

FINANZAS PARA DIRECTIVOS

Pablo Fernández y Javier Santomá

INDICE

INTRODUCCION

I. ANALISIS FINANCIERO Y PROYECCIONES FINANCIERAS.

Capítulo 1. Un caso de análisis financiero

- 1.1. Introducción
 - 1.2. Caso Vidal e Hijos, S.A.
 - 1.2.1. Antecedentes del negocio
 - 1.2.2. El sector textil
 - 1.2.3. El sector de distribución de telas
 - 1.2.4. La reunión con el Chase Manhattan Bank
 - 1.2.5. Anexos: cuentas de resultados, balances y ratios
 - 1.3. Caso Vidal e Hijos: Una posible solución. Proyección de estados financieros y análisis de necesidades de financiación
 - 1.3.1. Proyección de estados financieros
 - 1.3.1.1. Proyección de la cuenta de resultados
 - 1.3.1.2. Proyección del balance
 - 1.3.1.3. Iteración en la proyección de estados financieros
 - 1.3.2. Determinación de las necesidades de financiación a través del cash-flow
 - 1.3.2.1. Elaboración del flujo de caja (Cash-flow)
 - 1.3.2.2. Necesidades de financiación
 - 1.3.2.3. Utilización del flujo de caja
 - 1.3.3. Impacto del crecimiento y de las necesidades de circulante en la financiación de la empresa.
 - 1.3.3.1. Empresa sin crecimiento
 - 1.3.3.2. Empresa más capitalizada
 - 1.3.3.3. Nivel de crecimiento para mantener el crédito bancario
 - 1.3.3.4. Empresas con menores días de stocks
 - 1.3.3.5. Empresas con menor plazo de cobro a sus clientes
 - 1.3.3.6. Empresas con mayor plazo de pago a sus proveedores
 - 1.3.3.7. Empresas más rentables
 - 1.4. Conclusión
 - 1.5. Anexos para la resolución del caso
- APENDICE 1.1. Beneficio y Cash Flow.
APENDICE 1.2. Crecimiento sostenible

Capítulo 2. Medidas de Rentabilidad.

- 2.1. La rentabilidad de los recursos propios en base a datos contables.
 - 2.1.1. La rentabilidad de las acciones
 - 2.1.2. Medidas de rentabilidad contables basadas en datos históricos
 - 2.1.2.1. Rentabilidad sobre el valor nominal de la acción
 - 2.1.2.2. Rentabilidad esperada sobre el nominal de la acción
 - 2.1.2.3. Rentabilidad de los recursos propios
 - 2.1.2.4. Rentabilidad esperada de los recursos propios
 - 2.1.2.5. Rentabilidad nominal por dividendo
 - 2.1.2.6. Rentabilidad por dividendo de los recursos propios
- 2.2. El coste de capital y la rentabilidad de los recursos propios en base a la información de mercado.
 - 2.2.1. Diferencias entre el precio de mercado de una acción, su valor nominal y su valor contable.
 - 2.2.2. El precio de mercado de una acción y la rentabilidad de mercado.
 - 2.2.3. La rentabilidad esperada de mercado o coste de capital.
- 2.3. El coste ponderado del capital.
 - 2.3.1. Introducción.
 - 2.3.2. Definición.

- 2.3.3. Dificultades habituales en el cálculo del coste ponderado del capital
 - 2.3.3.1. Valoración de la deuda
 - 2.3.3.2. Deuda a corto plazo y otros pasivos vs. deuda a largo plazo.
 - 2.3.3.3. El coste de la deuda
 - 2.3.3.4. El coste de la deuda de una empresa en pérdidas
 - 2.3.3.5. El leasing y otros compromisos financieros fuera de balance
 - 2.3.3.6. Rentabilidad exigida por los accionistas y valor de mercado de las acciones
 - 2.3.3.7. Inestabilidad del coste ponderado de capital.
- 2.3.4. Utilidad del coste ponderado de capital.

II. ANALISIS DE INVERSIONES

Capítulo 3. Ejercicios sobre el Valor Actual Neto (VAN) y la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

- 3.1. Introducción
- 3.2. Ejercicios
- 3.3. Solución a los ejercicios sobre el VAN y la TIR

Capítulo 4. Un caso de análisis de proyectos de inversión

- 4.1. Introducción
 - 4.2. Caso Metalurgia del Norte, S.A. (MENOSA)
 - La crisis y medidas correctivas
 - La oferta del HISURSA
 - Consecuencias del contrato para Menosa
 - 4.3. Una solución del caso MENOSA: Un ejemplo de evaluación de inversiones
 - 4.3.1. Determinación de los flujos de caja relevantes
 - Método del flujo de caja total
 - Método del flujo de caja diferencial
 - 4.3.2. Análisis de los flujos de caja
 - Cálculo del VAN de los flujos de caja totales
 - Cálculo del VAN del flujo de caja diferencial
 - 4.3.3. Análisis de sensibilidad
 - 4.3.4. Otras consideraciones relativas al análisis de inversiones
 - 4.3.5. Conclusiones

Capítulo 5. Influencia de la Inflación en la rentabilidad de las inversiones, el caso de Empresas Marco.

- 5.1. Introducción.
- 5.2. Empresas Marco.
- 5.3. Resolución.

III. VALORACION DE EMPRESAS

Capítulo 6. Algunos métodos de valoración de empresas

- 6.1. Valor y Precio
- 6.2. Métodos basados en el valor patrimonial
 - 6.2.1. Valor contable
 - 6.2.2. Valor contable ajustado
 - 6.2.3. Valor de liquidación
 - 6.2.4. Valor substancial / Patrimonio neto ajustado
- 6.3. Métodos basados en el beneficio y los dividendos
 - 6.3.1. Valor de los beneficios. PER
 - 6.3.2. Valor de los dividendos
- 6.4. Métodos basados en el fondo de Comercio o Goodwill
 - 6.4.1. Método de valoración “clásico”
 - 6.4.2. Método de valoración de la “renta abreviada del goodwill” o método de la UEC simplificado
 - 6.4.3. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)

- 6.4.4. Método indirecto o método “de los prácticos”
- 6.4.5. Método anglosajón o método directo
- 6.4.6. Método de compra de resultados anuales
- 6.4.7. Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo
- 6.5. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos
 - 6.5.1. Método general para el descuento de flujos
 - 6.5.2. Determinación del Flujo de fondos adecuado
 - 6.5.3. Cálculo del Valor de la Empresa a través del Cash-Flow Libre
 - 6.5.4. Cálculo del Valor de la Empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales de la deuda.
 - 6.5.5. Cálculo del Valor de las acciones a través del descuento del Cash-Flow disponible para los accionistas.
 - 6.5.6. Métodos simplificados
 - Modelo con valor residual nulo
 - Modelo de actualización del valor final
 - Modelo de crecimiento constante y con perpetuidad
 - Modelo sin crecimiento y con perpetuidad
- 6.6. Conclusión. ¿Qué método emplear?

Capítulo 7. Valoración de Bonos.

- 7.1. Introducción
- 7.2. Precio de un bono
 - 7.2.1 Valoración de un bono
 - 7.2.2 TIR de un bono
 - 7.2.3 Precio de un punto básico
 - 7.2.4 La estructura temporal del tipo de interés y el precio de los bonos
 - 7.2.5 Riesgo de tipo de interés de un bono

Capítulo 8. Algunos ejemplos de emisiones de bonos

- 8.1. Bonos “la bella durmiente” de Walt Disney Co. Bonos a 100 años de 1993.
- 8.2. Bonos bolsa. Emisión del BBV de diciembre de 1993.
- 8.3. Los bonos basura (Junk Bonds).

Capítulo 9. Otros aspectos de la valoración de empresas

- 9.1. Relación entre el PER, la rentabilidad del capital y el crecimiento
- 9.2. Análisis del PER.
- 9.3. Efectos sobre el PER de las operaciones de venta y adquisición de empresas.
- 9.4. Un Ejemplo de Valoración de Empresas por descuento de distintos cash-flows.
- 9.5. Beta y volatilidad. Derivación del CAPM.
- 9.6. Fórmulas para valorar empresas por descuento de flujos.
- 9.7. Betas y volatilidades de empresas españolas.

Capítulo 10. Un caso real de valoración

- 10.1. NORTESA (A)
- 10.2. NORTESA (B)

Capítulo 11. La estructura óptima de capital

- 11.1. Endeudamiento financiero y efecto sobre el beneficio por acción.
- 11.2. Estructura del capital y los costes asociados de quiebra.

BIBLIOGRAFIA

INTRODUCCION

Este libro es fruto de la labor docente de los autores con alumnos de asignaturas básicas del Master y con directivos de los programas de perfeccionamiento del IESE. Constituye una guía práctica capaz de orientar a personas con poca o limitada experiencia en temas financieros. Este manual no contiene toda la teoría que necesita un directivo dedicado profesionalmente a la actividad financiera, pero sí será muy útil para cualquier persona que sin poseer formación específica en finanzas necesite de ellas para su actividad profesional.

El propósito del libro es presentar una exposición de temas financieros, con un enfoque muy práctico y orientado al análisis y toma de decisiones. El empresario se enfrenta en la actualidad a una complejidad creciente, los cambios son rápidos y profundos, y las variables financieras adquieren especial relevancia al afectar al conjunto de operaciones de la empresa. Todo esto produce en el directivo una sensación de incertidumbre a la hora de analizar situaciones y tomar decisiones. Las tareas directivas, la planificación estratégica y las políticas tanto operativas como institucionales conllevan decisiones que implican compromisos financieros. A pesar de la existencia de especialistas en una compañía, se hace necesaria una labor de síntesis que permita tener una visión global de la empresa. No basta para tomar decisiones que involucren aspectos de dirección financiera con asesorarse por los expertos: muchas veces las variables financieras son parte integrante de la decisión misma y son fundamentales a la hora de decidirnos por una acción u otra.

Para discutir y decidir sobre un problema, hay que conocerlo bien. En la mayoría de las decisiones que se toman en la actividad empresarial, aparecen desfases temporales entre ingresos y gastos, problemas de caja, políticas financieras..... Si el directivo encargado de tomar estas decisiones conoce el comportamiento de las variables financieras, la toma de decisiones entrañará menos riesgos y será más consistente con la realidad.

El libro viene estructurado en tres partes que aunque relacionadas, hemos delimitado claramente para una mejor comprensión y análisis: análisis financiero, finanzas estructurales y valoración de empresas. A pesar de su aparente especificidad, cada capítulo es parte lógica y encajable de un todo más amplio que conforma los conocimientos financieros básicos para desenvolvemos con soltura en la actividad directiva de la empresa.

La primera parte aborda el análisis financiero y proyecciones financieras. Tiene que ver fundamentalmente con lo que otras veces denominamos finanzas a corto plazo o finanzas operativas. Se refieren al día a día de la empresa: activo y pasivo circulante (existencias, tesorería, clientes, proveedores, banco a corto...). El objetivo básico es contestar a las preguntas ¿cuanto dinero necesito? y ¿cuando lo necesito?. Las dos preguntas son relevantes y requieren para su contestación la utilización de instrumentos de previsión y planificación. Para entrar en esta primera parte utilizaremos un caso práctico y hablaremos de estados financieros, proyecciones, cash- flow... También veremos medidas de la rentabilidad, el coste del capital, el concepto de crecimiento sostenible y los impacto del crecimiento y las necesidades de circulante en la financiación de la empresa.

La segunda parte hace referencia a las finanzas a largo plazo o estructurales y se centra en el análisis de inversiones. A partir de conceptos como el VAN, la TIR, los flujos de caja totales y diferenciales, nos adentraremos en el análisis de distintos proyectos de inversión a través de algunos casos. Veremos también cómo influye la inflación en la rentabilidad, algunos análisis de sensibilidad y otras consideraciones relativas a las inversiones.

La tercera y última parte del libro analiza los distintos métodos de valoración de empresas más utilizados. Podremos ver los rasgos y características de cada uno y cuales son los más aconsejables. En esta parte intentaremos aclarar también un tema importante, los bonos, su valoración, precio, riesgo y pondremos algunos ejemplos de emisiones. El capítulo 10 presenta detalladamente un caso real de valoración. Para terminar examinaremos otros conceptos financieros como el de estructura óptima del capital y relaciones de interés que se dan entre ellos.

Queremos agradecer a Alberto Forcano, asistente de investigación y próximo doctor en filosofía de la acción y dirección de organizaciones, su valiosísima ayuda en la coordinación de este libro. También queremos dar las gracias a Begoña Ferrer y a M^a del Mar Ortega que han trabajado concienzudamente en la composición y edición. Asimismo hay que agradecer al IESE y al CIIF (Centro Internacional de Investigación Financieras) todas las facilidades que nos han ofrecido para la redacción del libro, especialmente a la gerente del CIIF, Natalia Centenera y a su presidente, Rafael Termes, así como a las empresas patrono (Aena, A.T. Kearney, BP España, Caja de Ahorros de Madrid, El Corte Inglés, Endesa y Huarte).

El lector tiene ante sí un libro práctico. No tratamos de desarrollar teoría, sino más bien pretendemos orientar y dirigir al lector a través del sentido común en los diversos análisis y diagnósticos financieros. Esperamos que este libro ayude al lector a aclarar los aspectos financieros de la toma de decisiones.