

EBITDA, ¿ES UN INDICADOR FINANCIERO CONTABLE DE AGREGACIÓN DE VALOR?

EBITDA, IS A MEASURE OF SURPLUS VALUE CREATED?

Carmen A. Bastidas Méndez¹

RESUMEN

En los últimos años se ha observado una amplia utilización del indicador EBITDA (Earnings before interest taxes depretiation and amortization). Por otra parte, la agregación de valor es el aspecto fundamental para los dueños de las empresas. El objetivo de este trabajo es responder, en forma muy simple por ahora, a la pregunta de si la evolución de este indicador en el tiempo constituiría o no un indicador de agregación de valor.

Para cumplir con este objetivo, se seleccionó a una muestra de las empresas que integraban el Índice de Precios Selectivo de Acciones, IPSA, para un período de cinco años, años 2000 a 2004, para las cuales estuviera disponible la información sobre *Economic Value Added*, EVA. Luego, se comparó EBITDA, Margen EBITDA y EVA.

Los resultados alcanzados en el estudio, permiten responder en forma preliminar que EBITDA podría dar una señal de agregación de valor, si se le considera como Margen EBITDA.

Palabras clave: indicador financiero contable, agregación de valor, EBITDA, EVA

EBITDA, is a measure of surplus value created?

ABSTRACT

Over the last years EBITDA (Earnings before interest taxes depretiation and amortization) has been widely used as an financial indicator. On the other hand, the creation of surplus value is a central issue for the owners of corporations. This paper pretends, in a very simple way, answers the question, if the evolution of EBITDA can o cannot be considered as an a measure of surplus value created.

In order to reach the proposed aim, a sample of chilean corporations was selected. The selected corporations were those of Selective Index Price of Shares for which was available information about *Economic Value Added* EVA, for a period of five years, from 2000 to 2004. Then, it was done a comparation of EBITDA, EBITDA Margin and EVA.

The results reached in the study allow to answer in a preliminary way that EBITDA might give a sign of surplus value created, if it is considered as Margin EBITDA.

Keywords: financial ratio, value added, EBITDA, EVA

¹ Magister en Finanzas, Universidad de Chile, Académica Universidad Santo Tomás. Área de desarrollo: Finanzas. cbastidas@ust.cl

INTRODUCCIÓN

PRESENTACIÓN y JUSTIFICACIÓN

El interés en presentar este tema al análisis y discusión, en un encuentro de especialistas del área de la Contabilidad, se fundamenta en la amplia utilización de este indicador en los últimos años y en el interés en responder, en forma muy simple en este trabajo, a la pregunta de si este indicador constituiría o no un indicador de agregación de valor.

En los últimos años se ha apreciado una especial preocupación en conocer y difundir el nivel alcanzado por este indicador, tanto de parte de los ejecutivos financieros y analistas financieros externos, como de la prensa especializada. Esta preocupación se hace evidente en forma pública, cada vez que se difunden los estados financieros trimestrales de las sociedades anónimas que los presentan a la Superintendencia de Valores y Seguros. Por supuesto que esta preocupación también está presente al interior de la empresa, donde la administración le sigue la pista al nivel de este indicador, con una periodicidad más continua, tanto en términos totales, como también por unidades de negocios, en el caso de las grandes empresas.

OBJETIVOS

1. Presentar las ventajas y desventajas de la utilización de este indicador y de él en comparación con el Margen EBITDA.
2. Presentar a discusión los resultados de rankear a las empresas según EBITDA, cuestión ampliamente utilizada por la prensa especializada.
3. Responder a la pregunta, en forma muy simple por ahora, de si EBITDA constituiría o no un indicador de agregación de valor.
4. Motivar investigaciones posteriores sobre los temas planteados en este trabajo.

ESTRUCTURA DE DESARROLLO DEL TRABAJO

1. Presentación de la definición del EBITDA.
2. Limitaciones del indicador.
3. Descripción del Margen EBITDA y de sus ventajas sobre el uso de EBITDA.

4. Estudio de un grupo de empresas chilenas. Selección de la muestra y presentación la muestra misma.
5. Presentación de resultados obtenidos.
6. Conclusiones

METODOLOGÍA EMPLEADA

Se efectuó una revisión bibliográfica sobre el tema y se tomó un período de 5 años para mostrar el nivel de EBITDA generado por un grupo de empresas chilenas y del Margen EBITDA para el mismo período y grupo de empresas.

Se compararon luego los rankings resultantes de ordenar a las empresas del grupo utilizando el indicador EBITDA y el indicador Margen EBITDA.

Luego, se comparó la evolución del Margen EBITDA y del EVA para el período en estudio y para el grupo de empresas de la muestra, para presentar finalmente las conclusiones.

DESARROLLO DEL TEMA

1. Definición del EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, y en español, con la modificación utilizada en Chile, RAIIDAIE, Resultado antes de Intereses, Impuestos, Depreciación, Amortización e Ítemes Extraordinarios, se ha convertido en un indicador financiero contable muy utilizado por los analistas financieros ya que estiman que daría información de mejor calidad en cuanto al funcionamiento del área de negocios en la que participa la empresa, en comparación con la información que se obtiene mirando sólo el resultado del ejercicio.

Se le considera una medida de rentabilidad y por lo tanto un indicador que permite aproximarse al valor de una empresa. Se calcula a partir del Resultado de Explotación de la empresa, antes de considerar rebajas y o aumentos según sea el caso, por concepto de intereses, depreciación, amortización de intangibles, ítemes extraordinarios y el impuesto sobre la renta.

En adelante en el trabajo, se utilizará indistintamente el término EBITDA y RAIIDAIE, pero se le dará preferencia al término EBITDA por ser más ampliamente utilizado, en el ámbito financiero contable.

¿Por qué tomar la utilidad antes de intereses, de depreciación y de amortización de intangibles y de impuestos?

- Antes de intereses: porque si la empresa se ve enfrentada al pago de intereses ello se debe a que la estructura de capital elegida la lleva a adoptar una política de financiamiento que implica un cierto nivel de endeudamiento. Es el nivel de endeudamiento y las tasas de interés vigentes, lo que origina este pago y ello no está en relación con el negocio mismo de la empresa ni con las operaciones que constituyen su razón de ser y su fuente principal de ingresos.

- Antes de depreciación y de amortización de intangibles: la razón es que ambos ítemes están en relación con el valor libros de los activos que los originan, no constituyendo flujos de caja y lo que se pretende con este indicador es tener una aproximación al flujo de caja generado por las operaciones de la empresa.

- Antes de impuestos: por una parte, porque cuánto se pague de impuestos depende, además de los ingresos, tanto de costos y gastos relacionados con las operaciones mismas de la empresa, como también con otros ítemes, en general no propiamente operacionales, tales como los intereses y, los ingresos y gastos fuera de la explotación. Por otra parte, porque interesa el flujo de caja generado por las operaciones, que estará disponible para remunerar a los dueños y también para pagar posteriormente los impuestos. Finalmente, porque el nivel de impuestos también está relacionado con el nivel de deuda de la empresa (aspecto no operacional como ya se expresó) y con el nivel de depreciación y amortización de intangibles.

La literatura especializada (Grinblatt-Titman, 2002) plantea que EBITDA puede utilizarse para analizar la rentabilidad entre compañías e industrias porque elimina los efectos del financiamiento y de las decisiones relacionadas con la contabilidad tales como la depreciación y la amortización de intangibles. Agregan que es necesario tener precaución con la concepción errónea de considerar que EBITDA representa un flujo de caja propiamente tal. Constituye sólo una aproximación al flujo de caja y por lo tanto una buena métrica para evaluar la rentabilidad.

Tratándose de un indicador obtenido a partir de los datos que dan los estados financieros es útil recordar que éstos permiten obtener información sobre el desempeño financiero pasado de las empresas, (Bodie y Merton, 1999), y por lo tanto de sus ejecutivos a cargo de las áreas que tendrán mayor impacto en los resultados financieros. Pero también

es necesario tener presente que al utilizar indicadores como medidas de desempeño, deberán elegirse correctamente y según las áreas de decisión de cada quien (Chew, Donald H. Jr., 2001). Esto cobra especial relevancia y actualidad en el caso de las grandes empresas chilenas que utilizan el EBITDA por áreas de negocios y, en las cuales es posible observar que, en algunos casos, los ejecutivos a cargo no necesariamente tienen autoridad sobre todos los aspectos que impactan en el EBITDA. Aunque ello es materia de otro estudio, vale la pena mencionarlo aquí.

2. Limitaciones del indicador EBITDA

Cuando se empezó a utilizar el EBITDA en los años 80, se le consideraba como indicador de la capacidad de la empresa para pagar los servicios de deuda. Pero, a medida que se avanzó en su uso, se ha llegado a reconocer este error y se tiene muy presente sus limitaciones, listadas en forma muy pedagógica y simple por Moody's Investors Service, de las cuales las más importantes son las siguientes:

1. EBITDA ignora los cambios en el capital de trabajo y sobrestima los flujos de caja en períodos de crecimiento del capital de trabajo.
2. Puede ser una medida confusa de liquidez.
3. No considera el monto de reinversión requerida.
4. No indica nada acerca de la calidad de las utilidades.
5. Utilizada por sí sola es una medida inadecuada para la adquisición de una empresa, utilizando valoración por múltiplos.
6. Ignora la distinción en la calidad de los flujos de caja resultantes de políticas contables. No todos los ingresos constituyen caja.
7. No es un denominador común si hay normas contables diferentes.
8. Ofrece protección limitada si se usa en cláusulas de contratos de deuda (covenants).

A pesar de estas limitaciones, que las tiene como cualquier indicador financiero, se estima que vale la pena hacer una revisión del nivel de este indicador en una muestra de empresas chilenas y considerar que nunca un indicador financiero por sí solo puede decirlo todo sobre la gestión de una empresa.

3. Descripción del Margen EBITDA y de sus ventajas sobre el uso de EBITDA.

“EBITDA/ingresos de Explotación (Ventas) o Margen de EBITDA, es un indicador de desempeño operacional ya que permite tener una idea acerca de la parte de los ingresos generados por las operaciones de la empresa que se destinarán a cubrir el costo de capital asociado a la generación de los bienes o servicios de la empresa, una vez que se le hayan restado los costos de operación (sin considerar la depreciación).” (Análisis Razonado Compañía de Telecomunicaciones de Chile, junio 2005).

“Se estima que el EBITDA es una buena aproximación al flujo de caja antes de inversiones, y no se ve afectado por las políticas de depreciación de cada empresa, que pueden ser distintas en cada una de ellas o por los errores o aciertos en las inversiones y sus depreciaciones históricas. El calcular el margen sobre ventas determina qué parte de los ingresos queda libre para pagar las inversiones de capital.” (Análisis Razonado ya citado)

“Cabe hacer presente, que dicho indicador, al focalizarse en la parte de los ingresos destinada a remunerar el costo de capital de los activos, permite independizar las comparaciones del desempeño de las empresas, de la eficiencia que éstas tengan en el ámbito de su gestión financiera, según la cual una parte de dicha remuneración se destina a remunerar los pasivos de la empresa y otra a remunerar el patrimonio de los accionistas.” (Análisis Razonado ya citado)

Se estima que las citas incluidas, exponen y resumen muy bien lo relativo al Margen EBITDA.

4. Estudio de un grupo de empresas chilenas

Presentación del criterio de selección de la muestra de empresas y de la muestra misma.

Partiendo de la premisa que aquellas empresas que integran el Índice de Precio Selectivo de Acciones, IPSA, grupo de 40 empresas con alta presencia bursátil, son mejor valoradas por los inversionistas, y que es precisamente por esa razón que integran ese grupo, se tomó esa lista para llegar a conformar el grupo de empresas con las cuales trabajar, adoptando además otros criterios para la selección definitiva. La lista fue la que estaba vigente durante el año 2004.

Los otros criterios fueron los 3 siguientes:

1. Descartar bancos, administradoras de fondos de pensiones y sociedades de inversiones, por tratarse de sociedades con áreas de negocios muy diferentes de las del resto de las empresas incluidas. Está claro en todo caso, que tratándose de otro tipo de estudios y de uno que tuviera objetivos más amplios que éste, podría incluirse a todas las empresas, sin descartar a ninguna de las incluidas en este grupo.
2. Trabajar sólo con estados financieros individuales. Por lo tanto, si para alguna de las empresas sólo se contaba con estados financieros consolidados, ella se descartó. También se utilizó ese criterio si no había una empresa que fuera “la” empresa representativa del grupo que contara con estados financieros individuales o en el caso en que habiéndola, se tratara de una empresa con integración vertical (caso de Empresas CMPC por ejemplo).
3. Para cada una de las empresas consideradas debería contarse con información sobre EVA, según el estudio de Econsult, “Desempeño empresarial chileno 2004”, del mes de abril de 2005. Si no era así la empresa se descartó.

LISTADO DE EMPRESAS INTEGRANTES DEL IPSA DURANTE EL AÑO 2004

Las 40 empresas de IPSA, con su Nemotécnico de la Bolsa de Comercio de Santiago	Nombre de la empresa considerada en este trabajo
1. AGUAS	Aguas Andinas S.A
2. ANDINA- A	Embotelladora Andina S.A.
3. ANDINA – B	
4. ANTARCHILE	No se consideró
5. BESALCO	Besalco
6. BSANTANDER	No se consideró
7. CAP	No se consideró
8. CEMENTOS	Cementos Bío-Bío S.A.
9. CERVEZAS	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
10. CGE	Compañía General de Electricidad S.A.
11. CHILE	No se consideró

12. CMPC	No se consideró
13. COLBUN	Colbún S. A.
14. CONCHATORO	Viña Concha y Toro S.A.
15. COPEC	No se consideró
16. CORPBANCA	No se consideró
17. CREDITO	No se consideró
18. CTC -A	Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.
19. CUPRUM	No se consideró
20. D&S	Distribución y Servicios D&S S.A.
21. EDELNOR	Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A
22. ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad S.A.
23. ENERSIS	No se consideró
24. ENTEL	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.
25. ESVAL - A	Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.
26. FALABELLA	S.A.C.I. Falabella
27. IANSA	Empresas IANSA S.A.
28. INFORSA	Industrias Forestales S.A.
29. LAN	LAN Chile S.A.
30. MADECO	MADECO S.A.
31. MASISA	No se consideró
32. ORO BLANCO	No se consideró
33. PARIS	Almacenes París Comercial
34. PROVIDA	No se consideró.
35. QUIÑENCO	No se consideró
36. SAN PEDRO	Viña San Pedro S.A.
37. SM - CHILE B	No se consideró
38. SOQUICOM	Soquimich Comercial S.A.
39. SQM - B	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.
40. TERRANOVA	No se consideró

La lista definitiva de empresas incluidas en el trabajo fue la que se indica:

- | | |
|---|---|
| 1. Aguas Andinas S.A | 13. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. |
| 2. Embotelladora Andina S.A. | 14. Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A. |
| 3. Besalco S.A. | 15. S.A.C.I. Falabella |
| 4. Cementos Bío-Bío S.A. | 16. Empresas IANSA S.A. |
| 5. Compañía Cervecerías Unidas S.A. | 17. Industrias Forestales S.A. |
| 6. Compañía General de Electricidad S.A. | 18. LAN Chile S.A. |
| 7. Colbún S. A. | 19. MADECO S.A. |
| 8. Viña Concha y Toro S.A. | 20. Viña San Pedro S.A. |
| 9. Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A. | 21. Soquimich Comercial S.A. |
| 10. Distribución y Servicios D&S S.A. | 22. Sociedad Química y Minera de Chile S.A. |
| 11. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A | 23. Almacenes París Comercial |
| 12. Empresa Nacional de Electricidad S.A. | |

5. Presentación de resultados obtenidos

Para cada una de las 23 empresas de la muestra, se presenta en la Tabla N° 1 el EBITDA calculado por las empresas a diciembre de cada año, y que fue aquél presentado en el Análisis Razonado de sus estados financieros. Se agregó, en la última columna, el cálculo del porcentaje de variación en el período.

Interesa enfatizar aquí, una vez más que, EBITDA es una aproximación a los flujos de caja que pueden generar las operaciones de una empresa, pero que no es un flujo de caja en sí y que constituye una medida del desempeño operacional de la empresa.

Como se puede observar en esta tabla la empresa con

mejor evolución fue LAN Chile S.A, con un crecimiento de 422,7% en el período 2000 a 2004 y la empresa con desempeño más pobre fue Empresas IANSA S.A. con una disminución de 131,2 %.

Las empresas del grupo muestran una evolución (aumentos o disminuciones) muy disímil en el período y obviamente también niveles de EBITDA muy diferentes entre sí, ya que se trata de empresas de muy diferentes tamaños. Por el hecho de formar parte del grupo de empresas que componen el IPSA, se supone que estas compañías son mejor valoradas en relación a otras que no forman parte de este grupo, entonces si no todas ellas exhiben un buen comportamiento en términos de la evolución de EBITDA es porque, obviamente, hay otras variables que no están capturadas por el EBITDA y que explicarían esta mejor valoración.

TABLA N° 1 EBITDA EN MILLONES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2004

Resultado antes de Intereses, Impuestos, Depreciación, Amortización e Ítemes extraordinarios (RAIIDAIE)

Empresa individual/año	Millones de \$ de 2004					Porcentaje de variación 2000 a 2004
	Resultado antes de Intereses, Impuestos, Depreciación, Amortización e Ítemes extraordinarios (RAIIDAIE)					
	2000	2001	2002	2003	2004	
LAN Chile S.A.	27.507	40.771	59.841	95.215	143.789	422,7%
MADECO S.A.	-5.175	-34.199	-29.305	3.583	13.389	358,7%
Besalco S. A.	3.087	3.572	2.479	4.576	7.311	136,8%
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	120.750	181.285	201.818	294.803	240.290	99,0%
Soquimich Comercial S.A.	4.053	3.915	5.285	4.111	8.032	98,2%
Colbún S. A.	52.095	73.264	100.726	106.792	96.668	85,6%
Aguas Andinas S.A	71.100	74.019	93.395	103.150	116.918	64,4%
Viña Concha y Toro S.A.	21.435	22.355	46.747	29.235	34.780	62,3%
Distribución y Servicios D&S S.A.	12.272	9.153	15.650	20.522	19.607	59,8%
Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	26.746	26.366	30.714	32.132	40.483	51,4%
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	31.429	34.643	23.405	29.335	45.017	43,2%
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	49.700	62.122	49.082	78.568	70.371	41,6%
S.A.C.I. Falabella	26.275	28.406	39.502	42.276	36.908	40,5%
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	85.116	95.216	116.777	132.063	115.713	35,9%
Almacenes París Comercial S.A.	18.500	21.398	27.608	28.370	23.245	25,6%
Cementos Bío Bío S.A.	6.783	7.106	5.077	6.889	7.238	6,7%
Embotelladora Andina S.A.	41.661	48.192	49.022	69.498	41.158	-1,2%
Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	239.145	246.420	241.418	228.789	227.737	-4,8%
Industrias Forestales S.A.	21.753	27.574	13.827	11.830	17.978	-17,4%
Compañía General de Electricidad S.A.	82.249	79.514	78.560	65.499	67.779	-17,6%
Viña San Pedro S.A.	8.398	12.844	13.318	6.174	6.677	-20,5%
Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	24.756	23.627	18.837	80.189	17.289	-30,2%
Empresas IANSA S.A.	20.739	22.778	16.578	1.183	-6.474	-131,2%

Para estudios futuros, es necesario plantearse también la pregunta de si habrá otras empresas que no integran este grupo pero que sin embargo muestren mejor comportamiento que las empresas incluidas en él, en cuanto a la evolución de este indicador, que es realmente uno que da cuenta del

desempeño a través del tiempo.

Para cada uno de los años considerados se muestra en la tabla que sigue, a la empresa con mayor y menor nivel de EBITDA.

TABLA N° 2 EMPRESAS CON MAYOR Y MENOR NIVEL EBITDA EN CADA AÑO

Año	Mayor nivel de EBITDA	Menor nivel de EBITDA
2000	Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A	MADECO S.A.
2001	Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A	MADECO S.A.
2002	Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A	MADECO S.A.
2003	Empresa Nacional de Electricidad S.A.	Empresas IANSA S.A
2004	Empresa Nacional de Electricidad S.A.	Empresas IANSA S.A

MARGEN EBITDA

Se mantiene la Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A y Madeco con mayor y menor nivel de EBITDA en los años 2000 a 2003 y la Empresa Nacional de Electricidad en los 2 años siguientes. Por el tamaño de ambas empresas era dable esperar que así pudiera ocurrir.

Además, es necesario enfatizar en que aún cuando para los interesados en una empresa específica es importante el nivel de EBITDA generado por esa empresa, es necesario utilizar otro indicador en relación con éste para obtener conclusiones con mayor base de apoyo, sobre la eficiencia en la gestión de la empresa, este indicador es el Margen EBITDA.

Debido a que se hace necesario utilizar un indicador que permita obtener conclusiones sobre la eficiencia de la gestión operacional de la empresa, y efectuar comparaciones entre empresas de diferente tamaño y de diferentes áreas de negocios, se recurre entonces al Margen EBITDA que divide el EBITDA por los Ingresos de Explotación, indicando entonces cuántos pesos de resultados antes de intereses, impuestos, depreciación, amortización e ítemes extraordinarios fue posible que la empresa generara por cada peso de ventas realizado.

A continuación se presenta la Tabla N° 2 con los resultados obtenidos por cada empresa de la muestra, en cada uno de los años considerados, según los cálculos realizados por la autora.

TABLA N° 3 MARGEN EBITDA, EBITDA / INGRESOS DE EXPLOTACIÓN
AÑOS 2000 A 2004

Empresas	RAIDAIE / Ingresos de Explotación,					Promedio 5 años	Ptos. Porc. de aum. (dism.)en el período
	porcentaje						
	2000	2001	2002	2003	2004		
Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	19,2%	21,4%	25,3%	15,3%	155,4%	28,2%	136,27
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	78,6%	117,2%	88,7%	160,4%	142,2%	117,4%	63,64
Compañía General de Electricidad S.A.	74,1%	57,4%	49,1%	38,7%	125,7%	69,0%	51,67
Besalco S. A.	9,3%	11,0%	12,3%	46,9%	53,7%	26,6%	44,47
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	41,3%	35,4%	62,2%	60,9%	71,4%	54,2%	30,16
MADECO S.A.	-6,5%	-39,5%	-32,6%	3,9%	9,8%	-13,0%	16,25
Cementos Bío Bío S.A.	19,7%	24,9%	22,8%	31,9%	34,9%	26,8%	15,19
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	34,2%	36,8%	36,9%	48,6%	48,8%	41,0%	14,69
Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	56,9%	55,4%	56,7%	56,8%	70,0%	59,2%	13,12
LAN Chile S.A.	4,3%	6,2%	9,6%	13,4%	16,3%	10,0%	12,06
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	56,0%	61,6%	58,5%	81,8%	60,5%	63,7%	4,47
Aguas Andinas S.A	70,5%	69,1%	67,7%	70,7%	73,6%	70,3%	3,13
Soquimich Comercial S.A.	7,3%	6,7%	8,1%	5,0%	9,1%	7,2%	1,83
Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	52,8%	54,9%	56,4%	54,8%	53,5%	54,5%	0,69
S.A.C.I. Falabella	6,8%	7,0%	8,5%	9,0%	7,0%	7,7%	0,26
Distribución y Servicios D&S S.A.	3,8%	2,9%	3,0%	3,3%	3,7%	3,4%	-0,13
Almacenes París Comercial S.A.	6,6%	7,3%	7,9%	8,4%	6,3%	7,3%	-0,25
Viña Concha y Toro S.A.	24,3%	24,2%	41,4%	23,7%	24,0%	27,5%	-0,34
Embotelladora Andina S.A.	24,1%	28,4%	26,1%	37,3%	21,8%	27,5%	-2,28
Viña San Pedro S.A.	16,2%	20,0%	17,2%	8,8%	9,2%	14,3%	-7,04
Industrias Forestales S.A.	36,8%	41,6%	21,2%	19,7%	26,9%	29,2%	-9,93
Empresas IANSA S.A.	7,5%	7,2%	5,4%	0,5%	-2,8%	3,6%	-10,31
Colbún S. A.	59,6%	55,7%	54,4%	53,1%	42,7%	53,1%	-16,89

En este caso también se aprecia que las empresas del grupo muestran comportamientos y evolución muy disímiles, pero ahora sí es posible realizar comparaciones válidas porque se ha escalado en relación a una variable, en este caso, los ingresos de explotación.

La empresa con mejor evolución del Margen EBITDA en

el período fue Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. con un 136,27 % y la empresa con una evolución más pobre fue Colbún S.A, con una disminución de 16,89%

Para cada uno de los años considerados se muestra en la tabla que sigue, a la empresa con mayor y menor nivel de Margen EBITDA.

TABLA N° 4 EMPRESAS CON MAYOR Y MENOR MARGEN EBITDA EN CADA AÑO

Año	Mayor nivel de Margen EBITDA	Menor nivel de Margen EBITDA
2000	Compañía Cervecerías Unidas S.A	MADECO S.A.
2001	Compañía Cervecerías Unidas S.A	MADECO S.A.
2002	Compañía Cervecerías Unidas S.A	MADECO S.A.
2003	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	Empresas IANSA S.A.
2004	Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	Empresas IANSA S.A

Al comparar esta tabla con la Tabla N° 2 queda en evidencia las diferencias que se producen en los rankings, dependiendo de si se ordena por EBITDA o por Margen EBITDA. Hay que tener en consideración que es este último indicador, como ya se ha expresado, el que da una idea más precisa, acerca de la gestión operacional de la empresa, en cuanto a su eficiencia.

Para reforzar la idea de que los rankings deben elaborarse y utilizarse cuidadosamente, se presentan a continuación, para dos de los años considerados, el primero, año 2000 y, el último, año 2004, una comparación de ellos, elaborados en base al nivel de EBITDA generado y en base al Margen EBITDA.

TABLA N° 5 COMPARACIÓN DE RANKINGS AÑO 2000

Ranking según Monto EBITDA año 2000 en millones de pesos (MM\$) (actualizado a pesos de 31 diciembre 2004)		Ranking según Margen EBITDA año 2000 EBITDA / Ingresos de Explotación	
Empresas	MM\$	Empresas	%
1. Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	239.145	1. Compañía Cervecerías Unidas S.A.	78,6%
2. Empresa Nacional de Electricidad S.A.	120.750	2. Compañía General de Electricidad S.A.	74,1%
3. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	85.116	3. Aguas Andinas S.A	70,5%
4. Compañía General de Electricidad S.A.	82.249	4. Colbún S. A.	59,6%
5. Aguas Andinas S.A	71.100	5. Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	56,9%
6. Colbún S. A.	52.095	6. Empresa Nacional de Electricidad S.A.	56,0%
7. Compañía Cervecerías Unidas S.A.	49.700	7. Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	52,8%
8. Embotelladora Andina S.A.	41.661	8. Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	41,3%
9. Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	31.429	9. Industrias Forestales S.A.	36,8%
10. LAN Chile S.A.	27.507	10. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	34,2%
11. Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	26.746	11. Viña Concha y Toro S.A.	24,3%

12. S.A.C.I. Falabella	26.275	12. Embotelladora Andina S.A.	24,1%
13. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	24.756	13. Cementos Bío Bío S.A.	19,7%
14. Industrias Forestales S.A.	21.753	14. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	19,2%
15. Viña Concha y Toro S.A.	21.435	15. Viña San Pedro S.A.	16,2%
16. Empresas IANSA S.A.	20.739	16. Besalco S. A.	9,3%
17. Almacenes París Comercial S.A.	18.500	17. Empresas IANSA S.A.	7,5%
18. Distribución y Servicios D&S S.A.	12.272	18. Soquimich Comercial S.A.	7,3%
19. Viña San Pedro S.A.	8.398	19. S.A.C.I. Falabella	6,8%
20. Cementos Bío Bío S.A.	6.783	20. Almacenes París Comercial S.A.	6,6%
21. Soquimich Comercial S.A.	4.053	21. LAN Chile S.A.	4,3%
22. Besalco S. A.	3.087	22. Distribución y Servicios D&S S.A.	3,8%
23. MADECO S.A.	-5.175	23. MADECO S.A.	-6,5%

Para este mismo año 2000 se presenta en la tabla que sigue, las diferencias en los lugares, para las tres primeras y para las tres últimas empresas de cada uno de los ranking.

Tabla N° 6 Comparación de lugares en ranking según Monto EBITDA y según Margen EBITDA, Año 2000

Lugar en el Ranking según Monto EBITDA	Lugar en el Ranking según Margen EBITDA	Lugar en el Ranking según Margen EBITDA	Lugar en el Ranking según Monto EBITDA
1° Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	7°	1° Compañía Cervecerías Unidas S.A.	7°
2° Empresa Nacional de Electricidad S.A.	6°	2° Compañía General de Electricidad S.A.	4°
3° Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	10°	3° Aguas Andinas S.A.	5°
21° Soquimich Comercial S.A.	18°	21° LAN Chile S.A.	10°
22° Besalco S. A.	16°	22° Distribución y Servicios D&S S.A.	18°
23° MADECO S.A.	23°	23° MADECO S.A.	23°

En este año, solo la empresa MADECO S.A., ocupa el mismo lugar en ambos ranking. Si lo que interesa es conocer la capacidad de generación de EBITDA, se observa que las tres primeras empresas líderes en este aspecto, son la Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A., la Empresa Nacional de Electricidad S.A. y la Empresa Nacional de Telecomunicaciones

S.A. Sin embargo, si lo que interesa conocer es la eficiencia operacional de las empresas relacionando la generación de EBITDA con las ventas, entonces este ranking cambia y las empresas líderes son ahora la Compañía Cervecerías Unidas S.A., la Compañía General de Electricidad S.A. y la empresa Aguas Andinas S.A.

Tabla N° 7 Comparación de ranking año 2004

Ranking según Monto EBITDA año 2004 en millones de pesos (MM\$) (actualizado a pesos de 31 diciembre 2004)		Ranking según Margen EBITDA año 2004 EBITDA /Ingresos de Explotación	
Empresas	MM\$	Empresas	%
1. Empresa Nacional de Electricidad S.A.	240.290	1. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	155,4%
2. Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	227.737	2. Compañía Cervecerías Unidas S.A.	142,2%
3. LAN Chile S.A.	143.789	3. Compañía General de Electricidad S.A.	125,7%
4. Aguas Andinas S.A.	116.918	4. Aguas Andinas S.A.	73,6%
5. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	115.713	5. Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	71,4%
6. Colbún S. A.	96.668	6. Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	70,0%
7. Compañía Cervecerías Unidas S.A.	70.371	7. Empresa Nacional de Electricidad S.A.	60,5%
8. Compañía General de Electricidad S.A.	67.779	8. Besalco S. A.	53,7%
9. Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	45.017	9. Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	53,5%
10. Embotelladora Andina S.A.	41.158	10. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	48,8%
11. Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	40.483	11. Colbún S. A.	42,7%
12. S.A.C.I. Falabella	36.908	12. Cementos Bío Bío S.A.	34,9%
13. Viña Concha y Toro S.A.	34.780	13. Industrias Forestales S.A.	26,9%
14. Almacenes París Comercial S.A.	23.245	14. Viña Concha y Toro S.A.	24,0%
15. Distribución y Servicios D&S S.A.	19.607	15. Embotelladora Andina S.A.	21,8%
16. Industrias Forestales S.A.	17.978	16. LAN Chile S.A.	16,3%
17. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	17.289	17. MADECO S.A.	9,8%
18. MADECO S.A.	13.389	18. Viña San Pedro S.A.	9,2%
19. Soquimich Comercial S.A.	8.032	19. Soquimich Comercial S.A.	9,1%
20. Besalco S. A.	7.311	20. S.A.C.I. Falabella	7,0%
21. Cementos Bío Bío S.A.	7.238	21. Almacenes París Comercial S.A.	6,3%
22. Viña San Pedro S.A.	6.677	22. Distribución y Servicios D&S S.A.	3,7%
23. Empresas IANSA S.A.	-6.474	23. Empresas IANSA S.A.	-2,8%

En el año 2004 se observa que sólo tres de las 23 empresas ocupan el mismo lugar en ambos ranking. Ellas son Aguas Andinas, Soquimich Comercial S.A. y Empresas IANSA S.A.

Las tres primeras empresas, líderes en la capacidad de generación de EBITDA fueron la Empresa Nacional de Electricidad S.A, la Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A. y Lan Chile S.A. y las empresas líderes en eficiencia

operacional, medida ésta por Margen EBITDA fueron la Empresa Eléctrica del Norte Grande, la Compañía Cervecerías Unidas S.A. y la Compañía General de Electricidad S.A.

Tal como en el caso del año 2000, se presenta en la tabla que sigue, las diferencias en los lugares, para las tres primeras y para las tres últimas empresas de cada uno de los ranking.

Tabla N° 8 Comparación de lugares en ranking según Monto EBITDA y según Margen EBITDA Año 2004

Lugar en el Ranking según Monto EBITDA	Lugar en el Ranking según Margen EBITDA	Lugar en el Ranking según Margen EBITDA	Lugar en el Ranking según Monto EBITDA
1° Empresa Nacional de Electricidad S.A.	7°	1° Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	17°
2° Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	9°	2° Compañía Cervecerías Unidas S.A.	7°
3° Lan Chile S.A.	16°	3° Compañía General de Electricidad S.A.	8°
21° Cementos Bío – Bío S.A.	12°	21° Almacenes París Comercial S.A.	14°
22° Viña San Pedro S. A.	18°	22° Distribución y Servicios D&S S.A.	15°
23° Empresas IANSA S.A.	23°	23° Empresas IANSA S.A.	23°

Para este año 2004 se observa una vez más que, los tres primeros lugares de cada uno de los ranking son ocupados por diferentes empresas y que sólo el último lugar de ambos ranking es ocupado por la misma empresa. Queda en evidencia entonces, la importancia de definir el objetivo con el cual se preparan y utilizan los ranking de empresas.

Resulta interesante observar que el hecho de que si una empresa genera más monto de EBITDA, ello no asegura que ella sea también la más eficiente en términos de su gestión, aspecto éste que quedaría representado por el Margen EBITDA.

RELACIÓN ENTRE EVA Y EBITDA

Se presenta a continuación, la tabla con la información del grupo de empresas de la muestra, en cuanto a evolución de EVA para el período en estudio. Esta información se tomó de Econsult, 2005, tal como se señala al pie de la tabla y en la Bibliografía.

No se profundizará en este indicador, sobre el cual hay amplia bibliografía. Sólo se señalará que éste se calcula con datos tomados de la contabilidad y con datos financieros y por diferencia entre ROCE, Retorno sobre Capital Empleado (se usa la sigla en inglés, derivada de Return On Capital Employed) y el costo promedio ponderado de capital. Su utilización es amplia y difundida como indicador de agregación de valor por parte de las compañías, cuestión fundamental para los dueños de ellas. Así, si es importante como indicador de agregación de valor, es entonces un indicador útil en la valoración que se haga de las empresas.

Como queda en evidencia en la Tabla N° 9, la compañía de esta muestra que tuvo el mejor comportamiento en cuanto a agregación de valor fue Lan Chile S.A. considerando el aumento en puntos porcentuales en el período (14,0 puntos) y Embotelladora Andina S.A., si se considera el promedio de 5 años (5,7%). En el extremo opuesto se ubica la empresa Distribución y Servicios D&S S.A. si se considera la disminución en puntos porcentuales del período, ya que en este caso fue de 5,0 puntos y la Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. si se considera el promedio de 5 años (-10,20%).

TABLA N° 9 EVA PERÍODO 2000 A 2004

Empresa individual/año	EVA						Ptos. porcentuales de aum. (dism.) en el período (*)
	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio 5 años	
LAN Chile S.A.	-1,80%	-4,40%	-4,70%	1,80%	12,20%	0,60%	14,0
Embotelladora Andina S.A.	3,00%	2,70%	3,80%	6,40%	12,50%	5,70%	9,5
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	-2,70%	-1,00%	-1,30%	2,40%	5,60%	0,60%	8,3
Colbún S. A.	-7,50%	-2,90%	-0,30%	1,10%	0,00%	-1,90%	7,5
Besalco S. A.	-9,90%	-6,20%	-6,70%	-3,90%	-2,60%	-5,90%	7,3
MADECO S.A.	-8,50%	-7,40%	-8,10%	-8,20%	-1,40%	-6,70%	7,1
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	-6,20%	-4,30%	-2,90%	-1,70%	0,50%	-2,90%	6,7
Empresas IANSA S.A.	-7,90%	-5,70%	-7,20%	-8,20%	-2,70%	-6,34%	5,2
Cementos Bío Bío S.A.	-5,30%	-4,70%	-2,20%	-1,60%	-0,60%	-2,90%	4,7
Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	-6,90%	-3,50%	-2,70%	-4,00%	-3,10%	-4,00%	3,8
Viña Concha y Toro S.A.	0,20%	0,10%	2,00%	0,90%	2,80%	1,20%	2,6
Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	-1,40%	0,10%	0,10%	-0,30%	1,10%	-0,10%	2,5
Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	-11,20%	-10,60%	-10,20%	-10,30%	-8,70%	-10,20%	2,5
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	-4,50%	-2,60%	-1,50%	-1,70%	-2,20%	-2,50%	2,3
Soquimich Comercial S.A.	-0,10%	0,00%	0,20%	0,30%	2,10%	0,50%	2,2
S.A.C.I. Falabella	1,80%	3,80%	7,30%	3,00%	3,10%	3,80%	1,3
Aguas Andinas S.A.	ND	3,10%	4,00%	4,90%	4,30%	4,10%	1,2
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	-1,60%	-0,40%	0,80%	0,20%	-1,20%	-0,40%	0,4
Compañía General de Electricidad S.A.	3,20%	1,80%	1,50%	2,50%	3,50%	2,50%	0,3
Industrias Forestales S.A.	-5,10%	-0,40%	-4,10%	-7,00%	-5,30%	-4,40%	-0,2
Viña San Pedro S.A.	-2,50%	1,30%	0,10%	-6,20%	-5,20%	-2,50%	-2,7
Almacenes París Comercial S.A.	0,60%	-1,10%	0,20%	-2,70%	-2,90%	-1,20%	-3,5
Distribución y Servicios D&S S.A.	1,20%	2,50%	-0,90%	-0,80%	-3,80%	-0,40%	-5,0

(*) Columna "Ptos. porc. de aum. (dism) en el período": elaboración propia a partir de datos del documento de Econsult "Desempeño empresarial chileno 2004" de abril 2005

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE EBITDA, MARGEN EBITDA y EVA EN EL PERÍODO 2000 A 2004

Para responder en forma muy simple a la pregunta de si EBITDA o alguna de sus variantes constituiría un indicador de agregación de valor, se comparará los resultados de la evolución de EBITDA, Margen EBITDA y EVA para el período 2000-2004. Se observará si hay coincidencia o no entre los signos del resultado de la evolución de EBITDA y de Margen EBITDA con EVA y si hay correspondencia o no entre la generación de Margen EBITDA y de agregación de valor,

medida por EVA, tanto para las empresas líderes como para las empresas con peor desempeño en estos dos aspectos.

En Tabla N° 10 se compara la evolución del EBITDA (porcentaje de variación en el período 2000 a 2004), del Margen EBITDA (puntos porcentuales de aumento o disminución en el período) y de EVA (puntos porcentuales de aumento o disminución en el período).

**TABLA N° 10 COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE EBITDA, MARGEN EBITDA y EVA
EN EL PERÍODO 2000 A 2004, ordenando según Ptos. Porc. de aum. (dism.) de EVA en el período**

Empresas	EBITDA Porcentaje de variación 2000 a 2004	Margen EBITDA Ptos. Porc. de aum. (dism.) en el período	EVA Ptos. Porc. de aum. (dism.) en el período
LAN Chile S.A.	422,7%	12,06	14,0
Embotelladora Andina S.A.	-1,2%	-2,28	9,5
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	41,6%	63,64	8,3
Colbún S. A.	85,6%	-16,89	7,5
Besalco S. A.	136,8%	44,47	7,3
MADECO S.A.	358,7%	16,25	7,1
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	43,2%	30,16	6,7
Empresas IANSA S.A.	-131,2%	-10,31	5,2
Cementos Bío Bío S.A.	6,7%	15,19	4,7
Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.	-4,8%	0,69	3,8
Viña Concha y Toro S.A.	62,3%	-0,34	2,6
Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	-30,2%	136,27	2,5
Empresas Sanitarias de Valparaíso S.A.	51,4%	13,12	2,5
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	99,0%	4,47	2,3
Soquimich Comercial S.A.	98,2%	1,83	2,2
S.A.C.I. Falabella	40,5%	0,26	1,3
Aguas Andinas S.A.	64,4%	3,13	1,2
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	35,9%	14,69	0,4
Compañía General de Electricidad S.A.	-17,6%	51,67	0,3
Industrias Forestales S.A.	-17,4%	-9,93	-0,2
Viña San Pedro S.A.	-20,5%	-7,04	-2,7
Almacenes París Comercial S.A.	25,6%	-0,25	-3,5
Distribución y Servicios D&S S.A.	59,8%	-0,13	-5,0

Al comparar la evolución de EBITDA con EVA se observa que, en general, hay una relación positiva entre los signos del porcentaje de variación de EBITDA con el signo de variación en puntos porcentuales de EVA en el período considerado. En siete

casos de los veintitrés casos considerados ello no ocurre. Sin embargo al comparar la evolución de Margen EBITDA con EVA se observa que hay una relación más estrecha entre los signos de los puntos porcentuales de la evolución de Margen EBITDA y de

EVA en el período considerado. Solamente hay cuatro casos de los veintitrés considerados en que ello no ocurre.

Entonces, de forma muy simple, la respuesta preliminar a la pregunta de si el EBITDA o alguna de sus variaciones constituiría un indicador de agregación de valor o una aproximación a él, esta respuesta es que podría constituir una aproximación a la agregación de valor, pero que ello no siempre ocurre, por lo cual se requiere de una utilización cuidadosa del indicador. No queda completamente validada

la utilización de este indicador como uno de agregación o destrucción de valor, aún cuando se le considere como Margen EBITDA, indicador con el cual se observó una relación más estrecha. En la Tabla N° 11 se muestran algunas semejanzas y discrepancias en cuanto a los lugares que ocupan en el ranking las cuatro primeras y la cuatro últimas empresas en cuanto a aumento en puntos porcentuales en EVA en el período 2000 a 2004 y los lugares que ocupan según aumento en puntos porcentuales en Margen EBITDA en el mismo período.

TABLA N° 11 RANKING AUMENTO EVA Y MARGEN EBITDA PERÍODO 2000 a 2004

Cuatro primeros lugares		
Empresa	Lugar en aumento en puntos porcentuales en EVA	Lugar en aumento en puntos porcentuales en Margen EBITDA
Lan Chile S.A.	1°	10° (aumento de 12,06 puntos)
Embotelladora Andina S.A.	2°	19° (disminuyó 2,28 puntos en el período)
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	3°	2° (aumento de 63,64 puntos)
Colbún S.A.	4°	23°, último lugar con una disminución de 16,89 puntos
Cuatro últimos lugares		
Empresa	Lugar en aumento en puntos porcentuales en EVA	Lugar en aumento en puntos porcentuales en Margen EBITDA
Industrias Forestales S.A.	20° (-0,2)	21°, con una disminución de 9,93 puntos
Viña San Pedro S.A.	21° (-2,7)	20°, con una disminución de 7,04 puntos
Almacenes París Comercial S.A	22° (-3,5)	17°, con una disminución de 0,25 puntos
Distribución y Servicios D&S S.A.	23° (-5,0)	19°, con una disminución de 7,04 puntos

Hay coincidencia en los signos y una relativa aproximación en los lugares de cada ranking, en cuanto a las empresas que han destruido valor en el período, midiéndolo por la disminución en puntos porcentuales de EVA. Considerando las veintitrés empresas de la muestra se observa que las cuatro empresas que destruyeron valor también tuvieron un comportamiento negativo en cuanto a Margen EBITDA.

Por otra parte, la Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. pasó de una disminución de valor de -11,20% en el año 2000 a una disminución de -8,7% en el año 2004, mostrando una evolución positiva en ese sentido ya que cada año destruyó menos valor (con excepción del año 2003, con -10,3%, superior al año 2002 en el que su indicador era de -10,2%). Sin embargo, esta empresa fue la que presentó mejor comportamiento en cuanto a evolución del Margen EBITDA, 136,27 puntos porcentuales de aumento en el período.

CONCLUSIONES

El indicador EBITDA, un indicador preparado en base a la información de los estados financieros, es útil en el análisis del desempeño económico financiero de las empresas, pero debe ser utilizado en conjunto con otros y no debe utilizarse para comparar entre empresas de diferente tamaño, ya que no es correcto obtener conclusiones en base a resultados generados con niveles de activos y de ventas diferentes entre sí. Lo apropiado es utilizar un indicador que escale según nivel de ventas y en este caso es útil el indicador Margen EBITDA. Este indicador al dividir EBITDA por Ingresos de Explotación permite obtener una medida acerca de la eficiencia del desempeño operacional de la empresa.

Con respecto a la interrogante de si EBITDA constituiría o no un indicador de agregación de valor, la respuesta preliminar es que, podría dar una señal de agregación de valor si se le considera como Margen EBITDA. Esta respuesta, preliminar por ahora, se fundamenta en que :

- Al comparar la variación del Margen EBITDA y del EVA en el período de cinco años incluido en el estudio y para el grupo de empresas de la muestra, se encontró que solamente en cuatro de los veintitrés casos considerados había discrepancias entre el signo de las variaciones en puntos porcentuales del Margen EBITDA y EVA.
- Se observa que las cuatro empresas que destruyeron valor en el período tuvieron también un comportamiento negativo en cuanto a Margen EBITDA.

Sin embargo, no queda completamente validada la utilización de este indicador como uno de agregación de valor, aún cuando se le considere como Margen EBITDA, ya que al tomar a las empresas que ocupan los cuatro primeros lugares en cuanto a aumento en puntos porcentuales en EVA, se observa que los lugares que ocupan en cuanto a evolución de Margen EBITDA van desde el 10° al último lugar, con la sola excepción de Compañía Cervecerías Unidas que ocupa el segundo lugar en cuanto a aumento en EVA y el tercer lugar en cuanto a evolución de Margen EBITDA.

Se requerirá de estudios que establezcan correlaciones estadísticas para períodos de tiempo más amplios y para un mayor número de empresas para dar una respuesta que no tenga el carácter de preliminar como es la obtenida en este trabajo.

Finalmente, sólo cabe destacar que los datos obtenidos de la contabilidad son de gran uso y utilidad en el análisis de la gestión de las empresas, pero utilizados siempre con la debida precaución y en conjunto con otros que mezclen datos financieros con datos contables, como es el caso del EVA.

BIBLIOGRAFIA

- Grinblatt, Mark y Sheridan Titman , 2002
 "Financial Markets and Corporate Strategy" Segunda Edición, McGraw - Hill
- Bodie, Zvi y Robert Merton, 1999
 "Finanzas"
 Primera Edición, Prentice Hall
- Van Horne, James, 2002
 "Administración Financiera"
 Décima Edición, Pearson Educación
- Chew, Donald H. Jr , 2001
 "Corporate Finance. Where Theory meets Practice" , McGraw - Hill
- Gitman, Lawrence, 2003
 "Principios de Administración Financiera"
 Décima Edición, Pearson Educación
- Ross, Stephen A. , Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan, 2000
 "Fundamentos de Finanzas Corporativas"
 Quinta Edición, McGraw - Hill
- Scott, Bresley y Eugene Brigham, 2001
 "Fundamentos de Administración Financiera", Doceava Edición, McGraw - Hill
- Econsult, 2005
 "Desempeño Empresarial chileno 2004"
 Abril 2005