

# **COMPARACIÓN ENTRE LOS MÉTODOS VEA Y FEL EN LA VALORIZACIÓN DE EMPRESAS: SUS BASES CONTABLES**

**Area temática: Finanzas**  
**Alex Medina G., Cecilia Gallegos M <sup>1</sup>.**

## **RESUMEN**

Si bien existe una amplia variedad de métodos que se pueden utilizar para la valorización de empresas, la utilidad y connotación de cada uno es distinta, lo que obliga a ser muy cuidadosos en la elección del método, ya que de ello dependerá la validez y aplicabilidad de los resultados obtenidos con la valoración.

En este sentido, para llegar a determinar qué métodos son los más adecuados para la estimación del valor creado, se deben considerar tres elementos determinantes del valor: la rentabilidad económica esperada, el tiempo en que esta se pueda mantener y el riesgo inherente a esta rentabilidad económica esperada; por tanto, el método de flujo efectivo de libre disposición (FEL) y el de valor económico añadido (VEA) son los únicos que cumplen con las tres condiciones determinantes del valor.

El objetivo de esta ponencia es analizar las diferencias de metodologías en la preparación FEL y VEA, sabiendo que ambos métodos utilizan la información contable. Es con este objetivo que se hará una aplicación a un grupo de empresas del sector alimenticio chileno, con la finalidad de mostrar los distintos resultados que arrojan los métodos analizados.

CONCEPTOS CLAVES: Creación de valor económico, Valor económico, Flujo efectivo de libre disposición, Valor económico añadido

---

<sup>1</sup> Académicos de la Facultad De Ciencias Empresariales, Universidad Del Bío-Bío, [alex@ubiobio.cl](mailto:alex@ubiobio.cl), [cecilia@ubiobio.cl](mailto:cecilia@ubiobio.cl)

## 1.- INTRODUCCIÓN

Aunque existen distintos métodos de valoración de empresas que comparten la filosofía del valor actual neto de rendimientos futuros, conviene destacar dos aproximaciones que son equivalentes para evaluar la actuación empresarial tendiente a la creación de valor: el *método del flujo de efectivo de libre disposición* (FEL), y el *método del valor económico añadido* (VEA).

Estos métodos cumplen con las tres condiciones determinantes del valor, como son la *rentabilidad económica esperada*, *el tiempo* en que esta se pueda mantener y *el riesgo* inherente a esta rentabilidad económica esperada (Martín y Petty: 2001), por lo que permiten medir realmente el valor creado por la empresa.

Este mismo planteamiento es sustentado por destacados autores, entre los que se puede citar a Copeland, Koller y Murrin (1990, 2004), Stewart (2000), Rappaport (1998), López (1999), Gómez-Bezares y Santibáñez (1997), Koller y Mateache (1997), Adserà y Viñolas (1997), Stern, Shiely y Ross (2002), etc.

Un planteamiento similar y muy acertado es el expuesto por Cuervo (1994), el cual indica que, desde el punto de vista de la entidad, *“el único criterio válido, acorde con una situación de equilibrio estable, es maximizar la riqueza conjunta de todos los que poseen un derecho sobre los activos y flujos de caja generados por la empresa”*.

Por ende, si la empresa es capaz de generar, descontada la inversión (I), unos recursos superiores al costo de capital requerido para financiar dicha inversión, se estaría creando valor por la diferencia generada.

Esto implica examinar la empresa desde el modelo de la teoría de la entidad (Medina y González, 2003), por lo que cualquier modificación en esta relación de identidad lleva garantizada la coordinación entre los recursos como inversión (I) y financiación (F).

Al comparar esta identidad en un instante, por ejemplo, en el momento "0":  $I_0 = F_0$ , con la obtenida en otro instante, por ejemplo en el momento "1":  $I_1 = F_1$ , se tiene que la diferencia entre las inversiones y su financiación en ambos instantes es la misma ( $I_1 - I_0 = F_1 - F_0$ ) y en donde toda variación en las inversiones es exactamente igual a la variación obtenida en el financiamiento.

Por tanto, al analizar las variaciones obtenidas en esta relación, es posible identificar los componentes que provocaron esta alteración y, a partir de este hecho, descubrir cuáles de todos ellos son los que realmente están creando valor en la entidad. Naturalmente, un análisis retrospectivo es importante, pero más relevante aun es tener una visión prospectiva de cuáles van a ser las expectativas de rendimiento de estos recursos actuales y adicionales en el futuro.

Este análisis retrospectivo de los recursos como inversión y financiación parte de la información contenida en los estados financieros de la empresa, por lo que se requiere adaptar esta información<sup>2</sup> para poder determinar el FEL o VEA de las mismas (López: 1999).

Reconociendo, entonces, que estos dos métodos son apropiados para la valorización de empresas (Copeland, Koller y Murrin; 2004 y Stewart; 2000), es que surge el interés de exponer su aplicabilidad práctica, partiendo de la información emanada de los estados financieros de las empresas.

Por lo tanto, el objetivo de esta ponencia es analizar las diferencias metodológicas en la preparación FEL y VEA, sabiendo que ambos métodos utilizan la información contable. Para ir mostrando estas diferencias, se hará una aplicación a un grupo de empresas del sector alimenticio chileno (Carozzi, Ipal, Sofruco, Luchetti, Sopraval, Iansa, Jucosa), con la finalidad de mostrar los distintos resultados que arrojan los métodos analizados.

---

<sup>2</sup> Para un estudio mas detallado de la adaptación de la información contable se puede consultar a Medina y Gallegos (2003) o Medina (2002).

## 2.- MÉTODOLÓGÍA EMPLEADA

Para el desarrollo de este estudio, se parte de la información expuesta en los estados financieros de las empresas objeto de análisis, donde cada una de estas empresas es valorada, tanto por el método FEL como por el VEA.

El método FEL parte de la determinación del flujo de efectivo de libre disposición (conocido como FCF, por su sigla en inglés, de free cash flow), que es un término acuñado por Copeland, Koller y Murrin (1990) en su propuesta metodológica para la valoración de empresas. Este consiste en la determinación del FEL de cada uno de los años incluidos en la estrategia de la empresa y en su posterior actualización, considerando la tasa de costo promedio ponderado de capital (Medina y Gallegos; 2003).

El método del valor económico añadido, VEA, (Economic Value Added, EVA) fue creado por la consultora Stern Stewart & Co. para la valoración de empresas y parte de la consideración de la rentabilidad frente al costo de capital sobre un capital inicial, que al ser proyectado y descontado al valor actual, permite determinar el valor de mercado que la dirección superior ha generado o destruido del capital utilizado (Stewart: 2000).

Esta comparación metodológica implicó desarrollar los métodos a cada una de las empresas incluidas en el estudio, analizando paso a paso la información contable requerida y el procedimiento a seguir para obtener el valor económico de esas compañías, tratando de compatibilizar ambas metodologías, según se describe a continuación.

- **Determinación del costo promedio ponderado de capital, CPPC.** Este CPPC<sup>3</sup> considera el riesgo asociado a la inversión, el cual en este caso es consistente con el riesgo asociado al FEL y VEA, como al valor de mercado de la deuda y de los fondos

---

<sup>3</sup> Para un análisis mas en detalle del CPPC se puede consultar, entre otros, a Stewart (2000), Adserà y Viñolas (1997), Brealey y Myers (1998), Suárez (1996), Bueno (1996), Weston y Brigham (1994), Besley y Brigham (2001), De Pablo y Ferruz (2001), Copeland, Koller y Murrin (1990), Pison (2001), Fernández (1999), etc.

propios (Adserà y Viñolas: 1997), por lo que el CPPC obtenido es el mismo para ambos métodos.

$$\text{CPPC} = \left[ \frac{D}{D + FP} \right] * K_d + \left[ \frac{FP}{D + FP} \right] * K_e \quad (1)$$

Siendo:

D = Deuda

K<sub>d</sub> = Costo de la deuda

FP = Patrimonio

K<sub>e</sub> = Costo del patrimonio

- **Determinación del flujo.** Se parte de la base que la empresa tiene una vida indefinida y continua, por lo que en este contexto aparecen dos escenarios, el coyuntural (período pasado o futuro, sobre el cual la empresa es capaz de recabar información útil que le permita generar los flujos de cada período) y el escenario estructural (período posterior al coyuntural, sobre el cual no existe información o los datos son muy inciertos, por lo que para este escenario se determina el valor de continuidad<sup>4</sup>).

La metodología para su obtención difiere entre el método FEL y VEA, lo que se aprecia claramente en la comparación entre el cuadro N° 1 y el cuadro N° 2.

**CUADRO N° 1: FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICION (FEL)**

<b>FEL GENERADO</b>	
BENEFICIO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	BAIT
Impuestos (-)	T
Variación sobre impuestos diferidos (+/-)	TD <sub>v</sub>
BENEFICIO OPERATIVO NETO MENOS IMPTOS AJUSTADOS	BONMIA
Depreciaciones (+)	De
<b>FLUJO EFECTIVO BRUTO</b>	<b>FEB</b>
CIFRA DE NUEVA INVERSIÓN BRUTA DEL PERÍODO (-)	CNIB
Variación Capital de trabajo Neto operativo (+/-)	
Variación en activo fijo (+/-)	
Variación neta otros activos (+/-)	
<b>FLUJO EFECTIVO LIBRE DE LAS OPERACIONES</b>	<b>FEL<sub>o</sub></b>

<sup>4</sup> Adaptando lo indicado por Adserà y Viñolas (1997), el valor de continuidad se obtiene:

$$\text{Para el valor de continuidad del FEL, se tiene: } VC = \left[ \frac{FEL_n * (1 + g)}{CPPC - g} \right]$$

$$\text{Para el valor de continuidad del VEA, se tiene: } VC = \left[ \frac{VEA_n * (1 + g)}{CPPC - g} \right]$$

Flujo efectivo no operacional (+)	FELno
<b>FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPONIBILIDAD GENERADO</b>	<b>FEL</b>
<b>FEL DISTRIBUIDO</b>	
<b>A.- Pagos (cobros) por volumen de inversión-financiación (balance)</b>	
Aumentos (disminuciones) de Inversiones Financieras Temporales (+)	
Disminuciones (aumentos) en deuda financiera (+)	
Disminuciones (aumentos) de patrimonio (+)	
<b>B.- Pagos (cobros) por resultados financieros</b>	
Gastos financieros netos del impuesto de sociedades (+)	
Dividendos repartidos (+)	
Ingresos financieros netos del impuesto de sociedades (-)	
<b>FEL DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES (=)</b>	

Fuente: Adaptado de Copeland, Koller y Murrin (1990)

### CUADRO N°2 VALOR ECONÓMICO AÑADIDO (VEA)

$$\text{VEA} = (\text{TRI} - \text{CPPC}) * \text{Ip} \quad (2)$$

En donde:

$$\text{TRI} = \text{MBE} * \text{RI} * (1 - \text{TIE})$$

$$\text{MBE} = \text{BAI} / \text{V}$$

$$\text{RI} = \text{V} / \text{Ip}$$

$$\text{BAI} = \text{BAIT} + \text{Bno}$$

$$\text{TIE} = (\text{T} \pm \text{TDv} + \text{Ti}) / \text{BAI}$$

Siendo:

TRI = Tasa rendimiento inversión	V = Ventas
MBE = Margen de beneficio de explotación	T = Impuesto
RI = Ratio de rotación de la inversión	BAIT = Beneficio antes de intereses e impuestos
BAI = Beneficio neto de explotación antes de impuesto	Bno = Beneficios no operacionales
Ip = Inversión del periodo inmediatamente anterior	TDv = Variación por impuesto diferido
TIE = Tasa impositiva efectiva sobre los beneficios de explotación	
Ti = Gasto financiero * Tasa de impuesto	

$$\text{VAM} = \sum_{n=1}^{\infty} \left[ \frac{\text{VEA}_t}{(1 + \text{CPPC})^n} \right] + \left[ \frac{\text{VC}}{(1 + \text{CPPC})^n} \right] + \text{CI} \quad (3a)$$

Para el caso del VEA, se determina el valor añadido de mercado, VAM (también conocido como MVA por su sigla en inglés, de market value added):

$$\text{VAM} = \sum_{n=1}^{\infty} \left[ \frac{\text{VEA}_t}{(1 + \text{CPPC})^n} \right] + \left[ \frac{\text{VC}}{(1 + \text{CPPC})^n} \right] + \text{CI} \quad (3b)$$

- **Análisis del valor creado.** Por último, se compara el valor presente obtenido de un período con el determinado para otro período y de la diferencia se obtiene el mayor o menor valor creado por la empresa, a saber:

Para el caso del FEL, se tiene:

$$\begin{aligned} \text{VALOR CREADO} &= \text{VP}_{\text{FEL } 2} > \text{VP}_{\text{FEL } 1} \\ \text{VALOR DESTRUIDO} &= \text{VP}_{\text{FEL } 2} < \text{VP}_{\text{FEL } 1} \end{aligned}$$

Para el caso del VEA, se tiene:

$$\begin{aligned} \text{VALOR CREADO} &= \text{VAM}_2 > \text{VAM}_1 \\ \text{VALOR DESTRUIDO} &= \text{VAM}_2 < \text{VAM}_1 \end{aligned}$$

### 3.- RESULTADO DE LA INVESTIGACIÓN

Al estimar el valor económico de un grupo de empresas del sector de alimentos, partiendo de sus estados financieros<sup>5</sup> y rescatados de la base de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros, entre los años 1994 y 2003, se concluyó en que este valor económico era distinto, según fuera el método aplicado, tal como se muestra en el cuadro N° 3.

CUADRO N° 3: VALOR ECONÓMICO EMPRESAS SECTOR ALIMENTOS

EMPRESA	FEL DESCONTADO	VEA DESCONTADO
Carozzi	-22.170.236	21.697.001
Jucosa	51.816.620	-199.330.444
Luchetti	-84.697.360	-20.803.506
Sofruco	-106.936.588	21.115.768
Sopraval	6.488.627	-341.798.811

<sup>5</sup> No se debe perder de vista que los estados financieros se encuentran actualizados como efecto de la corrección monetaria, por lo que previamente hubo que realizar ajustes extracontables para eliminar el efecto de la corrección monetaria en el resultado del ejercicio. Para mayores antecedentes véase Medina y Gallegos (2003).

Iansa	9.794.106	15.219.475
Ipal	3.046.511	-428.125.551
TOTAL	-142.658.319	-932.026.068

De lo expuesto en el cuadro anterior, se visualizan claramente los distintos valores que para una misma empresa se obtienen, según sea el método aplicado. En este sentido, es importante indicar que ambos métodos parten de la misma información contable y utilizan la misma tasa de descuento, por lo que se tiende a pensar que sus resultados deberían ser coincidentes.

Por lo tanto, esta falta de coincidencia nos lleva a analizar los componentes que han hecho posible determinar el valor económico de estas empresas, por lo que a continuación se analizará brevemente cada uno de ellos.

Como se mencionó anteriormente, el valor de la empresa se obtuvo mediante el descuento de los flujos de cada uno de los años estudiados, aplicando la misma tasa de costo promedio ponderado de capital para ambos métodos, cuyo promedio para el sector es de 9,7 por cien.

En este sentido, las diferencias entre ambos métodos están centradas en los flujos obtenidos para cada uno de los años (cuadro N° 4).

Naturalmente, estas discrepancias nacen como consecuencia del procedimiento que cada uno de los métodos establece para su preparación. Para ambos métodos, la información requerida se obtuvo de los estados financieros de las empresas objeto de estudio.

CUADRO N° 4: VEA Y FEL SECTOR ALIMENTICIO

	VEA		FEL	
	TOTAL	PROMEDIO	TOTAL	PROMEDIO
1995	-19.027.051	-2.718.150	-24.688.410	-3.526.916



1996	-52.150.715	-7.450.102	-28.456.472	-4.065.210
1997	-55.063.351	-7.866.193	16.731.535	2.390.219
1998	-74.362.064	-10.623.152	-9.685.370	-1.383.624
1999	-52.106.975	-8.684.496	-51.344.834	-7.334.976
2000	-49.330.254	-8.221.709	-14.171.242	-2.024.463
2001	-67.584.405	-11.264.068	-35.621.336	-5.088.762
2002	-106.360.918	-17.726.820	21.410.447	3.058.635
2003	-66.762.729	-11.127.121	23.625.407	3.375.058

Al centrar nuestro interés en los flujos obtenidos mediante los métodos FEL y VEA, debemos resaltar que ambos partieron de la utilidad operacional (cuadro N° 5) como fuente para generar el flujo respectivo.

CUADRO N° 5: UTILIDAD OPERACIONAL EMPRESAS SECTOR ALIMENTOS

	CAROZZI	IPAL	JUCOSA	LUCHETTI	SOFRUCO	SOPRAVAL	IANSA
1995	115,353	1,659	1,603,825	1,027,472	888,993	1,628,871	19,339,969
1996	-52,875	27,251	1,608,669	892,533	1,348,832	-900,519	448,798
1997	-396,438	123,682	-625,185	801,848	1,521,689	1,274,720	365,744
1998	-706,088	88,109	-188,718	1,197,063	1,611,586	2,752,957	2,322,143
1999	-1,140,598	175,241	1,761,165	-595,000	2,407,602	2,792,624	2,003,744
2000	-387,905	229,176	297,843	-1,920,639	1,543,220	1,824,986	2,676,107
2001	-296,842	372,229	517,995	-936,569	2,223,873	1,232,143	3,914,043
2002	-473,194	257,352	1,228,405	433,777	1,874,875	-1,520,568	649,167
2003	-238,899	284,239	107,994	1,383,992	1,232,674	5,272,754	259,403
TOTAL	-3,577,486	1,558,938	6,311,993	2,284,477	14,653,344	14,357,968	31,979,118

Esta utilidad operacional, en el caso del método FEL, se toma en valores absolutos para obtener el flujo efectivo de libre disposición; en cambio, en el método VEA se utiliza

para generar la tasa de rendimiento de la inversión. Estas diferencias en la metodología se resumen en el cuadro N° 6, en donde se resaltan los aspectos más significativos que marcan la discrepancia entre ambos métodos.

CUADRO N° 6: COMPOSICIÓN DEL VEA Y FEL, PROMEDIO PARA EL SECTOR ALIMENTOS

VEA		FEL	
Utilidad operacional	7.507.595	Utilidad operacional	7.507.595
Tasa impuesto efectiva	-0,4007	Impuesto	-91.926
Margen beneficio Expl.	-0,2282	Variación Impto diferido	-843.095
Tasa rotación inversión	0,7454	Depreciación	8.842.800
Tasa rendimiento Inv.	0,1689	Flujo efectivo bruto	15.415.373
Inversión	59.163.560	Cifra nueva inversión	-20.960.065
CPPC	0,097	FEL operación	-5.544.692
		FEL no operacional	-5.810.894
VEA	-9.520.201	FEL generado	-1.622.227

Al visualizar en particular cada una de las partidas incluidas en el cuadro anterior, surge una variedad de aspectos que son relevantes, por lo cual merecen un análisis más detallado, a saber:

- a) En lo referente al efecto del impuesto a la renta, ambos métodos parten del montante de impuesto<sup>6</sup> incluido en el estado de resultado, al cual se le agrega (cuando el impuesto diferido neto presenta saldo deudor) o deduce (cuando el impuesto diferido neto presenta saldo acreedor) la variación por impuesto diferido para obtener el impuesto a la renta tributario que es, en definitiva, el flujo de egreso real de la empresa y que, por tanto, debe ser considerado en la determinación del flujo neto o de la tasa de rendimiento de la inversión.

<sup>6</sup> Este impuesto a la renta está determinado a partir de la utilidad de la empresa más o menos las diferencias permanentes, o expresado de otra forma, la base contable utilizada para determinar el impuesto a la renta no coincide con la normativa tributaria, siendo la discrepancia entre ambas las diferencias temporarias, las cuales generan el impuesto diferido.

En este evento, la diferencia entre ambos métodos se deberá a que en el caso del FEL se consideran los valores absolutos, en cambio en el VEA se obtiene una tasa efectiva de impuesto, a saber:

- Para el caso del FEL, se debe deducir de la utilidad operacional el impuesto correspondiente a dicha utilidad y no el impuesto que aparece en resultado. Para lograr este fin, se requiere que el impuesto renta determinado y que aparece en resultado, sea aumentado por el impuesto correspondiente a los gastos financieros (partida que constituyó un gasto necesario y, por consiguiente, disminuyó la renta líquida imponible) y disminuido por el impuesto correspondiente a los ingresos financieros (partida que aumentó la renta líquida imponible). No se debe olvidar que la cifra obtenida debe ser aumentada o disminuida por la variación del impuesto diferido.
- En el caso del VEA, se determinó una tasa efectiva de impuesto a partir de la división del valor absoluto del impuesto renta por la utilidad operacional antes de intereses, tal como aparece al final de la fórmula (cuadro N° 2). Este impuesto renta considera el impuesto renta de resultado más (o menos) la variación de impuesto diferido y más el impuesto renta calculado sobre los gastos financieros.

De lo expresado en los dos párrafos anteriores, queda claramente indicado que, si bien en ambos casos se tomaron los datos que aparecían en los estados financieros, hay diferencias de procedimiento y partidas a incluir que explican los diversos valores que en definitiva se han obtenido.

- b) Otro aspecto a considerar es el referente a la inversión, ya que en ambos métodos se ha tomado la inversión que aparece en el balance, particularmente el activo incorporado dependió del procedimiento seguido en cada método:

- En el caso del FEL, se tomó en cuenta la variación que se produjo entre la inversión<sup>7</sup> del año actual con la que había el año anterior, es decir, la nueva inversión bruta. Esta nueva inversión bruta incorporó el capital de trabajo neto operacional más el total activo fijo bruto y el total de otros activos.

Esta variación en el capital de trabajo neto operacional implicó determinar para cada uno de los años el total de activo circulante operacional (total activo circulante menos inversiones financieras temporales) y el total de pasivo circulante operacional (total pasivo circulante menos obligaciones financieras).

- En cambio, en el método VEA se incorpora la inversión neta del año anterior, es decir, el activo neto del período anterior.

En consecuencia, se vuelve a demostrar que, si bien en ambos métodos se parte de la información expuesta en el balance, los valores a considerar son diferentes, lo cual nos lleva de nuevo a otro motivo para explicar las discrepancias de montantes entre ambos métodos.

Aun cuando ambos métodos permiten obtener el flujo generado en cada uno de los años analizados, hay otra diferencia que es relevante comentar y es la referida al hecho de que en el método FEL se establece la igualdad entre el flujo generado y el flujo distribuido (ver cuadro N° 7), aspecto no considerado en el método VEA, ya que en este último solamente se obtiene el flujo generado.

Este hecho puede no ser significativo a simple vista, pero en realidad destaca una gran virtud del método FEL por sobre el VEA, ya que el primero permite comprobar fehacientemente que toda la información contenida en el balance general y estado de resultado ha sido analizada e incorporada en el flujo, tal como se mostró en el cuadro N° 1.

---

<sup>7</sup> En este caso se debe considerar la inversión bruta, pero si se toma la inversión neta, no correspondería

El FEL descansa sobre la misma lógica de la partida doble, pues el flujo efectivo generado es siempre igual al flujo efectivo distribuido a los financiadores, por lo que su resultado produce mayor seguridad, ya que requiere del cumplimiento de esta igualdad.

---

agregar la depreciación al BONMIA

CUADRO N° 7: RESUMEN FEL GENERADO Y FEL DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>FEL GENERADO</b>									
BAIT	23,002,317	3,372,689	3,066,060	7,077,052	7,404,778	4,262,788	7,026,872	2,449,814	8,302,157
(-) Impuesto devengado	2,573,420	298,687	808,938	424,199	1,048,414	-3,763,684	-866,959	280,371	-74,951
Variación Impto. Diferido	131,367	-60,191	-1,441,678	-1,499,774	-2,897,192	621,017	-4,184,793	3,147,684	-1,404,299
BONMIA	20,560,264	1,458,711	1,512,384	5,429,497	1,766,787	8,422,491	3,169,863	4,226,153	6,925,602
Depreciación	7,831,492	9,156,380	7,388,163	8,002,821	8,835,576	8,895,827	9,629,306	9,991,935	9,344,759
FLUJO EFECTIVO BRUTO	28,391,756	12,170,191	8,203,607	13,155,900	12,294,748	17,543,317	13,338,344	15,309,063	16,317,568
Variación de CTNop	24,586,234	-31,684,582	-22,762,241	-9,380,129	21,274,056	24,024,150	-7,153,235	-13,702,685	-17,888,298
Variación Activo Fijo	29,257,982	14,841,638	17,809,186	12,144,961	11,788,815	15,902,379	14,822,153	21,650,813	-4,412,536
Variación neta en otros activos	1,262,149	56,642,946	-2,466,721	-896,802	47,941,219	-11,128,689	37,295,497	-59,473,397	10,283,322
CNIB	53,094,451	42,085,048	-7,342,594	2,047,932	79,825,144	31,979,938	44,997,504	-48,065,349	-14,279,384
FEL de la operación	-20,773,143	-29,914,857	15,546,201	11,107,968	-67,530,396	-14,436,622	-31,659,160	63,374,412	30,596,952
Flujo efectivo no operacional	124,323	1,458,385	1,185,334	-20,793,338	16,185,562	265,380	-3,962,176	-41,963,965	-6,971,545
FEL GENERADO	-24,688,410	-28,456,472	16,731,535	-9,685,370	-51,344,834	-14,171,242	-35,621,336	21,410,447	23,625,407
<b>FEL DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES</b>									
Pagos (cobros) variación balance	-35,230,217	-34,001,680	4,082,226	-34,131,297	-70,725,045	-26,380,499	-51,664,414	-61,924,303	125,895,622
Variaciones en Inv. Temporales	9,506,838	-7,926,721	369,942	-1,049,255	2,698,686	-2,580,290	-45,311	-724,293	5,398,238
Reducciones (aumentos) de deuda	-6,996,735	-1,086,079	2,970,854	-14,777,837	-43,454,186	-6,833,080	-8,678,588	-28,279,477	47,914,591
Reducciones (aumentos) de capital	-38,565,580	-24,988,880	741,430	-18,304,205	-29,969,545	-16,967,129	-42,940,515	-32,920,533	72,582,793
Pagos (cobros) resultados Financ.	8,819,905	9,670,442	12,199,641	25,023,201	18,874,323	13,234,060	15,734,854	82,859,770	-103,276,839
(-) Ingr. Financ. Después de Impto.	4,081,244	6,718,715	4,209,902	5,625,342	3,407,053	5,730,005	5,970,828	5,580,103	4,757,344
Gastos Financ. Después de Impto.	5,473,745	8,012,835	6,853,786	8,697,484	7,456,088	10,464,786	10,880,789	11,358,671	9,977,139
Dividendos	7,427,406	8,376,322	9,555,758	21,951,060	14,825,289	8,499,279	10,824,893	77,081,201	-108,496,632
FEL APLICADO	-24,688,410	-28,456,472	16,731,535	-9,685,370	-51,344,834	-14,171,242	-35,621,336	21,410,447	23,625,407

## CONCLUSIONES

La valoración de un activo en particular, o de toda una organización, puede ser realizada financieramente de acuerdo con la corriente de efectivo que generará a lo largo de su vida, por lo que resulta importante, a la hora de valorar una empresa, explorar la capacidad que esta tendrá para generar flujos que puedan utilizarse libremente, lo que justifica la aplicabilidad de los métodos FEL y VEA.

Los métodos FEL y VEA representan una propuesta muy relevante en la valorización de empresas, de mucha utilidad en la actualidad, y que utilizan como insumo la información proveniente de los estados financieros.

Ambos métodos parten de la utilidad operacional como base en la generación del flujo, sin embargo, mientras el FEL considera la utilidad como un valor absoluto, el VEA la utiliza para obtener una tasa de rendimiento.

Otro aspecto a destacar es el referido a la inversión, en la que en el FEL se determina la variación de la inversión entre el año actual y el anterior. Esta inversión está constituida por el activo fijo bruto, el capital de trabajo neto operacional y los otros activos. En cambio, el VEA utiliza la inversión neta del año anterior.

Otra diferencia está en el hecho de que el FEL establece la igualdad entre el FEL generado y el FEL distribuido, lo que implica utilizar toda la información expuesta en el balance y estado de resultado, en cambio en el VEA solamente se obtiene el flujo generado, por ende, utiliza solo alguna información del balance y estado de resultado.

De acuerdo a lo anterior, el método de flujo de efectivo de libre disposición da mayor seguridad y confianza a la hora de elegir un método de valorización de empresas, puesto que utiliza la misma lógica de la partida doble.

Por último, la aplicación de estos métodos a un grupo de empresas del sector de alimentos permitió establecer que estas compañías no han generado valor económico en el período analizado, tanto por el método FEL como por el VEA. En todo caso, entre ambos métodos se presentaron valores distintos, como consecuencia de la metodología seguida en cada uno.

## BIBLIOGRAFIA

- ADSERA, X. y VIÑOLAS, P. (1997), "*Principios de valoración de empresas*", Editorial Deusto, Barcelona.
- BESLEY y BRIGHAM, (2001), "*Fundamentos de administración financiera*", Editorial Mc Graw Hill, México.
- BREALEY, R. y MYERS, S. (1998): "*Fundamentos de financiación empresarial*", Editorial Mc Graw, cuarta edición, Madrid.
- BUENO, E. (1996): "*Economía de la empresa. Análisis de decisiones empresariales*", Editorial Pirámide, Madrid.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. (1990), "*Valuation: measuring and managing the value of companies*", Editorial John Wiley & Sons, Nueva York.
- ---- (2004), "Valoración, medición y gestión del valor, Editorial Deusto, Bilbao.
- CUERVO (1994), "*Análisis y planificación financiera de la empresa*", Editorial Civitas, Madrid.
- DE PABLO y FERRUZ (2001), "*Finanzas de empresas*", Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.
- FERNANDEZ, P. (1999), "*Valoración de Empresas*", Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- GÓMEZ-BEZARES, F. y SANTIBÁÑEZ, J. (1997), "Cálculo y gestión del valor de la empresa", *Boletín de estudios económicos*, volumen LII, N° 162, páginas 429 a 457
- KOLLER, T. y MATEACHE, P. (1997), "Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM)", *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LII, N° 162, páginas 409 a 428.



- LÓPEZ, F. (1999), “La dirección de negocios orientada a la creación de valor”, *Harvard-Deusto Business Review*, número 89, p. 68 a 77.
- MARTÍN, J., y PETTY, J. (2001): “*La gestión basada en el valor*”, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- MEDINA, A. (2002), “Gestión de valor económico: aplicación de un modelo para conocer el valor creado por una empresa”, *Encuentro nacional de facultades de administración* (ENEFA), Talca, Chile.
- MEDINA, A. y GONZÁLEZ, J. (2002), “Valorización de empresas: Determinación del valor creado por una empresa”, *VIII Jornadas de trabajo sobre Análisis Contable*, organizado por la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad, Valladolid, España.
- MEDINA, A. y GALLEGOS, C. (2003), “Metodología de preparación del flujo de efectivo de libre disposición a partir de los estados finales de contabilidad”, *Revista Contabilidad y Auditoría*, N° 136 Pág 63, Santiago
- PISÓN, I. (2001): “*Dirección y gestión financiera de la empresa*”, Editorial Pirámide, Madrid.
- RAPPAPORT, A. (1998), “*La creación de valor para el accionista*”, Editorial Deusto, Bilbao.
- STERN, J., SHIELY, J. y ROSS, I. (2002): “*El reto del EVA*”, Editorial Gestión 2000, Barcelona
- STEWART, G. (2000), “*En busca del valor*”, editorial Gestión 2000, Barcelona
- SUÁREZ, A. (1996): “*Decisiones óptimas de inversión y financiación de la empresa*”, Editorial Pirámide, Madrid.
- WESTON, J. y BRIGHAM, E. (1994): “*Fundamentos de administración financiera*”, Editorial Interamericana, Madrid.