

# ESTRATEGIAS Y MEDICIÓN

## DE LA CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

Por: **Dr. Artemio Milla Gutiérrez**  
Socio Director de **Altair** | **SOLUCIONES REALES**  
Profesor de Estrategia en FUNDESEM

# ÍNDICE

- 1 Concepto y Medición de la Creación de Valor para el Accionista
- 2 Modelos de Valoración de Empresas basados en los Flujos de Caja
- 3 Modelos de Inductores de Valor [*value drivers*]
- 4 Estrategias de Creación de Valor para los Accionistas
- 5 Conclusiones Finales

# CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

## Preguntas Clave

1

¿Qué se entiende por gestión orientada a la creación de valor?

¿Qué es la creación de valor?

¿Cómo se mide la creación de valor?

2

¿Cómo puede valorarse un negocio?

¿Qué técnicas o métodos se utilizan en la práctica profesional para la valoración de negocios?

3

¿Qué modelos de inductores de valor [*value drivers*] podemos utilizar para aumentar el valor intrínseco de la empresa?

4

¿Qué podemos hacer, como accionistas y/o directivos, para crear valor en nuestras empresas?

¿Qué estrategias son adecuadas para crear valor y cuáles no?

CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS



Gestión orientada a la Creación de Valor



El objetivo de la función financiera

Es maximizar la **creación de valor** para los accionistas.

*[Teoría del Shareholder]*

# CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS



## Gestión orientada a la Creación de Valor (Value Based Management)



“VBM es un **modelo de gestión que sitúa a la creación de valor para el accionista en el centro de la filosofía de la empresa**. La maximización de la riqueza para el accionista guía la estrategia de la compañía, su estructura, sus procesos y la retribución de sus directivos y establece qué medidas deben ser utilizadas para evaluar el resultado empresarial” [KPMG].

“VBM es un **proceso continuo** que involucra a la estrategia, la planificación financiera, las medidas de rendimiento empresarial (internas y externas) y los sistemas de compensación a la dirección. Comienza con la planificación estratégica para alcanzar ventajas competitivas **que permitan lograr un crecimiento superior en los beneficios económicos y en la rentabilidad para los accionistas**” [Weaver y Weston].

“VBM es un **sistema de gestión cuyo objetivo principal es la maximización a largo plazo de la riqueza de los accionistas**. El objetivo de la empresa, sus sistemas, estrategia, procesos y técnicas analíticas, así como la medición de los resultados y su cultura tienen que estar guiadas por el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas” [Arnold y Davies].

“VBM es básicamente una filosofía que **guía a la gerencia a tomar mejores decisiones** y posibilita que entre las múltiples opciones estratégicas cuya ejecución es susceptible de realización se seleccionen aquellas **que en mayor medida contribuyen a la riqueza de los accionistas** y, en consecuencia, proporciona una orientación clara a la misión de la gerencia y centraliza la atención en la maximización de la riqueza de los accionistas” [Morin y Jarrell].

## CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

Gestión orientada a la Creación de Valor

Una compañía **crea valor para sus accionistas** cuando **se superan las expectativas del inversor. !!**

$$[IRR_{FCF} - WACC > \emptyset]$$

Enfoque  
Business  
Value

y/o

$$IRR_{ECF} - K_e > \emptyset]$$

Enfoque  
Shareholder  
Value



**Criterio de NPV (VAN)**

## CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

### Doble Perspectiva

Interna

$$SVC[P_i]_t = E_{t-1}(TBR_t - K_e)$$

Externa

$$SVC[P_e]_t = MVe_{t-1}(TSR_t - K_e)$$

## CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

### Perspectiva Externa : Formulación

#### Fórmula

$$SVC[P_e] = MVe_{t-1}(TSR_t - K_e)$$

**MVe:** Valor de mercado de las acciones

**TSR:** Total Shareholder Return

$$TSR_t = \frac{\Delta MVe_t + DIV_t}{MVe_{t-1}}$$

**DIV:** Dividendos y Otros

**K<sub>e</sub>:** Tasa de rentabilidad exigida a las acciones (CAPM)



# CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

## Perspectiva Externa : Formulación

Aumento del  
Valor de  
Mercado de las  
Acciones

$$\Delta MVe_t = VMe_t - VMe_{t-1}$$

Aumento del  
Valor para los  
Accionistas

$$\Delta VA = \Delta E$$

- + Dividendos
- $\Delta$  Capital
- + Otros Pagos a los Accionistas ( $\nabla$  Capital)
- Conversión de Obligaciones Convertibles

Rentabilidad  
para los  
Accionistas

$$TSR_t = \frac{\Delta VA_t}{MV_{e,t-1}}$$

Rentabilidad  
Exigida a las  
Acciones

$$K_e$$

Creación de  
Valor para los  
Accionistas

$$SVC[P_e]_t = MV_{e,t-1}(TSR_t - K_e)$$

## CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

### Perspectiva Interna : Formulación

#### Fórmulación

$$SVC[P_i]_t = E_{t-1}(TBR_t - K_e)$$

**E:** Valor intrínseco del “equity”  
[Criterio del VAN]

**TBR:** Total Business Return

$$TBR_t = \frac{\Delta E_t + ECF_t}{E_{t-1}}$$

**ECF:** Equity Cash Flow

**Ke:** Tasa de rentabilidad exigida  
a las acciones (CAPM)

# CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

## Perspectiva Interna : Formulación

Aumento del  
Valor Intrínseco  
de las Acciones

$$\Delta E_t = E_t - E_{t-1}$$

Aumento del  
Valor para los  
Accionistas

$$\Delta VA = \Delta E$$

- + Dividendos
- $\Delta$  Capital
- + Otros Pagos a los Accionistas ( $\nabla$  Capital)
- Conversión de Obligaciones Convertibles

Rentabilidad  
para los  
Accionistas

$$TBR_t = \frac{\Delta VA_t}{E_{t-1}}$$

Rentabilidad  
Exigida a las  
Acciones

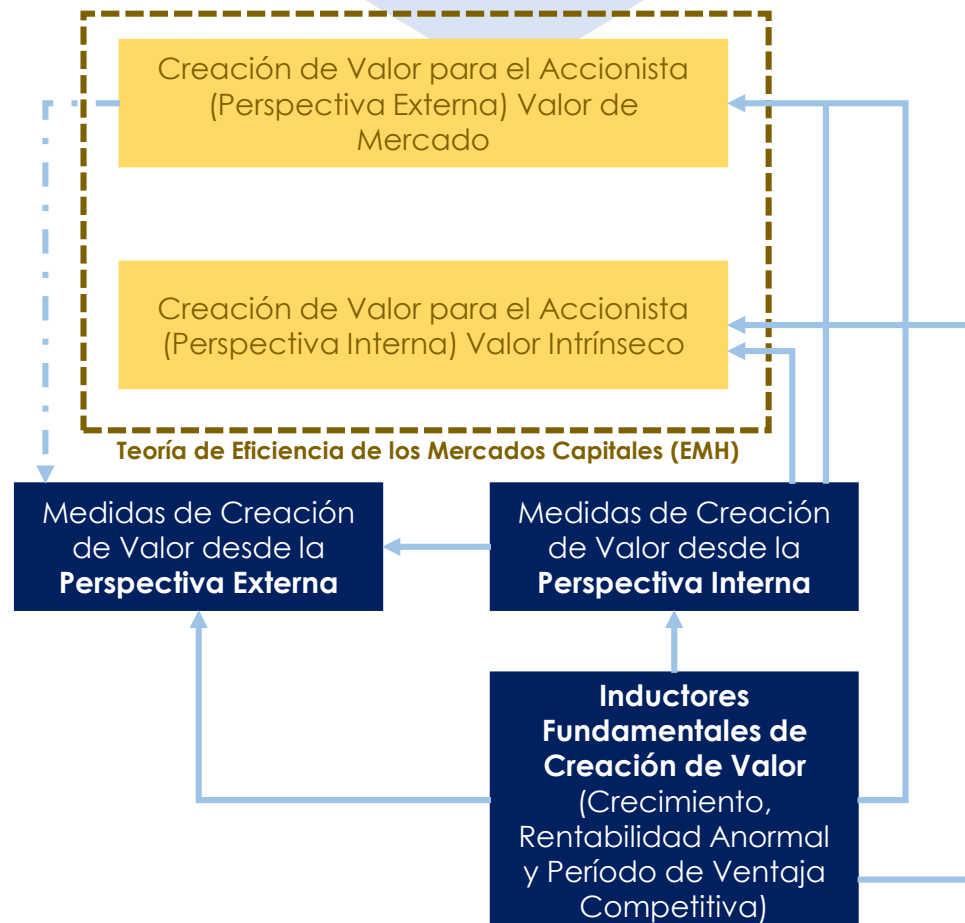
$$K_e$$

Creación de  
Valor para los  
Accionistas

$$SVC[P_i]_t = E_{t-1}(TBR_t - K_e)$$

# CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

## Modelo Relacional



# CASO PRÁCTICO: ENDESA

## ENDESA, S.A.

Cifras en miles de euros

Cálculo de la Creación de Valor	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Aumento de la capitalización</b>	<b>(2.253.962)</b>	<b>2.360.850</b>	<b>3.702.478</b>	<b>2.475.252</b>	<b>4.667.880</b>	<b>(710.636)</b>	<b>(1.651.653)</b>	<b>(614.076)</b>	<b>(6.797.188)</b>
Valor de mercado (capitalización)	8.372.177	10.733.027	14.435.505	16.910.758	21.578.638	20.868.002	19.216.349	18.602.273	11.805.085
Aumento de la capitalización	(2.253.962)	2.360.850	3.702.478	2.475.252	4.667.880	(710.636)	(1.651.653)	(614.076)	(6.797.188)
<b>Aumento del valor de los accionistas</b>	<b>(2.004.357)</b>	<b>2.652.056</b>	<b>4.139.288</b>	<b>2.953.662</b>	<b>5.173.928</b>	<b>(85.973)</b>	<b>(963.464)</b>	<b>105.875</b>	<b>(6.077.236)</b>
Aumento de la capitalización	(2.253.962)	2.360.850	3.702.478	2.475.252	4.667.880	(710.636)	(1.651.653)	(614.076)	(6.797.188)
+ dividendos pagados	249.605	291.206	436.809	478.410	506.048	624.664	688.189	719.951	719.951
+ otros pagos a los accionistas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- desembolsos de los accionistas ( $\Delta$ capital)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Rentabilidad para los accionistas (TSR)</b>	<b>(18,86%)</b>	<b>31,68%</b>	<b>38,57%</b>	<b>20,46%</b>	<b>30,60%</b>	<b>(0,40%)</b>	<b>(4,62%)</b>	<b>0,55%</b>	<b>(32,67%)</b>
Aumento del valor de los accionistas	(2.004.357)	2.652.056	4.139.288	2.953.662	5.173.928	(85.973)	(963.464)	105.875	(6.077.236)
Capitalización (t-1)	10.626.139	8.372.177	10.733.027	14.435.505	16.910.758	21.578.638	20.868.002	19.216.349	18.602.273
<b>Rentabilidad exigida a las acciones (Ke)</b>	<b>15,06%</b>	<b>16,77%</b>	<b>14,03%</b>	<b>10,79%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,83%</b>	<b>7,24%</b>	<b>6,96%</b>	<b>9,62%</b>
Bonos del Estado a 10 años (tipo medio ponderado)	10,06%	11,45%	8,87%	6,51%	4,93%	4,75%	5,56%	5,12%	4,98%
Prima de riesgo del mercado	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Coficiente beta a 1 año	1,25	1,33	1,29	1,07	0,82	1,02	0,42	0,46	1,16
<b>Creación (Destrucción) de valor para los accionistas</b>	<b>(3.604.653)</b>	<b>1.248.042</b>	<b>2.633.444</b>	<b>1.396.071</b>	<b>3.785.555</b>	<b>(1.991.366)</b>	<b>(2.474.308)</b>	<b>(1.231.583)</b>	<b>(7.866.775)</b>
Rentabilidad para los accionistas (TSR)	(18,86%)	31,68%	38,57%	20,46%	30,60%	(0,40%)	(4,62%)	0,55%	(32,67%)
Rentabilidad exigida a las acciones	15,06%	16,77%	14,03%	10,79%	8,21%	8,83%	7,24%	6,96%	9,62%
Diferencial de rentabilidades	(33,92%)	14,91%	24,54%	9,67%	22,39%	(9,23%)	(11,86%)	(6,41%)	(42,29%)
Capitalización (t-1)	10.626.139	8.372.177	10.733.027	14.435.505	16.910.758	21.578.638	20.868.002	19.216.349	18.602.273
<b>Creación (Destrucción) de valor/Capital invertido</b>	<b>-0,35</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,06</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,22</b>
Tabla Resumen de Conceptos	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Creación de valor para el accionista (Cva)	-3.604.653	1.248.042	2.633.444	1.396.071	3.785.555	-1.991.366	-2.474.308	-1.231.583	-7.866.775
Creación de valor para el accionista por cada unidad de capital invertido (CvaIC)	-0,35	0,12	0,13	0,06	0,17	-0,05	-0,07	-0,03	-0,22
Diferencial ROIC-WACC (ROICWACC)	-2,07%	-3,70%	2,45%	-1,63%	-0,39%	-0,10%	-0,60%	-0,42%	-1,18%
Capital invertido (IC)	10.176.962	10.726.552	19.618.688	22.214.716	22.712.332	36.585.909	37.411.065	38.349.000	35.986.000
Cifra de negocio (CN)	4.776.243	5.178.855	7.571.761	7.485.215	6.611.325	13.131.622	15.264.223	15.576.000	16.739.000
NOPAT	1.015.675	1.180.851	1.658.236	1.560.516	1.525.814	1.808.242	2.293.116	2.957.283	2.496.749
Free cash flow	-99.839	681.093	-7.489.567	-2.445.184	320.461	-16.159.782	3.464.703	2.129.736	5.973.892
Beneficio económico (EP)	-210.913	-397.126	480.877	-361.768	-89.300	-37.228	-224.620	-161.519	-424.791
PER	10,50	11,92	14,55	16,87	19,67	16,33	13,66	12,58	9,30
Market-to-book ratio	1,79	2,02	1,64	1,86	2,85	2,24	2,23	2,15	1,47
TSR	-18,86%	31,68%	38,57%	20,46%	30,60%	-0,40%	-4,62%	0,55%	-32,67%
Capitalización bursátil	8.372.177	10.733.027	14.435.505	16.910.758	21.578.638	20.868.002	19.216.349	18.602.273	11.805.085
Resultado atribuido a la sociedad dominante	797.711	900.635	992.199	1.002.140	1.097.196	1.278.070	1.406.555	1.479.000	1.270.000
EBIT	1.398.904	1.599.690	2.248.218	2.017.171	1.898.525	2.884.534	3.004.652	3.126.600	3.458.900
ROIC	11,33%	11,60%	15,46%	7,95%	6,87%	7,96%	6,27%	7,90%	6,51%
WACC	13,40%	15,31%	13,01%	9,58%	7,26%	8,06%	6,87%	8,33%	7,69%
Ke	15,06%	16,77%	14,03%	10,79%	8,21%	8,83%	7,24%	6,96%	9,62%
Equity cash flow	259.361	284.826	-2.317.797	802.183	2.836.338	1.257.786	688.772	1.630.417	3.017.000

# Modelos de Valoración de Empresas basados en los **Flujos de Caja.**



# MODELOS DE VALORACIÓN

$$V = E + D$$

$$V = Vu + VAN \text{ (Ahorro de Impuestos)}$$

$$V = Vu + Dxt$$

Flujos

Tasa de Actualización

Formulación

Fórmulas

Valor

ECF

$K_e$

(Tasa de Rentabilidad exigida a las acciones)

$$K_e = R_f + B_L x P_{rm}$$

$$\sum_{t=0}^n \frac{ECF_t}{(1 + K_{e_t})^t}$$

E  
(Valor de las acciones)

FCF

WACC  
(o CMPC)

$$WACC = \frac{ExK_e + DxK_d(1 - t)}{E + D}$$

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t)^t}$$

$V = E + D$   
(Valor de la Empresa)

CCF

WACC BT  
(Antes de Impuestos)

$$WACCBT = \frac{ExK_e + DxK_d}{E + D}$$

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACCBT_t)^t}$$

$V = E + D$   
(Valor de la Empresa)

FCF

$K_u$

(Costes Recursos Propios sin Deuda)

$$K_u = R_f + B_u x P_{rm}$$

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + K_{u_t})^t} + VAN - D$$

(Ahorro de Impuestos)

$V = E + D - VAN$   
(Ahorro de Impuestos)  
 $E = \frac{FCF}{K_u} + VAN - D$   
(Ahorro de Impuestos)

# Modelos de Inductores de Valor

**[Value Drivers].**





## INDUCTORES DE CREACIÓN DE VALOR



Por **inductores de creación de valor** [value drivers] debemos entender **aquellos factores que** tienen un mayor poder de influencia sobre los resultados operativos y financieros de una compañía y que, en consecuencia, **contribuyen en mayor medida a aumentar el valor de un negocio.**

*“Los inductores o generadores del valor son acciones o estrategias diseñadas por la dirección de la empresa o procedentes del entorno y que afectan sustancialmente al valor de un negocio. Los generadores de valor suelen estar interrelacionados entre sí y se influyen mutuamente continuamente unos a otros”.*

## CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

¿Qué piensa el Accionista?

Shareholder Value

$$\text{Value} = \frac{NOPAT}{WACC} + \frac{I(ROIC - WACC) \times CAP}{(WACC)(1 + WACC)}$$

Valor Actual de  
los Negocios Corrientes

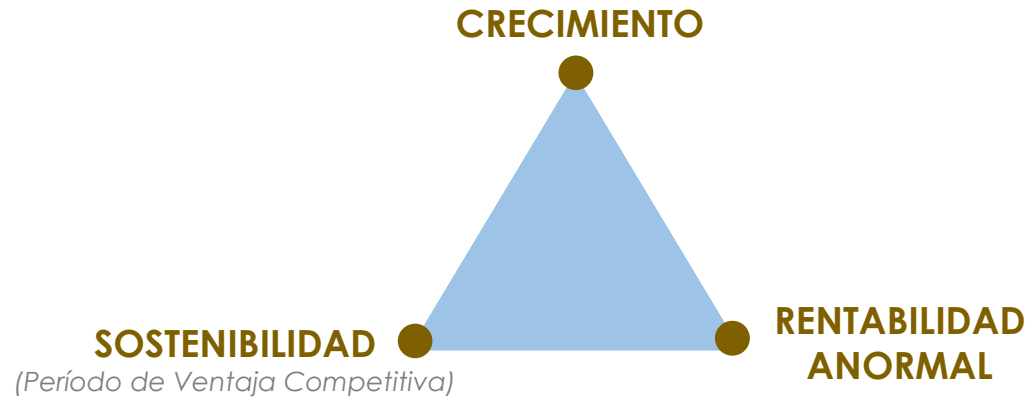
Valor Actual de  
las Oportunidades  
de Crecimiento

**I = Crecimiento**

**CAP = Período de Ventaja Competitiva**

**ROIC-WACC = Rentabilidad Anormal**

# INDUCTORES FUNDAMENTALES DE CREACIÓN DE VALOR



## CRECIMIENTO

- Ventas
- Inversiones en Activos Fijos [CAPEX]
- Inversiones en Necesidades Operativas de Fondos (NOF)
- Equity

## RENTABILIDAD ANORMAL

- $IRR_{FCF} - WACC > 0$
- (ROIC – WACC como subrogado)

## SOSTENIBILIDAD

- Período de tiempo durante el cual una empresa opera en un entorno  $ROIC - WACC > 0$

## Modelo de Crecimiento Finito

$$CAP = \frac{V(WACC - NOPAT)(1 + WACC)}{I(ROIC - WACC)}$$

## Modelo de Inductores

$$CAP = \frac{\ln(x)}{\ln\left[\frac{1 + g_s}{1 + WACC}\right]}$$

Donde  $g_s$  es la tasa de crecimiento de la cifra de ventas durante el período de supercrecimiento (CAP), WACC es el coste medio ponderado del capital y  $x$  se define a su vez como:

$$x = \frac{PV(FCF) + \alpha}{\varphi}$$

Donde PV(FCF) es el valor actual de los flujos de caja libre futuros que, a su vez, puede estimarse como la suma del valor intrínseco de las acciones y el valor intrínseco de la deuda, neto de los activos no operativos y  $\alpha$  y  $\varphi$  pueden expresarse de la siguiente forma:

$$\alpha = \frac{S_0}{g_s - WACC} [(1 - T)r_\pi(1 + g_s) - (r_c + r_w)g_s] + \frac{(1 - T)F}{WACC}$$

$$\varphi = S_0(1 - T)r_\pi \left[ \frac{1 + g_n}{WACC - g_n} + \frac{1 + g_s}{g_s + WACC} \right] - S_0(r_c + r_w) \left[ \frac{g_n}{WACC - g_n} + \frac{g_s}{g_s - WACC} \right]$$

Donde:

$S_0$  son las ventas en el período inicial

$g_s$  es la tasa de crecimiento de la cifra de negocio durante el período CAP

WACC es el coste medio ponderado del capital

$g_n$  es la tasa esperada de inflación durante el período posterior al CAP

$r_\pi$  es el margen de beneficio bruto sobre las ventas

$r_c$  es la tasa incremental de inversión en necesidades operativas de fondos como porcentaje sobre la cifra de ventas

$F$  son los costes fijos.

## MODELOS DE INDUCTORES DE CREACIÓN DE VALOR



El Modelo de Inductores de *Fruhan*



La Red de Valor para el Accionista de *Rappaport*



El Modelo de Inductores de *Balachandrian, Nagarajan Y Rappaport*



Los Modelos de Inductores basados en la Renta Residual



El Modelo de Inductores de The Boston Consulting Group

## EL MODELO DE INDUCTORES de *Fruhan*

### FORMULACIÓN

$$\frac{E}{BVe} = \left(1 + \frac{ROE - K_e}{K_e - g}\right) \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + K_e}\right)^t\right] + \left[\frac{1 + g}{1 + K_e}\right]^t$$

En la que  $ROE = ROA + (ROA - K_d)(1 - T)$ .

Donde:

- ROE es la tasa esperada sobre el valor contable de las acciones (*return on equity*) o rentabilidad financiera.
- $K_e$  es la tasa de rentabilidad exigida a las acciones.
- $g$  es la tasa esperada de crecimiento anual del beneficio después de impuestos.
- $t$  es el número de años durante los cuales la empresa espera mantener su actual ROE.
- ROA es la tasa de retorno sobre las inversiones (*return on assets*) o rentabilidad económica, antes del efecto fiscal.
- $T$  es la tasa impositiva corporativa.

## RED DE VALOR PARA EL ACCIONISTA de *Rappaport*

### FORMULACIÓN

$$E_0 = SV_0 = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + NOA_0 + MS_0 - \sum_{t=0}^n \frac{Dd_t + i_t}{(1 + Kd)^t} = V_0 - \sum_{t=0}^n \frac{Dd_t + i_t}{(1 + Kd)^t} \quad (1)$$

Donde  $SV A_t = SV_t - SV_{t-1}$

El valor intrínseco de la compañía (V) hace depender a dicho valor del valor actual de los FCF descontados al WACC más el valor de mercado, neto del efecto fiscal, de los activos no afectados a la explotación (NOA) y a los valores líquidos (MS).

Los flujos de caja libres también pueden ser expresados de la siguiente forma:

$$FCF_t = S_{t-1}(1 + g)m(1 - T) - S_{t-1}g(w + f)$$

De donde  $FCF_t = NOPAT_t - S_{t-1}g(w + f)$

Donde:

- $S_{t-1}$  es la cifra de ventas del período anterior.
- $g$  es la tasa de crecimiento de la cifra de ventas.
- $m$  es el margen de explotación.
- $T$  es la tasa corporativa de impuestos (efectiva).
- $w$  es el porcentaje de las ventas representativo de las necesidades de inversión en capital circulante (necesidades operativas de fondos).
- $f$  es el porcentaje de las ventas representativo de las necesidades de inversión en activos fijos.

## RED DE VALOR PARA EL ACCIONISTA *de Rappaport*



IV1

Crecimiento de la cifra de negocio (CN)

IV2

Margen de beneficio (EBIT)

IV3

Tasa impositiva efectiva (T)

IV4

Inversiones incrementales en necesidades operativas de fondos (NOF)

IV5

Inversiones incrementales en activos fijos (AF)

IV6

Coste medio ponderado del capital (WACC)

IV7

Período de ventaja competitiva (CAP)



## LOS MODELOS DE INDUCTORES de *Balachandrian, Nagarajan y Rappaport*

### FORMULACIÓN

$$V_0 = \frac{mS_0(1-T)(1+g)}{WACC-g} - \frac{S_0g(f+w)(1+WACC)}{WACC-g} \\ - \frac{fS_0g(1+WACC)}{(WACC-g)[(1+WACC)^t-1]} + \frac{gS_0fT(1+WACC)}{t(WACC-g)}$$

Donde:

- $S_0$  es la cifra de ventas en el momento inicial.
- $g$  es la tasa de crecimiento anual de las ventas.
- $m$  es el margen de beneficio de explotación.
- $T$  es la tasa de impuestos corporativa (efectiva).
- $f$  es la inversión requerida en activos fijos por cada unidad de incremento de ventas.
- $w$  es la inversión requerida en necesidades operativas de fondos por cada unidad de incremento de ventas.
- $t$  es la vida económica media de depreciación de los activos.
- $WACC$  es el coste medio ponderado del capital.

## LOS MODELOS DE INDUCTORES BASADOS EN LA RENTA RESIDUAL

Modelo Tradicional

$$E_t = BVe_t + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t[BDI_{t+n} - KeBVe_{t+n-1}]}{(1 + Ke)^n}$$

Modelo EBO

$$E_t = BVe_t + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t(ROE_{t+n} + Ke)BVe_{t+n-1}}{(1 + Ke)^n}$$

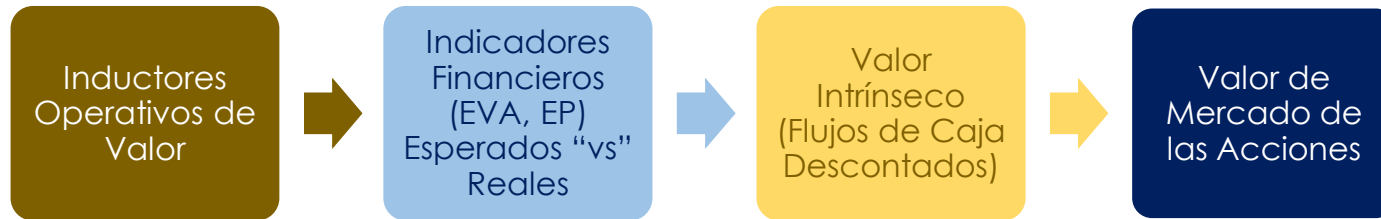
Modelo del Beneficio  
Económico

$$V_0 = IC_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{EP_t}{(1 + WACC_{bv})^n}$$

# LOS MODELOS DE INDUCTORES BASADOS EN LA RENTA RESIDUAL

## Modelo EBM (Expectations Based-Management)

[Copeland y Zugel]



### FORMULACIÓN

$$V_0 = IC_{t0} + \sum_{t=0}^n \frac{IC_t (ROIC - WACC)}{(1 + WACC)^t} + \left( \frac{EP_{n+1}}{WACC} \right) + \left[ \frac{NOPAT_{n+1} \left( \frac{g}{ROIC} \right) (ROIC - WACC)}{WACC (WACC - g)} \right]$$

# LOS MODELOS DE INDUCTORES BASADOS EN LA RENTA RESIDUAL

## Modelo de Stewart

$$V = IC + MVA[P_i] = \frac{NOPAT}{WACC} + \frac{I(ROIC - WACC)CAP}{WACC(1 + WACC)}$$

**Modelo 1**  
(sin crecimiento)

$$V_0 = \frac{NOPAT_0}{WACC}$$

**Modelo 2**  
(crecimiento constante)

$$V_0 = \frac{NOPAT_0(1 - b)(1 + g)}{WACC - g}$$

**Modelo 3**  
(crecimiento elevado  
acotado y después sin  
crecimiento)

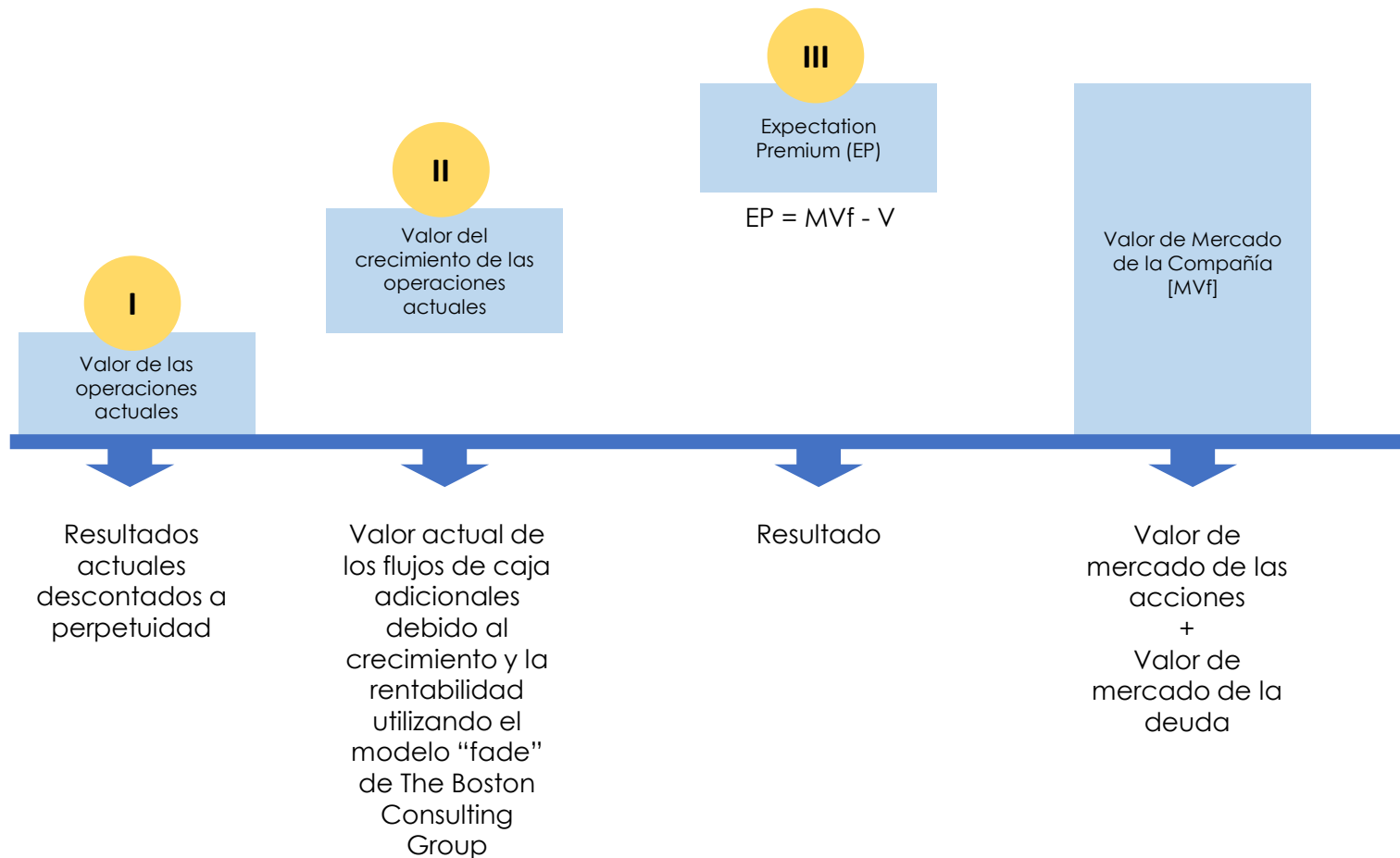
$$V_0 = NOPAT_0(1 - b) \sum_{t=1}^n \frac{(1 + g_s)^t}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_0(1 + g)^{n+1}}{WACC(1 + WACC)^n}$$

**Modelo 4**  
(crecimiento elevado y  
acotado y después  
crecimiento constante)

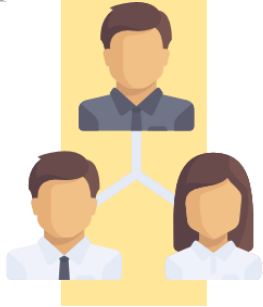
$$V_0 = NOPAT_0(1 - b) \sum_{t=1}^n \frac{(1 + g_s)^t}{(1 + WACC)^t} + \left[ \frac{NOPAT_0(1 - b)}{WACC - g} \right] \left[ \frac{(1 + g)^{n+1}}{(1 + WACC)^n} \right]$$

# EL MODELO DE INDUCTORES DE THE BOSTON CONSULTING GROUP

Valor Fundamental (V) =  
Resultados Actuales + Expectativas Futuras



# Estrategias de Creación de Valor para los **Accionistas.**



## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR

¿Cuáles son las premisas básicas para la implantación de un sistema de gestión orientado al valor y qué podemos hacer para garantizar el éxito en dicha implantación?

¿Cómo podemos identificar el impacto de las distintas estrategias y tácticas operativas en la creación de valor en la empresa?

### Premisas

- 1 Conocimiento de la empresa e identificación de variables con capacidad significativa de impacto en la creación de valor.
- 2 Conocimiento de la capacidad de creación de valor de cada dimensión del negocio.
- 3 Promover la asignación eficiente de recursos.
- 4 Potenciar las dimensiones creadoras de valor.
- 5 Analizar la viabilidad económica de las inversiones.
- 6 Identificar los directores o gestores involucrados en la gestión de los objetivos clave.
- 7 Implantar un sistema de compensación para la dirección.
- 8 Establecer una política de comunicación a todos los niveles.

## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR



IV1

Crecimiento de la cifra de negocio (CN)

IV2

Margen de beneficio (EBIT)

IV3

Tasa impositiva efectiva (T)

IV4

Inversores incrementales en necesidades operativas de fondos (NOF)

IV5

Inversiones incrementales en activos fijos (AF)

IV6

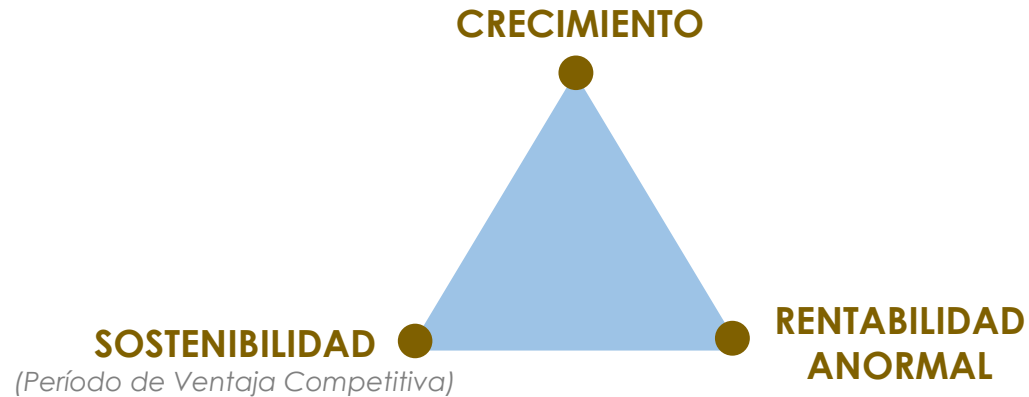
Coste medio ponderado del capital (WACC)

IV7

Período de ventaja competitiva (CAP)



## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR



### CRECIMIENTO

- Ventas
- Inversiones en Activos Fijos [CAPEX]
- Inversiones en Necesidades Operativas de Fondos (NOF)
- Equity

### RENTABILIDAD ANORMAL

- $IRR_{FCF} - WACC > 0$
- (ROIC – WACC como subrogado)

### SOSTENIBILIDAD

- Período de tiempo durante el cual una empresa opera en un entorno  $ROIC - WACC > 0$

## CRECIMIENTO

- Aumentar la Cifra de Ventas [IV1].
- Aumentar el volumen de capital invertido (IC) en los negocios corrientes, bajo el supuesto de  $ROIC-WACC > 0$  [crecimiento rentable en inversiones actuales] [IV4 e IV5].
- Invertir capital adicional ( $\Delta IC$ ) en nuevos proyectos con  $ROIC-WACC > 0$  [crecimiento rentable en nuevas oportunidades de inversión] [IV4, IV5 e IV7].

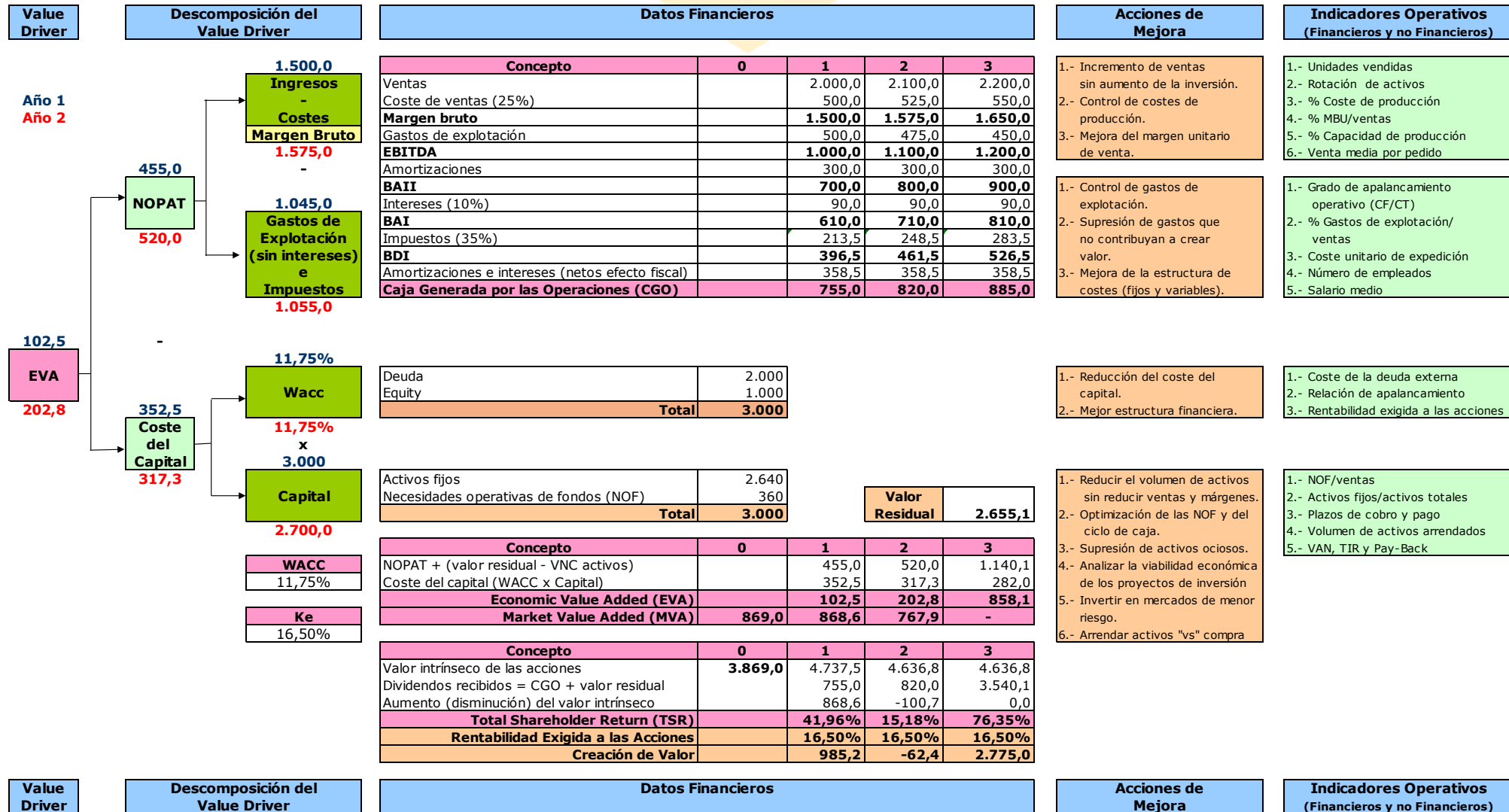
## RENTABILIDAD ANORMAL [ROIC-WACC]

- Mejorar la eficiencia de las operaciones (mejorar el margen bruto, reducir los costes de explotación, etc.) [IV2].
- Reducción de volumen de inversiones en activos fijos (CAPEX) y en NOF, necesario para mantener el crecimiento futuro. [IV4 e IV5].
- Eliminar inversiones donde  $IRR_{FCF} < WACC$  [IV1 a IV7].
- Política fiscal activa que reduzca el tipo impositivo medio [IV3].
- Reasignar o mejorar el uso del capital existente para incrementar el diferencial ROIC-WACC [mejora de la rentabilidad anormal] [IV1 a IV6].
- Reducir el WACC [reducción del riesgo operativo y financiero de la empresa y cambios en la estructura financiera] [IV6].

## SOSTENIBILIDAD

- Aumentar la duración del periodo de alto crecimiento [CAP] [IV7].

## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR [CASO PRÁCTICO]



## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR

### Cuestiones Finales (Prof. *Alfred Rappaport*)



¿Cómo son los **resultados respecto a la creación de valor** para los accionistas en los últimos cinco años?



¿Cuáles han sido los **principales factores causantes de los rendimientos superiores o inferiores** en la empresa en relación con las principales empresas competidoras?



¿Cuáles son los **planes** que la dirección de la empresa tiene establecidos **para crear valor en los próximos cinco años**?



¿Cómo van a incidir otras **estrategias alternativas en la creación de valor**? ¿Y **cambios en la eficiencia de las operaciones**?



¿Cuáles son los **“inductores de valor” más relevantes** que hemos identificado para nuestra empresa y para cada una de sus unidades de negocio?

## ESTRATEGIAS PARA LA CREACIÓN DE VALOR

### Cuestiones Finales (Prof. *Alfred Rappaport*)



¿Qué **unidades de negocio** están creando valor y cuáles lo están destruyendo?  
¿Por qué?



¿Cuáles son los principales **factores de riesgo de nuestro negocio** y cómo podemos mitigarlos?



¿Es **adecuada la estructura financiera** de la empresa en términos de coste y compromisos de pago establecidos con el rendimiento de las inversiones que se acometen y su capacidad de generar caja y de acuerdo con el nivel de riesgo financiero establecido por la dirección?



¿Existen **diferencias entre las expectativas de la dirección y la de los accionistas** en lo que respecta a las perspectivas futuras de la empresa?



¿Hemos **informado a toda la organización** de su nivel de compromiso con la creación de valor de la empresa y existe un plan de comunicación?

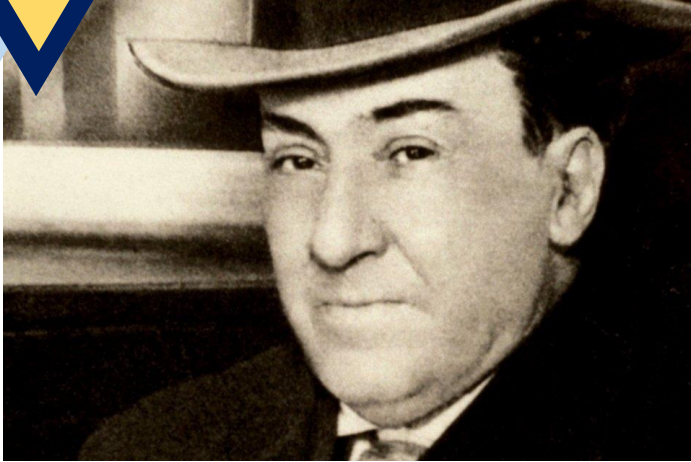
# Conclusiones



## CONCLUSIONES: CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

### 10 Conceptos Clave

1. El objetivo de la función financiera es **maximizar la creación de valor para el accionista**.
2. Crear valor significa **crear riqueza** para el accionista.
3. El valor de un negocio depende de las **expectativas sobre sus flujos de caja futuros** (*dimensión, temporalidad y riesgo*).
4. El valor es igual al **VAN de los flujos de caja futuros** de una empresa (*descuento de flujos de fondos apropiados a la tasa de descuento apropiada*).
5. Para medir el valor creado en un período para una empresa, es preciso **estimar su valor al final y al inicio del mismo** (*criterio del VAN*).
6. La mejor manera de aumentar el valor de una empresa es **trabajar los modelos de inductores de valor**.
7. **Valor y creación de valor no son conceptos equivalentes**.
8. El valor creado para el accionista se fundamenta en el **incremento del flujo efectivo esperado** de los accionistas: Aumento del valor de las acciones y dividendos.
9. Sólo se crea valor si  **$TSR[TBR] > K_e$** .
10. El **indicador más adecuado** para medir el éxito de la empresa debe poder relacionarse con su **capacidad de crear valor**.



*Antonio Machado*

Solo un necio  
confunde valor y  
precio.



*Antonio Machado (1875-1939)*

Altair

SOLUCIONES REALES

[www.altair-consultores.com](http://www.altair-consultores.com)