

# Vamos a contar mentiras ....

Coev

Valencia, 22 de Junio 2009



# Expansión.com | ENTORNO

Hag:

**PORTADA** | **INVERSIÓN** | **EMPRESAS** | **ECONOMÍA** | **OPINIÓN** | **MULTIMEDIA** | **JURÍDICO** | **FUNCIÓN PÚBLICA** | **CATALUNYA**  
-0,88% | **JOHNSON & JOHNSON** 56,090 (+0,54%) | **JP MORGAN CHASE** 35,000 (+2,43%) | **KRAFT FOODS A** 25,410 (-1,70%) | **MCDON**

 [RSS](#) | [Promociones](#) | [Registro de usuario](#) | [conectar](#) | [Servicios](#) |    en 

UTILIDADES      

Portada > Entorno

## La longitud del dedo anular es un indicador de la eficacia de los operadores financieros

Publicado el 12-01-2009 , por **Expansión**

Reunir una serie de requisitos físicos es una condición necesaria para aspirar a determinados trabajos. Por el contrario, si la actividad laboral depende de las facultades intelectuales, el físico queda relegado a un segundo plano.

Al menos, hasta ahora. En estos momentos de crisis económica, los operadores financieros que tengan un dedo anular más largo que su índice tienen más posibilidades de éxito en sus transacciones, según la conclusión a la que ha llegado un equipo de investigadores de la Universidad de Cambridge, y que publicó ayer en su edición digital la revista Proceedings.

**Uno de los motivos:**

## **Falta de profesionalidad financiera**

**En general, nos hemos creído, todo lo que leíamos.**

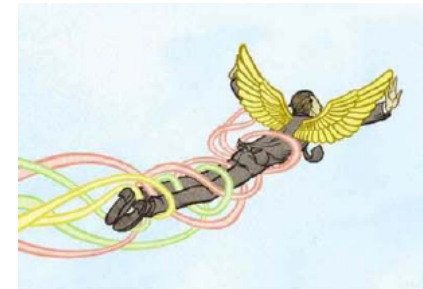
**Sin pararnos a pensar**



**Y lo hemos repetido .... Como cacatúas**

## 1.- Cifra de Negocio:

**Lo mas importante es crecer**



Y el crecimiento es la mejor manera de generar valor ....

Y si es rápido mejor ....

Y así cobro la variable ....

Y mas que la competencia .... (la liebre y la tortuga)

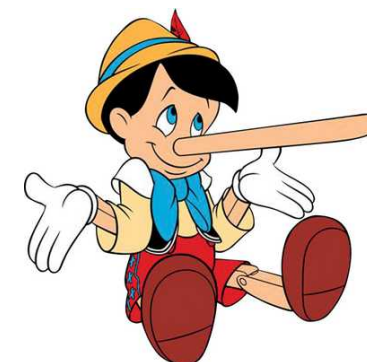
Y además en la situación actual hay que ser mas agresivos

## 2.- Ebitda:

### II. CUENTA DE RESULTADOS

<b>CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA</b> (Miles de Euros)	<b>Marzo</b> <b>2009</b>
<b>Importe Neto de la Cifra de Negocios</b>	<b>2.018.846</b>
Otros Ingresos	85.088
Total Ingresos de explotación	2.103.935
Gastos Externos y de Explotación	(1.929.927)
<b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>174.008</b>
Amortización Inmovilizado y Deterioro Fondo Comercio	(35.704)
Provisiones Circulante	(93.749)
<b>RESULTADO ORDINARIO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>44.553</b>
Variación provisiones inmovilizado	(1)
<b>RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>44.553</b>
Resultados Financieros	(170.531)
Resultados por Diferencias en Cambio	(492)
Resultado Sociedades puesta en Participación	59.370
Provisiones de Inversiones Financieras	(258)
Rdo. Variación Valor Instrumentos Financ. a Valor Razonable	(66)
Rdo. Enajenación de Activos no Corrientes	69.308
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>1.885</b>
Impuesto de Sociedades	16.468
<b>RESULTADO ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>18.353</b>
<b>RESULTADO ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS</b>	<b>25.529</b>
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>43.882</b>
Atribuible a Minoritarios	(3.209)
<b>BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE</b>	<b>40.673</b>

\* Pro forma 2008 con concesiones de Itinere mantenidas para la venta



## 2.- Ebitda:

# Los objetivos los medimos en términos de CF de Explotación



Porque el Ebitda es un Cash Flow .....

Y así fijan y reportan los resultados las cotizadas....

Aunque solo sea el resultado antes de intereses, amortizaciones, provisiones e impuestos ...

**... me sirve para valorar compañías ....**

## 2.- Ebitda:

# Los objetivos los medimos en términos de CF de Explotación



Porque no hago inversiones .....

Cobro al contado .....

Pago al contado .....

No existen los impuestos .....

No tengo stocks .....

Y no pago ni intereses ni capital de los prestamos .....

## Cifra de negocio y Márgenes:

**No importa el tamaño, importa la rentabilidad ...**

**.... Y ni eso importa .....**

**Es importante analizar la rentabilidad por productos..... (bodegas)**

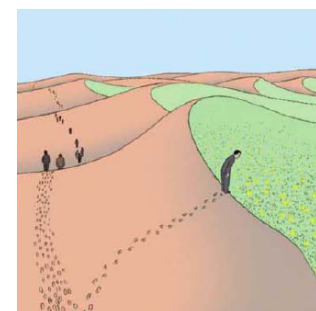
**.... Y por clientes .....**

**No pretendamos mantener el tamaño para justificar estructuras ....**

**.... Una empresa que no quiera crecer es una empresa muerta .....**

**.... Pero solo con crecimientos sostenidos y rentables .....**

**El crecimiento es vanidad: “Mi empresa factura.....”**





### 3.- Resultado Neto:

**Es el dinero que gana  
la empresa**



No es dinero ..... es el resultado de una operación aritmética.....

Calculado con el abanico de posibilidades que nos brinda .....

.... Cada vez mas la contabilidad ..... (Inmobiliarias Cotizadas)

... porque con resultados positivos puedes suspender pagos .....

Y no sirve para calcular ratio alguno .....

El beneficio es por lo tanto solamente una opinión.....

## 4.- Flujo de Caja:

# Caja generada por la Empresa



Parece sencillo.....

Aun así podemos encontrar múltiples interpretaciones y métodos de cálculo .....

.... Evidentemente únicamente una es la correcta .....

**ES LO UNICO RELEVANTE EN UNA COMPAÑIA**

## 4.- Flujo de Caja:

# Caja generada por la Empresa



### Flujo de caja libre:

Ebit + Amortizaciones (netas de efecto fiscal)

- Variación de inversiones / Desinversiones

- Variación Circulante (Exist, Clientes, Proveedores y otros activos y pasivos circulantes)

**Sus usos: Pagar el servicio de la deuda, guardarla o retribuir al accionista.**

## 4.- Flujo de Caja:

# Caja generada por la Empresa



### Flujo de caja accionista:

Flujo de caja libre

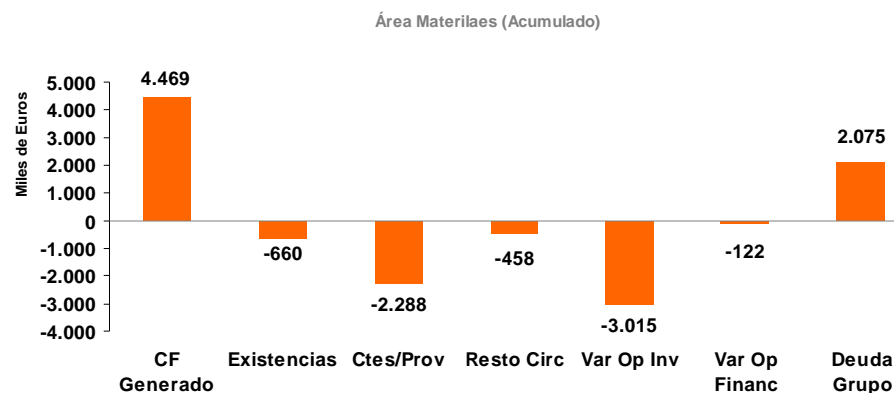
- Intereses y devolución de capital

**El resultado es la variación de la tesorería**

**EL FLUJO DE CAJA ES UN HECHO**

## 1. EOAF

Concepto	2008
<b>Resultado Contable del Ejercicio</b>	<b>3.127.026</b>
Provisiones y Amortizaciones	1.341.664
<b>Cash-Flow Generado (sin financ)</b>	<b>4.468.690</b>
Existencias	(659.597)
Deudores / Clientes	(1.451.893)
Proveedores / Acreedores	(836.178)
Otros Deudores / Acreedores	(458.329)
<b>Total Var Cap Circulante</b>	<b>-3.405.996</b>
<b>Cash-Flow Operaciones</b>	<b>1.062.694</b>
Inmov e Inversiones	(970.849)
Inmov En Curso	(1.112.682)
Inmov Financiero	(931.801)
Gastos a Distribuir	0
<b>Total Op Inversión</b>	<b>-3.015.332</b>
<b>Cash-Flow Op Inversión</b>	<b>(1.952.638)</b>
Fondos Propios	0
IFT	0
Deuda Bancaria	65.856
Gastos Financieros	(171.603)
Deuda Grupo	(16.454)
<b>Cuenta Corriente Emp Grupo</b>	<b>2.074.839</b>
<b>Total Op Financiación</b>	<b>1.952.638</b>
<b>Variación tesorería</b>	<b>0</b>
	0



**Olvídese de la cuenta de resultados.  
Olvídese del Ebitda.  
Olvídese del balance  
Solo mire flujos y balance**

## 5.- Deuda:

# Es una palanca de crecimiento



... Si me la ofrecían por doquier, como iba a rechazarla .....

... a engordar la vaca hasta que revienta ....

.... Porque de otra manera, no estas “usando” bien tu balance...

.... Lo importante es el plazo ...

... Y la relación del mismo con mi previsión de generación de caja....

... Esto lo están aprendiendo las compañías ...

**EL FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA ES INELASTICO**

## 6.- Ratios de apalancamiento:

# Deuda / Ebitda

**David. F. Díaz - Madrid - 10/11/2005**

El grado de deuda máximo que permite la Comisión de la Energía (CNE) a la empresa resultante de la opa lanzada por Gas Natural sobre Endesa es muy cómodo. Así lo demuestran los datos de las empresas del Ibex 35. Sólo Metrovacesa y Sacyr, cuyos compromisos financieros superan las ocho veces el resultado bruto de explotación (Ebitda) que estima el consenso del mercado en dicho ejercicio, superan el límite de 5,25 veces impuesto por la CNE.

La deuda que se le permite es aún más jugosa si se compara esta ratio (la más usada para calcular la solvencia de una empresa ya que viene a decir el número de años que habría que dedicar el flujo de caja operativo para subsanar la deuda) con el apalancamiento del resto de eléctricas. REE tiene una ratio de 4,6 veces, Fenosa de 3,8 veces e Iberdrola de 3,4 veces. Un apalancamiento tan alto no lo alcanza ni Telefónica tras la opa de 02. Su ratio deuda/Ebitda se situará sólo en 3,12 veces pese a que la teleco tomará prestados 26.000 millones para afrontar la compra.

**CincoDías.com**



**Ferrovial** por su especial composición, conviene distinguir. Por una parte, el grupo consolidado, con una mayor deuda en términos absolutos, nada menos que 21.943 millones de euros a 31 de marzo, frente a los 24.112 millones con los que cerró el pasado año. El apalancamiento, siempre medido en deuda neta sobre Ebitda, bajó desde el 8,8% al 8%. Sin embargo, su filial **Cintra** posee un apalancamiento del 16,3%.

## 6.- Ratios de apalancamiento:

### Deuda / Ebitda

El Ebitda no es caja ..... Y la deuda se paga con caja

... el ratio optimo es 3x ....

.... Porque de otra manera, no estas “usando” bien tu balance...

.... ¿El Ebitda (de hoy) es recurrente? ....

..... ¿No importa el calendario de devolución de la deuda ? ....

..... ¿Ni el coste de la misma? ....





## 7.- Ratios de apalancamiento:

### FFPP / Deuda

#### Las últimas adquisiciones disparan el «apalancamiento» de las constructoras

17-10-2006 03:05:24

A- A+

M. L.

MADRID. Igual que la línea del Ebitda es a día de hoy la que mejor representa en la cuenta de resultados la fotografía fija de una empresa en un determinado momento, sobre todo si se trata de una compañía presente en países con diversas monedas, el ratio de apalancamiento -relación entre la deuda y los fondos propios- cobra cada vez más importancia a la hora de prever la inmediata evolución de una compañía y lo expuesta que está a cualquier variación de sus negocios.

Obviamente, una empresa de estrategia agresiva, centrada en compras mediante financiación bancaria, tendrá más ratio de apalancamiento que una conservadora que financia todo por la vía de los recursos propios o las ampliaciones de capital.

Y, también obviamente, sólo puede tener un alto endeudamiento en términos absolutos quien tiene garantías suficientes para que los bancos les otorguen créditos, de lo que cabe deducir que si las entidades financieras han concedido los créditos pertinentes para las operaciones, es que el negocio es viable.



## 7.- Ratios de apalancamiento:

### FFPP / Deuda



Tomando como ratio de apalancamiento su acepción más purista -comparando la deuda neta con la suma de la misma y los recursos propios-, las cifras de apalancamiento de Acciona a 30 de junio pasado reflejaban un 47,3%, pero después de la toma del 10% de Endesa el ratio se ha elevado hasta el 66%. Haciendo la misma operación para el caso de ACS, la constructora presidida por Florentino Pérez, tenía un ratio de apalancamiento del 69,1% al concluir el primer semestre del año, pero tras la toma de un 10% de Iberdrola, el resultado se ha situado ya en el 77,9%. Por su parte, en el caso de Sacyr y tomando el supuesto más favorable, es decir, contabilizando sólo la deuda financiera de la cabecera del grupo y no la de las filiales intensivas en capital para sus operaciones (inmobiliaria o concesiones), el ratio se situaba a 30 de junio en el 60,43%. El grupo presidido por Luis del Rivero ha pagado 2.855,6 millones por el 9,24% de Repsol y el ratio tras la operación ha quedado en el 75,75%. En el mercado se argumenta que el crecimiento del ratio de apalancamiento es generalizado en las constructoras en sus procesos de expansión, al tiempo que se subraya que las facilidades de financiación han sido claves para las últimas operaciones, tanto las tres reseñadas como la compra de BAA por Ferrovial.

## 7.- Ratios de apalancamiento:

### FFPP / Deuda

Mide la solvencia de la compañía ....

... la relación entre algo maleable (ojo revalorizaciones)...

... y que no tiene nada que ver con la capacidad de devolverla ....

... tenemos que centrarnos en los flujos de caja ....



**NO HAY RATIOS OPTIMOS DE APALANCAMIENTO**

## 8.- Rentabilidad del accionista:

# ROE (Rdo Neto / FFPP)



### **Colonial confía en revalorizar sus activos para mantener el beneficio**

Clara Nozaleda entra en el consejo y sustituye a su hermano

El ejercicio pasado Colonial se anotó unos ingresos por revalorización de activos que, según el auditor de la compañía (Deloitte), supuso una variación en los resultados consolidados del ejercicio 2006, por valor “de 716 millones de euros”. Según Miguel, “las normas internacionales nos han permitido variar el criterio de contabilización de los activos y equipararnos al resto de inmobiliarias europeas”. En su opinión, “ahora los ingresos de las inmobiliarias son tanto el cobro de alquileres como el aumento del valor de inmuebles, lo que nos ahorra tener que vender edificios para hacer plusvalías a final de año”.

## 8.- Rentabilidad del accionista:

# ROE (Rdo Neto / FFPP)



### Metrovacesa gana el triple por activos revalorizados

CINCO DÍAS *Madrid*

El grupo inmobiliario Metrovacesa anunció ayer a la CNMV haber obtenido en el primer trimestre del año un beneficio neto de 448,5 millones de euros, lo que supone triplicar la cifra alcanzada en el mismo periodo de 2006.

Los ingresos de la sociedad crecieron el 83,2%, hasta los 511,5 millones de euros, mientras que resultado bruto de explotación o Ebitda ascendió a 726,2 millones de euros.

La compañía se refirió en su comunicado a una "variación del valor de las propiedades de inversión" que asciende a 509,6 millones de euros frente a 83,4 millones en el año anterior, por una estimación "basada en un análisis interno del valor de los activos". Metrovacesa añade que excluyendo la variación del valor de los activos el beneficio sería de 106,9 millones de euros, un 22,1% más que en el trimestre de 2006.

Cinco Días | Viernes 11 de mayo de 2007

## 8.- Rentabilidad del accionista:

# ROE (Rdo Neto / FFPP)



La rentabilidad se calcula relacionando lo que pones ....

.... Con lo que recibes .....

.... Los accionistas ponen capital .....

.... Y reciben dividendos.....

.... O el dinero de la venta de la compañía...

.... (y no las plusvalías latentes) .....

## 9.- Valor Razonable:

# Y su sinrazón



**Abandonamos el principio de prudencia....**

**.... El valor de mercado es subjetivo y volátil .....**

**.... Añadimos subjetividad a los balances .....**

**.... Al descansar las valoraciones en proyecciones y percepciones de riesgo.....**

**.... Además de que los auditores no saben valorar .....**

## 9.- Valor Razonable:

# Y su sinrazón



**Abandonamos el principio de prudencia....**

**.... El valor de mercado es subjetivo y volátil .....**

**.... Añadimos subjetividad a los balances .....**

**.... Al descansar las valoraciones en proyecciones y percepciones de riesgo.....**

**.... Además de que los auditores no saben valorar .....**



## 10.- PER:

# Como múltiplo de valoración



**El DFC es la única metodología aceptable...**

**.... El resultado neto nada tiene que ver con la caja .....**

**.... Ni con la rentabilidad del accionista .....**

**.... Los múltiplos en general son herramientas de contraste .....**

**.... Hacemos con esto tendencia de la excepción en ambos sentidos**

**.....**

## 11.- Capitalización Bursátil:

# Es el valor de la compañía



Calculado como el valor de cotización por el numero de acciones ...

.... Esto puede o no parecerse al valor de la compañía .....

.... Solo se negocian entre un 1 / 2% de las acciones a diario .....

.... En cualquier caso deberíamos incorporar un ajuste por minoritario .....

... Nos permite además extraer múltiplos implícitos

## 12.- NAV / LTV:



**NAV: (Valor de activos – Deuda). Usado como método de valoración**

**LTV: ( Deuda / Valor de Activos). Usado como ratio de apalancamiento.**

**... Las valoraciones inmobiliarias han sido muy “subjetivas” ...**

**.... Es mas importante la liquidez que el valor del activo .....**

## 12.- NAV / LTV:



Expansión, jueves 24 de mayo de 2007 |

### ¿Están caras las inmobiliarias?

Si comparamos la cotización con el precio de mercado, si sus activos se pusieran a la venta (GAV), el precio que se paga en bolsa es barato. Pero si comparamos éste, con el valor neto de dichos activos, (NAV), entonces, están caras.

### ¿El inversor debe mirar el GAV o el NAV?

Una u otra vara de medir sirven si se va a comprar la empresa, pero

no es el caso del inversor que buscar rentabilizar su inversión. A éste le interesan ambos sólo para saber que no está comprando humo. Pero una sociedad puede tener unos activos muy valiosos, con una rentabilidad muy baja. Al inversor, lo que le interesa es el rendimiento que la empresa obtiene de los mismos: el beneficio por acción y el precio de ésta. En este caso estamos hablando del PER (veces que el beneficio por acción está contenido en la cotización). En términos de PER, las empresas del sector no están caras, y tienen potencial alcista.

## 12.- NAV / LTV:



### La eterna duda sobre las valoraciones inmobiliarias

El sector cree inevitable un cálculo subjetivo del precio de los activos

Junto con una rigurosa valoración de los activos, el presidente de la CNMV también advirtió de los métodos contables que algunas inmobiliarias emplean para pre-

sentar al mercado una cuenta de resultados lo más brillante posible. Segura aludió al modelo del valor razonable, por el que el crecimiento del NAV puede reflejarse en la cuenta de resultados

como apunte contable y antes por tanto de que suponga un flujo de caja. El sector replica que este método se ajusta con plenas garantías a las normas internacionales de contabilidad.

## 12.- NAV / LTV:



### Tres métodos de valoración

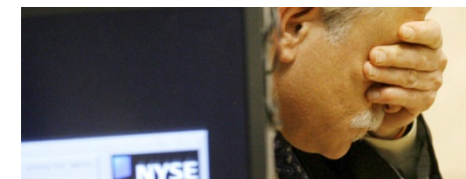
Las inmobiliarias se valoran por tres métodos: el valor de sus activos a precio de mercado menos sus pasivos financieros (NAV); el valor por comparativos bursátiles (PER y otros); Y el descuento de los flujos de caja (VAN). La ecuación más simple es que el NAV más el fondo de comercio es el VAN. El PER depende del tipo de inmobiliarias (patrimoniales PER 25, promotoras PER 16 y generadoras de suelo PER 12). Eso sería lo ortodoxo, pero en nuestra entropía inmobiliaria actual no hay forma de establecer parámetros, y tampoco tenemos tantas cotizadas 'comparables' entre sí.

### EXPANSIÓN

jueves, 29 de marzo de 2007

Todas estas explicaciones en secuencia (hipótesis, tesis, antítesis, síntesis) confluyen en un objetivo: la generación de valor (EVA o *economic value added*).

## 12.- NAV / LTV:



### Tres métodos de valoración

Las inmobiliarias se valoran por tres métodos: el valor de sus activos a precio de mercado menos sus pasivos financieros (NAV); el valor por comparativos bursátiles (PER y otros); Y el descuento de los flujos de caja (VAN). La ecuación más simple es que el NAV más el fondo de comercio es el VAN. El PER depende del tipo de inmobiliarias (patrimoniales PER 25, promotoras PER 16 y generadoras de suelo PER 12). Eso sería lo ortodoxo, pero en nuestra entropía inmobiliaria actual no hay forma de establecer parámetros, y tampoco tenemos tantas cotizadas 'comparables' entre sí.

### EXPANSIÓN

jueves, 29 de marzo de 2007

Todas estas explicaciones en secuencia (hipótesis, tesis, antítesis, síntesis) confluyen en un objetivo: la generación de valor (EVA o *economic value added*).

# 14 . - Consolidación Contable:

Why Ferrovial has so much debt?

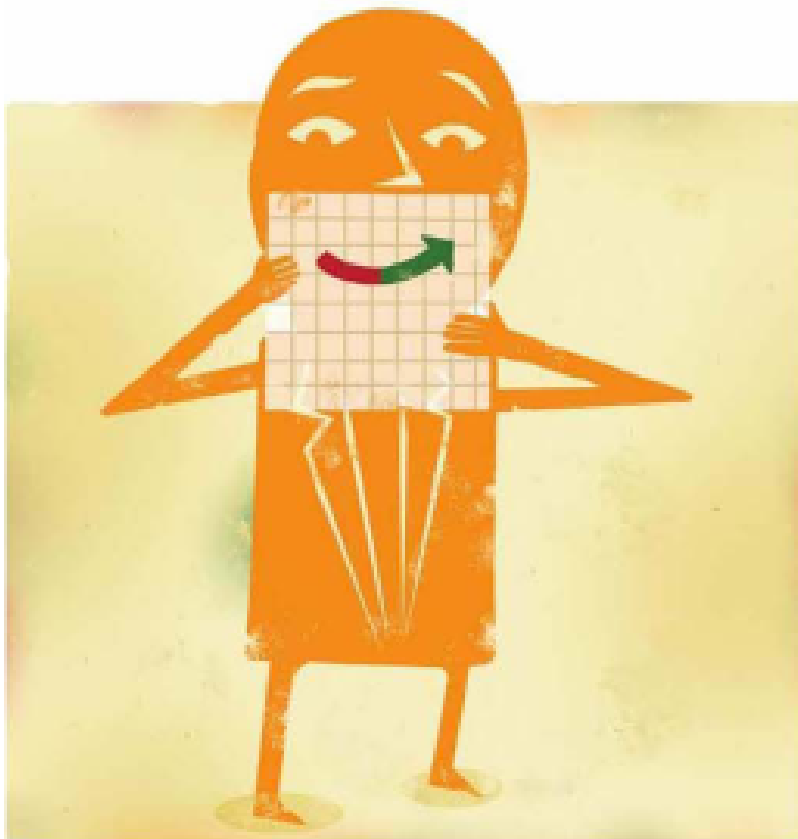
INVESTMENT CRITERIA		: Controlling stake to manage the company	
ACCOUNTING IMPACT		Full consolidation of assets and liabilities	
Global consolidation			Equity method
Stake % (Main assets)	Company	Net debt (September '08)	Net debt
53%	ETR-407	2,806	0
50%	Indiana	1,191	0
55%	Chicago	1,039	0
53%	R4	556	0
56%	BAA	15,283	0
<b>Net debt</b>		<b>20,875</b>	<b>0</b>

Reducing stakes by 6%

6% stake make our "accounting" / "legal" position different?

**Maquillaje en estado puro ....**





**¿Preguntas?**

**GRACIAS**

**aroca@cs.lubasa.es**