



Alejandro Indacochea
Profesor CENTRUM Católica Graduate Business School

El EBITDA

Una Ecografía Financiera

Indicador del desempeño de una empresa que se utiliza como una primera referencia de valorización, pero tiene limitaciones

El EBITDA, un indicador financiero de análisis de las empresas, es el múltiplo preferido por los analistas para valorizar empresas. Sus siglas en inglés corresponden a las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

Refleja la capacidad de una empresa para generar utilidades teniendo en cuenta solo su actividad operativa como si solo hubieran ingresos propios. Deja de lado el efecto de la deuda, la parte impositiva y los gastos contables que no impliquen salida de dinero en efectivo, como la depreciación y la amortización.

La evolución del EBITDA de una compañía da una visión de la rentabilidad que genera antes de cualquier inversión. Asimismo, es un importante indicador del desempeño de una empresa y sirve como una primera referencia al valorizarla.

El EBITDA evoluciona de manera correlacionada a la capacidad de generar caja a nivel operativo. No mide la liquidez generada por las empresas pues si bien elimina los gastos que no son salida de efectivo: la amortización y depreciación, obvia el pago de intereses, la devolución del principal de la deuda y no considera las inversiones en activo fijo ni el capital de trabajo.

El EBITDA se puede determinar a partir de la utilidad antes de intereses impuestos (EBIT) que coincide con la utilidad operativa del estado de ganancias y pérdidas más la depreciación y amortización o a partir de la utilidad neta del estado de resultados más la depreciación y amortización, los intereses e impuestos.

EBIT, EBITDA y Flujo de Caja: Diferencias

EBIT es la siglas en inglés de *Earnings Before Interests and Taxes*. Por ello, se trata del resultado empresarial antes de intereses e impuestos. Su valor coincide con la Ganancia Operativa en el estado de pérdidas y ganancias.

En tanto, el EBITDA es la utilidad operativa (EBIT) más la depreciación y amortización del ejercicio.

El Uso de los Recursos del EBITDA

Los recursos del EBITDA se convierten en el pago de las inversiones en capital de trabajo y en activo fijo (CAPEX), el pago de impuestos y lo que queda





es el efectivo disponible para el pago de la deuda a las entidades financieras y el reparto de dividendos a los accionistas.

El indicador Deuda/EBITDA dice en cuantos años se puede pagar la deuda actual sin intereses con el EBITDA, dejando de lado las inversiones en capital de trabajo y activo fijo, el pago de impuestos y los dividendos. También, refleja el número de años que llevaría pagar una deuda con el actual EBITDA (el principal) y sirve para evaluar la capacidad de pago al separar el efecto financiero de la cuenta del estado de resultados. Permite, además, evaluar el efecto de distintas estructuras financieras sobre la empresa.

Las Limitaciones del EBITDA

El EBITDA, un indicador muy útil, tiene estas limitaciones:

1. Refleja la situación de una empresa libre de deuda que no es el caso de muchas empresas. Si bien puede ser usado como un indicador para determinar la habilidad para poder repagar la deuda y los intereses, al medir el desempeño de la empresa con el EBITDA se ignora el costo de la deuda que debe ser pagado regularmente y que constituye una salida de efectivo. (Brouwer y Gup, 2010,529)
2. Ignora el pago de impuestos, lo cual no puede ser evitado y afecta el resultado final de la empresa. En forma análoga, el EBITDA sobreestima la capacidad para generar el flujo de efectivo de una empresa pues siempre se tiene que pagar impuestos. (Brouwer y Gup, 2010,529)

3. No considera a las empresas con diferentes inversiones en capital y la depreciación, dejan de lado la inversión en capital de trabajo. Una empresa en crecimiento e intensiva en inversión en capital debe tener grandes cargos por la depreciación pero no siempre se considera las inversiones necesarias en gastos de capital para continuar creciendo en su sector, costo el cual no puede ser ignorado o dejado de lado al valorizar una empresa.

Ese aspecto resulta evidente en empresas con muchas necesidades de inversión de capital y en que la depreciación contable en libros no guarda relación con la depreciación económica. Este efecto también ocurre en los casos en que las necesidades de inversión para mantener la planta física es mayor a la depreciación que corresponde a las inversiones hechas con anterioridad en la empresa. (Brouwer y Gup, 2010,530)

El EBITDA deja de lado la inversión necesaria en capital de trabajo para seguir operando en un negocio pues las utilidades contables son la diferencia entre los ingresos y egresos y no toma en cuenta este aspecto. Ello es importante en los negocios que recién se inician y están en crecimiento o tienen un comportamiento estacional. Los cuales se caracterizan por tener altos niveles de EBITDA como resultado de los ingresos y egresos contables, pero que no van a tener efectivo hasta un periodo posterior al ciclo contable, ya que consumen gran cantidad de efectivo para continuar con sus operaciones. En estos casos la brecha entre el EBITDA y las necesidades de efectivo de la empresa se ve incrementada con el crecimiento de la empresa.



Por otro lado, un EBITDA negativo es la peor de las situaciones: significa que los gastos operativos exceden el margen operativo del negocio, ante lo cual este requiere de efectivo y es necesario aportar los fondos ya sea con capital social o nueva deuda. Esta situación ocurre en negocios que recién empiezan o que están en crisis financiera, lo cual requiere un cuidadoso análisis.

4. El EBITDA no excluye todos los rubros que no son desembolso de efectivo, tales como los que corresponden a la provisión por las malas deudas e inventarios obsoletos, que tienen un impacto en las inversiones en capital de trabajo. Por eso en muchos casos es una medida imperfecta del flujo de efectivo de una empresa al no dar la información adecuada para predecir el flujo futuro de efectivo. (Brouwer y Gup, 2010,530)
5. El EBITDA en forma aislada es en muchos casos una medida inadecuada para comparar mediante múltiplos la compra de una empresa. Moody's Investors Service (2000, 14) advierte que el EBITDA no necesariamente corresponde al flujo de efectivo de un negocio. Por ejemplo, si se paga por una adquisición un múltiplo de EBITDA de 7 veces pero este EBITDA es el resultado del 50% que corresponde a la depreciación contable y el resto al EBITDA, resulta pagando un múltiplo de 14 veces los gastos operativos más la amortización.

La Normalización del EBITDA

En la compra / venta de empresas el EBITDA se utiliza como un parámetro al que se vincula el precio de muchas transacciones como un múltiplo de referencia. En la práctica se requiere efectuar ajustes al EBITDA presentado inicialmente por el vendedor respecto a las variaciones que pueden ocurrir al momento de efectuar o cerrar la compra/venta de la empresa, proceso conocido como la normalización del EBITDA (Hamdan, 2014).

Como ilustración presentamos un caso práctico de normalización del EBITDA para la empresa 'Alfa':

1. Los ingresos o gastos generados por activos redundantes no usados en el rubro del negocio: si, por ejemplo, tiene una casa de playa para el esparcimiento con trabajadores. Este gasto no debe contabilizarse para el EBITDA.
2. Los salarios del propietario y bonos a los trabajadores: el salario del propietario es mayor o menor a un sueldo pagado a un administrador externo. Además,



Foto: antiabrooks.com

si el propietario administra el negocio recibe un bono anual que tiene como objetivo reducir el impuesto a la renta. Hay que corregir el EBITDA al salario real.

3. El alquiler de las instalaciones o propiedades que están a un valor por encima o debajo del mercado: el alquiler usualmente es fijado por encima del precio de mercado, por ello el EBITDA se deberá ajustar al valor real.
4. Si existe una nueva línea de producto que se está poniendo en marcha mientras se analizan los reportes históricos: los costos iniciales asociados deben incluirse en el EBITDA.
5. Demandas, arbitrajes, recuperaciones de seguro y disputas: cualquier ingreso o gasto extraordinario que puedan haber pasado en el periodo de revisión no se repetirán. Por tanto, se deducirán (si es el caso de un ingreso de dinero por devolución del seguro) o se agregarán (si se trata de un gasto extraordinario).
6. Honorarios profesionales extraordinarios: se debe estar atento a los gastos incurridos que no se repetirán en el futuro. Por ejemplo, honorarios legales para una disputa en especial.
7. Reparaciones y mantenimiento: a menudo los dueños de negocios categorizan los gastos de capital como mantenimiento para minimizar los impuestos. Esto puede ayudar para reducir los impuestos por pagar pero a la hora de valorizar daña el valor del negocio. Por lo tanto, se deben revisar y normalizar las cuentas.
8. Otros ingresos y gastos no permanentes: esta categoría está llena de cuentas que se pueden añadir nuevamente al EBITDA. Entonces, se debe prestar atención a esta cuenta y añadir todo lo que no es recurrente. ■