

Caso de Estudio

Análisis De Valor De Echavarría Hermanos S.A. – Eh S.A.

Curso: Administración Financiera y Valoración de Empresas

Universidad EAFIT

Maestría en Administración Financiera- MAF

Noviembre de 2020

Profesores:

- **Álvaro Hernández Bonet: MAF, FMVA®**
- **Maria Patricia Durango: PhD(c)**

Objetivo

Emplear el concepto y la fundamentación del análisis y la gerencia del valor a través de la metodología de análisis de casos, que permita reconocer, a través de la evidencia y hechos reales, su aplicación y forjar con ello un criterio sobre este objetivo.

Con este objetivo además se busca considerar los desafíos de la Gerencia de Valor en sus dimensiones operativas y estratégicas, a saber, la rentabilidad sobre el capital invertido y la generación de valor.

Introducción

En la industria de consumo masivo, entre ellos el de alimentos cárnicos procesados, y como parte del objeto de estudio la compañía Porcicarnes, que con una alta participación de mercado a nivel nacional e internacional y además, por un poco más de siglo de vigencia, ha llevado la tradición familiar de la cría de cerdos y ha permanecido en la familia Echavarría por generaciones, llevando a los campos antieños tecnología, empleo y desarrollo a través de la porcicultura (Trujillo, 2020)

El patriarca de la familia Echavarría hizo su fortuna en la industria de Consumo Masivo y llegó a ser uno de los distribuidores más importantes de Colombia representando y comercializando marcas nacionales e internacionales icónicas. Entre sus compañías se encuentran la Distribuidora Nacional S.A. (DN S.A.) que opera las marcas representadas, Distribuidora Regional S.A. (DR S.A.) con sus marcas propias, y Distribuidora Popular S.A. (DP S.A) que administra las regiones más recónditas del país a las cuales nadie le interesa llegar, por razones de rentabilidad o de seguridad.

Para el caso en particular, el enfoque será a través del análisis y la gerencia de Valor en la Holding del grupo familiar, denominada Echavarría Hermanos S.A. (EH S.A.), como Sociedad Financiera que posee la mayoría de acciones y lleva la administración de un conjunto de las compañías de distribución del grupo; principalmente sus inversiones estaban en propiedad raíz, en todo el territorio nacional y con foco en el arrendamiento de bodegas. Algunas de ellas estaban arrendadas a la compañía DN S.A. que tenía problemas de rentabilidad porque el modelo de distribución que cambiaron la tenían en riesgo. Así mismo, el pago de arrendamientos a la "Holding" se empezó a atrasar considerablemente, al igual que la devolución de préstamos directos hechos a su subsidiaria para solucionar los problemas de rentabilidad.

Finalmente, y por solicitud del mayor accionista de la compañía, se requiere analizar si EH SA, genera o no valor por encima de su costo de capital. También solicitó evaluar si la compañía DN S.A., con la que se tienen operaciones materiales, ponía en riesgo ese valor encontrado y en qué magnitud.

La metodología que se utilizará en el caso será EVA donde el Market Value Added (MVA) es igual al valor presente de los EVA's futuros. "El incremento del MVA y el incremento del EVA en relación con el período anterior, son medidas de creación de valor ampliamente utilizadas para los propietarios" (García, 2003), por tanto, el método EVA predica que se genera valor económico cuando la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) supera el costo explícito o implícito que tiene a cargo ese capital (WACC). En caso contrario se destruye valor (ROIC < WACC). En nuestro caso, el EVA requiere de algunos ajustes técnicos a la información contable y que no se harán en esta oportunidad ya sea porque no aplican a este tipo de negocio o porque no fue posible acceder a la información requerida.

Por tanto, los conceptos y aplicaciones a considerar en el caso son:

- Capital Invertido
- Capital Empleado
- ROIC
- Margen
- Rotación del Capital Invertido
- WACC
- CAPM
- EVA
- Core del negocio
- Impuestos
- Tasa Efectiva de impuestos
- Partidas Operativas
- Partidas no Operativas
- Partidas Financieras
- Estados Financieros Gerenciales

I. Identificación y análisis del problema

A continuación, se presenta el estado de resultados de los años 2017, 2018 y 2019, que permitirá reconocer las partidas operativas, no operativas y financieras. Ver tabla 1.

Tabla 1. Estado de Resultados según NIIF

ECHAVARRÍA HERMANOS S.A. (COP 000)			
ESTADOS FINANCIEROS NIIF (Fuente: Reporte anual de la compañía)			
	2017	2018	2019
OPERACIONES CONTINUADAS			
Ingresos de actividades ordinarias	2,527,263	2,900,089	2,954,594
Ingresos por intereses y dividendos	298,665	468,749	674,167
Gastos de administración	- 2,143,328	- 2,011,378	- 1,993,668
Gastos financieros	- 27,842	- 38,785	- 13,379
RESULTADOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	654,758	1,318,675	1,621,714
Otros ingresos	19,574	335,045	63,787
Otros gastos	- 36,681	- 6,854	- 148,133
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	637,651	1,646,866	1,537,368
Impuesto corriente	- 439,460	- 385,325	- 1,214,538
Impuesto diferido	- 157,317	- 445,107	229,701
RESULTADO NETO DE OPERACIONES CONTINUADAS	40,874	816,434	552,531
Operaciones discontinuadas netas, después de impuestos:			
Ganancia bruta	79,689	3,360,623	593,173
Gastos de administración	- 124,514	- 42,542	- 31,571
Impuesto por ganancias ocasionales	- 229,842	- 293,592	- 187,760
RESULTADO DEL EJERCICIO	- 233,793	3,840,923	926,373

De acuerdo con el análisis, se realiza la reclasificación de las partidas en operativas (OP), no operativas (NOP) y financieras (FIN) y se construye el estado de resultados Gerencial, para los años 2017, 2018 y 2019. Tabla 2.

Tabla 2. Estado de Pérdidas y Ganancias OP -NOP- FIN

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANACIAS PARTIDAS OPERATIVAS-NO OPERATIVAS- FINANCIERAS (COP 000)				
	2017	2018	2019	
Ingresos de actividades ordinarias	2,527,263	2,900,089	2,954,594	OP
G. Administración	2,143,328	2,011,378	1,993,668	
UTILIDAD DE OPERACIÓN	383,935	888,711	960,926	
Impuesto de renta operativo	359,324	448,132	615,569	
UNODI (NOPLAT)	24,611	440,579	345,357	NOP
Otros ingresos D.I.	489,552	3,229,365	417,783	
Ingresos financieros D.I.	19,145	232,382	242,296	
Otros egresos D.I.	765,316	42,176	74,255	
TOTAL INGRESOS (GASTOS) NO OPERACIONALES D.I.	(256,619)	3,419,572	585,824	FIN
Gastos financieros netos D.I.	1,785	19,228	4,808	
UTILIDAD NETA	(233,793)	3,840,923	926,373	

En la tabla 3 se observa el balance general tradicional según las NIIF teniendo en cuenta la liquidez de los rubros que lo conforman, en los períodos comprendidos 2017 al 2019

Tabla 3. Estado de Situación Financiera, según NIIF

ECHAVARRÍA HERMANOS S.A. (COP 000)			
ESTADOS FINANCIEROS NIIF (Fuente: Reporte anual de la compañía)			
	2017	2018	2019
ACTIVO CORRIENTE			
Efectivo y equivalentes de efectivo	180,760	955,874	2,072,113
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados	673,965	4,509,837	6,379,865
Deudores corrientes	-	3,708,932	1,735,512
Vinculados económicos corrientes		2,581,870	3,130,488
Activos diferidos	4,874,563	6,011	6,642
Total activo corriente	5,729,288	11,762,524	13,324,620
ACTIVO NO CORRIENTE			
Inversiones a valor razonable con cambios en patrimonio	4,187,667	4,327,812	4,231,367
Deudores no corrientes	1,809,041	1,636,490	999,478
Propiedad, planta y equipo, neto	45,303	44,487	56,409
Propiedades de inversión, neto	65,329,247	63,771,745	63,256,897
Activos mantenidos para la venta, neto	1,748,482	721,827	-
Total activo no corriente	73,119,740	70,502,361	68,544,151
TOTAL ACTIVO	78,849,028	82,264,885	81,868,771
PASIVO CORRIENTE			
Cuentas por pagar corrientes	85,738	64,840	20,448
Impuestos, gravámenes y tasas	879,316	839,890	1,394,868
Obligaciones laborales	17,636	23,569	23,709
Pasivos estimados y provisiones corrientes	-	21,746	-
Otros pasivos corrientes	94,110	15,000	-
Total pasivo corriente	1,076,800	965,045	1,439,025
PASIVO NO CORRIENTE			
Cuentas por pagar no corrientes	383,857	498,137	765,746
Pasivos estimados y provisiones no corrientes	63,252	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	6,188,876	6,185,859	5,984,925
Total pasivo no corriente	6,635,985	6,683,996	6,750,671
TOTAL PASIVO	7,712,785	7,649,041	8,189,696
PATRIMONIO			
Capital suscrito y pagado	100,000	100,000	100,000
Superávit método de participación	2,841,072	2,841,072	2,841,073
Reservas	578,450	578,450	578,450
Resultado del ejercicio	- 233,793	3,840,923	926,373
Resultados de ejercicios anteriores	13,320,903	14,660,894	17,705,845
Otros resultados integrales	54,529,611	52,594,505	51,527,334
Total Patrimonio	71,136,243	74,615,844	73,679,075
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	78,849,028	82,264,885	81,868,771

A continuación, los resultados financieros:

ROIC

El capital invertido total en la empresa (ROIC) produjo una rentabilidad del 1.26% anual en 2019 y del 5.44% anual en 2018. No solo disminuyó, sino que desde el punto de vista de los accionistas ellos habrían tenido en ambos años mejores resultados colocando su capital en un título tradicional de renta fija en el mercado colombiano, CDT, sin asumir riesgos en otros instrumentos financieros.

Esta es una situación que merece atención cuidadosa por parte de los accionistas ya que la rentabilidad mínima que deberían obtener, para no tener pérdidas económicas o destruir valor en sus inversiones estaría alrededor del 12.1% (para el año 2019), que es el WACC

ROIC operativo

La rentabilidad operativa -ROIC operativo, relacionado con las actividades del Core del Negocio, fue de sólo el 0.53% anual en el 2019 y menor que el ya pequeño 0.66% anual en el 2018. La rentabilidad no operativa -ROIC no operativo, relacionado con las actividades que no son del Core del negocio fue de 6.54% anual. Es bastante probable que, en manos de los accionistas y no de la empresa, ese capital invertido hubiera producido una rentabilidad del 12.1% que es su costo de oportunidad, dado que la empresa no tiene pasivos financieros por lo que el Ke y el WACC son iguales.

El ROIC operativo del año 2018 fue del 0.66% y bajó en el 2019 a 0.53%. Esa disminución se debió fundamentalmente a la caída del margen operativo después de impuestos -UODI. ¿Por qué ese margen UODI se redujo de manera importante a pesar de que los márgenes Ebitda y Operacional crecieron? La respuesta está en los impuestos operacionales cuya tasa efectiva pasó de 50.4% a 64.1% de un año para otro. Esas tasas tan elevadas sugieren, en principio, que no existen estrategias para administrar los impuestos así se trate de los impuestos presuntos, y si ellas existen entonces no se aplican, o si se aplican no dan resultados.

Dado lo anterior, se identifica que las operaciones que no son del Core son más rentables que las del objeto social principal; pero, para hacer una mejor descripción, y teniendo en cuenta que esas rentabilidades están muy por debajo del costo de capital, se debería decir más bien que las actividades que no son del “core” son menos malas que las del objeto social principal de Echavarría Hermanos S.A. – EH S.A.

ROIC No Operativo:

La disminución que también se da en el ROIC no operativo se debe fundamentalmente a que el capital invertido no operativo tuvo un incremento del 132.66% sin que se obtuviera un incremento en la utilidad no operativa después de impuestos, que por el contrario se disminuyó en un 82.87%, en los periodos 2018 y 2019 respectivamente.

El incremento mencionado del capital invertido no operativo se debió principalmente al crecimiento de las Inversiones a valor razonable con cambios en resultados, o las inversiones en acciones de compañías listadas en Bolsa e inversiones en títulos valores. La administración de la empresa justifica esas inversiones en la nota 3 a los estados financieros indicando que se realizan " ...con la finalidad de mantener una reserva secundaria de liquidez". Esa reserva de liquidez asciende aproximadamente a 6.380 millones de pesos que equivalen a 2 años de ingresos operativos de EH S.A.

Si a esa suma se le agregan los 2.072 millones de pesos que hay en efectivo y equivalentes de efectivo, se llegaría a una suma de 8.482 millones de pesos líquidos que están rentando muy por debajo del costo de capital para los accionistas, destruyendo valor en consecuencia. Esos recursos tendrían más rentabilidad aplicándolos a proyectos que generen mayores ganancias por valorización, que mejoren los márgenes actuales y que renten por encima del costo de capital.

Destrucción de Valor

Si el ROIC es menor que su costo de capital hay una destrucción de valor. Ese es el caso de EH S.A. tal como se ha expuesto anteriormente. En el año 2019 se **destruyó** valor por 7.978 millones de pesos, de los cuales 7.481 son **destruidos** por las actividades operacionales y 497 por las no operacionales.

En el análisis de la destrucción de valor Operacional se identificaron 2 situaciones

1. Gestión tributaria deficiente (analizada anteriormente)
2. Gestión deficiente del capital invertido:

El estándar en la industria indica que los bienes arrendados por EH S.A. que no son para vivienda generan ingresos entre el 0.7% y 0.8% del valor de los inmuebles dados en arrendamiento. Así que, si el capital operativo invertido es de 64.708 millones de pesos, los ingresos presuntos por las actividades ordinarias de EH S.A. son de 6.212 millones de pesos. Si ese valor se compara con los ingresos reportados en los estados financieros por 2.955 millones de pesos, se concluye la empresa dejó de percibir 3.257 millones de pesos en el año 2019.

La administración de la compañía justifica esta gestión argumentando que del capital invertido hay aproximadamente 40.000 millones que generan ingresos a una tasa del 0.5%, que es la tasa promedio para arrendamiento de vivienda, negocio en el que no está EH S.A.; y 24.000 millones para futuros desarrollos de construcción.

Si los bienes estuvieran generando ingresos alrededor del 0.7% y 0.8%; y los futuros desarrollos se concretaran y dejaran de ser un atraso reiterado argumentando que los proyectos de construcción son largos, la compañía estaría facturando 6.212 millones y no 2.955 millones como sucedió en el año 2019. Es más rentable para los accionistas que les devuelvan los recursos y que cuando se concreten los proyectos ellos capitalizan la empresa.

Destrucción de valor No Operacional:

El ROIC No Operativo de 6.5% frente a un costo de capital de 12.1% y sobre un capital no operativo invertido de 8.952 millones de pesos, genera la destrucción de valor de 497 millones de pesos; durante el año 2019.

Ese capital no operativo, que se tiene invertido a interés comercial en acciones, títulos valores y en Distribuidora Nacional S.A. – DN S.A., debe dedicarse a proyectos rentables por encima del costo de capital. Invertir, así sea a tasas de interés comerciales, nunca permitirá cubrir el costo de capital de EH S.A. Quedan entonces las alternativas de invertir recursos en proyectos rentables o hacer entrega de los mismos a los accionistas.

II. Posibles soluciones para los problemas claves

Con respecto a los Estados Financieros, se pasó de un análisis y visión contable en la tabla 3 a una gerencial en la tabla 4 para apoyar el análisis de valor. Aunque todos los rubros de la vista contable están incluidos en esta vista gerencial se movieron de un lado para otro por conveniencia de análisis; pero la ecuación contable se sigue respetando:

$$\begin{array}{l} \text{ACTIVOS TOTALES DE LA EMPRESA} = \quad \text{PASIVOS FINANCIEROS} + \quad \text{PATRIMONIO} \\ 73.679.075 \quad \quad \quad = \quad \quad \quad 0 \quad \quad \quad + \quad 73.679.075 \quad (\text{En 2019}) \end{array}$$

Lo anterior, con datos extraídos de esa misma tabla 4, también se puede expresar así:

$$\begin{array}{l} \text{ACTIVOS NETOS TOTALES OPERATIVOS} + \text{ACTIVOS NETOS TOTALES NO OPERATIVOS} = \\ \text{PATRIMONIO} \\ 63.934.990 \quad \quad \quad + \quad \quad \quad 9.744.085 \quad \quad \quad = \quad 73.679.075 \end{array}$$

El capital invertido (CI) en un negocio se calcula así, según Damodaran: “Valor en libros del pasivo financiero más el valor en libros del patrimonio menos el efectivo”; el argumento subyacente es que el efectivo se puede aplicar a la deuda (es un menor valor de la deuda) o al patrimonio en la forma de dividendos.

En el caso de EH S.A. el CI sería de 71.606.962 tal como se observa en la parte final de la tabla 6.

Se preserva la ecuación contable y, por eso, el CI también es igual a los activos netos totales operativos sin el efectivo más los activos netos totales no operativos. Según lo anterior, se indican en la tabla 5 los datos para el año 2019.

Tabla 4. Estado de situación financieras OP - NOP

BALANCE GENERAL PARTIDAS OPERATIVAS-NO OPERATIVAS- FINANCIERAS (COP 000)			
	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Efectivo y equivalentes de efectivo	180,760	955,874	2,072,113
Deudores corrientes	-	3,708,932	1,735,512
Activos diferidos	4,874,563	6,011	6,642
ACTIVOS CORRIENTES OPERATIVOS	5,055,323	4,670,817	3,814,267
Cuentas por pagar corrientes	85,738	64,840	20,448
Impuestos, gravámenes y tasas	879,316	839,890	1,394,868
Obligaciones laborales	17,636	23,569	23,709
Pasivos estimados y provisiones corrientes	-	21,746	-
Otros pasivos corrientes	94,110	15,000	-
PASIVOS CORRIENTES OPERATIVOS	1,076,800	965,045	1,439,025
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	3,978,523	3,705,772	2,375,242
Propiedad, planta y equipo, neto	45,303	44,487	56,409
ACTIVOS FIJOS NETO	45,303	44,487	56,409
Propiedades de inversión , neto	65,329,247	63,771,745	63,256,897
Inversiones sociedades controladas	4,187,667	4,327,812	4,231,367
ACTIVOS FIJOS Y DE L.PLAZO OPERATIVOS	69,562,217	68,144,044	67,544,673
Pasivos estimados y provisiones no corrientes	63,252	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	6,188,876	6,185,859	5,984,925
PASIVOS DE L.PLAZO OPERATIVOS	6,252,128	6,185,859	5,984,925
ACTIVOS NETOS DE L.PLAZO OPERATIVOS	63,310,089	61,958,185	61,559,748
ACTIVOS NETOS TOTALES OPERATIVOS	67,288,612	65,663,957	63,934,990
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados	673,965	4,509,837	6,379,865
Vinculados económicos corrientes	-	2,581,870	3,130,488
CAPITAL DE TRABAJO NETO NO OPERATIVO	673,965	7,091,707	9,510,353
Deudores no corrientes	1,809,041	1,636,490	999,478
Activos mantenidos para la venta, neto	1,748,482	721,827	-
ACTIVOS DE L.PLAZO NO OPERATIVOS	3,557,523	2,358,317	999,478
Cuentas por pagar no corrientes	383,857	498,137	765,746
PASIVOS DE L.PLAZO NO OPERATIVOS	383,857	498,137	765,746
ACTIVOS NETOS DE L.PLAZO NO OPERATIVOS	3,173,666	1,860,180	233,732
ACTIVOS NETOS TOTALES NO OPERATIVOS	3,847,631	8,951,887	9,744,085
ACTIVOS TOTALES DE LA EMPRESA	71,136,243	74,615,844	73,679,075
Capital suscrito y pagado	100,000	100,000	100,000
Ganacias retenidas & otros	71,036,243	74,515,844	73,579,075
PATRIMONIO	71,136,243	74,615,844	73,679,075
PASIVOS FINANCIEROS Y PATRIMONIO	71,136,243	74,615,844	73,679,075

OP

NOP

FIN

Tabla 5. Capital Invertido - CI

CI	=	ACTIVOS NETOS TOTALES OPERATIVOS SIN EL EFECTIVO (Clop)	+	ACTIVOS NETOS TOTALES NO OPERATIVOS (Clnop)
↓		↓		↓
71.606.962	=	61.862.877	+	9.744.085
↓		↓		↓
CI	=	CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO (Clop)	+	CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO (Clnop)

La rentabilidad sobre el capital invertido, en su forma más general, se calcula dividiendo la utilidad después de impuestos entre el capital invertido.

Ahora bien, si hay capital invertido operativo (Clop) y capital invertido no operativo (Clnop) también hay ROIC operativo y ROIC no operativo, los cuales hay que asociar con la utilidad que producen. La utilidad asociada al capital invertido **operativo** (Clop) es la utilidad **operativa** después de impuestos (UODI o NOPLAT). La utilidad asociada al capital invertido **no operativo** es la utilidad **no operativa** después de impuestos. Ambas utilidades son las que están en la tabla 2.

Si bien hay discusiones acerca de si el CI que debe utilizarse en los cálculos es el del *inicio* del período o el del *promedio* del período o el del *fin* del período, en este trabajo se utilizará el del *inicio*, que es lo mismo que el CI del *final del período anterior*. De acuerdo con Damodaran y la consultora McKinsey esa es la única forma que garantiza valoraciones iguales por los métodos del flujo de caja libre y del EVA. Los resultados para EH S.A. (Tabla 7).

La rentabilidad operativa fue del 0.53% anual en el 2019 y del 0.66% anual en el 2018. La rentabilidad no operativa fue del 6.54% que equivale a tener el capital no operativo invertido en un CDT promedio año.

Por tanto, es muy probable que, en manos de los accionistas, ese capital invertido produzca una mayor rentabilidad, teniendo en cuenta que el costo de capital o de oportunidad de ellos es mucho mayor, como se explicará más adelante. El 88.87% de rentabilidad en el 2018 se debió a una ganancia *“ocasional”* y como tal es *“no recurrente”*. Pareciera más normal el 6.54% del año 2019.

Adicional, es importante reconocer que las operaciones que no son del core del negocio son más rentables que las del objeto social principal; pero, para hacer una mejor descripción, las actividades que no son del core son **menos malas** que las del objeto social principal de EH S.A.

Tabla 7. Balance general. Capital Invertido y Capital empleado

BALANCE GENERAL CAPITAL INVERTIDO Y CAPITAL EMPLEADO (COP 000)			
	2017	2018	2019
Deudores corrientes	-	3,708,932	1,735,512
Activos diferidos	4,874,563	6,011	6,642
ACTIVOS CORRIENTES OPERATIVOS	4,874,563	3,714,943	1,742,154
Cuentas por pagar corrientes	85,738	64,840	20,448
Impuestos, gravámenes y tasas	879,316	839,890	1,394,868
Obligaciones laborales	17,636	23,569	23,709
Pasivos estimados y provisiones corrientes	-	21,746	-
Otros pasivos corrientes	94,110	15,000	-
PASIVOS CORRIENTES OPERATIVOS	1,076,800	965,045	1,439,025
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	3,797,763	2,749,898	303,129
Propiedad, planta y equipo, neto	45,303	44,487	56,409
ACTIVOS FIJOS NETO	45,303	44,487	56,409
Propiedades de inversión, neto	65,329,247	63,771,745	63,256,897
Inversiones sociedades controladas	4,187,667	4,327,812	4,231,367
ACTIVOS FIJOS Y DE L. PLAZO OPERATIVOS	69,562,217	68,144,044	67,544,673
Pasivos estimados y provisiones no corrientes	63,252	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	6,188,876	6,185,859	5,984,925
PASIVOS DE L. PLAZO OPERATIVOS	6,252,128	6,185,859	5,984,925
ACTIVOS NETOS DE L. PLAZO OPERATIVOS	63,310,089	61,958,185	61,559,748
ACTIVOS NETOS TOTALES OPERATIVOS	67,107,852	64,708,083	61,862,877
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados	673,965	4,509,837	6,379,865
Vinculados económicos corrientes	-	2,581,870	3,130,488
CAPITAL DE TRABAJO NETO NO OPERATIVO	673,965	7,091,707	9,510,353
Deudores no corrientes	1,809,041	1,636,490	999,478
Activos mantenidos para la venta, neto	1,748,482	721,827	-
ACTIVOS DE L. PLAZO NO OPERATIVOS	3,557,523	2,358,317	999,478
Cuentas por pagar no corrientes	383,857	498,137	765,746
PASIVOS DE L. PLAZO NO OPERATIVOS	383,857	498,137	765,746
ACTIVOS NETOS DE L. PLAZO NO OPERATIVOS	3,173,666	1,860,180	233,732
ACTIVOS NETOS TOTALES NO OPERATIVOS	3,847,631	8,951,887	9,744,085
ACTIVOS TOTALES DE LA EMPRESA	70,955,483	73,659,970	71,606,962
Efectivo y equivalentes de efectivo	(180,760)	(955,874)	(2,072,113)
Capital suscrito y pagado	100,000	100,000	100,000
Ganacias retenidas & otros	71,036,243	74,515,844	73,579,075
PATRIMONIO	70,955,483	73,659,970	71,606,962
PASIVOS FINANCIEROS Y PATRIMONIO	70,955,483	73,659,970	71,606,962

El capital invertido total en la empresa produjo una rentabilidad del 1.26% anual en 2019 y del 5.44% anual en 2018. Desde el punto de vista de los accionistas habrían tenido en ambos años mejores resultados invirtiendo en un CDT sin tener que asumir riesgos propios del negocio. Esta es una situación que merece atención cuidadosa, dado que la rentabilidad

mínima que deberían obtener para no tener pérdidas económicas o destruir valor en sus inversiones estaría alrededor del 12.1% anual como se explica en la tabla 8.

Tabla 8. WACC

Año	2018	2019	% variación
Utilidad <i>operativa</i> D.I.	440.579	345.357	-21,61%
Cl _{op} *	67.107.852	64.708.083	-3,58%
ROIC <i>operativo</i>	0,66%	0,53%	

Año	2018	2019	% variación
Utilidad <i>no operativa</i> D.I.	3.419.572	585.824	-82,87%
Cl _{no op} *	3.847.631	8.951.887	132,66%
ROIC <i>no operativo</i>	88,87%	6,54%	

Año	2018	2019	% variación
Utilidad <i>consolidada</i> D.I.**	3.860.151	931.181	-75,88%
Cl <i>consolidado</i> *	70.955.483	73.659.970	3,81%
ROIC <i>consolidado</i>	5,44%	1,26%	

* Cl de fin del año anterior

**Difiere de los resultados netos del ejercicio en los gastos financieros. Se tendrán en cuenta en el costo de capital.

EL COSTO DE CAPITAL (WACC)

Con la finalidad de identificar el costo de oportunidad mínimo que tienen los accionistas y que la administración y la junta directiva de la compañía tienen que cubrir y superar con su gestión. El costo de capital se calculó bajo la metodología del “wacc fijo” y contrastado con el “rolling wacc”.; ambos son de aceptación tanto en la academia como en la práctica.

La forma de calcular el costo del patrimonio se basó en el método del CAPM. Este método tiene algunas variantes, una de ellas el denominado CAPM Internacional, adoptándolo al caso de estudio por la confiabilidad para países emergentes como el nuestro.

La industria base para el análisis y comparaciones fue la de **Real Estate (Operations & Services)**. Ver tabla 9.

EL EVA

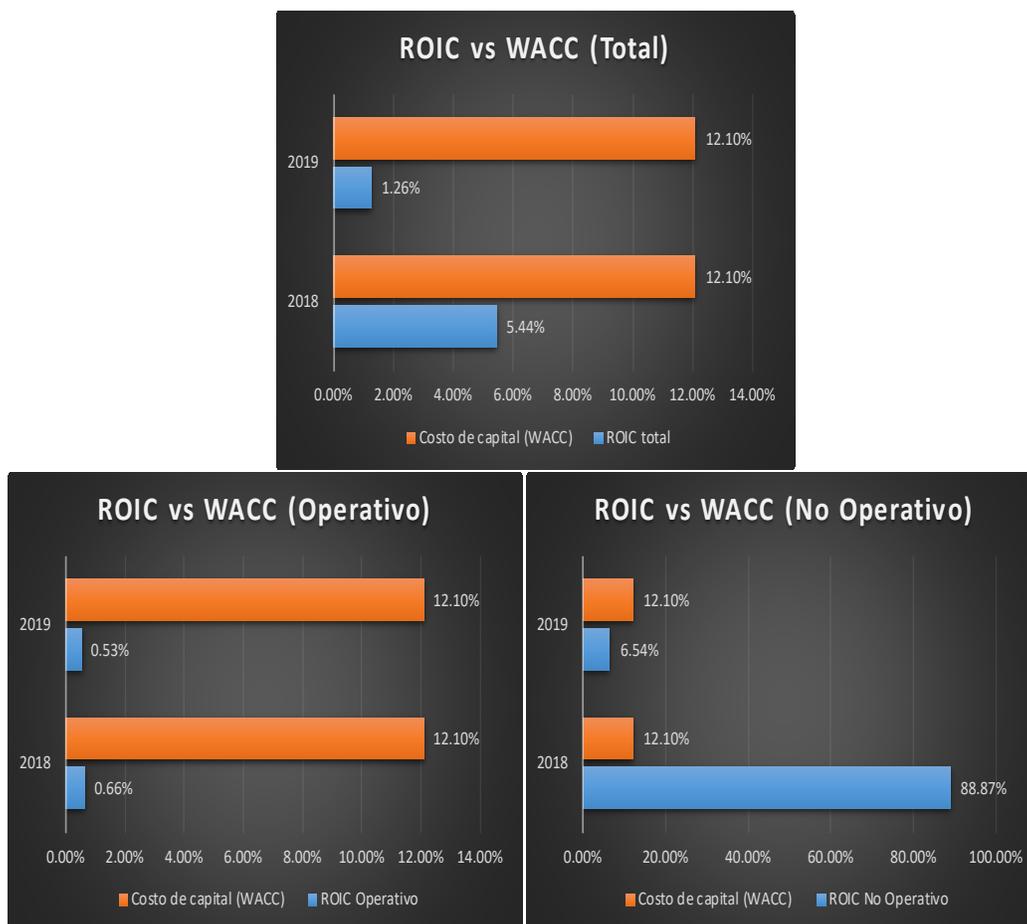
Siguiendo con la premisa que “El método EVA predica que se genera valor económico cuando la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) supera el costo explícito o implícito que tiene a cargo ese capital (WACC). En caso contrario se destruye valor (ROIC < WACC)”.

A continuación, los resultados de esa confrontación de ROIC con WACC en EH S.A. (Gráfica 1).

Tabla 9. WACC - CAPM INTERNACIONAL

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	
Real Estate (Operations & Services)	
CAPM Internacional	
$ke = rf + B * (\text{Risk Premium} + RP)$	
Estimación Ke	
Prima de riesgo de mercado	6,38% http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
Beta desapalancada	0,82 http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
Riesgo País - Colombia	1,94% https://www.cesla.com/
Riesgo País - Ponderado	1,94%
Mezcla operaciones:	
Colombia	100,00%
Beta apalancada	0,82
Rf	3,13% https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield
Ke (USD)	9,95%
Inflación USA	2,10% https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf
Inflación COL	4,09% http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos
Ke (COL)	12,10%
Estimación Kd	
Tasa de Impuesto	No hay pasivos financieros
Kd*	No hay pasivos financieros
Kd después de Impuestos	0,0%
Estructura de Capital	
Deuda (valor en libros)	\$ - No se utilizó el valor de mercado porque el pasivo financieros es cero
Patrimonio (valor en libros)	\$ 100 Todo es patrimonio, así que no importa el valor de mercado para la ponderación
TOTAL	\$ 100
D/D+E	0% No hay pasivos financieros
E/D+E	100% Todo es patrimonio, así que no importa el valor de mercado para la ponderación
D/E	0% Esto hace que el costo del patrimonio (Ke) sea igual al wacc
WACC	12,10%

Gráfica 1. ROIC vs WACC

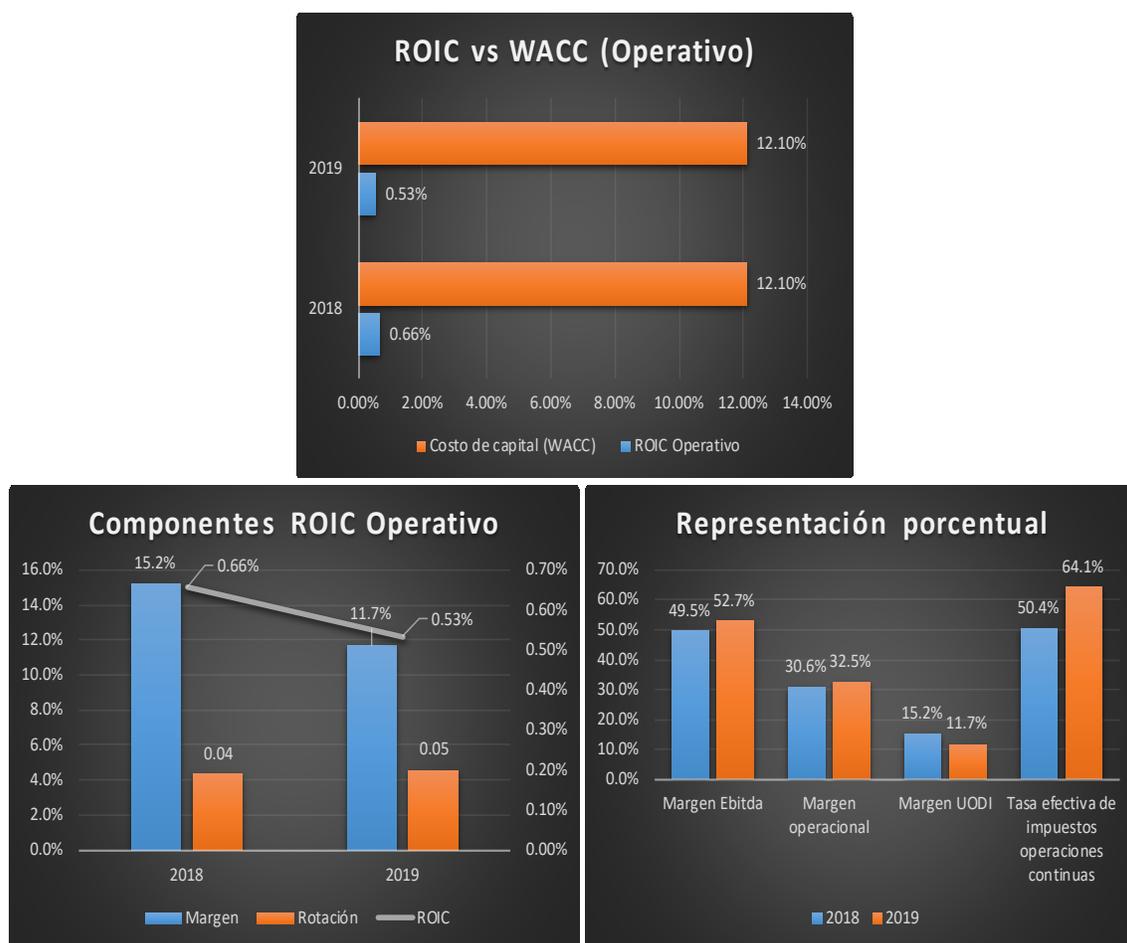


Se observa que la compañía renta por debajo de su costo de capital y con mayor desfase en las actividades operativas ($0.53\% < 12.1\%$) frente a las no operativas ($6.5\% < 12.1\%$). El ROIC como resultado del margen y la rotación del capital invertido, que influye cada fuerza en la rentabilidad, que para el caso del ROIC operativo se observa en la gráfica 2.

El ROIC operativo del año 2018 del 0.66%, disminuyó en 2019 en 0.53%; debido más por la caída del margen que a la rotación de la inversión. ¿Por qué ese margen operativo después de impuestos (UODI) se redujo de manera importante a pesar de que los márgenes Ebitda y Operacional crecieron?

La respuesta se encuentra en los impuestos operacionales cuya tasa efectiva pasó de 50.4% a 64.1% de un año para otro. Esas tasas tan elevadas sugieren, en principio, que no existen estrategias para administrar los impuestos así se trate de los impuestos presuntos, y si existen no se aplican o no dan resultados.

Gráfica 2. ROIC OPERATIVO



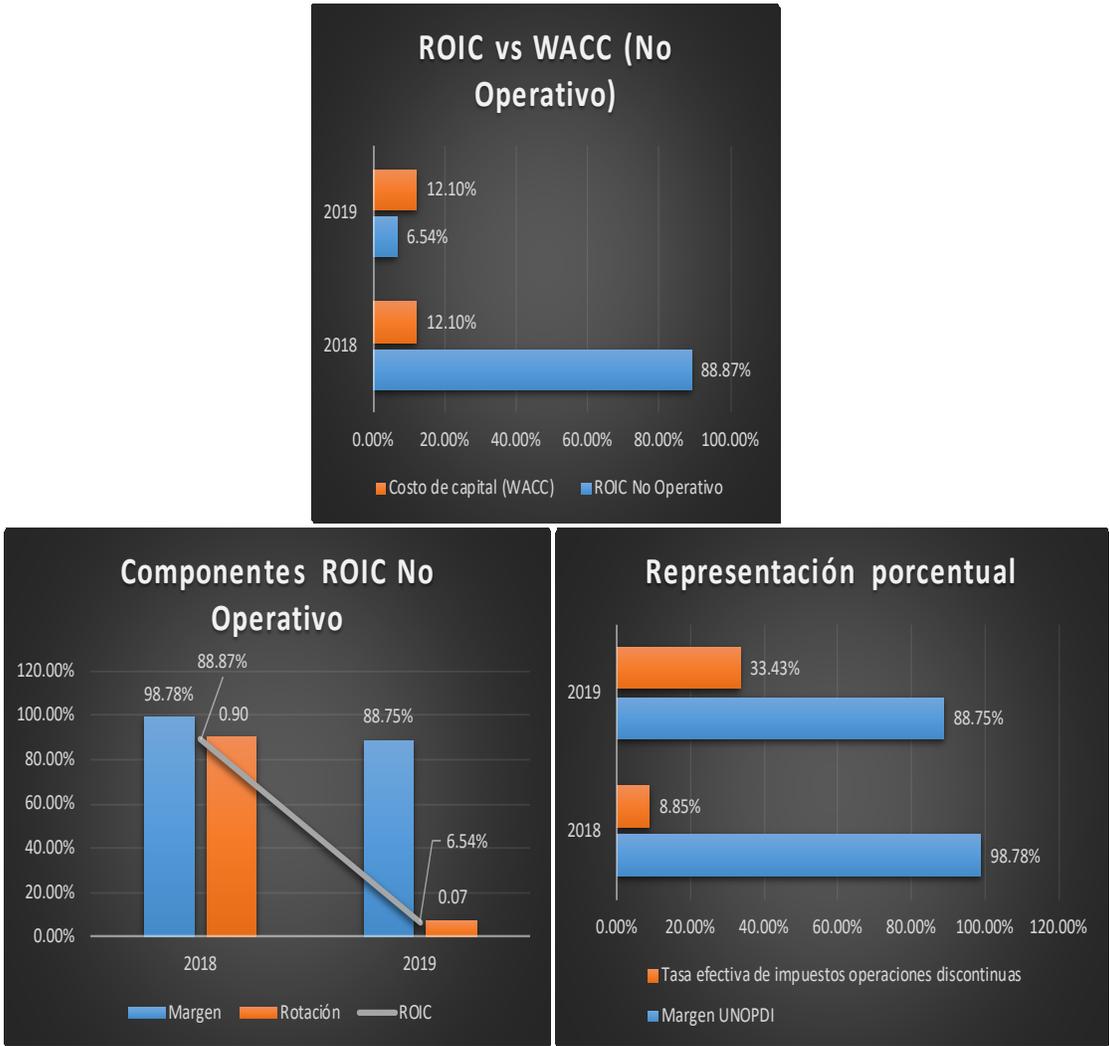
Para el caso del ROIC no operativo las fuerzas están en la gráfica 3.

En este punto, la disminución se debió más a la rotación de la inversión que se hizo más lenta de un año a otro al pasar de 0.90 a 0.07. En la tabla 7 se observa que el capital invertido no operativo (CInop) tuvo un incremento del 132.66% sin que se tuviera un incremento en la utilidad no operativa después de impuestos, que por el contrario se disminuyó en un 82.87%. El incremento mencionado del capital invertido no operativo se debió fundamentalmente al crecimiento de las de inversiones a valor razonable con cambios en resultados, que para la compañía fueron inversiones en acciones de compañías listadas en Bolsa e inversiones en títulos valores.

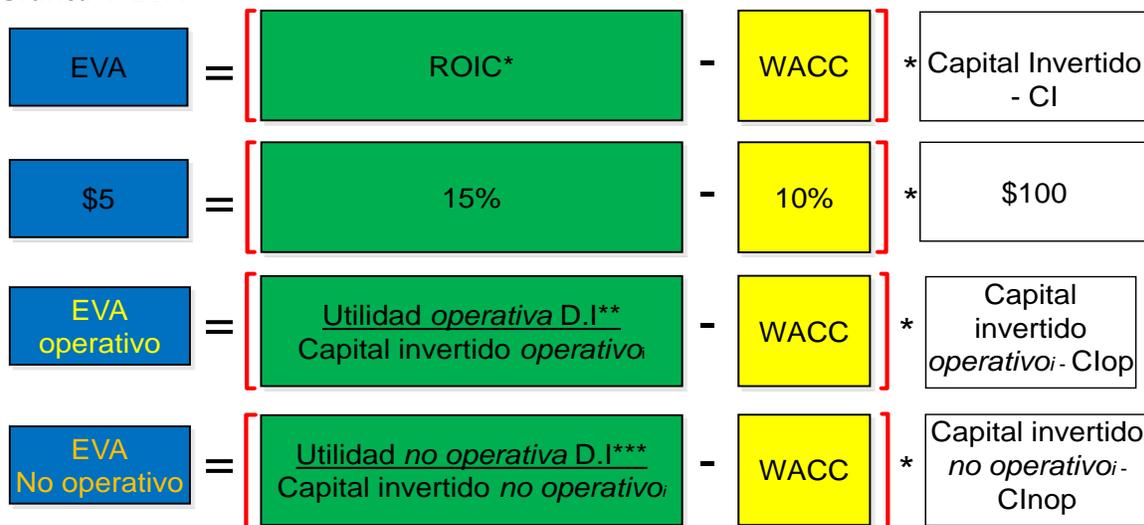
La administración de la empresa justifica esas inversiones en la nota 3 a los estados financieros manifestando " ...con la finalidad de mantener una reserva secundaria de liquidez". Esa reserva de liquidez asciende aproximadamente a 6.380 millones de pesos que equivalen a más de dos años de los ingresos ordinarios de EH S.A.

Si a esa suma se le agregan los 2.072 millones de pesos que hay en efectivo y equivalentes de efectivo, se llegaría a una suma de 8.482 millones de pesos líquidos que están rentando muy por debajo del costo de capital para los accionistas, destruyendo valor. Esos recursos tendrían más rentabilidad aplicándolos a proyectos que generen mayores ganancias por valorización, mejoren los márgenes actuales y que renten por encima del costo de capital. Si eso no sucede, es justo devolvérselos a los accionistas. Esos recursos, así como están, no solo destruyen valor como se ha dicho, sino que son una alternativa de fondeo para DN S.A. que no muestra sino signos preocupantes de deterioro continuo.

Gráfica 3. ROIC No operativo



Gráfica 4. EVA



*ROIC=ROCE=ROC

** UODI = UNODI = NOPLAT = NOPAT

*** Es el valor neto de ingresos y egresos no operativos después de impuestos

Siguiendo con el supuesto de que a que tasa se consigue el dinero y a que tasa se le pone a trabajar, para que dependiendo de la cantidad de recursos conseguidos, invertidos o empleados se cuantifique el valor total obtenido o destruido. Con ello, en términos cuantitativos el EVA se calcula como aparece en gráfica 4.

En el caso de EH S.A. los resultados aparecen en la tabla 10.

Tabla 10. EVA EH S.A

EVA OPERATIVO - NO OPERATIVO - TOTAL (COP 000)		
	2018	2019
Utilidad operativa D.I.	440,579	345,357
Capital invertido operativo inicial	67,107,852	64,708,083
ROIC operativo	0.66%	0.53%
WACC	12.1%	12.1%
SPREAD AGREGACIÓN (DESTRUCCIÓN) DE VALOR	-11.4%	-11.6%
EVA OPERATIVO	(7,676,417)	(7,481,376)
Utilidad no operativa D.I.	3,419,572	585,824
Capital invertido no operativo inicial	3,847,631	8,951,887
ROIC no operativo	88.9%	6.5%
WACC	12.1%	12.1%
SPREAD AGREGACIÓN (DESTRUCCIÓN) DE VALOR	76.8%	-5.6%
EVA NO OPERATIVO	2,954,184	(496,947)
EVA TOTAL***	(4,722,233)	(7,978,322)

*** Con base en ROC, ROIC, and ROE: Measurement and Implications. (Aswath Damodaran, Stern School of Business, July 2007)

En el año 2018 se **destruyó** valor por 4.722 millones de pesos y en el 2019 se **destruyó** valor por 7.978 millones de pesos. En esos dos años se observa que destruyen más valor las actividades operacionales que las no operacionales, es decir, el “core del negocio” destruye más valor que el “no core del negocio.”

La creación de valor en el “core del negocio” dependerá de que se lleven los impuestos a tasas razonables y se mejoren los márgenes de operación mediante la introducción de proyectos rentables cuyo capital está “enterrado” en las actividades no operativas.

En cuanto a la creación de valor en el “no core del negocio” dependerá de que el capital no operativo, que se tiene invertido a interés comercial en acciones, títulos valores y en DN S.A., y se dedique a proyectos rentables por encima del costo de capital. Colocar dinero, así sea a tasas de interés comerciales, **nunca** permitirá cubrir el costo de capital de EH S.A..

Finalmente, quedan las alternativas de invertir esos recursos en proyectos rentables o hacer entrega de los mismos a los accionistas.

III. PREGUNTAS DEL CASO

1. Las Propiedades de inversión según la definición de las NIIF son en general una partida No operativa. ¿Por qué en este caso se clasifican como partida Operativa? ¿Es un error o hay una explicación de por qué hay que hacerlo así en este negocio?
2. El caso muestra como la destrucción de valor es mayor en el “core” del negocio que la destrucción del “No core “. Usted como Magister en Administración Financiera ¿cuál de los 2 arreglaría primero? ¿Por qué? ¿Cómo?
3. Al comparar el WACC por los métodos “Fijo” o “Rolling”, ¿Cuáles son las fortalezas y debilidades de cada uno?
4. En el caso se dice que el Capital Invertido se calcula sobre el Saldo Inicial. ¿Tiene alguna importancia calcularlo sobre el Saldo Promedio? ¿Sobre el saldo Final?
5. El accionista le dice a usted que fue informado sobre otros métodos para calcular el costo del capital propio (Ke). Pregunta ¿Hay alguna razón para escoger solo el CAPM?
6. El accionista AJE quiere saber sobre la calidad del EVA como metodología para el cálculo del valor económico. Usted debe hacer una presentación sobre las ventajas y desventajas del EVA.
7. En el caso se muestra que el EVA es un valor. A ese respecto el accionista dice: “Yo necesito evaluar si el EVA está mejorando o no y para eso necesito un índice, un indicador. Me dijeron que el mejor índice es el EVA Momentum. ¿por qué se afirma lo anterior? ¿En qué consiste y cuáles son sus inductores o componentes? ¿Cuál es el EVA Momentum de EH S.A.?”

8. El accionista manifestó lo siguiente: “Mi representante en la Junta Directiva recomienda que, si vamos a adoptar el EVA como medida de valor, también debemos incluir el MVA (Market Value Added). Explíquenme brevemente en qué consiste el MVA, por qué es importante, y denme un ejemplo numérico con el que yo pueda entender cómo funciona.”
9. Al accionista le comentaron sobre otra metodología para medir el valor conocida como TSR (Total Shareholders Return). Él quiere contrastarla con el EVA y solicita que como complemento a este trabajo se le explique brevemente en qué consiste, y cuáles son sus componentes o fuentes de creación de valor.
10. ¿Qué elementos utilizaría para implementar en los años 2018 y 2019 la valoración por FCL, considerando este macroinductor para la creación o destrucción de valor de la empresa?

Referencias bibliográficas

EVA and Value-Based Management: A practical guide to implementation, por Young y O'Byrne, McGraw-Hill

El desafío del EVA, por Joel M. Stern y John S. Shiely. Editorial Norma

En busca del valor, por G. Bennett Stewart, III. Gestión 2000.com

García, O. Gerencia de Valor y Valoración de Empresas y EVA. Medellín: Digital Express. (2003)

Fundamentos de Finanzas Corporativas, por Ross, Westerfield y Jordan, 11 Ed., McGraw-Hill, 2018.

Principios de Finanzas Corporativas, por Brealey, Myers y Allen, 11 Ed., McGraw-Hill, 2015.

Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. **(6th ed.)**. New Jersey: Editorial John Wiley & Sons. **(2015)**. Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D.

Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies (2020).

Trujillo, J. C. (9 de 11 de 2020). <https://www.camaramedellin.com.co>.