en el año 2014.

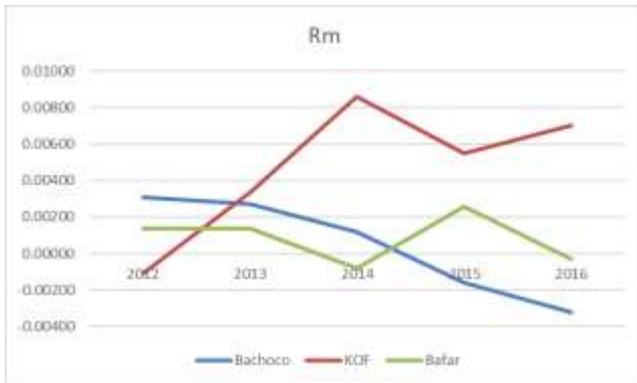


Figura 2. RM, periodo 2012-2017. Elaboración propia (2019)

Posteriormente, se efectuó el cómputo del costo de la deuda (Kdt), realizada con el promedio de las tasas de interés reportadas en los estados financieros dictaminados por auditores.

La empresa BACHOCO mostró una tasa promedio ponderada muy variable a lo largo de los años de estudio, a comparación de BAFAR y COCA COLA FEMSA cuyas tasas se mantuvieron fijas en los últimos 4 años, como puede apreciarse en la figura 3.

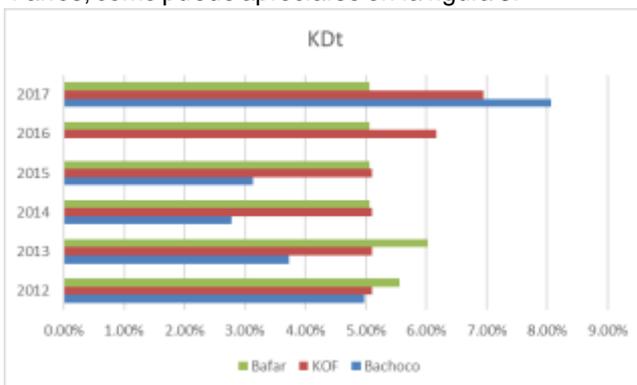


Figura 3. Porcentaje de KDT, periodo 2012-2017. Elaboración propia (2019)

Con los datos anteriores, y después de realizar los cálculos para determinar el EVA, en la figura 4 se observa que BACHOCO muestra un crecimiento constante en su valor a lo largo del periodo de estudio 2012-2017, aumentando en un 44%, reflejando creación de valor para sus accionistas en cada uno de los periodos, por el contrario, BAFAR presentó una

destrucción en su primer periodo de 2012-2013 de un 7% y en los ejercicios siguientes su valor aumentó hasta en un 13% generando mayor rendimiento en sus inversiones. A diferencia de COCA COLA FEMSA la cual mostró un aumento de su índice de crecimiento económico en el periodo de 2012-2015 de 22% teniendo una tasa de crecimiento del 7% por año, pero en el periodo comprendido por los años 2016 a 2017, destruyó su valor significativamente con el 31%.

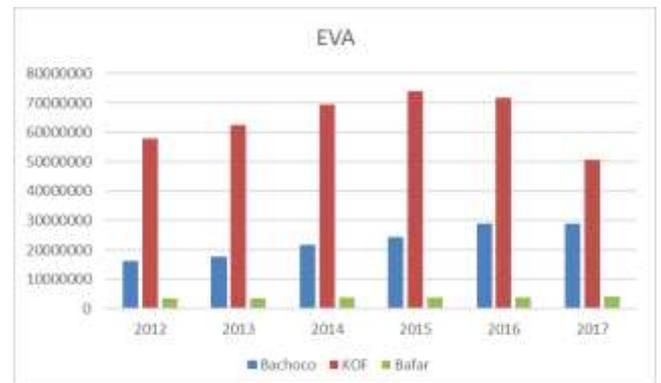


Figura 4. Creación o Destrucción del EVA, periodo 2012-2017. Elaboración propia (2019)

Conclusiones

De acuerdo con los resultados obtenidos del Valor Económico Agregado, a través del método spread, las tres empresas analizadas, generaron valor de negocio positivo en la mayoría de los años en el periodo de estudio. Siendo la empresa BACHOCO, la que muestra resultados más eficientes, ya que generó valor positivo del 44% de 2012 a 2017, con un crecimiento constante a lo largo de los años propiciado principalmente por el costo de su deuda con una tasa promedio a lo largo del periodo del 3.77%.

Contrariamente a los resultados obtenidos para BAFAR y COCA COLA FEMSA, empresas que en el periodo de estudio destruyen su valor, esto se debe básicamente por el costo del dinero elevado que les impide tener utilidades netas suficientes para cubrir sus gastos de financiamiento y por ende un EVA positivo.

Por lo tanto, podemos concluir, desde la óptica de la definición del EVA, que el logro de valores económicos positivos elevados, objetivo principal de cualquier empresa para atraer al público inversionista, serán resultado de negociaciones estratégicas en las contrataciones de deudas más baratas.

Una recomendación final consiste en que los directores financieros, toda vez que determinen el valor económico, lo utilicen en procesos de simulación en búsqueda de una función de maximización, de manera tal, que el resultado arrojado, pueda ser considerado como una meta empresarial a incluir en los pronósticos de la empresa.

Referencias

- [1] Saavedra García, M. and Saavedra García, M. (2012). *El Valor Económico Agregado y su relación con el valor agregado de mercado, la utilidad por acción y el rendimiento de los activos, en México: 2001-2008*. *Recherches en Sciences de Gestion*, 90(3), p.15.
- [2] Chen, S. and Dodd, J. (2001). *Operating income, residual income and EVA: Which metric is more value relevant*. *Journal of Managerial Issues*, 13(1), pp. 65-86.
- [3] Stewart, G. (2010). *The Quest for Value*. [New York, NY]: HarperBusiness.
- [4] Bonilla, F. (2010). *El Valor de Económico Agregado (EVA) en el Valor del Negocio*. *Revista Nacional de Administración*. 1(1), pp. 55–70.
- [5] Stewart, G. III. (1999). *The Quest for Value*. [New York, NY]: HarperCollins Publishers, Inc.
- [6] Barajas, S. (2013). *¿Qué uso tiene y como se calcula el Costo de Capital Promedio Ponderado?*. *Revista Forbes. Negocios* (en línea), recuperado de <http://www.forbes.com.mx/que-uso-tiene-y-como-se-calcula-el-costo-de-capital-promedio-ponderado/>
- [7] Vélez, P. (2013). *El costo Promedio Ponderado de Capital*, (en línea) recuperado el 5 de mayo de 2019. de: http://www.cashflow88.com/decisiones/3_Costo_de_capital.pdf,
- [8] Amat Salas, O. and and Aguilà, S. (2002). *EVA*. Barcelona: Gestión 2000. pp. 127-130.
- [9] Saavedra, M.L. (2004). *La valuación de empresas en México. Aplicación del modelo del Valor Económico Agregado: 1991-2000*. *Revista de Contaduría y Administración*, 214(1), pp. 1-23.