

Diagnosia de la situac3n financiera

Antoni Matas Tarruella

PID_00205399

Tiempo m3nimo de dedicaci3n recomendado: **4 horas**





Los textos e imágenes publicados en esta obra están sujetos –excepto que se indique lo contrario– a una licencia de Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada (BY-NC-ND) v.3.0 España de Creative Commons. Podéis copiarlos, distribuirlos y transmitirlos públicamente siempre que citéis el autor y la fuente (FUOC. Fundación para la Universitat Oberta de Catalunya), no hagáis de ellos un uso comercial y ni obra derivada. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/es/legalcode.es>

Índice

Introducción.....	5
Objetivos.....	7
1. Sentido, contenido y material para el análisis financiero.....	9
1.1. El sentido del análisis financiero	9
1.2. Contenido y material para el análisis financiero	9
2. Limitaciones del análisis financiero.....	11
3. Procedimiento en el trabajo de diagnóstico de la situación financiera.....	13
3.1. Introducción al estudio del procedimiento	13
3.2. Análisis previo de porcentajes en los estados financieros	14
3.2.1. Porcentajes verticales	14
3.2.2. Porcentajes horizontales	14
3.3. Análisis de la solidez patrimonial	14
3.3.1. Equilibrio financiero	15
3.3.2. El endeudamiento	18
3.4. Análisis de la solvencia	21
3.4.1. Fondo de maniobra	22
3.4.2. Ratio de liquidez o de solvencia corriente	22
3.4.3. Ratio de tesorería o test ácido	23
3.4.4. Ratio de disponibilidad	23
3.4.5. Ratio de solvencia final	24
3.4.6. Solvencia de puntualidad	25
3.4.7. La autofinanciación y el <i>cash flow</i> libre: una manera adicional de analizar la solvencia	26
3.5. Estudio de la cuenta de resultados	28
3.6. Análisis del rendimiento y la rentabilidad. Apalancamiento financiero	29
3.6.1. El rendimiento de los activos: la rentabilidad económica	29
3.6.2. El apalancamiento financiero	32
4. Caso práctico: Análisis financiero de la empresa Visaprint....	37
4.1. Introducción	37
4.2. Observación del balance y análisis de porcentajes verticales y horizontales	40
4.3. Análisis de la solidez patrimonial	42
4.3.1. El equilibrio financiero	42

4.3.2. El endeudamiento	43
4.4. Análisis de la solvencia de garantía o de capacidad	44
4.5. Análisis de la solvencia de puntualidad	46
4.6. Estudio de la cuenta de resultados	48
4.7. Análisis de la rentabilidad	49
4.7.1. Análisis de la rentabilidad económica o ROA	50
4.7.2. Análisis del apalancamiento financiero	51
4.7.3. Análisis del efecto fiscal	52
4.8. Conclusiones	53
Resumen	55
Bibliografía	57

Introducción

Desde el punto de vista de la actividad de un departamento de finanzas, el módulo didáctico que tenéis en las manos es la continuación natural del trabajo del departamento contable de una compañía. Para entendernos, la gestión contable pretende identificar los acontecimientos que afectan a la situación patrimonial, grabar los hechos contables de acuerdo con unos principios y unos métodos de valoración que hay que conocer, llevar al día la contabilidad, elaborar unos documentos básicos de control patrimonial (como son el balance de situación y la cuenta de resultados), y elaborar las cuentas anuales como punto culminante de todo el trabajo previo. Es en este punto donde empieza nuestro módulo, que consistirá en saber leer y analizar estos estados financieros, de modo que podamos orientarnos sobre la situación financiera de la empresa, sus puntos fuertes y sus puntos débiles, y poder tomar decisiones para entender el pasado, explicar el presente y avanzarnos al futuro.

No podemos olvidar que hay unas limitaciones muy claras en nuestro análisis: por un lado, la empresa es un ente en movimiento constante, y los estados financieros nos enseñan la situación al día de hoy. En este sentido, el balance nos muestra una foto estática de la situación de equilibrio, o no, de las inversiones (activos) y financiaciones (pasivos + patrimonio limpio), y la cuenta de pérdidas y ganancias un resumen de lo que ha dado de sí la actividad económica y financiera de la empresa. En cualquiera de los dos casos, estos estados analizados el día después mostrarán una situación y resultados diferentes.

La empresa está inmersa en un mundo que va cambiando constantemente, y estos cambios –normalmente imprevistos– no quedan reflejados en los documentos; la empresa no es solo contabilidad y finanzas, sino también ventajas competitivas, gestión de personas, fondos de comercio, expectativas de los *stakeholders*... y estas variables intangibles, fundamentales para la gestión empresarial, son difícilmente registrables en la contabilidad. Sin embargo, sí que podemos afirmar que la diagnosis de unos estados financieros es una herramienta clave para el control empresarial, entendiendo control en su sentido más amplio: no solo control del registro de los hechos contables, sino también control de la información; y control, si se tercia, de las variables que pueden condicionar el futuro de la compañía analizada.

En este contexto, este módulo pretende ser un ejemplo práctico y razonado sobre las técnicas básicas de diagnosis para lograr este conocimiento sobre la realidad financiera de la empresa. Y por eso seguiremos una pauta muy formal de análisis, lo cual no es fácil, puesto que todos los conceptos se encadenan e interaccionan entre ellos.

Y finalmente, para facilitar la puesta en práctica de los conceptos teóricos y poder incluso explicarnos con algo más de detalle, lo acompañaremos con el análisis de un caso práctico que servirá para ejemplificar y poner sobre el terreno las variables analizadas, con las limitaciones asociadas al trabajo sobre un caso particular.

Objetivos

Los objetivos de este módulo son

1. Identificar los puntos críticos de la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa.
2. Ser consciente de cuáles son las limitaciones de cualquier análisis financiero.
3. Hacer una correcta diagnosis de la información contable y financiera del balance de situación y la cuenta de resultados.
4. Ser capaz de emitir una opinión sobre la realidad patrimonial, económica y financiera de la empresa.
5. Conocer la terminología del mundo de las finanzas.

Con estos objetivos, se trabajarán específicamente las **competencias** siguientes:

1. Capacidad para entender el valor de una correcta diagnosis financiera.
2. Capacidad para aplicar un método de trabajo que, a pesar de las limitaciones expresadas, permita emitir una opinión sobre la situación financiera de la compañía.
3. Capacidad para hacer recomendaciones para el futuro de la compañía en base al aprendizaje del pasado.

1. Sentido, contenido y material para el análisis financiero

1.1. El sentido del análisis financiero

Uno de los objetivos más claros del análisis financiero es conocer la capacidad **crediticia** de la compañía. Esto no quiere decir tan solo conocer su capacidad de endeudamiento con la banca, sino su facilidad de acceder a determinadas líneas de créditos con proveedores de bienes y servicios para financiar sus adquisiciones de activos corrientes y no corrientes.

Pero **determinar la solvencia** de la empresa, entendida como capacidad de atender los pagos, es también un objetivo fundamental; por no hablar de la necesidad imperiosa de conocer su **rendimiento** y rentabilidad **para los accionistas**.

El análisis financiero, y también toda la gestión económico-financiera son de gran utilidad cuando hay que **seleccionar proyectos de inversión**, calcular anticipadamente los beneficios futuros previstos, así como orientar toda la planificación empresarial en función de las **necesidades de financiación** detectadas en la planificación financiera.

Como vemos, pues, la necesidad del análisis es múltiple: endeudamiento, solvencia, rendimiento, financiación,... Por lo tanto, se convierte en herramienta indispensable para la gestión empresarial. Y por eso estudiaremos a fondo una propuesta de procedimiento de diagnóstico.

1.2. Contenido y material para el análisis financiero

Como sabemos, las cuentas anuales de la empresa están integradas por el **balance de situación**, la **cuenta de pérdidas y ganancias**, la **memoria**, el **estado de cambio en el patrimonio neto** y el **estado de flujos de efectivo**.

Son documentos independientes entre ellos pero complementarios, puesto que cada uno representa una manera diferente de ver la realidad económica, financiera y patrimonial de la empresa.

Estos estados financieros pueden ir acompañados por otros que la empresa elabore voluntariamente en función de sus necesidades, como son los estados financieros previsionales.

Los documentos que hay que destacar son los dos primeros: el **balance de situación** y la cuenta de **pérdidas y ganancias**. Son los documentos principales para el análisis, necesarios y suficientes para un análisis financiero básico, aunque no lo suficiente si el análisis que se pretende hacer es del máximo nivel de exhaustividad.

El **balance de situación** nos da idea de la situación patrimonial y financiera de la compañía a una fecha concreta. Su estudio nos permite, entre otras cosas, responder una serie de cuestiones que son clave para la compañía, como son el nivel de solidez patrimonial y financiera, la solvencia de la compañía, o la garantía que puede ofrecer a los acreedores.

El segundo componente, al mismo nivel que el anterior porque se complementan, es la **cuenta de pérdidas y ganancias** (o **cuenta de resultados**): nos da idea del resultado de la compañía y de cuáles han sido sus causas. Su estudio nos permite, entre otras cosas, responder otra serie de cuestiones que también son fundamentales para la compañía, como son el análisis del volumen de negocio (¿tiene suficientes ventas nuestra empresa como para ser importante en el mercado?), o los márgenes (¿son nuestros márgenes suficientemente atractivos como para cubrir nuestros gastos?, ¿garantizan una suficiente rentabilidad para el accionista?) o el apalancamiento operativo (¿somos demasiado intensivos en costes fijos, o quizás nos interesaría más trabajar en base a costes variables?).

2. Limitaciones del análisis financiero

Tenemos que ser conscientes de que las conclusiones de cualquier análisis financiero están condicionadas por un muy alto grado de subjetividad. Hay pocas magnitudes de las que se pueda decir que, efectivamente, son buenas o malas en cualquier circunstancia. Recordemos que, al dar la opinión sobre el estado financiero de una empresa, casi siempre tendremos que contestar *depende*: ¿Es bueno endeudarse? Dependerá de si lo puedo pagar. ¿Es buena una determinada rentabilidad? Dependerá de cuál sea el coste de los recursos. ¿Es solvente mi empresa? Dependerá de los vencimientos y de mi facilidad al generar tesorería. Y así un largo etcétera.

Además de las limitaciones en la respuesta, que harán que el analista tenga que tener una muy buena visión global y generalista de la situación para ser más preciso en estos *depende*, hay que tener también en cuenta otras **limitaciones en la técnica de análisis**:

- ¿Estamos seguros de que los estados financieros que nos presentan son los reales? Si no lo son, las conclusiones no serán fieles a la verdadera imagen patrimonial de la compañía.
- ¿Cuánto tiempo ha pasado desde la fecha de confección de los estados financieros? Se suelen analizar las cuentas a la fecha de cierre anual. Si sacamos conclusiones una vez ha pasado mucho tiempo, de poco servirán. Hay que ser rápidos al ponerse a analizar.
- ¿Los estados financieros nos hablan del futuro? No. La contabilidad es una técnica de grabación de datos históricos, por lo cual, a pesar de que el análisis de su evolución nos muestra tendencias que pueden ser muy relevantes, las predicciones de futuro serán muy arriesgadas. Hará falta una gran base de conocimientos para emitir opiniones.
- ¿Las valoraciones de los activos son las de mercado? Salvo algunos activos financieros, las valoraciones son a coste histórico (normalmente es el precio de adquisición). Si el valor de mercado es diferente, sobre todo en el caso de los inmuebles, habrá que tenerlo en cuenta a la hora de hacer el análisis.
- ¿La empresa analizada es importante en su sector? Un mismo dato puede tener una interpretación diferente en función de si se trata de la empresa líder de su sector o de una empresa residual. Es muy importante saber cómo es la empresa que analizan con relación a su competencia.

- ¿Es fácil conseguir los estados financieros de otras empresas del sector? En algunos sectores hay bastante opacidad; en este caso, y a pesar de que los estados financieros se tienen que presentar y registrar obligatoriamente y con carácter anual en registros públicos, será difícil encontrar información para poder comparar nuestra compañía.
- ¿Hay estacionalidad en la actividad de la empresa? Si la hay, es posible que muchos de los cálculos que hagamos nos den magnitudes diferentes en diferentes momentos del año, así como cuando comparamos varios periodos dentro del mismo ejercicio.
- Los balances que analizamos ¿son de una empresa individual o son consolidados? El tipo de información que encontraremos es diferente, habrá que tenerlo en cuenta.
- ¿Dónde están los datos menos contables de la empresa? El valor de la marca, la calidad del equipo humano, las habilidades directivas, la clientela, el fondo de comercio... Hay un montón de datos que no aparecen en la contabilidad, los famosos intangibles, pero que es importantísimo conocer para emitir opiniones sobre el futuro de la compañía.

3. Procedimiento en el trabajo de diagnóstico de la situación financiera

3.1. Introducción al estudio del procedimiento

El análisis financiero pretende que podamos emitir una opinión de la situación financiera de la compañía. Como hemos dicho, todos los conceptos se encadenan y entrelazan entre sí, por lo cual habrá que ser metódico en el análisis y seguir unas pautas claras de trabajo.

Son muchas las variables que hay que considerar, en función de cuál es el objetivo que se quiera analizar. Lo que es cierto es que toda empresa tiene unos propietarios, que estarán más que interesados en la rentabilidad que obtengan por el capital que han invertido, y se harán una serie de preguntas: ¿Por qué soy (o no soy) rentable? ¿Por qué la rentabilidad de mi empresa ha subido en el último año? o ¿por qué ha bajado? ¿Por qué es más alta o más baja que la de mi competencia? ¿Cómo es que no es tan alta como pensaba? El hecho de que sea tan alta, ¿comporta algún riesgo? ¿Cuáles son los puntos fuertes y débiles en mi gestión? ¿Lo podré mantener en el tiempo?

Nadie ha dicho que responder estas preguntas sea sencillo. Si vamos a buscar las causas de por qué una empresa no es rentable, encontraremos un montón, todas encadenadas y relacionadas, algunas contradictorias entre ellas y otras que no parecen suficientemente importantes pero que son fundamentales. Es por eso por lo que hace falta que el análisis financiero se haga con cuidado y siguiendo unas correctas pautas metodológicas.

En cualquier caso, todo análisis hay que ponerlo en su contexto. No podemos analizar una compañía sin ubicarla en un tiempo, en un lugar geográfico, en un ámbito económico y en un entorno empresarial. Mal iríamos si creyéramos que podemos hacer un análisis de laboratorio, es decir, mirar los datos de la empresa asépticamente y totalmente desvinculados de su tiempo y de su lugar. Hace falta, pues, que el analista entienda también las circunstancias que confluyen en el entorno de la compañía. Cuanto más experimentado sea el analista, cuanto más conocedor del sector sea, más correctas podrán ser sus interpretaciones.

3.2. Análisis previo de porcentajes en los estados financieros

3.2.1. Porcentajes verticales

El primer análisis que hay que hacer en un balance proviene de la propia observación: hay que ver qué partidas son las más importantes y qué proporción representan sobre el total de su demasada patrimonial o su grupo. Si además lo acompañan del mismo cálculo de porcentajes verticales de un ejercicio anterior, veremos cuál ha sido la evolución de la empresa, veremos en qué partidas ha crecido más y en cuáles ha reducido: de este modo se pueden detectar problemas (evoluciones incorrectas) o las causas del éxito (evoluciones correctas). Si además podemos compararlo con los de otras empresas del sector, mejor.

La cuenta de resultados también puede ser analizada del mismo modo: así podemos saber qué representa cada uno de los costes sobre el total de ventas.

Para un ejemplo detallado, nos remitimos al apartado 4 (“Caso práctico: Análisis financiero de la empresa Visaprint”) de este módulo.

3.2.2. Porcentajes horizontales

Para hacer un análisis de porcentajes horizontales, necesitamos como mínimo dos ejercicios: se trata de ver cuál ha sido el porcentaje de aumento o disminución de cada una de las partidas entre un periodo y el otro. Uno de los problemas habituales que hace que este análisis no sea importante es que se suele hacer entre un año y el anterior, y ya podemos intuir que, normalmente, entre un año y el anterior pocas cosas pasan. Es interesante, pues, poderlo hacer entre ejercicios más separados en el tiempo, puesto que entonces es más sencillo encontrar las tendencias de la evolución de la compañía.

Para un ejemplo detallado, nos remitimos al apartado 4 (“Caso práctico: Análisis financiero de la empresa Visaprint”) de este módulo.

3.3. Análisis de la solidez patrimonial

La propuesta que hacemos tiene su primer punto fuerte en el análisis de la solidez patrimonial.

¿A qué nos referimos cuando hablamos de *solidez*? ¿Al crecimiento que experimentan nuestras ventas? ¿A la fidelidad de nuestros empleados? No, nada de esto. *Solidez*, en el sentido más tradicional del término, es la capacidad para resistir cualquier descalabro: una roca es sólida cuando no hay lluvia que la erosione; un edificio es sólido cuando no tiene grietas y puede, si se tercia, resistir un terremoto. No tiene nada que ver con cuan grandes somos: a veces podemos crecer mucho, pero con pies de barro, y por lo tanto, ¡ser poco sólidos!

Solidez, por lo tanto, es lo contrario de riesgo.

La solidez patrimonial de una empresa la podemos medir analizando dos conceptos:

- el **equilibrio financiero** de la compañía,
- el **grado o nivel de endeudamiento** con el cual financia sus activos.

Esto no quiere decir que una empresa que no sea sólida no pueda subsistir; simplemente indica que tendrá grandes dificultades para resistir cualquier ataque, cualquier cambio, embestida o amenaza que pueda caer sobre ella.

3.3.1. Equilibrio financiero

La idea de equilibrio financiero tiene relación con la forma de financiar cada uno de los activos: una empresa estará equilibrada cuando sus activos no corrientes, ANC (activos que dan liquidez a largo o muy largo plazo) estén financiados con patrimonio neto, PN, (que no es deuda, puesto que no es exigible en ningún momento) y con pasivos no corrientes, PNC (si son con vencimiento a largo plazo). Las dos formas de financiación (patrimonio neto y pasivo no corriente) reciben el nombre de **recursos permanentes**, en contraposición al pasivo corriente o pasivo a corto plazo, que es el que hay que pagar enseguida.

Estos pueden ser tres modelos estándares para analizar el equilibrio:

Empresa A		Empresa B		Empresa C	
ANC	PN	ANC	PN	ANC	PN
AC	PNC		PNC		PNC
	PC	PC	PC		

La empresa A es una empresa equilibrada: sus activos no corrientes están financiados al cien por cien con recursos permanentes y, además, todavía tiene una parte importante de activos corrientes financiada con deudas a largo plazo. Es el caso de una empresa donde las inversiones en activos no corrientes (terrenos, edificios y maquinaria, por ejemplo) se hacen con las aportaciones de los socios y con préstamos a largo plazo, pero el importe de estos últimos es tan grande que da para, además, adquirir unos activos corrientes (mercancías, por ejemplo). Hay equilibrio porque se espera que esta compra de mercancías dé su rendimiento –en forma de venta y cobro de los clientes– en un plazo

de tiempo inferior al vencimiento de las deudas a largo plazo. Está claro que desde un punto de vista genérico, sin entrar en cifras concretas, es una situación financieramente deseable.

La empresa B tiene un equilibrio precario: sus activos no corrientes están financiados por recursos permanentes, pero sin nada de excedente. Y esto genera sus riesgos, puesto que una evolución de la situación económica o financiera a peor le podría hacer perder este equilibrio tan justo, como veremos más adelante. Es el caso de una empresa como la anterior, pero donde el importe aportado por los socios y por las deudas a largo plazo solo cubre las inversiones en activo no corriente... y nada más. Es decir, tendrá que comprar las mercancías con un préstamo a corto plazo. Si por cualquier motivo no genera rendimiento de las mercancías –en forma de venta y cobro de los clientes– antes del vencimiento de la deuda a corto, tendrá un problema de liquidez. Como *a priori* no sabemos si esto será así (dependerá de las cifras, de los plazos, de la facilidad de vender el stock...), decimos que es un equilibrio demasiado limitado, demasiado precario.

La empresa C está desequilibrada: ha financiado sus activos no corrientes con recursos permanentes y, además, con deudas a corto plazo. Es decir, ha financiado parte de los activos que dan liquidez a largo plazo con deudas que exigen pagos a corto plazo. El ejemplo puede ser el mismo de antes, pero con la característica de que la aportación de capital y las deudas a largo no cubren el valor de las inversiones en activo no corriente; es decir, tiene que financiar una parte de la maquinaria con un préstamo a corto plazo. Ya se ve que tiene un problema: el vencimiento de las deudas a corto llegará antes de que le haya sacado provecho a la máquina. ¿esto quiere decir que va directo a la quiebra? En muchos casos tendremos que responder afirmativamente. Pero hay un tipo de empresas que, gracias a su movimiento de stocks y a su gestión de cobros y pagos, son capaces de vivir permanentemente en esta situación. Más adelante veremos cómo lo hacen.

Vamos a concretar qué es esto de los activos que dan liquidez, es decir, activos que nos aportan tesorería.

Está muy clara la tendencia a la liquidez de los activos corrientes: la tesorería ya es líquida hoy mismo. Las cuentas a cobrar serán líquidas en treinta, sesenta o noventa días, dependerá del plazo de cobro; y las existencias se convertirán en líquido, si todo va bien, una vez las hayamos vendido y finalmente cobrado. En cuanto a los activos corrientes, pues todo está muy claro, no hay ninguna duda de su tendencia a convertirse en dinero.

Pero, ¿cómo se explica que los activos no corrientes también tengan tendencia a la liquidez? No basta con que pensemos que si nos los vendemos ya los tenemos convertidos en tesorería, puesto que entonces nuestro problema será otro (no tendremos inmueble ni máquinas ¡y tendremos que cerrar el negocio!).

No, no es este el sentido: se trata de pensar cómo puede ser que un activo no corriente genere tesorería sin que sea vendido... Y aquí aparece el concepto de **amortización**, que conviene que analicemos:

Tomemos el ejemplo de una máquina que produce un producto. En su escandalo de costes aparecerán varios conceptos: la materia prima, la mano de obra que se ha utilizado para fabricar el producto, la energía que ha consumido, los costes diversos en los que hemos tenido que incurrir para fabricarlo... y el tiempo de máquina que ha consumido. ¿Verdad que la fabricación del producto ha estado utilizando una parte de nuestra capacidad productiva? ¿No es cierto que la fabricación de este producto ha consumido tiempo de máquina? Pues tenemos que imputarle una parte de este coste, que es el que, en cursos anteriores, hemos visto que se denomina amortización.

Efectivamente, esta amortización es un componente más del coste del producto que, lógicamente, formará parte del coste final y que querríamos que el cliente, cuando nos lo compre, nos lo pague. De una manera sencilla, podríamos verlo en un ejemplo:

Concepto	Importe
Materia prima	40
Coste de mano de obra directa	12
Energía	10
Embalaje	2
Amortización de máquina	6
Transporte de ventas	3
Comisiones a los vendedores	2
Imputación de costes fijos	15
Total de costes (de fabricación y comerciales)	90
Margen que queremos obtener	10
Precio de venta al cliente	100

Suponemos que es así, y que tenemos la suerte de que el cliente no regatea y podemos vender el producto al precio de 100. El cliente nos pagará 100 (si no es al contado, nos lo pagará al cabo de unos días). ¿Qué hacemos con estos 100 euros? De entrada, sirven para pagar los costes: pagaremos al proveedor de materia prima, pagaremos al personal, pagaremos a la compañía de la luz, pagaremos al suministrador de embalaje, pagaremos al transportista, pagaremos la comisión a los vendedores, pagaremos los costes fijos en la parte que le toque... Pero ¿pagaremos a alguien por el concepto de “amortización”?

Evidentemente, **no**. Este es un concepto contable que detrás no tiene ningún movimiento de tesorería: es un coste que el cliente nos paga dentro del precio, pero que no hay que dar a nadie.

Y ¿cuál es el origen de la amortización? Pues precisamente es el activo no corriente. Planteemos la frase al revés: la manera que tiene un activo no corriente de dar liquidez a una empresa es a través de la amortización. Cuanto más deprisa se amortice, es decir, cuanto más corta sea su vida útil, más liquidez dará; y cuanto más lenta sea la amortización, es decir, cuanto más larga sea su vida útil, menos liquidez dará.

Entonces, ¿cuál es el destino de la amortización? ¿Qué hacemos con este dinero de la amortización que el cliente nos ha pagado y que nosotros no tenemos que pagar a nadie? Pues podemos hacer varias cosas, dependiendo del punto de partida:

- Puede ser una importante fuente de autofinanciación para la empresa: es una tesorería que se ha generado, al vender y cobrar el producto al cliente, y que puede servir para nuevas inversiones, por ejemplo.
- Puede ser la tesorería para pagar los préstamos que se han pedido para hacer las inversiones que ahora se están amortizando. Por eso es importante que, si financiamos una inversión con un préstamo, el plazo del préstamo no sea más corto que la vida útil del bien; si no lo hacemos así, no generamos suficiente tesorería vía amortización para devolver el préstamo y tendremos que buscar otras fuentes de tesorería.
- Etc.

Por eso es importante el equilibrio financiero: conviene que los activos no corrientes, los que se amortizan en un periodo más largo, estén financiados con recursos al plazo más largo posible. Si pensamos en los terrenos, que no se amortizan, veremos claro que convendría que estuvieran financiados con recursos propios, que no tienen fecha de devolución.

3.3.2. El endeudamiento

La cantidad del endeudamiento

El **endeudamiento** es uno de los problemas graves en los que se encuentran las empresas hoy en día¹. Y es un problema tanto por la carencia de posibilidades de endeudarse como por la carencia de tesorería para poder devolver el endeudamiento ya obtenido.

⁽¹⁾Mientras estamos escribiendo estas líneas (primavera de 2013)

En efecto, venimos de unas épocas de bonanza en las que el recurso al crédito para financiar las operaciones empresariales era sencillo y más o menos barato. No era difícil obtener financiación externa para hacer una inversión o para

gestionar el circulante. Y mientras la rueda vaya girando, es decir, mientras la economía vaya bien y generemos suficientes ventas y suficiente *cash flow* para devolver nuestras deudas, no pasa nada.

El problema aparece cuando la generación de *cash flow* se para: ya no disponemos de tesorería suficiente para poder pagar las cuotas de los préstamos, y es entonces cuando entramos en situación de problemas por carencia de liquidez.

Después de leer esto, podemos pensar dos cosas:

- estar endeudado es malo, puesto que si las cosas van mal no podremos pagar nuestras deudas, o bien,
- estar endeudado no es ni bueno ni malo, dependerá de si generamos suficiente tesorería como para pagar las deudas.

La respuesta es clara: la correcta es la segunda. No es conveniente emitir juicios morales (en el sentido de bueno o malo) sobre el endeudamiento de una empresa. **Tener un alto grado de endeudamiento no quiere decir necesariamente que la empresa se encuentre en dificultades financieras**, simplemente quiere decir que debe mucho; y que si no genera suficiente tesorería para pagar las deudas, tendrá problemas. Es, por lo tanto, una situación de riesgo, de poca solidez, pero no quiere decir que la empresa no pueda funcionar así. Repasemos la evolución en los últimos años de algunas compañías de, por ejemplo, el sector y inmobiliario: mientras el alto rendimiento de la inversión inmobiliaria permitía pagar las cuotas de los préstamos y, además, ganar un montón de dinero, endeudarse cada vez más era muy rentable... hasta que el sector se hundió hacia el 2008, y toda la euforia anterior se transformó en lágrimas y desesperación.

Más adelante hablaremos del **apalancamiento financiero**, un concepto que liga el nivel de endeudamiento con la rentabilidad de los accionistas.

Hay dos maneras de calcular la ratio **de endeudamiento**. En cualquier caso, es la proporción de recursos de terceros (el pasivo) respecto de los recursos propios (el patrimonio neto)

$$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Pasivo} + \text{PN}} \quad \text{o bien} \quad \frac{\text{Pasivo}}{\text{PN}}$$

Son formas de cálculo paralelas y las conclusiones son las mismas.

Si elaboramos el supuesto de que pasivo + patrimonio neto = 100, esto nos podría dar las siguientes posibilidades:

$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Pasivo} + \text{PN}}$	$< 0,5$	$0,5 < x < 0,66$	$0,66 < x < 0,75$	$> 0,75$
---	---------	------------------	-------------------	----------

$\frac{\text{Pasivo}}{\text{PN}}$	< 1	$1 < x < 2$	$2 < x < 3$	> 3
-----------------------------------	-------	-------------	-------------	-------

Aquí entramos en un tema habitual de discusión a la hora de emitir opiniones sobre nivel de endeudamiento, puesto que aparecen consideraciones personales sobre el riesgo que alguien está dispuesto a asumir. Efectivamente, una persona muy conservadora dirá que, por ejemplo, la tercera columna (cuando la ratio está entre 0,66 y 0,75 en la primera versión o entre 2 y 3 en la segunda versión) es demasiado arriesgada, y calificará un endeudamiento a estos niveles como alto. Otra, en cambio, más acostumbrada al riesgo, quizás lo encontrará normal, lo considerará medio.

¿Qué hacer, pues? Haremos una propuesta, obviando el hecho de que, hoy en día, la situación crediticia es mala y el endeudamiento está visto como un concepto del que hay que huir.

$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Pasivo} + \text{PN}}$	0,5	0,66	0,75	$> 0,75$
$\frac{\text{Pasivo}}{\text{PN}}$	1	2	3	> 3

Propuesta de opinión: Bajo Medio Alto Muy alto

Como podemos intuir, las interpretaciones sobre lo que es normal varían según el analista.

En cualquier caso, cuanto más elevado sea el grado de endeudamiento de una empresa, más subordinada estará a la opinión de los financiadores: recordamos que tener, por ejemplo, un 75% de sus bienes financiados con recursos ajenos quiere decir que tres cuartas partes de nuestros activos están pendientes de pago.

La calidad del endeudamiento

Aquí hay pocos matices a hacer: a igualdad de condiciones financieras, en la mayoría de los casos será mejor un endeudamiento a largo plazo que uno a corto plazo, a pesar de que lo más adecuado es ajustar el plazo de la deuda con la vida útil del activo financiado. Para medir este nivel, tenemos la ratio:

Pasivo corriente

Pasivo total

Cuanto más alto sea su valor, peor será la calidad de nuestra deuda, puesto que tendremos más deuda a corto que deuda a largo. Es difícil establecer aquí baremos cuantitativos, pero esta ratio es útil para comparar diferentes periodos: comparando con el año pasado, ¿estoy hoy más o menos endeudado a corto plazo? Comparando con la competencia, ¿estoy más o menos endeudado a corto plazo?

Hay que añadir que, además, tenemos que mirar qué tipo de financiación a corto plazo tenemos: no es lo mismo una deuda con un proveedor del grupo que una deuda con Hacienda o con una entidad bancaria por una póliza de crédito que no nos renovarán automáticamente. En este sentido, pues, hay que distinguir entre:

- **recursos de vencimiento expreso,**
- **recursos cíclicos o automáticos.**

Los primeros son aquellas deudas con un vencimiento marcado y que, a la fecha de pago, no son renovados: una deuda con un proveedor de inmovilizado, una deuda bancaria no renovable, como es el caso de una póliza de crédito para la mayoría de las empresas...

Los segundos son aquellas deudas con un vencimiento determinado pero que, a la fecha de pago, pueden ser automáticamente renovados, como por ejemplo, una deuda con un proveedor (hago un pago pero a la vez puedo volver a comprar a crédito).

3.4. Análisis de la solvencia

Se suele definir la solvencia como la comprobación de que la empresa se encuentra en una buena posición para hacer frente sin problemas a las deudas. Esta definición, no obstante, es incompleta, puesto que ser solvente no quiere decir solo poder pagar las deudas, sino poderlas pagar el día correcto.

Por eso distinguimos dos tipos de solvencia:

- **la solvencia de capacidad o de garantía,**
- **la solvencia de puntualidad.**

Para el primero de los casos, tenemos toda una serie de magnitudes y ratios que están pensados para analizar la posibilidad de poder garantizar el pago de las deudas en algún momento futuro:

Nombre del ratio o magnitud	Fórmula de cálculo	Tipo de solvencia
Fondo de maniobra =	$\text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$	Corto
Ratio de liquidez o de solvencia corriente =	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	Corto
Ratio de tesorería o acid test =	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$	Corto
Ratio de disponibilidad =	$\frac{\text{Tesorería}}{\text{Pasivo corriente}}$	Corto
Ratio de solvencia final =	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	Largo

3.4.1. Fondo de maniobra

El primero de ellos –que no es una ratio sino una magnitud– no es más que la comparación entre el activo corriente (lo que se tiene que convertir en tesorería en menos de un año) con el pasivo corriente (lo que se tiene que pagar a tesorería en menos de un año). La idea intuitiva es clara: conviene que sea **positiva**; y cuanto más alta la cifra, mejor, más capacidad de pago.

Con un valor positivo podríamos estar tentados de decir que un acreedor a corto plazo estará cubierto. Pero no es cierto del todo, puesto que solo teniendo un impago significativo o que no pudiéramos vender las existencias o realizar ningún otro de los activos corrientes, ya nos encontraríamos en peligro.

3.4.2. Ratio de liquidez o de solvencia corriente

Su significado es parecido al de los fondos de maniobra, la única diferencia es que el primero nos habla en euros y el segundo nos da idea de proporciones. Por eso el segundo nos da más información. Para entendernos: un fondo de maniobra de 3.000 euros es muy alto si el total de mi pasivo corriente es 2.000 (esto querría decir que mi activo corriente tiene un valor de 5.000), pero no es casi nada si mi pasivo corriente vale 3 millones.

Es conveniente, sobre todo en una empresa industrial, que esta ratio sea elevada, si puede ser entre 1,2 y 1,5, puesto que no conviene que se ubique en zonas de riesgo.

Ahora bien: que una empresa tenga unas buenas ratios de liquidez no implica que pueda pagar sin problemas las deudas a vencimiento, tan solo quiere decir que tiene suficientes garantías a modo de cojín. Mirémoslo al revés: tener fondo de maniobra negativo (o ratio de liquidez por debajo de 1) ¿quiere decir ir directos a presentar concurso de acreedores? Pues depende. Si nos paramos a analizar los estados financieros de El Corte Inglés, de Carrefour o de cualquier gran empresa comercializadora de gran consumo, vivir con fondos de maniobra negativos (que es lo mismo que tener una ratio de liquidez inferior a 1). ¿Implica esto que estas empresas no pueden pagar sus deudas a corto plazo? ¡De ninguna manera! Al contrario: son –cuanto menos hasta hoy– buenas pa-

gadoras. Y ¿por qué? Porque su punto fuerte no está en su fondo de maniobra sino en lo que después veremos como **solventia de puntualidad**, que es la gestión de cobros y pagos. Cualquier gran superficie cobra al contado y paga a un plazo mucho más largo, lo que la dota de fondos de tesorería con suficiente antelación como para poder pagar sin problemas. ¿Es esta una situación de riesgo? Sí, está claro. Porque si esta rueda de cobros rápidos y pagos lentos cambia para peor, no tendrá suficientes garantías (solventia de capacidad) para atender a los pagos del pasivo corriente. Pero mientras funcione, lo podrá hacer sin problemas.

3.4.3. Ratio de tesorería o test ácido

Dentro del activo corriente, el stock es el elemento que menos liquidez tiene. En efecto, si se da el caso de que la actividad empresarial queda totalmente parada, ¿podremos vender y cobrar estas existencias? ¿Con qué haremos frente, pues, a nuestras deudas a corto plazo? Este es el sentido de este ratio: prescindir de los stocks y ver si con los otros activos corrientes, normalmente tesorería y clientes, tenemos suficiente para pagar deudas.

Se suele decir en la literatura especializada que el valor deseable de este ratio tiene que ser **alrededor de 1**. Para un acreedor, sería una garantía casi fantástica. Pero hay que tener en cuenta que no tiene mucho sentido plantear la operativa cotidiana de la empresa sobre la base de tener todas las garantías ante los acreedores perfectamente cubiertas por si hay que pagar todo enseguida: ¡nadie duerme cada día vestido con pantalones, jersey y zapatos por si fuera necesario salir de casa urgentemente! Lo más normal –volviendo a las finanzas– es que haya un pequeño cojín, y que sea la gestión de cobros y la financiación externa las que se encarguen de generar fondos para pagar el día a día.

De todos modos, es cierto que, como garantía, un valor parecido a 1 es perfecto.

3.4.4. Ratio de disponibilidad

Normalmente, la literatura nos dice que este ratio tendría que estar entre **0,2** y **0,3**. Como garantía, así lo podemos entender.

Pero... ¡cuidado con este ratio! Interpretémoslo correctamente: un balance es una fotografía de la compañía a una fecha concreta. Que el balance a 31 de diciembre nos diga que nadamos en la abundancia de liquidez puede querer decir muchas cosas. Tener mucho efectivo en caja a finales de año quizás es debido a que realmente nadamos en la abundancia; o quizás es debido a que, a pesar de ir siempre justos de tesorería, el día 3 de enero tenemos que hacer un pago muy importante y tenemos el dinero preparado. Del mismo modo, tener una cifra de tesorería ridícula a 31 de diciembre no tiene por qué ser malo: si no tenemos ningún pago importante hasta el 31 de enero, y tenemos previsto

cobrar durante este mes unas facturas importantes de clientes o bien obtener financiación... ¿por qué hay que tener el dinero en la cuenta corriente, si la remuneración que obtenemos es reducida?

Por esta razón hay que tener cuidado: la función del saldo en cuenta corriente es la de servir de cojín para cubrir contingencias en el retraso de determinados cobros de clientes, recesión de ventas, huelgas, retrasos de producción... y esto nos lo dirá la experiencia práctica del director financiero y sus previsiones.

Es por eso por lo que hay que poner en cuarentena esta ratio como indicadora de la solvencia a corto plazo: nos tenemos que preguntar: ¿el importe del saldo en cuenta corriente tiene que ser función del pasivo corriente o tiene que ser función de las previsiones de la gestión de tesorería?

3.4.5. Ratio de solvencia final

Este es un ratio de **solvencia a largo plazo**. Solo tiene sentido cuando analizamos la empresa de cara a su liquidación. Porque, si nos fijamos bien, estamos mirando si nuestros activos son suficientemente valiosos como para pagar todos nuestros pasivos, y esto solo tiene sentido pensarlo cuando se trata de cerrar la empresa.

¿Cuál es el valor adecuado? De entrada, está claro que tiene que ser mayor que 1. Pero ¿cuál es el problema para definir el valor óptimo? Que cuando se trata de cerrar una empresa, los valores de liquidación de los activos son a menudo muy diferentes a los valores contables: la maquinaria vendida deprisa y corriendo tendrá un valor muy inferior, quizás el terreno se habrá revalorizado y nos darán mucho más, para vender unos stocks en liquidación habrá que hacer grandes descuentos...

Se suele decir, sin embargo, que un nivel ideal de este ratio es que **no se sitúe por debajo de 1,5**. Entendiéndolo de este modo, podríamos aceptar liquidar nuestros activos con un descuento equivalente a este 0,5 sobrante respecto de la unidad, olvidando, por prudencia, que quizás habrá activos que podremos vender por importe superior a su coste. Si nos fijamos, este ratio funciona en paralelo al ratio de endeudamiento, puesto que:

$$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}} = \frac{\text{Pasivo} + \text{PN}}{\text{Pasivo}} = 1 + \frac{\text{PN}}{\text{Pasivo}}$$

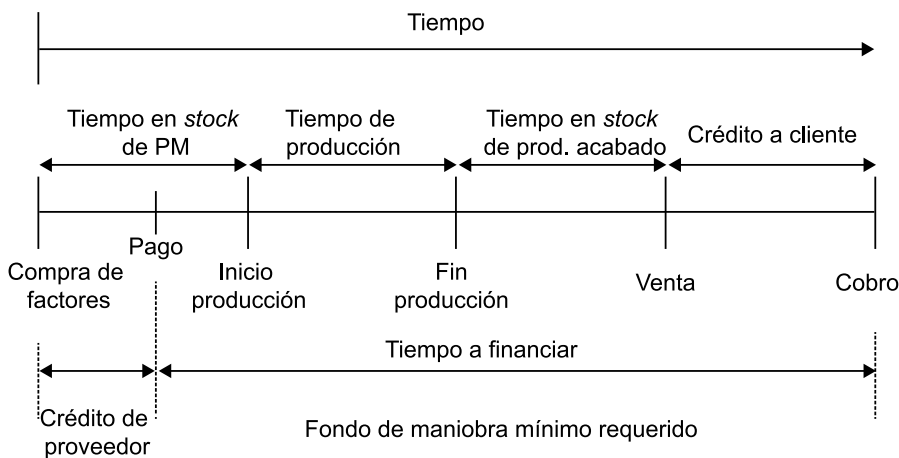
lo cual quiere decir que es la inversa del ratio de endeudamiento + 1. Si habíamos dicho que, en épocas duras de acceso al crédito, un ratio de endeudamiento que nos diera una solidez adecuada no fuera mucho más allá del 2, nuestro nuevo ratio de solvencia final adecuado tendría que ser, como mínimo, 1,5.

3.4.6. Solvencia de puntualidad

Hemos definido anteriormente la solvencia como la comprobación de que la empresa se encuentra en una buena posición para hacer frente sin problemas a las deudas. Nos podría parecer que con el análisis que acabamos de hacer, el de la solvencia de capacidad o de garantía, es suficiente, pero hemos visto que no: a veces, unos ratios de solvencia de capacidad mediocres no implica ser impuntual en los pagos, tal como hemos visto en el ejemplo de El Corte Inglés o Carrefour mencionados en el anterior apartado.

Dicho de otro modo, el análisis de la solvencia de capacidad se complementa con el análisis de la **solvencia de puntualidad**: no solo nos interesa saber si ofrecemos suficientes garantías de pago a nuestros acreedores, sino también nos interesa saber si seremos puntuales en el pago.

Los ratios básicos para este punto son los relacionados con el **periodo de maduración** (tiempo que pasa desde que entra una unidad de materia prima hasta que la convertimos en dinero gracias a la venta) y el **periodo de pago** (tiempo que pasa desde que entra una unidad de materia prima hasta que la pagamos al proveedor). La diferencia entre los dos conceptos se denomina **ciclo de caja**.



Periodo de maduración = Rotación (en días) de materia prima + plazo (en días) de fabricación + rotación (en días) de producto acabado + rotación (en días) de ventas + periodo medio de cobro

Ciclo de caja = Periodo de maduración – Periodo medio de pago a proveedores

La fórmula de cálculo del periodo de maduración es:

$$\left[\frac{\text{Existencias de materia prima}}{\text{Consumo de materias primas}} + \frac{\text{Existencias de producto en curso}}{\text{Coste de la producción anual}} + \frac{\text{Existencias de productos acabados}}{\text{Coste de ventas}} + \frac{\text{Saldo de clientes}}{\text{Ventas}^{*1}} \right] \times 365$$

*¹ Hay que añadirle el IVA para que el valor sea homogéneo con el numerador.

Y la fórmula de cálculo para el período medio de pago a proveedores es:

$$\frac{\text{Saldo de proveedores}}{\text{Compras}^{*2}} \times 365$$

*² Hay que añadirle el IVA para que el valor sea homogéneo con el numerador.

Si se utilizan como base de análisis unas cuentas anuales, no es posible calcular algunos de estos valores, puesto que se necesita información suficientemente sensible que no se suele publicar, pero una aproximación para empresas comerciales y/o de servicios sería comparar los plazos de pago a clientes y cobro a proveedores.

Cuando la fórmula del **ciclo de caja** nos da positivo, o favorable, quiere decir que convertimos en efectivo nuestras adquisiciones mucho antes de que sean pagadas a nuestros proveedores. Esto significa que nuestra velocidad de creación de tesorería es muy rápida: este era el sentido de las explicaciones sobre El Corte Inglés y Carrefour que hacíamos en apartados anteriores: si estas empresas generan dinero mucho antes de que tengan que pagar, pueden vivir con fondos de maniobra negativos, puesto que no tienen que financiar sus compras, las tienen autofinanciadas automáticamente. ¿Es correcta, esta situación? Sí, está claro, pero no olvidemos que es una situación de riesgo, puesto que el día que el periodo de maduración se les alargue y pasen a tener un ciclo de caja desfavorable, no tendrán suficiente garantía o capacidad para cumplir con sus deudas.

3.4.7. La autofinanciación y el *cash flow* libre: una manera adicional de analizar la solvencia

La autofinanciación es la parte del flujo de caja que se reinvierte en la propia empresa. Parte de la base del *cash flow* teórico o *cash flow* económico que hemos estudiado antes:

$$\text{Autofinanciación} = \text{Resultado} + \text{Amortizaciones} + \text{Deterioros} - \text{Dividendos}$$

La cifra de resultado la obtenemos de la cuenta de resultados: es el beneficio neto.

El total de amortizaciones no siempre se detalla en una cuenta de resultados, pero se puede encontrar en información interna de la compañía o en los estados de flujos de efectivo (*cash flow statement*).

La cifra de deterioros corresponde a aquellos gastos contabilizados en la cuenta de resultados que no representan ninguna salida efectiva de tesorería: un deterioro del valor de un activo, la contabilización de una provisión a largo plazo. No incluiríamos los deterioros de saldos de clientes, puesto que estos sí que representan una menor entrada de tesorería.

El importe de los dividendos comprometidos es una decisión que toma la junta de accionistas. Sabemos que, como mucho, equivaldrá al importe del beneficio neto siempre y cuando se cumplan las condiciones de la legislación mercantil.

Esta magnitud, considerada en euros, también podemos calcularla en **porcentaje sobre ventas**: nos dará idea de qué porcentaje de cada venta acaba permaneciendo en la empresa en forma de tesorería: ¡esto es precisamente la autofinanciación!

$$\text{Autofinanciación sobre ventas} = \frac{\text{Autofinanciación}}{\text{Total ventas}} \times 100$$

No obstante, el análisis de la autofinanciación no quedaría completo si no integráramos los vencimientos de deuda bancaria a corto plazo. En otras palabras: la autofinanciación tiene que servir, de entrada, para pagar conceptos que no forman parte de la cuenta de resultados, como es el caso del nominal de las cuotas de préstamo. Una vez hecho este pago, tendremos lo que denominamos *cash flow libre*, que representa la verdadera autofinanciación que le queda a la empresa después de haber cumplido con los compromisos adquiridos:

$$\text{Cash flow libre} = \text{Autofinanciación} - \text{Deuda bancaria a corto plazo}$$

Si el *cash flow libre* es positivo, la situación deviene favorable, una balsa de aceite: la generación de tesorería proveniente de la gestión empresarial de este año da para pagar todos los gastos, los dividendos y los nominales de las cuotas de préstamos a corto plazo a los que ahora habrá que hacer frente.

En cambio, si el *cash flow libre* es negativo, quiere decir que la gestión empresarial no genera suficiente tesorería como para pagar los gastos, los dividendos y los nominales de las cuotas de préstamos a corto plazo, a los cuales ahora habrá que hacer frente. Habrá que revisar los dividendos, habrá que renegociar fechas de vencimiento, habrá que buscar financiación adicional... Dependiendo de la magnitud de la cifra, puede ser una situación más que comprometida.

3.5. Estudio de la cuenta de resultados

La cuenta de resultados es el reflejo de la gestión económica de la compañía, es decir, de los ingresos que la empresa ha tenido (normalmente las ventas) y de los gastos que han sido necesarios para conseguir estos ingresos. La manera de presentarlo, de acuerdo con las NIIF, Normas Internacionales de Información Financiera y el PGC, Plan general de contabilidad, es un tema contable y no será objeto de discusión en este módulo, pero no queremos pasar por alto algunas consideraciones, a saber:

- Las cuentas anuales, como hemos dicho anteriormente, no nos proporcionan toda la información que necesitamos para el análisis. Hay datos que normalmente no se ofrecen: a veces podemos saber el coste de ventas de una empresa industrial, pero entonces no sabemos sus consumos de materias primas; o al contrario, podemos tener los costes simplemente desglosados por naturaleza, con la pérdida de información. Sea como fuere, para hacer el análisis habrá que buscar internamente esta información.
- Los resultados extraordinarios o excepcionales, por sus características, no tendrían que ser considerados resultados de explotación, puesto que no corresponden a la explotación del negocio de la empresa; ahora bien, dado que las NIIF y el PGC los hacen incluir dentro de los resultados de explotación, conviene que indiquemos cuáles tendrían que ser las categorías y definiciones de los diferentes resultados:
 - **Resultado ordinario:** el de la actividad estricta del negocio empresarial.
 - **Resultado de explotación:** el resultado ordinario anterior más los resultados excepcionales (resultado por ventas de inmovilizado, por ejemplo).
 - **Beneficio antes de intereses e impuestos (BAII):** el resultado de explotación anterior más los ingresos financieros (son ganancias obtenidas por la tenencia de activos financieros).
 - **Beneficio antes de impuestos (BAI):** el BAII anterior menos los intereses (el coste de la financiación).
 - **Beneficio neto final o beneficio después de impuestos (BDI):** el BAI anterior menos los impuestos sobre los beneficios.

Ingresos de explotación ordinarios

- Gastos de explotación ordinarios

= Resultado ordinario

+/- Resultados excepcionales y atípicos

= Resultado de explotación

+ Ingresos financieros

= BAI

- Gastos financieros

= BAI

- Impuestos

= BDI o beneficio neto final

Las NIIF y el PGC tampoco mencionan un indicador muy habitual en el análisis financiero: el EBITDA. Es el acrónimo de *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

El EBITDA es un indicador bastante acotado del resultado económico y de generación de efectivo de la empresa, puesto que no tiene en cuenta gastos que no son fruto de la gestión diaria (como es el caso del porcentaje de impuestos a pagar o los intereses sobre la deuda) ni las disminuciones de valor por depreciaciones o amortizaciones (que ya hemos visto que son fuente de *cash flow*). Podemos definirlo como la tesorería generada por la actividad económica de la empresa.

Una vez visto lo cual, el análisis de la cuenta de resultados puede tener más sentido, puesto que veremos cuál es el resultado de la empresa dado su origen.

Ver la evolución de cada partida, tanto en valores absolutos como en porcentajes sobre ventas, año tras año y controlar las desviaciones respecto de los importes presupuestados, es trabajo fundamental en todo departamento de control de gestión y, por extensión, financiero. La observación de la cuenta de resultados nos puede ayudar a entrever cuáles son las partidas más sensibles de la empresa: si hay alguna partida que representa un porcentaje grande sobre el importe de la venta, habrá que estar muy atento.

3.6. Análisis del rendimiento y la rentabilidad. Apalancamiento financiero

3.6.1. El rendimiento de los activos: la rentabilidad económica

Una vez analizados la solidez patrimonial, la solvencia y la cuenta de resultados, estamos en condiciones de relacionarlo todo, balance y cuenta de explotación, y explicarnos el porqué de la rentabilidad que ha obtenido el accionista, que era la pregunta que nos hacíamos al iniciar este capítulo.

En este sentido, pues, podemos hacernos la primera pregunta directa: **¿de qué depende la rentabilidad del accionista?** De entrada, de cómo se hayan gestionado las inversiones que la empresa ha hecho en su activo: ¿nos han dado las máquinas un buen rendimiento? ¿Nuestro surtido de stock nos ayuda a generar ventas y beneficios? ¿Vale la pena invertir en clientes, es decir, concederles un plazo de pago más largo para que nos compren más? Pero también debemos definir quién es el responsable de la gestión de la empresa: lo es el **equipo directivo**, que será valorado en función del beneficio que se haya obtenido con relación a la inversión que se les ha confiado gestionar.

El equipo directivo, y así lo haría cualquier persona, no querrá ser nunca valorado en función de variables sobre las cuales no tiene el control. Por lo tanto, ¿es el beneficio neto final (o BDI) una buena magnitud para esta valoración? No, puesto que el porcentaje de impuestos es un dato que no depende de nadie de la empresa, es un porcentaje obligado por la ley. ¿Es la línea de beneficio anterior (BAI) una buena magnitud para esta valoración? No, tampoco, puesto que los intereses pagados serán en función del nivel de endeudamiento de la compañía, y este será más alto o más bajo en función de cuánta haya sido la aportación de los propietarios: si los propietarios quieren tener una empresa sólida e invertir mucho dinero de su bolsillo, el endeudamiento será bajo y la cifra de intereses será también baja; pero si los propietarios no quieren arriesgar dinero de su bolsillo y deciden trabajar basándose en los créditos bancarios, el endeudamiento será alto y la cifra de intereses será también alta. Y no hay que olvidar que el nivel de los tipos de interés –punto arriba, punto abajo– no lo decide la empresa, sino que lo decide la autoridad monetaria, en nuestro caso, el Banco Central Europeo.

Visto de otro modo: el equipo directivo tiene que ser capaz de gestionar el activo de la empresa, independientemente de cómo se haya financiado.

Si tenemos claro este punto, estamos en disposición de entender el sentido de la fórmula de cálculo del **rendimiento de la actividad económica**, también denominado ROA (*return on assets*):

$$\text{Rentabilidad económica o ROA} = \frac{\text{BAI}}{\text{Activo}}$$

¡Este es el verdadero indicador de cómo está funcionando la gestión económica de la empresa!

¿Y qué le pedimos? ¿Qué valor es el adecuado para estar satisfechos? Obviamente, cuanto más alto mejor, pero sí que hay un valor que debe cumplirse: que sea, como mínimo, superior al coste medio de financiación del pasivo.

Recordemos que este ROA es el resultado de la actividad económica sin tener en cuenta la financiación; entonces, lo mínimo que le tenemos que pedir es ¡que pague el coste de financiación!

Esta ratio, la rentabilidad económica o ROA, se puede descomponer de la siguiente manera:

$$\frac{\text{BAII}}{\text{Activo}} = \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$$

$$\downarrow \qquad \downarrow \qquad \downarrow$$

$$\text{ROA} = \text{Margen} \times \text{Rotación de activo}$$

El **margen** es el resultado que obtenemos con relación a las ventas, por eso también se le denomina **margen sobre ventas**. Es un dato básico en toda cuenta de pérdidas y ganancias.

La **rotación de activo** tiene que ver con el volumen de ventas que generamos con relación a la inversión que hemos hecho. En definitiva, nos mide qué volumen de ingresos, y por lo tanto de actividad, es capaz de generar la empresa con sus activos.

Si nos fijamos, esta descomposición nos muestra dos tipos de modelo de negocio clásicos: el modelo de empresas de producto barato y de poco margen, que funciona en base a grandes volúmenes de venta; y el modelo de empresas de productos de lujo, que funciona en base a grandes márgenes en cada operación, pero haciendo muy pocas.

¿Cuál de los dos modelos de negocio es mejor? Pues dependerá del talante de cada cual: hay quien disfruta con el primero, hay quien solo se lo pasa bien con el segundo. En cualquier caso, se trata de obtener el máximo ROA: si, por ejemplo, el ROA es un 10%, tanto lo podemos obtener con un 0,5% de margen y una rotación de 20 como con un 40% de margen y una rotación de 0,25, todo dependerá del modelo de negocio.

ROA global frente a ROA ordinario de explotación

Hay que recordar que la estructura del Plan general contable no invita a analizar en detalle el ROA. Convendrá, pues, distinguir entre estos dos tipos de ROA:

- el ROA global, que es la ratio entre el BAI y el activo total de la empresa,
- el ROA ordinario de explotación, que es la ratio entre el resultado ordinario de explotación y el activo que se dedica a la explotación (no incluiríamos los activos no afectos a la explotación: inversiones inmobiliarias, inversiones financieras especulativas, etc.).

La descomposición entre margen y rotación también se podrá hacer, pues, atendiendo estas dos visiones del ROA.

Rotación de los activos

No olvidemos, sin embargo, que las inversiones en activo pueden ser hechas en el activo corriente y en el activo no corriente. En este sentido, pues, habrá que ver la evolución de un año a otro de estas dos rotaciones:

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo corriente}} \quad \text{y} \quad \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo no corriente}}$$

$$\downarrow \qquad \qquad \downarrow$$

$$\text{Rotación de activo corriente} \quad \text{y} \quad \text{Rotación de activo no corriente}$$

Una disminución de estas ratios querrá decir que no estamos vendiendo tanto como antes o que, después de haber hecho nuevas inversiones, no hay tantas ventas como esperábamos. En los dos casos, si el margen sobre ventas se mantiene, habremos perdido rentabilidad económica.

3.6.2. El apalancamiento financiero

¿Basta con la rentabilidad económica o ROA para saber la rentabilidad del accionista? No, porque ya hemos dicho que, una vez tenemos el rendimiento del activo, hay que restar aún intereses e impuestos.

Para entender este concepto, podemos poner un ejemplo con varios supuestos:

Supuesto 1

Supongamos que hemos constituido una empresa con este balance:

Activos diversos	100	Patrimonio neto	50
		Pasivo	50
Total activo	100	Total pasivo y PN	100

Y sabemos que el coste que el banco nos cobrará por el pasivo es del 10% (5 euros de intereses anuales). Sabemos también que nuestro BAI ha sido de 20 euros. Prescindimos de los impuestos, de momento.

El ROA será:

$$\text{Rentabilidad económica o ROA} = \frac{\text{BAI}}{\text{Activo}} = \frac{20}{100} = 0,2 = 20\%$$

Una vez restamos los intereses, nos encontramos que el beneficio neto final es de 15 euros, lo cual hace que la rentabilidad para el accionista sea:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{PN}} = \frac{15}{50} = 0,3 = 30\%$$

Como podemos ver, la rentabilidad para el accionista es claramente mayor que el rendimiento de las inversiones en activo. ¿Por qué? Porque el 20% de rendimiento que obtenemos de cada euro invertido en el activo –el ROA– es mayor que el 10% de coste de la financiación que hemos pactado con los bancos. Dicho de otro modo: si una inversión nos rinde al 20% y su financiación nos ha costado un 10%... está muy claro que tenemos un excedente. Todo lo que sobra una vez pagado el coste de financiación es para satisfacer al accionista. Por lo tanto, cuando el ROA es mayor que el tipo de interés que se paga por el pasivo, estar endeudado es positivo para la rentabilidad del accionista.

Supuesto 2

Si continuamos con el ejemplo, lo veremos más claro. Supongamos ahora que esta empresa hace una nueva inversión, por valor de 50, y la financiamos con deuda, manteniendo la misma rentabilidad económica del activo, es decir, el mismo ROA. El nuevo balance será:

Activos varios	150	Patrimonio neto	50
		Pasivo	100
Total activo	150	Total pasivo y PN	150

Los intereses que pagaremos serán del 10% de 100, lo cual resulta en 10 euros. EL BAIÍ será, en este caso, por valor de 30, puesto que mantenemos el mismo ROA, y el resultado final neto será por valor de $30 - 10 = 20$.

Entonces, la rentabilidad del accionista pasa a ser:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{PN}} = \frac{20}{50} = 0,4 = 40\%$$

Sin hacer nada, sin que el accionista haya arriesgado nada más de su propio bolsillo, su rentabilidad financiera se ha disparado. ¿Por qué? Porque el ROA es mayor que el coste del pasivo y porque esta diferencia, en esta nueva ocasión, se ve amplificada por el aumento de la ratio de endeudamiento.

Supuesto 3

¿Qué habría pasado si la financiación se hubiera hecho con fondos propios? El balance habría sido así:

Activos varios	150	Patrimonio neto	100
		Pasivo	50
Total activo	150	Total pasivo y PN	150

Los intereses que pagaríamos seguirían del 10% de 50, es decir, 5 euros. EL BAI sería por valor de 30, puesto que mantendríamos el mismo ROA, y el resultado final neto sería por valor de $30 - 5 = 25$.

Entonces, la rentabilidad del accionista pasaría a ser:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{PN}} = \frac{25}{100} = 0,25 = 25\%$$

Más alta que el tipo de interés, pero por debajo de la primera que habíamos obtenido, la del 30%. ¿Por qué? Porque es cierto que el ROA es mayor que el coste del pasivo, pero el hecho de haber reducido la ratio de endeudamiento hace que nos beneficiemos menos.

Supuesto 4

El peor de los casos sucede cuando el ROA se hunde. Si cogemos este último ejemplo e imaginamos que el ROA, el rendimiento que le sacamos a las inversiones del activo, se coloca en un triste 7%, entonces la cosa queda así:

Los intereses que pagaríamos serían del 10% de 50, lo cual hace 5 euros. EL BAI sería, en este caso, por valor de 10,5, puesto que es el 7% de 150, y el resultado final neto sería por valor de $10,5 - 5 = 5$.

Entonces, la rentabilidad del accionista pasaría a ser:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{PN}} = \frac{5}{100} = 0,05 = 5\%$$

El hundimiento del ROA por debajo del coste del pasivo hace que el accionista no acabe recibiendo la ganancia de la gestión de los activos.

Este fenómeno se denomina apalancamiento financiero. Si no se gestiona correctamente, puede convertirse en una de las causas de problemas empresariales: no nos tenemos que creer nunca que el recurso infinito al crédito barato y el mantenimiento de rentabilidades económicas elevadas existirán siempre. Profundizaremos en ello más adelante, en el ejemplo del módulo.

¿Cómo ponemos en relación todas estas variables? Esta es la fórmula:

$$ROE = \left[ROA + (ROA - i) \times \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio neto}} \right] \times (1 - t)$$

Donde

ROE = Rentabilidad financiera.
ROA = Rentabilidad económica.

i = coste del pasivo (coste financiero sobre pasivo a final de año)

t = tasa impositiva

Dicho de otro modo: esta fórmula nos permite confirmar intuitivamente cómo se consigue una buena rentabilidad para el accionista: la rentabilidad financiera es la rentabilidad económica más toda la ganancia que se obtiene del endeudamiento (en el sentido de “exceso/defecto entre la rentabilidad económica y el coste financiero medio del pasivo, amplificado por toda la deuda que tengamos”). Al final, aparecen los impuestos que nos lo reducen, pero estos son un componente extra que no depende de nosotros.

Otra manera de entender las causas de la rentabilidad financiera o ROE es haciendo esta descomposición:

$$\begin{array}{l} \text{Rentabilidad} \\ \text{financiera o} \\ \text{ROE} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Rentabilidad} \\ \text{económica o} \\ \text{ROA} \end{array} \times \left[\begin{array}{l} \text{Factor de} \\ \text{apalancamiento} \\ \text{financiero} \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{l} \text{Efecto} \\ \text{fiscal} \end{array} \right]$$

Que, con las ratios correspondientes, es:

$$\frac{\text{BDI}}{\text{PN}} = \frac{\text{BAI}}{\text{Activo}} \times \left[\frac{\text{Activo}}{\text{PN}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \right] \times \left[\frac{\text{BDI}}{\text{BAI}} \right]$$

En otras palabras: la rentabilidad para el socio o accionista dependerá, en primer lugar, del **rendimiento que la empresa saque de sus inversiones**; en segundo lugar, del **apalancamiento financiero** (a continuación veremos el desglose); y en tercer lugar, del **efecto de los impuestos** sobre el resultado.

Desglose de las ratios de apalancamiento y efecto fiscal

Ya hemos dicho antes que el apalancamiento tiene que ver con la diferencia entre la rentabilidad económica y el tipo de interés medio del pasivo, amplificado por el nivel de endeudamiento.

¿Qué son, si no, las dos ratios del primer paréntesis, el del factor de apalancamiento financiero?

La primera es otra manera de calcular el endeudamiento. Fijémonos en que:

$$\frac{\text{Activo}}{\text{PN}} = \frac{\text{Pasivo} + \text{PN}}{\text{PN}} = 1 + \frac{\text{Pasivo}}{\text{PN}}$$

Es lo mismo que una de las **ratios de endeudamiento** que hemos visto en el capítulo correspondiente, pero sumándole 1.

La segunda ratio de dentro del paréntesis del apalancamiento financiero tiene que ver con **el coste financiero**. ¿Cuál es la diferencia entre numerador y denominador? Pues precisamente los intereses, el coste del pasivo. Es **el efecto del tipo de interés medio de los pasivos**.

En cuanto al **efecto fiscal**, tengamos presente que no es nunca amplificador de las rentabilidades, sino siempre reductor. De hecho, es una variable más que exógena, puesto que la empresa tiene poco control, más allá de poder ubicar su sede fiscal en lugares más atractivos o de aprovechar desgravaciones fiscales dentro de la legalidad.

En consecuencia, ya nos encontramos en disposición de contestar aquella pregunta que nos hacíamos inicialmente: ¿A qué es debida la rentabilidad financiera de una compañía? ¿Qué nos dirá el análisis de sus estados financieros? Si hay aún alguna laguna en la explicación que acabamos de ofrecer, lo podemos complementar con el caso práctico que encontraremos a continuación.

4. Caso práctico: Análisis financiero de la empresa Visaprint.

4.1. Introducción

Visaprint es una empresa del sector gráfico, especializada en la impresión de etiquetado para gran consumo. Sus clientes principales son grandes compañías multinacionales del sector de la alimentación, que son cada día más exigentes en la calidad, los plazos de entrega y el desempeño de todas las normas de responsabilidad social.

La empresa fue fundada en 1978, y no es ningún secreto recordar que en aquella época los requisitos de productividad y eficiencia eran bastante menos estrictos que hoy en día.

Efectivamente, durante bastantes años, el fundador de la empresa, el señor Vicenç Salator, fue capaz de hacerse un sitio en el mercado sin necesidad de grandes inversiones ni grandes dispendios: iba trabajando, iba facturando y, como cobraba una nómina de la empresa, no le preocupaba mucho el reparto de dividendos ni la rentabilidad que pudiera obtener. Su frase preferida era:

Mientras vayamos tirando, no hay que mirar muchos números.

Pero los años fueron pasando, y Vicenç Salator, así como la mayoría de sus colaboradores, se fue haciendo mayor. Los clientes eran cada día más exigentes y él ya no se veía capaz de acometer las inversiones necesarias, ni de viajar constantemente para visitar clientes ni de dedicar más horas. Y ¿qué hizo? Decidió jubilarse. Ya hacía tiempo que lo podría haber hecho, pero siempre tenía aquel no sé qué que se lo impedía. Este no sé qué, que suele notarse en el estómago, no fue suficiente para compensar los cálculos que le hizo su asesor, que le convenció de que con su pensión de jubilación ya tendría bastante para vivir.

Pero ahora tenía un dilema...

Tenía dos opciones: la primera, vender la empresa a un grupo multinacional del sector, pero la valoración que le hacían no era suficientemente atractiva; y la segunda era ceder un porcentaje significativo de las acciones a un sobrino, con el compromiso de que obtuviera rentabilidad y así él pudiera ir viendo cómo sus acciones iban aumentando de valor.

Dicho y hecho, hizo donación del 75% de las acciones de la compañía a su sobrino y este se hizo cargo de ella inmediatamente (hay que decir que el compromiso que adquirió el sobrino de darle una tercera parte de los beneficios como dividendos tuvo gran importancia en la decisión de Vicenç Salator. ¡Él no había repartido nunca!).

El primer año fue un año movido, puesto que el sobrino puso al día el parque de maquinaria de la empresa, instalándose en unas nuevas naves que adquirieron. Cambió el enfoque del negocio, abandonó a los clientes pequeños y decidió centrarse casi exclusivamente en las grandes multinacionales, ofreciéndoles la garantía de que recibirían en unos cinco días los pedidos encargados, en lugar de las cinco semanas a las que estaban habituados. ¿Cómo? Aumentando el volumen de stock de materia prima y de producto acabado. Vicenç Salator era consciente de que esto era un gran dispendio: más máquinas, más inventario... Lo único que quería es que no le costara ni un euro de su bolsillo, que esta inversión la pagara el negocio por él mismo. Por eso estuvo contento cuando el sobrino le dijo:

-No te preocupes, tío, tú no hace falta que pongas nada; la propia empresa lo podrá pagar y, además de los dividendos, el valor de tus acciones irá subiendo y subiendo. El tío no entendía por qué, pero como toda la familia decía que este sobrino sabía un montón, más valía dejarlo hacer.

Y así llegamos a la situación a día de hoy, cuando acabamos de cerrar el tercer año de la gerencia del sobrino y nos disponemos a hacer la reunión anual de pasar cuentas. El sobrino le dice que la empresa va como nunca había ido, pero Vicenç Salator empieza a no verlo tan claro, y hace el siguiente razonamiento:

-Hemos cambiado la empresa de arriba abajo sin poner nosotros ni un duro, tenemos un montón de deudas con los bancos, el mercado está cada día más competido y cuesta llegar a la cifra de ventas, los márgenes –como siempre– van hacia abajo... No puedo entender cómo se lo hace mi sobrino para, además, decirme que la empresa es fantásticamente rentable para los accionistas y darme dividendos...

Por eso decide contratar los servicios de un buen analista financiero, titulado por la UOC, para que lo ayude a interpretar las cuentas. Y estos son los datos de que disponemos: son el balance y la cuenta de resultados de la empresa del último año de gerencia de Vicenç Salator (lo denominamos año 0) y el balance y la cuenta de resultados del año actual, que es el tercero de gerencia de su sobrino (lo denominamos año 3).

Visaprint, S. A.

Balances de situación correspondientes al 31 de diciembre de los años indicados

(datos en miles de euros)

Activo	Año 3	Año 0		Pasivo y patrimonio neto	Año 3	Año 0
Activo no corriente	213.457	107.140		Patrimonio neto	83.436	72.690

Notas del balance:

(1) Son participaciones adquiridas en una empresa proveedora de material de artes gráficas.

(2) Obligaciones a corto plazo adquiridas durante una punta de tesorería.

(3) Corresponden a provisiones por retribuciones a largo plazo al personal.

Visaprint, S. A.					
Terrenos	81.569	45.000	Capital	60.000	60.000
Construcciones	49.942	37.000	Reservas	10.746	5.746
Maquinaria	27.385	11.790	Resultado del ejercicio	12.690	6.944
Mobiliario	18.000	12.000			
Propiedad industrial	8.992	1.350	Pasivo no corriente	191.408	46.552
Inversiones financieras a LP (1)	27.569	0	Deudas bancarias a LP	128.910	23.693
			Provisiones a LP (3)	62.498	22.859
Activo corriente	202.843	44.837			
Materias primas	54.296	5.964	Pasivo corriente	141.456	32.735
Producto acabado	23.082	13.058	Deudas bancarias a CP	101.107	13.841
Clientes	88.679	23.050	Proveedores	25.948	9.568
Deterioro clientes	-375	0	Acreedores	3.848	1.465
Inversiones financieras a CP (2)	13.870	0	Administraciones públicas	10.553	7.861
Tesorería	23.291	2.765			
Total activo	416.300	151.977	Total pasivo y pn	416.300	151.977

Notas del balance:

(1) Son participaciones adquiridas en una empresa proveedora de material de artes gráficas.

(2) Obligaciones a corto plazo adquiridas durante una punta de tesorería.

(3) Corresponden a provisiones por retribuciones a largo plazo al personal.

Visaprint, S. A.

Cuenta de resultados correspondientes a los años indicados

(datos en miles de euros)

	Año 3		Año 0	
	Euros	%	Euros	%
Ventas	286.947	100,0%	131.571	100,0%
Variación de existencias de PA.	1.588	0,6%	-526	-0,4%
Consumos de materias primas	-183.678	-64,0%	-85.000	-64,6%
Gastos de personal	-71.582	-24,9%	-22.000	-16,7%
Otros gastos de explotación	-14.384	-5,0%	-4.008	-3,0%
Amortizaciones	-10.346	-3,6%	-8.794	-6,7%
Pérdidas por deterioro de clientes	-37	0,0%	0	0,0%
Provisiones ejercicio (*)	-3.820	-1,3%	-25	0,0%
Resultados excepcionales	12.528	4,4%	0	0,0%

* Corresponden a provisiones por retribuciones a largo plazo al personal.

Visaprint, S. A.				
Resultado de explotación	17.216	6,0%	11.218	8,5%
Ingresos financieros	2.174	0,8%	0	0,0%
Gastos financieros	-2.470	-0,9%	-1.959	-1,5%
Resultado financiero	-296	-0,1%	-1.959	-1,5%
BAI	16.920	5,9%	9.259	7,0%
Impuestos	-4.230	-1,5%	-2.315	-1,8%
Beneficio neto del ejercicio	12.690	4,4%	6.944	5,3%

Otros datos	Año 3	Año 0
Compras	104.075	82.000
Coste de ventas	223.912	100.867

* Corresponden a provisiones por retribuciones a largo plazo al personal.

4.2. Observación del balance y análisis de porcentajes verticales y horizontales

El paso previo a todo análisis es empezar dando un vistazo a la evolución de cada partida en el tiempo, a través de la observación visual del balance y la cuenta de resultados y del análisis de los porcentajes verticales y horizontales.

Vemos el gran crecimiento de la empresa: de tener unas inversiones por valor de 151,9 millones, hemos pasado a más de 416 millones, lo cual quiere decir casi triplicar en tres años. Hemos aumentado en todas las partidas, pero muy especialmente en el activo corriente y, concretamente, en las existencias y clientes. ¿Política de producción más constante? ¿Miedo a quedarse sin suministro y, por lo tanto, tendencia a acaparar materias primas? ¿Política de créditos comerciales más agresiva?

La financiación también ha aumentado, lógicamente, dadas las grandes inversiones hechas. Y ha aumentado en todos los apartados, pero sobre todo, en el endeudamiento. Ya lo comentaremos en el punto dedicado a la solidez patrimonial y financiera.

La cuenta de resultados, por otro lado, nos dice que los márgenes se mantienen aproximadamente en la misma línea, incluso un poco peores: no es buena señal. Hemos conseguido mantener el consumo de materia prima (importante, puesto que somos muy sensibles a este coste, es un 64% de nuestro precio de venta), pero se nos ha disparado el coste de personal. Hemos disfrutado, sin embargo, de unos resultados extraordinarios que nos han ayudado a recuperar

margen de explotación, pero recordemos que un resultado excepcional, por definición, no es recurrente y no se repetirá. Hemos mejorado en porcentaje de gastos financieros, quizás nos han bajado el tipo de interés.

Hagamos el análisis de los porcentajes verticales y horizontales en el balance:

Porcentajes verticales

Activo	Año 3	Año 0		Pasivo y patrimonio neto	Año 3	Año 0
Activo no corriente	51,3%	70,5%		Patrimonio neto	20,0%	47,8%
Terrenos	19,6%	29,6%		Capital	15,6%	39,5%
Construcciones	12,0%	24,3%		Reservas	1,4%	3,8%
Maquinaria	6,6%	7,8%		Resultado del ejercicio	3,0%	4,6%
Mobiliario	4,3%	7,9%				
Propiedad industrial	2,2%	0,9%		Pasivo no corriente	46,0%	30,6%
Inversiones financieras a LP	6,6%	0,0%		Deudas bancarias a LP	31,0%	15,6%
				Provisiones a LP	15,0%	15,0%
Activo corriente	48,7%	29,5%				
Materias primas	13,0%	3,9%		Pasivo corriente	34,0%	21,5%
Producto acabado	5,5%	8,6%		Deudas bancarias a CP	24,3%	9,1%
Clientes	21,3%	15,2%		Proveedores	6,2%	6,3%
Deterioro clientes	-0,1%	0,0%		Acreeedores	0,9%	1,0%
Inversiones financieras a CP	3,3%	0,0%		Administraciones públicas	2,2%	4,7%
Tesorería	5,6%	1,8%		Provisiones a CP	0,3%	0,4%
Total activo	100,0%	100,0%		Total pasivo y pn	100,0%	100,0%

Porcentajes horizontales

Activo	Variación		Pasivo y patrimonio neto	Variación
Activo no corriente	99,2%		Patrimonio neto	14,8%
Terrenos	81,3%		Capital	8,3%
Construcciones	35,0%		Reservas	0,0%
Maquinaria	132,3%		Resultado del ejercicio	82,7%
Mobiliario	50,0%			
Propiedad industrial	566,1%		Pasivo no corriente	311,2%
Inversiones financieras a LP	---		Deudas bancarias a LP	444,1%
			Provisiones a LP	173,4%

Activo	Variación	Pasivo y patrimonio neto	Variación
Activo corriente	352,4%		
Materias primas	810,4%	Pasivo corriente	332,1%
Producto acabado	76,8%	Deudas bancarias a CP	630,5%
Clientes	284,7%	Proveedores	171,2%
Deterioro clientes	---	Acreedores	162,7%
Inversiones financieras a CP	---	Administraciones públicas	26,6%
Tesorería	742,4%	Provisiones a CP	118,1%
Total activo	173,9%	Total pasivo y pn	173,9%

La observación de los porcentajes verticales nos dice que la empresa ha dejado de ser intensiva en inmovilizado: si las inversiones en activos fijos ahora hace tres años representaban un 70,5% del total del activo, ahora ya están repartidos a partes iguales entre activo no corriente y activo corriente. Dentro del activo corriente, se ve un gran incremento en la inversión en stocks, quizás para tener más contenta a la clientela y no hacerlos esperar. También la cifra de clientes tiene un peso más importante. Considerando que el activo ha aumentado casi tres veces, ya podemos hacernos una idea de la importancia que adquieren estas cifras en valor absoluto: este aumento tan grande nos viene confirmado por los porcentajes horizontales: las materias primas, por ejemplo, ¡han crecido en un 810,4%!

Lo mismo sucede en el patrimonio neto y el pasivo, sobre todo en este segundo, puesto que vemos que la financiación con recursos externos ha sido la base de recursos financieros para el crecimiento: ambos pasivos crecen más de un 300%, mientras que el patrimonio neto crece tan solo en un 14,8%.

4.3. Análisis de la solidez patrimonial

4.3.1. El equilibrio financiero

¿Cómo están financiados los activos no corrientes? La mejor manera de ver si los activos no corrientes están financiados con recursos permanentes, es utilizando un gráfico:

Año 3		Año 0	
ANC 51,3	PN 17,8	ANC 70,5	PN 46,3
AC 48,7	PNC 48,1	AC 29,5	PNC 32,8
	PC 34,1		PC 21

Como vemos, en principio la financiación es correcta: tanto antes como ahora, los recursos permanentes superan con creces los activos fijos. O lo que es lo mismo, parte del activo corriente está financiado por pasivos a largo plazo, lo cual da un cierto nivel de solidez. Además, en proporción, tenemos hoy un balance más equilibrado que hace tres años.

Dentro del análisis del equilibrio, hay que considerar también de qué tipo de activos no corrientes estamos hablando; en este caso no será significativo, porque en el año 3 hay suficiente colchón, pero si la diferencia entre ambas magnitudes fuera muy justa, habría que ver los plazos de vida útil del activo frente al plazo de vencimiento de las deudas a largo, tal como hemos comentado en el apartado teórico del módulo.

4.3.2. El endeudamiento

Empecemos analizando la cantidad de endeudamiento:

$$\frac{\text{Pasivo}}{\text{PN}} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 3,99 & 1,09 \\ \hline \end{array}$$

Un incremento muy grande. Hemos pasado de una ratio de endeudamiento baja a una ratio de las consideradas altas. Nos será difícil, a partir de ahora, que las entidades bancarias nos miren con buenos ojos, puesto que cuando una empresa está muy endeudada, difícilmente obtendrá financiación bancaria adicional. En cualquier caso, es un dato que ya conocíamos, ya que de la observación del balance hecha anteriormente habíamos notado que el gran aumento de las inversiones ha sido financiado con aumentos también muy grandes de las deudas a corto y a largo, y muy poco con patrimonio neto.

Como sabemos, el endeudamiento es un elemento de riesgo: si generamos suficiente tesorería para pagarlo, ningún problema; pero si no es así, puede ser mortal.

En cualquier caso, la situación actual de Visaprint es de gran endeudamiento, lo cual la convierte, desde este punto de vista, en una empresa muy poco sólida.

En cuanto a la calidad del endeudamiento, la situación es la siguiente:

Año 3	Año 0
42,5%	41,3%

Hay una pequeña preeminencia del pasivo a largo plazo, las deudas a corto no llegan a la mitad; en este sentido, la calidad no es mala. Ahora bien, conviene analizar qué tipo de deudas a corto plazo tenemos, y nos encontramos que la partida principal, sobre todo en el año actual, corresponde a las deudas bancarias. En este sentido, esto no es muy bueno, puesto que son recursos financieros de vencimiento expreso, no renovables.

Resumen sobre la solidez

Si bien el equilibrio financiero es correcto y esto le da un cierto grado de solidez, nos hemos asustado al ver el alto nivel de endeudamiento, pero nos hemos tranquilizado al darnos cuenta del plazo de estas deudas: la mayoría no son de vencimiento a corto sino a largo: Sin embargo, habrá que tener cuidado, puesto que llegará un día en que el largo plazo pasará a ser de vencimiento inmediato... Hay que solucionar este punto cuanto antes mejor, antes de que sea demasiado tarde.

4.4. Análisis de la solvencia de garantía o de capacidad

Hagamos el cálculo de las magnitudes y ratios a considerar:

Nombre del ratio o magnitud	Fórmula de cálculo	Año 3	Año 0
Fondo de maniobra =	$\text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$	61.387 €	12.102 €
Ratio de liquidez o de solvencia corriente =	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,43	1,37
Ratio de tesorería o acid test =	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,89	0,79
Ratio de disponibilidad =	$\frac{\text{Tesorería}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,16	0,08
Ratio de solvencia final =	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	1,25	1,91

Ya habíamos comprobado que el **fondo de maniobra** era positivo en los dos años, puesto que es lo equivalente a tener un balance equilibrado.

La **ratio de liquidez** nos da valores altos, sobre todo en el año 3. ¿Hay que tener una ratio tan alta? ¿Posiblemente tenemos algunos activos corrientes ociosos? Lo veremos en las siguientes ratios.

El **test ácido** o **ratio de tesorería** nos contesta la pregunta anterior: la gran diferencia entre esta ratio y la ratio de liquidez se debe a efectos de los stocks: esto quiere decir que gran parte de las garantías de Visaprint están basadas en la tenencia de stocks, quizás desmesurados. Y, como garantía, un stock es lo que menos garantiza una deuda: ¿qué banco querría una partida de papel impreso como aval de pago? Ya hemos dicho que es política del sobrino: tener un surtido de materias primas suficientemente grande para no tener que sufrir por la llegada del papel para impresión... imaginemos tener un pedido de un gran cliente ¡y no disponer de papel para imprimir! Como le dijo a un visitante americano:

"I prefer paper waiting for machine than machine waiting for paper!"

La idea es muy buena, ciertamente, pero hay que tener en cuenta que esta inversión en stock se tiene que pagar. ¿Generamos suficiente como para compensar el coste de la financiación? ¿No estaremos desviando recursos que harían falta en otros puntos de la empresa?

Además de esto, la cifra que nos da está por debajo del mínimo aceptado como garantía, pero no olvidemos los comentarios hechos en la parte teórica: ¿hay que tenerlo todo preparado para garantizar en cualquier momento? En el día a día, ¡es necesario arriesgar un poco! En este sentido, pues, una ratio de 0,89 en el momento actual es más que aceptable, teniendo en cuenta, además, que ha mejorado respecto del año 0.

La **ratio de disponibilidad** ha pasado a ser el doble que hace tres años, pero no llega al nivel que muchos manuales de finanzas piden. Ya hemos comentado su sentido: poca cosa nos dice, porque es la situación a una fecha concreta. Para nosotros, esta ratio no es de gran utilidad.

En cuanto a la **ratio de solvencia final**, la cosa cambia: aparece el efecto de la deuda a largo plazo, que hace que nuestros activos totales no cubran nuestras deudas tanto como lo hacían antes. Recordamos que, en el fondo, esta ratio viene a ser casi la inversa de la ratio de endeudamiento.

Conclusión sobre la solvencia de capacidad o de garantía de Visaprint:

La solvencia de capacidad o de garantía a corto plazo es relativamente buena, y ha mejorado mucho en los últimos tres años. Por lo tanto, podemos decir que la empresa tiene un activo corriente que, en caso de problemas, podría garantizar las deudas a corto plazo.

4.5. Análisis de la solvencia de puntualidad

Hagamos el análisis del periodo de maduración y del ciclo de caja de la compañía. ¿Es necesario que tenga un fondo de maniobra tan alto?

Recordemos la fórmula de cálculo del periodo de maduración²:

⁽²⁾Consideramos un IVA del 21%

$$\left[\frac{\text{Existencias de materia prima}}{\text{Consumo de materias primas}} + \frac{\text{Existencias de producto en curso}}{\text{Coste de la producción anual}} + \frac{\text{Existencias de productos acabados}}{\text{Coste de ventas}} + \frac{\text{Saldo de clientes}}{\text{Ventas}^*1} \right] \times 365$$

la cual, trasladando las cifras de Visaprint de los dos años, da lo siguiente:

$$\text{Año 3: } \left[\frac{54.296}{183.678} + \frac{\text{----}}{\text{----}} + \frac{23.082}{223.912} + \frac{88.679}{286.947 \times 1,21} \right] \times 365 = \mathbf{239 \text{ días}}$$

$$\text{Año 0: } \left[\frac{5.964}{85.000} + \frac{\text{----}}{\text{----}} + \frac{13.058}{100.867} + \frac{23.050}{131.571 \times 1,21} \right] \times 365 = \mathbf{126 \text{ días}}$$

Toda una sorpresa: de media, generamos tesorería ¡casi cuatro meses más tarde que antes! Si analizamos cada uno de los conceptos:

<i>Datos en días</i>	Año 3	Año 0
Rotación de materias primas	108	26
Rotación de producto en curso	0	0
Rotación de producto acabado	38	47
Rotación de clientes	93	53
Total días	239	126

Está claro dónde se han producido las grandes variaciones:

Tenemos un stock de materia prima desmesurado: prometimos a los clientes que siempre tendríamos papel preparado para imprimir sus pedidos y, si nos descuidamos, nos puede ahogar. Desde que llega la materia prima hasta que entra en el taller de impresión, pasan ¡tres meses y medio! La primera pregunta es: ¿era necesario? Y la segunda es: ¿quién paga esta inversión en existencias?

Hemos mejorado la gestión del producto acabado, y esto es bueno: somos capaces de imprimir y guardarlo, hasta que el cliente lo pida, en nueve días menos que antes. Pero sigue siendo un periodo bastante largo, es algo más de un mes... Haría falta que los clientes fueran más cuidadosos en sus programaciones.

Los clientes, sin embargo, pagan mucho más tarde que antes: si hace tres años lo hacían a una media de menos de dos meses, ahora tardan algo más de tres meses. ¿Normas del mercado? Quizás. ¿Mala negociación? También podría ser.

Es fundamental compararlo con el periodo medio de pago a proveedores, y así veremos la evolución del ciclo de caja:

$$\frac{\text{Saldo de proveedores}}{\text{Compras}^*} \times 365 = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 75 \text{ días} & 35 \text{ días} \\ \hline \end{array}$$

* Hay que añadir el IVA para que el valor sea homogéneo con el numerador.

La evolución de esta media nos ha sido favorable, ha mejorado en 40 días. Pero no compensa nada el alargamiento del periodo de maduración.

En definitiva, el ciclo de caja es:

$$\text{Plazo de pago} - \text{Periodo de maduración} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline -164 \text{ días} & -91 \text{ días} \\ \text{(desfavorable)} & \text{(desfavorable)} \\ \hline \end{array}$$

No es nada difícil llegar a la conclusión de que es evidente que necesitamos un gran fondo de maniobra, puesto que el ciclo de caja es enormemente desfavorable. Y arriesgado, puesto que ¡ha ido aumentando con el paso del tiempo!

Análisis del *cash flow libre*

Llegados a este punto, en el que queda evidente la tardanza en generar tesorería, analizamos la autofinanciación y el *cash flow libre* de la empresa. Calculemoslos en formato de cascada:

	Año 3	Año 0
Beneficio neto	12.690	6.944
+ Amortizaciones	+10.346	+8.794
+ Deterioramiento	+3.820	+25

¹ Recordemos que Vicenç Salator nunca había repartido dividendos, y que el sobrino se había comprometido a repartir, a partir de ese momento, una tercera parte de los beneficios.

- Dividendos ¹	- 4.230	0
= Autofinanciación	22.626	15.763
- Deudas bancarias a CP	-101.107	-13.841
= Cash flow libre	-78.481	+1.922

¹ Recordemos que Vicenç Salator nunca había repartido dividendos, y que el sobrino se había comprometido a repartir, a partir de ese momento, una tercera parte de los beneficios.

Tenemos un problema: si bien el sobrino ha sido capaz de repartir dividendos y mejorar la autofinanciación, nos damos cuenta de que la política de crecimiento vía endeudamiento nos lleva a una situación de solvencia muy frágil: la empresa no genera por ella misma suficientes recursos como para cumplir con los pagos a corto plazo de los préstamos. Hemos crecido mucho, lo hemos hecho con préstamos de terceros, ¡pero ahora hay que pagar las cuotas! Y no parece que podamos hacerlo por nosotros mismos.

4.6. Estudio de la cuenta de resultados

Ya hemos comentado previamente que de la observación de la cuenta de resultados deducimos varias cosas:

- En primer lugar, un empeoramiento de los márgenes, tanto a nivel de explotación como de resultado final.
- En segundo lugar, el aumento porcentual considerable de la partida de gastos de personal: ha pasado de representar un 16,7% a un 24,9% sobre ventas, con un aumento en valores absolutos de más del triple del valor inicial.
- El consumo de materias primas, un coste variable, se ha mantenido estable, lo cual es bueno.
- El año se salva gracias a unos resultados extraordinarios... No es muy buena manera de salvar el año, puesto que este resultado no se repetirá el próximo.
- A pesar de estar mucho más endeudados, los gastos financieros no parece que suban mucho. ¿A que puede ser debido? Lo analizaremos más adelante.

Hay que hacer el desglose de los resultados de una manera más analítica, tal como hemos comentado en el apartado teórico del módulo:

	Año 3	Año 0
Ingresos de explotación ordinarios	288.535	131.045

	Año 3	Año 0
- Gastos de explotación ordinarios	- 283.847	- 119.827
= Resultado ordinario	4.688	11.218
+/- Resultados excepcionales y atípicos	12.528	0
= Resultado de explotación	17.216	11.218
+ Ingresos financieros	2.174	0
= BAI	19.390	11.218
- Gastos financieros	- 2.470	- 1.959
= BAI	16.920	9.259
- Impuestos	- 4.230	- 2.315
= BDI o beneficio neto final	12.690	6.944

Conclusión evidente: a pesar de que el resultado final ha aumentado, el resultado ordinario –que es el que representa el resultado de la gestión de cara a la misión de la empresa– ha empeorado claramente. ¿Por qué acabamos ganando más que antes? Porque tenemos un importe muy significativo de resultados atípicos y de ingresos financieros. Hay que estar, pues, atentos ante esta situación, ya que no podemos basar nuestra prosperidad en estas partidas.

4.7. Análisis de la rentabilidad

Empezamos calculando la evolución de las diferentes rentabilidades:

Rentabilidad financiera o ROE =	Año 3	Año 0
	15,21%	9,55%

Evidente crecimiento de la rentabilidad del socio. En este sentido, Vicenç Sallator puede estar contento, puesto que la rentabilidad anual de su inversión en la empresa ha aumentado cerca de un 60%

Pero hay que relacionar esta magnífica noticia con sus causas. Recordemos, del apartado de teoría, cómo descomponer esta ratio:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \text{Rentabilidad económica o ROA} \times \left[\text{Factor de apalancamiento financiero} \right] \times \left[\text{Efecto fiscal} \right]$$

Hagamos, pues, el análisis de cada uno de los valores:

4.7.1. Análisis de la rentabilidad económica o ROA

Rentabilidad económica o ROA =	<table border="1" style="border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <th style="padding: 5px;">Año 3</th> <th style="padding: 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">4,66%</td> <td style="padding: 5px;">7,38%</td> </tr> </table>	Año 3	Año 0	4,66%	7,38%
Año 3	Año 0				
4,66%	7,38%				

¡Evidente empeoramiento! Las inversiones hechas en el activo no rinden tanto como antes. ¡Y eso que se han hecho muchas! Hay que esperar mucho tiempo para obtener resultados, ¿o es que realmente el diseño estratégico es incorrecto?

Si en lugar del ROA global hacemos el análisis del ROA atendiéndonos solo a los resultados de explotación ordinarios:

Resultados de explotación ordinarios	<table border="1" style="border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <th style="padding: 5px;">Año 3</th> <th style="padding: 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">4.688</td> <td style="padding: 5px;">11.218</td> </tr> </table>	Año 3	Año 0	4.688	11.218
Año 3	Año 0				
4.688	11.218				
Activos de explotación ordinarios*	<table border="1" style="border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <th style="padding: 5px;">Año 3</th> <th style="padding: 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">402.430</td> <td style="padding: 5px;">151.977</td> </tr> </table>	Año 3	Año 0	402.430	151.977
Año 3	Año 0				
402.430	151.977				

* Resultado de restarle las inversiones financieras hechas con carácter especulativo.

Esto nos da los siguientes ROA ordinarios de explotación:

Rentabilidad económica o ROA ordinario =	<table border="1" style="border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <th style="padding: 5px;">Año 3</th> <th style="padding: 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">1,16%</td> <td style="padding: 5px;">7,38%</td> </tr> </table>	Año 3	Año 0	1,16%	7,38%
Año 3	Año 0				
1,16%	7,38%				

No hay que hacer muchos comentarios. La gestión ordinaria de la compañía no funciona, es evidente. Entonces, ¿dónde se genera la alta rentabilidad? ¿Solo con los resultados extraordinarios? No puede ser, puesto que el ROA global ha empeorado.

Seguimos analizando el ROA global en detalle, recordando que el ROA se descompone en margen y rotación:

	<table border="1" style="border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <th style="padding: 5px;">ROA</th> <th style="padding: 5px;">=</th> <th style="padding: 5px;">Margen</th> <th style="padding: 5px;">×</th> <th style="padding: 5px;">Rotación de activo</th> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Año 3</td> <td style="padding: 5px;">4,66%</td> <td style="padding: 5px;">=</td> <td style="padding: 5px;">6,76%</td> <td style="padding: 5px;">×</td> <td style="padding: 5px;">0,69</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Año 0</td> <td style="padding: 5px;">8,53%</td> <td style="padding: 5px;">=</td> <td style="padding: 5px;">8,53%</td> <td style="padding: 5px;">×</td> <td style="padding: 5px;">0,866</td> </tr> </table>	ROA	=	Margen	×	Rotación de activo	Año 3	4,66%	=	6,76%	×	0,69	Año 0	8,53%	=	8,53%	×	0,866
ROA	=	Margen	×	Rotación de activo														
Año 3	4,66%	=	6,76%	×	0,69													
Año 0	8,53%	=	8,53%	×	0,866													

La gestión del día a día de la compañía ha ido a peor: peor margen y peor rotación.

Las causas del peor margen ya han sido analizadas anteriormente, cuando hemos hecho el análisis de la cuenta de resultados.

Hagamos ahora el análisis de la rotación de los activos, comparando la evolución de la rotación del activo corriente y del activo no corriente:

	Año 3	Año 0
Rotación de AC	1,41	2,93
Rotación de ANC	1,34	1,23

Las grandes inversiones en activo corriente no dan el resultado en ventas que se espera. Y esto es malo, puesto que lo más normal es que las inversiones en activos a corto plazo dieran resultados casi inmediatos: las inversiones en stocks o en clientes son para generar actividad comercial rápida, no para esperar.

En cambio, las inversiones en activo no corriente sí que han dado resultado, ya que la rotación ha aumentado. Podemos decir que la mejora en las inversiones en maquinaria ha dado sus frutos.

4.7.2. Análisis del apalancamiento financiero

Una vez analizado el ROA, el margen y las rotaciones, y habiendo llegado a la conclusión de que no han tenido una evolución nada favorable, vamos a mirar el siguiente componente de la rentabilidad financiera: el **apalancamiento**. Hagámoslo con la fórmula de descomposición de las ratios.

$$\text{Factor de apalancamiento financiero} = \frac{\text{Activo}}{\text{PN}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}}$$

$$\frac{\text{Activo}}{\text{PN}} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 4,99 & 2,09 \\ \hline \end{array} \quad \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 0,87 & 0,82 \\ \hline \end{array}$$

El nivel de endeudamiento se ha más que doblado. Ya lo habíamos visto en el análisis de la ratio correspondiente. Es más que probable que esta sea la causa principal de la alta rentabilidad de la compañía.

El efecto del tipo de interés ha sido favorable: la explicación es que el tipo de interés medio se ha reducido a pesar del aumento del endeudamiento.

Si hacemos el cálculo del tipo de interés medio en base a los pasivos a final de año:

$$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Total pasivo}} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 0,74\% & 2,47\% \\ \hline \end{array}$$

Efectivamente. Hemos mejorado mucho en cuanto al coste del endeudamiento, y esto nos mejora a la vez la rentabilidad. Por este lado, parece lógico pensar que, al tener un acceso más barato al crédito, haya tendencia a invertir con financiación externa. Pero no hay que olvidar el componente de riesgo que esto comporta.

Si hacemos la combinación de los dos factores que acabamos de analizar (endeudamiento y efecto del tipo de interés), encontraremos el valor del apalancamiento financiero de Visaprint:

	Factor de apalancamiento financiero
Año 3	$4,99 \times 0,87 = 4,34$
Año 0	$2,09 \times 0,82 = 1,71$

4.7.3. Análisis del efecto fiscal

Nos faltaría el análisis del efecto fiscal:

$$\text{Efecto fiscal} = \frac{\text{BDI}}{\text{BAI}}$$

$$\frac{\text{BDI}}{\text{BAI}} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 3} & \text{Año 0} \\ \hline 0,75 & 0,75 \\ \hline \end{array}$$

En los dos casos nos da 0,75, lo cual equivale a decir que pagamos un 25% de impuestos sobre el beneficio bruto. Aquí no hay ninguna influencia en el resultado.

Descomposición de la rentabilidad financiera según la otra fórmula estudiada:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROA} + (\text{ROA} - i) \times \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio neto}} \right] \times (1 - t)$$

$$\text{Año 3 } 15,21\% = \left[4,66\% + (4,66\% - 0,74\%) \times 3,99 \right] \times (1 - 25\%)$$

$$\text{Año 0 } 9,55\% = \left[7,38\% + (7,38\% - 2,47\%) \times 1,09 \right] \times (1 - 25\%)$$

Podemos confirmar las conclusiones anteriores:

- Hemos perdido en rentabilidad económica.
- A pesar de mejorar en los tipos de interés medios, el diferencial que obtenemos respecto del ROA es algo más pequeño que antes.
- Un increíble aumento del endeudamiento, que hace que toda la fórmula se dispare.
- El mantenimiento del porcentaje de impuesto sobre sociedades tiene un efecto neutro.

4.8. Conclusiones

Ya hemos llegado al final del análisis. La gran rentabilidad ofrecida por el soborno no se debe a una mejora en los procesos, ni a una mejora en la estrategia, ni a una mejora en la gestión comercial... Se debe, básicamente, a la manera como ha financiado el crecimiento de la compañía: con una política de endeudamiento desmesurada. Y decimos desmesurada porque hemos observado que muy pronto tendrá problemas de tesorería, ya que el *cash flow* que genera la sociedad no es suficiente como para cumplir con los pagos de los créditos a corto plazo.

No puede de ninguna manera seguir con esta política. Además de perder en márgenes y rotaciones, la empresa es muy poco sólida, y está llegando a un punto de no retorno. ¿Se podrá salir de él?

Si se da el caso de que empieza a ser impuntual en los pagos –cosa que pronto puede pasar–, el análisis de la solvencia de capacidad o de garantía nos dice que todavía podrían ser optimistas de cara a un acuerdo negociado de pago con los acreedores. Pero las garantías que les puede ofrecer están fuertemente basadas en el stock, que es una mala partida para pagar las deudas bancarias, aunque se podría usar para pagar deudas con proveedores (a través de devoluciones de material, siempre y cuando estos lo aceptaran).

Una buena señal de garantía es el test ácido, que da valores bastante altos. Ahora bien, detrás de todo ello hay un problema de plazos: si los vencimientos de los pasivos son antes de los de los clientes, habrá problemas de puntualidad; sin olvidar que, mientras tanto, están los gastos corrientes que hay que pagar, entre ellos las nóminas... Difícilmente dará para todo.

¿Qué hay que hacer?

Pues quizás habrá que visitar las entidades bancarias y renegociar los plazos de las deudas bancarias a corto antes de que sea demasiado tarde. Las garantías a corto plazo son bastante buenas como para pedirles paciencia, si se tercia.

O bien empezar rápidamente a desinvertir en los activos exageradamente altos, como son los stocks (dejando de comprar tanto) o intentando reducir los saldos de clientes (ofreciendo descuentos; o siendo más exigente en los plazos; o endosando pagarés de clientes a los acreedores...), además de intentar realizar, es decir, vender las inversiones financieras a corto plazo.

O bien los accionistas tendrán que hacer una aportación extraordinaria de capital para equilibrar el balance.

Sea como sea, Vicenç Salator empieza a arrepentirse de su decisión:

-Hemos invertido mucho dinero y hemos construido un barco muy grande, pero entre el poco viento que hace y las velas tan pequeñas que tenemos, no vamos a ninguna parte... ¡Y ahora hay que pagar al armador!

Resumen

En este módulo hemos estudiado los principales aspectos que hay que considerar al hacer una diagnosis de la situación patrimonial, económica y financiera de una compañía.

De entrada, hemos reflexionado sobre el sentido del análisis y cuáles son los materiales básicos para hacerlo. No tiene que ser un tema complejo para el estudiante, puesto que ha sido visto en asignaturas previas.

Pensar en las limitaciones del análisis es también una tarea importante, y a esto hemos dedicado el segundo capítulo: no es fácil tener todos los datos, no es fácil estar seguros de su certeza. Hay que partir de la base de que tenemos que trabajar con lo que tenemos, y ser conscientes, pues, de nuestras limitaciones a la hora de enfrentarnos al análisis

En la tercera parte, muy importante, hemos visto los conceptos de una manera teórica, ofreciendo interpretaciones para cada una de las ratios explicadas e, incluso, haciendo comentarios en torno a las interpretaciones generales más clásicas. Hemos procurado ofrecer un modelo de análisis formal para no perder de vista los conceptos y las interpretaciones generales.

Finalmente, y como cuarta parte, hemos aplicado los conceptos teóricos en un caso concreto: una empresa del sector de las artes gráficas ha sufrido un cambio generacional, y todo se ha revolucionado. ¿Qué es lo que ha pasado? ¿Por qué estos cambios tan importantes? ¿Cuáles son las consecuencias desde un punto de vista patrimonial, económico y financiero? Hemos procurado elaborar el ejemplo sin focalizarlo del todo en este sector en concreto, para dar al alumno una visión cuanto más global mejor.

Bibliografía

Amat, O. (2008). *Análisis de empresas: ejercicios resueltos y comentados con el nuevo PGC*. Ed. Bresa/Profit Editorial/ACCID.

Amat, O. (2011). *Análisis integral de empresas*. ACCID/Profit Editorial.

González Pascual, J. (2008). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Aplicaciones prácticas*. Ed. Pirámide.

Massons, J. (2008). *Finanzas. Análisis y estrategia financiera*. Editorial Hispano Europea. Colección Esade.

Massons, J. (2009). *Finanzas empresariales para profesionales del ámbito jurídico*. Ediciones Deusto.

Massons, J. (2003). *Finanzas para profesionales de marketing y ventas*. Ediciones Deusto.

Sierra, G.; Escobar, B.; Orta, M. (2001). *Fundamentos de Contabilidad financiera para Economistas*. Pearson Educación.

