
Diagnosi de la situació financera

PID_00205378

Antoni Matas Tarruella

Temps mínim de dedicació recomanat: 4 hores





Els textos i imatges publicats en aquesta obra estan subjectes –llevat que s'indiqui el contrari– a una llicència de Reconeixement-NoComercial-SenseObraDerivada (BY-NC-ND) v.3.0 Espanya de Creative Commons. Podeu copiar-los, distribuir-los i transmetre'ls públicament sempre que en citeu l'autor i la font (FUOC. Fundació per a la Universitat Oberta de Catalunya), no en feu un ús comercial i no en feu obra derivada. La llicència completa es pot consultar a <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/es/legalcode.ca>

Índex

Introducció	5
Objectius	7
1. Sentit, contingut i material per a l'anàlisi financera	9
1.1. El sentit de l'anàlisi financera	9
1.2. Contingut i material per a l'anàlisi financera	9
2. Limitacions de l'anàlisi financera	11
3. Procediment en el treball de diagnosi de la situació financera	13
3.1. Introducció a l'estudi del procediment	13
3.2. Anàlisi prèvia de percentatges en els estats financers	14
3.2.1. Percentatges verticals	14
3.2.2. Percentatges horitzontals	14
3.3. Anàlisi de la solidesa patrimonial	14
3.3.1. Equilibri financer	15
3.3.2. L'endeutament	18
3.4. Anàlisi de la solvència	21
3.4.1. Fons de maniobra	22
3.4.2. Ràtio de liquiditat o de solvència corrent	22
3.4.3. Ràtio de tresoreria o <i>acid test</i>	23
3.4.4. Ràtio de disponibilitat	23
3.4.5. Ràtio de solvència final	24
3.4.6. Solvència de puntualitat	25
3.4.7. L'autofinançament i el flux de caixa lliure: una manera addicional d'analitzar la solvència	26
3.5. Estudi del compte de resultats	28
3.6. Anàlisi del rendiment i la rendibilitat. Palanquejament financer	29
3.6.1. El rendiment dels actius: la rendibilitat econòmica	29
3.6.2. El palanquejament financer	32
4. Cas pràctic: anàlisi financera de l'empresa Visaprint	37
4.1. Introducció	37
4.2. Observació del balanç i anàlisi de percentatges verticals i horitzontals	40
4.3. Anàlisi de la solidesa patrimonial	42
4.3.1. L'equilibri financer	42
4.3.2. L'endeutament	43

4.4.	Anàlisi de la solvència de garantia o de capacitat	44
4.5.	Anàlisi de la solvència de puntualitat	46
4.6.	Estudi del compte de resultats	48
4.7.	Anàlisi de la rendibilitat	49
4.7.1.	Anàlisi de la rendibilitat econòmica	50
4.7.2.	Anàlisi del palanquejament financer	51
4.7.3.	Anàlisi de l'efecte fiscal	52
4.8.	Conclusions	53
Resum		55
Bibliografia		57

Introducció

Des del punt de vista de l'activitat d'un departament de finances, el mòdul didàctic que teniu a les mans és la continuació natural de la feina del departament comptable d'una companyia. Per a entendre'ns: la gestió comptable vol identificar els esdeveniments que afecten la situació patrimonial, enregistrar els fets comptables d'acord amb uns principis i uns mètodes de valoració que cal conèixer, dur al dia la comptabilitat, elaborar uns documents bàsics de control patrimonial (com són el balanç de situació i el compte de resultats) i elaborar els comptes anuals com a punt culminant de tota la feina prèvia. És en aquest punt on comença el nostre mòdul, en el sentit que consistirà a saber llegir i analitzar aquests estats financers, de manera que ens puguem orientar sobre la situació financera de l'empresa, els seus punts forts i els seus punts febles, i puguem prendre decisions per tal d'entendre el passat, explicar el present i avançar-nos al futur.

No hem d'oblidar que hi ha unes limitacions molt clares en la nostra anàlisi: l'empresa és un ens en moviment constant, i els estats financers ens ensenyen la situació en el dia d'avui. En aquest sentit el balanç ens mostra una foto estàtica de la situació d'equilibri, o no, de les inversions (actius) i finançaments (passius + patrimoni net), i el compte de pèrdues i guanys, un resum del que ha donat de si l'activitat econòmica i financera de l'empresa. En qualsevol dels dos casos aquests estats analitzats l'endemà mostraran una situació i resultats diferents.

L'empresa està immersa en un món que canvia constantment, i aquests canvis –normalment imprevistos– no queden reflectits en els documents; l'empresa no és solament comptabilitat i finances, sinó també avantatges competitiu, gestió de persones, fons de comerç, expectatives dels *stakeholders*, etc., i aquestes variables intangibles, fonamentals per a la gestió empresarial, són difícilment registrables en la comptabilitat. No obstant això, sí que podem afirmar que la diagnosi d'uns estats financers és una eina clau per al control empresarial, entenent *control* en el sentit més ampli: no solament control del registre dels fets comptables, sinó també control de la informació; i control, si escau, de les variables que poden condicionar el futur de la companyia analitzada.

En aquest context, aquest mòdul vol ser un exemple pràctic i raonat sobre les tècniques bàsiques de diagnosi per a assolir aquest coneixement sobre la realitat financera de l'empresa. I per això, seguirem una pauta molt formal d'anàlisi, la qual cosa no és fàcil, ja que tots els conceptes s'encadenen i interaccionen entre si.

Finalment, per a facilitar la posada en pràctica dels conceptes teòrics i fins i tot poder explicar-nos amb una mica més de detall, l'acompanyarem amb l'anàlisi d'un cas pràctic que servirà per a exemplificar i posar sobre el terreny les variables analitzades, amb les limitacions associades al treball sobre un cas particular.

Objectius

Els objectius d'aquest mòdul són:

1. Identificar els punts crítics de la situació patrimonial, econòmica i financera de l'empresa.
2. Ser conscients de quines són les limitacions de qualsevol anàlisi financera.
3. Fer una correcta diagnosi de la informació comptable i financera del balanç de situació i el compte de resultats.
4. Ser capaços d'emetre una opinió sobre la realitat patrimonial, econòmica i financera de l'empresa.
5. Conèixer la terminologia del món de les finances.

Amb aquests objectius, treballarem específicament les **competències** següents:

1. Capacitat per a entendre el valor d'una correcta diagnosi financera.
2. Competència per a aplicar un mètode de treball que, malgrat les limitacions expressades, permeti emetre una opinió sobre la situació financera de la companyia.
3. Capacitat per a fer recomanacions per al futur de la companyia partint de l'aprenentatge del passat.

1. Sentit, contingut i material per a l'anàlisi financera

1.1. El sentit de l'anàlisi financera

Un dels objectius més clars de l'anàlisi financera és conèixer la **capacitat creditícia** de la companyia. Això no vol dir solament conèixer la seva capacitat d'endeutament amb la banca, sinó la seva facilitat d'accedir a determinades línies de crèdits amb proveïdors de béns i serveis per a finançar les seves adquisicions d'actius corrents i no corrents.

Però també és un objectiu fonamental **determinar la solvència** de l'empresa, entesa com a capacitat d'atendre els pagaments; i no cal parlar de la necessitat imperiosa de saber-ne el **rendiment** i la **rendibilitat per als accionistes**.

L'anàlisi financera, i també tota la gestió economicofinancera, són de gran utilitat quan cal **seleccionar projectes d'inversió**, calcular anticipadament els beneficis futurs previstos i, també, per a orientar tota la planificació empresarial en funció de les **necessitats de finançament** detectades en la planificació financera.

Com veiem, doncs, la necessitat de l'anàlisi és múltiple: endeutament, solvència, rendiment, finançament... Per tant, es converteix en eina indispensable per a la gestió empresarial. I per això estudiarem a fons una proposta de procediment de diagnosi.

1.2. Contingut i material per a l'anàlisi financera

Com sabem, els comptes anuals de l'empresa estan integrats pel **balanç de situació**, el **compte de pèrdues i guanys**, la **memòria**, l'**estat de canvi en el patrimoni net** i l'**estat de fluxos d'efectiu**.

Són documents independents entre si però complementaris, ja que cadascun representa una manera diferent de veure la realitat econòmica, financera i patrimonial de l'empresa.

Aquests estats financers poden ser acompanyats per altres que l'empresa elabori voluntàriament en funció de les seves necessitats, com són els estats financers previsoris.

Els documents que cal destacar són els dos primers: el **balanç de situació** i el **compte de pèrdues i guanys**. Són els documents principals per a l'anàlisi, necessaris i suficients per a una anàlisi financera bàsica, tot i que no prou si l'anàlisi que es vol fer és del màxim nivell d'exhaustivitat.

El **balanç de situació** ens dóna idea de la situació patrimonial i financera de la companyia en una data concreta. L'estudi d'aquest balanç ens permet, entre altres coses, respondre a una sèrie de qüestions que són clau per a la companyia, com són el nivell de solidesa patrimonial i financera, la solvència de la companyia, o la garantia que pot oferir als creditors.

El segon component, al mateix nivell que l'anterior perquè es complementen, és el **compte de pèrdues i guanys** (o **compte de resultats**): ens dóna idea del resultat de la companyia i de quines n'han estat les causes. L'estudi d'aquest compte ens permet, entre altres coses, respondre a una altra sèrie de qüestions que també són fonamentals per a la companyia, com són l'anàlisi del volum de negoci (té prou vendes la nostra empresa per a ser important en el mercat?), o els marges (són prou atractius els nostres marges per a cobrir les nostres despeses?, garanteixen una suficient rendibilitat per a l'accionista?), o el palanquejament operatiu (som massa intensius en costos fixos?, o potser ens interessaria més treballar basant-nos en costos variables?).

2. Limitacions de l'anàlisi financera

Hem de ser conscients que les conclusions de qualsevol anàlisi financera estan condicionades per un grau molt alt de subjectivitat. Hi ha poques magnituds de les quals es pugui dir que, efectivament, són bones o dolentes en qualsevol circumstància. Recordem que, en donar l'opinió sobre l'estat financer d'una empresa, gairebé sempre haurem de contestar *depèn*: "És bo endeutar-se? Depèn de si ho puc pagar. És bona una determinada rendibilitat? Depèn de quin sigui el cost dels recursos. És solvent la meua empresa? Depèn dels venciments i de la meua facilitat de generar tresoreria". I així un llarg etcètera.

A banda de les limitacions en la resposta, que faran que l'analista hagi de tenir una molta bona visió global i generalista de la situació per a ser més precís en aquests *depèn*, cal tenir en compte altres **limitacions en la tècnica d'anàlisi**:

- Estem segurs que els estats financers que ens presenten són els reals? Si no ho són, les conclusions no seran fidels a la veritable imatge patrimonial de la companyia.
- Quant de temps ha passat des de la data de confecció dels estats financers? Se solen analitzar els comptes en la data de tancament anual. Si traiem conclusions un cop ha passat molt de temps, no serviran de gaire. Cal ser ràpids a posar-se a analitzar.
- Els estats financers, ens parlen del futur? No. La comptabilitat és una tècnica d'enregistrament de dades històriques, per la qual cosa, tot i que l'anàlisi de la seva evolució ens mostra tendències que poden ser molt rellevants, les prediccions de futur són molt arriscades. Cal una gran base de coneixements per a emetre opinions.
- Les valoracions dels actius, són les de mercat? Llevat d'alguns actius financers, les valoracions són a cost històric (normalment és el preu d'adquisició). Si el valor de mercat és diferent, sobretot en el cas dels immobles, caldrà tenir-ho en compte a l'hora de fer l'anàlisi.
- L'empresa analitzada, és important en el seu sector? Una mateixa dada pot tenir una interpretació diferent en funció de si es tracta de l'empresa líder del seu sector o d'una empresa residual. És molt important saber com és l'empresa que analitzem en relació amb la seva competència.
- És fàcil aconseguir els estats financers d'altres empreses del sector? En alguns sectors hi ha força opacitat; en aquest cas, i malgrat que els estats financers s'han de presentar i registrar obligatòriament i amb caràcter anual

en registres públics, és difícil trobar informació per a poder comparar la nostra companyia.

- Hi ha estacionalitat en l'activitat de l'empresa? Si n'hi ha, és possible que molts dels càlculs que fem ens donin magnituds diferents en diferents moments de l'any, i també quan comparem diversos períodes dins del mateix exercici.
- Els balanços que analitzem, són d'una empresa individual o són consolidats? La mena d'informació que hi trobarem és diferent; caldrà tenir-ho en compte.
- On són les dades menys comptables de l'empresa? El valor de la marca, la qualitat de l'equip humà, les habilitats directives, la clientela, el fons de comerç... Hi ha un munt de dades que no apareixen en la comptabilitat, els famosos intangibles, però que és importantíssim conèixer per a emetre opinions sobre el futur de la companyia.

3. Procediment en el treball de diagnosi de la situació financera

3.1. Introducció a l'estudi del procediment

L'anàlisi financera busca que puguem emetre una opinió de la situació financera de la companyia. Com hem dit, tots els conceptes s'encadenen i entrellacen entre si, per la qual cosa cal ser metòdics en l'anàlisi i seguir unes pautes clares de treball.

Són moltes les variables que cal considerar, en funció de quin és l'objectiu que es vulgui analitzar. El que és cert és que tota empresa té uns propietaris, els quals deuen estar més que interessats en la rendibilitat que obtindran pel capital que hi han invertit, i es faran tot un seguit de preguntes: per què sóc (o no sóc) rendible?; per què la rendibilitat de la meua empresa ha pujat en el darrer any?; per què ha baixat?; per què és més alta o més baixa que la de la meua competència?, com és que no és tan alta com em pensava?; el fet que sigui tan alta, comporta cap risc?; quins són els punts forts i febles en la meua gestió?, ho podré mantenir en el temps?

Ningú no ha dit que respondre a aquestes preguntes sigui senzill. Si anem a buscar les causes de fons de per què una empresa no és rendible, en trobarem un munt, totes encadenades i relacionades, algunes contradictòries entre si i altres que no semblen prou importants però que són fonamentals. Per això cal que l'anàlisi financera sigui feta amb cura i seguint unes pautes metodològiques correctes.

En qualsevol cas, tota anàlisi cal posar-la en context. No podem analitzar una companyia sense situar-la en un temps, en un lloc geogràfic, en un àmbit econòmic i en un entorn empresarial. Malament aniríem si creguéssim que podem fer una anàlisi de laboratori, és a dir, mirar les dades de l'empresa asèpticament i totalment desvinculades del seu temps i del seu lloc. Cal, doncs, que l'analista entengui també les circumstàncies que conflueixen a l'entorn de la companyia. Com més experimentat sigui l'analista, com més coneixedor del sector sigui, més correctes podran ser les seves interpretacions.

3.2. Anàlisi prèvia de percentatges en els estats financers

3.2.1. Percentatges verticals

La primera anàlisi que cal fer en un balanç prové de la mateixa observació: cal veure quines partides són les més importants i quina proporció representen sobre el total de la seva massa patrimonial o el seu grup. Si, a més, ho acompanyem del mateix càlcul de percentatges verticals d'un exercici anterior, veurem quina ha estat l'evolució de l'empresa, veurem en quines partides ha crescut més i quines ha reduït: d'aquesta manera es poden detectar problemes (evolucions incorrectes) o les causes de l'èxit (evolucions correctes). Si, a més, ho podem comparar amb els d'altres empreses del sector, millor.

El compte de resultats també es pot analitzar de la mateixa manera: així podem saber què representa cadascun dels costos sobre el total de vendes.

Per a un exemple detallat, ens remetem a l'apartat 4 ("Cas pràctic: anàlisi financera de l'empresa Visaprint") d'aquest mòdul.

3.2.2. Percentatges horitzontals

Per a fer una anàlisi de percentatges horitzontals necessitem com a mínim dos exercicis: es tracta de veure quin ha estat el percentatge d'augment o disminució de cadascuna de les partides entre un període i l'altre. Un dels problemes habituals que fa que aquesta anàlisi no sigui important és que se sol fer entre un any i l'anterior, i ja podem intuir que, normalment, entre un any i l'anterior passen poques coses. És interessant, doncs, poder-lo fer entre exercicis més separats en el temps, ja que aleshores és més senzill trobar les tendències de l'evolució de la companyia.

Per a un exemple detallat, ens remetem a l'apartat 4 ("Cas pràctic: anàlisi financera de l'empresa Visaprint") d'aquest mòdul.

3.3. Anàlisi de la solidesa patrimonial

La proposta que fem té el primer punt fort en l'anàlisi de la solidesa patrimonial.

A què ens referim quan diem **solidesa**? Al creixement que experimenten les nostres vendes? A la fidelitat dels nostres empleats? No, res d'això. *Solidesa*, en el sentit més tradicional del terme, és la capacitat per a resistir qualsevol daltabaix: una roca és sòlida quan no hi ha pluja que l'erosioni; un edifici és sòlid quan no té esquerdes i pot resistir, si s'escau, un terratrèmol. No té res a veure amb si som gaire grans o no: de vegades, podem créixer molt però amb peus de fang i per tant ser poc sòlids!

Solidesa, per tant, és el contrari de risc.

La solidesa patrimonial d'una empresa la podem mesurar analitzant dos conceptes:

- L'**equilibri financer** de la companyia.
- El **grau o nivell d'endeutament** amb el qual finança els seus actius.

Això no vol dir que una empresa que no sigui sòlida no pugui subsistir; simplement indica que tindrà grans dificultats per a resistir qualsevol atac, qualsevol canvi, investida o amenaça que li pugui caure a sobre.

3.3.1. Equilibri financer

La idea d'equilibri financer té relació amb la forma de finançar cadascun dels actius: una empresa està equilibrada quan els seus actius no corrents o ANC (actius que donen liquiditat a llarg o molt llarg termini) estiguin finançats amb patrimoni net o PN (que no és deute, ja que no és exigible en cap moment) i amb passius no corrents o PNC (passius amb venciment a llarg termini). Totes dues formes de finançament (patrimoni net i passiu no corrent) reben el nom de **recursos permanents**, en contraposició al passiu corrent o passiu a curt termini, que és el que cal pagar de seguida.

Aquests poden ser tres models estàndard per a analitzar l'equilibri:

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

L'**empresa A** és una empresa equilibrada: els seus actius no corrents estan finançats al cent per cent amb recursos permanents i, a més, encara té una part important d'actius corrents finançada amb deutes a llarg termini. És el cas d'una empresa on les inversions en actius no corrents (terrenys, edificis i maquinària, per exemple) es fan amb les aportacions dels socis i amb préstecs a llarg termini, però l'import d'aquests darrers és tan gran que, a més, dona per a adquirir uns actius corrents (mercaderies, per exemple). Hi ha equilibri perquè s'espera que aquesta compra de mercaderies doni rendiment –en forma

de venda i cobrament dels clients– en un termini inferior al venciment dels deutes a llarg termini. És clar que des d'un punt de vista genèric, sense entrar en xifres concretes, és una situació financerament desitjable.

L'empresa B té un equilibri precari: els seus actius no corrents estan finançats amb recursos permanents, però sense ni un bri d'excedent. I això té riscos, ja que una evolució de la situació econòmica o financera en pitjor li podria fer perdre aquest equilibri tan just, com veurem més endavant. És el cas d'una empresa com l'anterior però on l'import aportat pels socis i pels deutes a llarg solament cobreix les inversions en actiu no corrent... i res més. És a dir, haurà de comprar les mercaderies amb un préstec a curt. Si per qualsevol motiu no genera rendiment de les mercaderies –en forma de venda i cobrament dels clients– abans del venciment del deute a curt, tindrà un problema de liquiditat. Com que *a priori* no sabem si això serà així (dependrà de les xifres, dels terminis, de la facilitat de vendre l'estoc...), diem que és un equilibri massa limitat, massa precari.

L'empresa C està desequilibrada: ha finançat els seus actius no corrents amb recursos permanents i, a més, amb deutes a curt termini. És a dir, ha finançat una part dels actius que donen liquiditat a llarg termini amb deutes que exigeixen pagaments a curt termini. L'exemple pot ser el mateix d'abans, però amb la característica que l'aportació de capital i els deutes a llarg no cobreixen el valor de les inversions en actiu no corrent; és a dir, ha de finançar una part de la maquinària amb un préstec a curt. Ja es veu que té un problema: el venciment dels deutes a curt arribarà abans que hagi tret profit de la màquina. Vol dir això que va directe a la fallida? En molts casos haurem de respondre afirmativament. Però hi ha una mena d'empreses que, gràcies al seu moviment d'estocs i a la seva gestió de cobraments i pagaments, són capaces de viure permanentment en aquesta situació. Més endavant veurem com ho fan.

Ara concretarem què és això dels *actius que donen liquiditat*, és a dir, actius que ens aporten tresoreria.

És molt clara la tendència a la liquiditat dels actius corrents: la tresoreria ja és líquida avui mateix. Els comptes a cobrar seran líquids d'aquí a trenta, seixanta o noranta dies, dependrà del termini de cobrament; i les existències es convertiran en líquid, si tot va bé, un cop les hàgim venudes i finalment cobrades. Quant als actius corrents, doncs, tot és molt clar, no hi ha cap dubte de la tendència que tenen a convertir-se en diners.

Però, com s'explica que els actius no corrents també tinguin tendència a la liquiditat? No s'hi val a pensar que, si me'ls venc, ja els tinc convertits en tresoreria, ja que aleshores el nostre problema serà un altre (no tindrem immoble ni màquines i haurem de tancar el negoci!). No, no és aquest el sentit: es tracta de pensar com pot ser que un actiu no corrent generi tresoreria sense que sigui venut. I aquí apareix el concepte d'**amortització**, que convé que analitzem.

Agafem l'exemple d'una màquina que produeix un producte. En l'escandall de costos hi apareixeran diversos conceptes: la primera matèria, la mà d'obra que s'ha utilitzat per a fabricar el producte, l'energia que ha consumit, els costos diversos que hem hagut de tenir per a fabricar-lo... i el temps de màquina que ha consumit. Oi que la fabricació del producte ha estat utilitzant una part de la nostra capacitat productiva? Oi que la fabricació d'aquest producte ha *consumit* temps de màquina? Doncs hem d'imputar-hi una part d'aquest cost, que és el que, en cursos anteriors, hem vist que s'anomena *amortització*.

Efectivament, aquesta amortització és un component més del cost del producte que, lògicament, formarà part del cost final i que voldríem que el client, quan ens el compri, ens el pagui. D'una manera senzilla, ho podem veure en un exemple:

Concepte	Import
Primera matèria	40
Cost de mà d'obra directa	12
Energia	10
Embalatge	2
Amortització de màquina	6
Transport de vendes	3
Comissions als venedors	2
Imputació de costos fixos	15
Total de costos (de fabricació i comercials)	90
Marge que volem obtenir	10
Preu de venda al client	100

Suposem que és així, i que tenim la sort que el client no regateja i podem vendre el producte al preu de 100. El client ens pagarà 100 (si no és al comptat, ens ho pagarà d'aquí a uns dies). Què en fem d'aquests 100 euros? D'entrada, serveixen per a pagar els costos: pagarem el proveïdor de primera matèria, pagarem el personal, pagarem la companyia de la llum, pagarem el subministrador d'embalatge, pagarem el transportista, pagarem la comissió als venedors, pagarem els costos fixos en la part que li toqui... Però, pagarem algú pel concepte d'*amortització*? Evidentment, **no**. Al darrere d'aquest concepte comptable no hi ha cap moviment de tresoreria: és un cost que el client ens paga dins del preu, però que no cal donar a ningú.

I quin és l'origen de l'amortització? Doncs precisament és l'actiu no corrent. Fem la frase a l'inrevés: la manera que té un actiu no corrent de donar liquiditat a una empresa és mitjançant l'amortització. Com més de pressa s'amortitzi, és

a dir, com més curta sigui la vida útil d'aquest actiu, més liquiditat donarà; i com més lenta sigui l'amortització, és a dir, com més llarga sigui la vida útil d'aquest actiu, menys liquiditat donarà.

Aleshores, quina és la destinació de l'amortització? Què en fem d'aquests diners de l'amortització que el client ens ha pagat i que nosaltres no hem de pagar a ningú? Doncs en podem fer diverses coses, depenent del punt de partida:

- Pot ser una important font d'autofinançament per a l'empresa: és una tresoreria que s'ha generat, en vendre i cobrar el producte al client, i que pot servir per a noves inversions, per exemple.
- Pot ser la tresoreria per a pagar els préstecs que s'han demanat per a fer les inversions que, ara, s'estan amortitzant. Per això és important que, si finanço una inversió amb un préstec, el termini del préstec no sigui més curt que la vida útil del bé; si no ho faig així, no generaré prou tresoreria via amortització per a tornar el préstec i hauré de buscar altres fonts de tresoreria.
- Etc.

Per això és important l'equilibri financer: convé que els actius no corrents, els que s'amortitzen a un període més llarg, estiguin finançats amb recursos al termini més llarg possible. Si pensem en els terrenys, que no s'amortitzen, veurem clar que convindria que estiguessin finançats amb recursos propis, que no tenen data de devolució.

3.3.2. L'endeutament

La quantitat de l'endeutament

L'endeutament és un dels problemes greus en què es troben les empreses avui en dia¹. I és un problema tant per la manca de possibilitats d'endeutar-se com per la manca de tresoreria per a poder tornar l'endeutament que ja s'ha obtingut.

⁽¹⁾Mentre escrivim aquestes línies (primavera del 2013).

En efecte, venim d'unes èpoques de bonança en què el recurs al crèdit per a finançar les operacions empresarials era senzill i més o menys barat. No era difícil obtenir finançament extern per a fer una inversió o per a gestionar el circulat. I mentre la roda giri, és a dir, mentre l'economia vagi bé i generem prou vendes i prou flux de caixa (*cash flow*) per a tornar els nostres deutes, no passarà res.

El problema apareix quan la generació de flux de caixa s'atura: ja no disposem de prou tresoreria per a poder pagar les quotes dels préstecs, i és aleshores quan entrem en situació de problemes per manca de liquiditat.

Després de llegir això, podem pensar dues coses:

- el fet d'estar endeutat és dolent, ja que si les coses van malament no podrem pagar els nostres deutes; o bé
- el fet d'estar endeutat no és ni bo ni dolent, sinó que depèn de si generem prou tresoreria per a pagar els deutes.

La resposta és clara: la correcta és la segona. No és convenient emetre judicis morals (en el sentit de bo o dolent) sobre l'endeutament d'una empresa. **El fet de tenir un alt grau d'endeutament no vol dir necessàriament que l'empresa es trobi en dificultats financeres;** simplement vol dir que deu molt i que si no genera prou tresoreria per a pagar els deutes tindrà problemes. És, per tant, una situació de risc, de poca solidesa, però no vol dir que l'empresa no pugui funcionar així. Repassem l'evolució en els darrers anys d'algunes companyies, per exemple, del sector immobiliari: mentre l'alt rendiment de la inversió immobiliària permetia pagar les quotes dels préstecs i, a més, guanyar un munt de diners, era molt rendible endeutar-se més i més, fins que el sector es va enfonsar cap al 2008, i tota l'alegria anterior es va transformar en llàgrimes i desesperació.

Més endavant parlarem del **palanquejament financer**, un concepte que lliga el nivell d'endeutament amb la rendibilitat dels accionistes.

Hi ha dues maneres de calcular la **ràtio d'endeutament**. En qualsevol cas, és la proporció de recursos de tercers (el passiu) respecte dels recursos propis (el patrimoni net):

$$\frac{\text{Passiu}}{\text{Passiu} + \text{PN}} \quad \text{o bé} \quad \frac{\text{Passiu}}{\text{PN}}$$

Són formes de càlcul paral·leles, i les conclusions són les mateixes.

Si fem el supòsit que passiu + patrimoni net = 100, ens podrà donar les possibilitats següents:

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

Aquí entrem en un tema habitual de discussió a l'hora d'emetre opinions sobre nivell d'endeutament, ja que hi apareixen consideracions personals sobre el risc que algú està disposat a assumir. Efectivament, una persona molt conservadora dirà, per exemple, que la tercera columna (quan la ràtio és entre 0,66 i 0,75 en la primera versió o entre 2 i 3 en la segona versió) és massa arriscada, i qualificarà un endeutament en aquests nivells com a alt. Una altra, en canvi, més avesada al risc, potser el trobarà normal, el considerarà mitjà.

Què hem de fer, doncs? Farem una proposta, obviant el fet que, avui en dia, la situació creditícia és dolenta i l'endeutament és vist com un concepte del qual s'ha de fugir.

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

Proposta d'opinió: Baix Mitjà Alt Molt alt

Com podem intuir, les interpretacions sobre què és normal varien segons l'analista.

En qualsevol cas, com més elevat sigui el grau d'endeutament d'una empresa, més subordinada estarà a l'opinió dels finançadors; recordem que tenir, per exemple, un 75% dels seus béns finançats amb recursos aliens vol dir que tres quartes parts dels nostres actius estan pendents de pagament.

La qualitat de l'endeutament

Aquí hi ha pocs matisos a fer: a igualtat de condicions financeres, en la majoria dels casos és millor un endeutament a llarg termini que un a curt termini, tot i que el més adequat és ajustar el termini del deute amb la vida útil de l'actiu finançat. Per a mesurar aquest nivell, tenim la ràtio:

$$\frac{\text{Passiu corrent}}{\text{Passiu total}}$$

Exemple

Aquí veiem com ho tractava un article de l'analista **Jordi Garriga** al suplement *L'econòmic* del diari *El Punt Avui* d'octubre del 2011.

JORDI GARRIGA
BARCELONA

Després d'anys d'exuberància creditícia dins d'un oceà de liquiditat, la crisi ens anuncia que tornem a la cultura del préstec de sempre, en què la regla d'or és allò que l'endeutament assenyat és aquell que no supera una o dues vegades els recursos propis.

El crèdit ha anat recobrant la condició de bé preuat d'antany, i

Com més alt sigui el valor, pitjor serà la qualitat del nostre deute, ja que tindrem més deute a curt que deute a llarg. És difícil aquí establir barems quantitatius, però aquesta ràtio és útil per a comparar diferents períodes: comparant amb l'any passat, estic avui més o menys endeutat a curt termini?; comparant amb la competència, estic més o menys endeutat a curt termini?

Cal afegir que, a més, hem de mirar quina mena de finançament a curt termini tenim: no és el mateix un deute amb un proveïdor del grup que un deute amb Hisenda o amb una entitat bancària per una pòlissa de crèdit que no ens renovaran automàticament. En aquest sentit, doncs, cal distingir entre:

- **Recursos de venciment exprés.**
- **Recursos cíclics o automàtics.**

Els primers són els deutes amb un venciment marcat i que, en la data de pagament, no són renovats: un deute amb un proveïdor d'immobilitzat, un deute bancari no renovable, com és el cas d'una pòlissa de crèdit per a la majoria de les empreses...

Els segons són els deutes amb un venciment marcat però que, en la data de pagament, poden ser automàticament renovats, com per exemple un deute amb un proveïdor (faig un pagament però, alhora, puc tornar a comprar a crèdit).

3.4. Anàlisi de la solvència

Se sol definir la solvència com la comprovació que l'empresa es troba en una bona posició per a fer front sense problemes als deutes. Aquesta definició, no obstant això, és incompleta, ja que ser solvent no vol dir només poder pagar els deutes, sinó poder-los pagar el dia que toca.

Per això distingim dues menes de solvència:

- **La solvència de capacitat o de garantia.**
- **La solvència de puntualitat.**

Per al primer dels casos, tenim tota una colla de magnituds i ràtios que estan pensats per a analitzar la possibilitat de poder garantir el pagament dels deutes en algun moment futur:

Nom de la ràtio o magnitud	Fórmula de càlcul	Tipus de solvència
Fons de maniobra	$\text{Actiu corrent} - \text{Passiu corrent}$	A curt
Ràtio de liquiditat o de solvència corrent	$\frac{\text{Actiu corrent}}{\text{Passiu corrent}}$	A curt
Ràtio de tresoreria (acid test)	$\frac{\text{Actiu corrent} - \text{Existències}}{\text{Passiu corrent}}$	A curt
Ràtio de disponibilitat	$\frac{\text{Tresoreria}}{\text{Passiu corrent}}$	A curt
Ràtio de solvència final	$\frac{\text{Actiu}}{\text{Passiu}}$	A llarg

3.4.1. Fons de maniobra

El primer d'aquests casos –que no és una ràtio sinó una magnitud– no és més que la comparació entre l'actiu corrent (allò que s'ha de convertir en tresoreria en menys d'un any) amb el passiu corrent (allò que s'ha de pagar amb tresoreria en menys d'un any). La idea intuïtiva és clara: convé que sigui **positiva**; i com més alta la xifra, millor, més capacitat de pagament.

Amb un valor positiu podríem estar temptats de dir que un creditor a curt termini estarà cobert. Però no és cert del tot, ja que només tenint un impagament significatiu o que no poguéssim vendre les existències o realitzar cap altre dels actius corrents, ja ens trobaríem en perill.

3.4.2. Ràtio de liquiditat o de solvència corrent

El significat és semblant al dels fons de maniobra; l'única diferència és que aquell ens parla en euros i aquest ens dóna idea de proporcions. Per això aquest ens dóna més informació. Per a entendre'ns: un fons de maniobra de 3.000 euros és molt alt si el total del meu passiu corrent és 2.000 (voldria dir que el meu actiu corrent té un valor de 5.000), però no és gairebé res si el meu passiu corrent val 3 milions.

És convenient, sobretot en una empresa industrial, que aquesta ràtio sigui elevada, si pot ser entre 1,2 i 1,5, ja que no convé que se situï en zones de risc.

Ara bé, el fet que una empresa tingui unes bones ràtios de liquiditat no implica que pugui pagar sense problemes els deutes a venciment; solament vol dir que té prou garanties que li fan coixí. Mirem-ho a l'inrevés: el fet de tenir fons de maniobra negatiu (o ràtio de liquiditat per sota d'1), vol dir anar directes a presentar concurs de creditors? Doncs depèn. Si ens aturem a analitzar els estats financers d'El Corte Inglés, de Carrefour o de qualsevol gran empresa comercialitzadora de gran consum, veurem que solen viure amb fons de maniobra negatius (que és el mateix que tenir una ràtio de liquiditat inferior a 1). Implica, això, que aquestes empreses no poden pagar els seus deutes a curt termini? De cap manera! Ans al contrari: són –si més no fins avui– bones pa-

gadores. I per què? Perquè el seu punt fort no està en el seu fons de manobra sinó en el que després veurem que anomenem **solvència de puntualitat**, que és la gestió de cobraments i pagaments. Qualsevol gran superfície cobra al comptat i paga a un termini molt més llarg, la qual cosa la dota de fons de tresoreria amb prou antelació per a poder pagar sense problemes. És una situació de risc, aquesta? Sí, és clar. Perquè si aquesta roda de cobraments ràpids i pagaments lents canvia cap a malament, no tindrà prou garanties (solvència de capacitat) per a atendre els pagaments del passiu corrent. Però mentre funcioni, ho podrà fer sense problemes.

3.4.3. Ràtio de tresoreria o *acid test*

Dins de l'actiu corrent, l'estoc és l'element que té menys liquiditat. En efecte, si es dona el cas que l'activitat empresarial queda totalment aturada, podem vendre i cobrar aquestes existències? Amb què farem front, doncs, als nostres deutes a curt termini? Aquest és el sentit d'aquesta ràtio: prescindir dels estocs i veure si amb els altres actius corrents, normalment tresoreria i clients, en tenim prou per a pagar deutes.

Se sol comentar en la literatura especialitzada que el valor desitjable d'aquesta ràtio ha de ser **prop d'1**. Per a un creditor, seria una garantia gairebé fantàstica. Però cal tenir en compte que no té gaire sentit plantejar l'operativa quotidiana de l'empresa sobre la base de tenir totes les garanties davant de creditors perfectament cobertes per si cal pagar-ho tot de seguida: ningú no dorm cada dia vestit amb pantalons, jersei i sabates per si cal sortir de casa de manera urgent! El més normal –tornant a les finances– és que hi hagi cert coixí, i que siguin la gestió de cobraments i el finançament extern els qui s'encarreguin de generar fons per a pagar el dia a dia.

De totes maneres, és cert que, com a garantia, un valor semblant a 1 és perfecte.

3.4.4. Ràtio de disponibilitat

Normalment, la literatura ens diu que aquesta ràtio ha d'estar entre 0,2 i 0,3. Com a garantia, així ho podem entendre.

Però... compte amb aquesta ràtio! Interpretem-la correctament: un balanç és una fotografia de la companyia en una data concreta. El fet que el balanç el 31 de desembre ens digui que nedem en l'abundància de liquiditat pot voler dir moltes coses. Tenir molt efectiu a caixa a finals d'any potser és degut al fet que realment nedem en l'abundància; o potser és degut al fet que, malgrat anar sempre justos de tresoreria, el dia 3 de gener hem de fer un pagament molt important i tenim els diners preparats. De la mateixa manera, el fet de tenir una xifra de tresoreria ridícula el 31 de desembre no ha pas de ser dolent: si no tenim cap pagament important fins al 31 de gener, i tenim previst cobrar

durant aquest mes unes factures importants de clients o bé obtenir finançament, per què cal tenir els diners en el compte corrent, si la remuneració que obtenim és reduïda?

Per això cal anar amb compte: la funció del saldo en compte corrent és la de servir de coixí per a cobrir contingències en el retard de determinats cobraments de clients, recessió de vendes, vagues, retards de producció, etc., i això ens ho dirà l'experiència pràctica del director financer i les seves previsions.

Per aquesta raó cal posar en quarantena aquesta ràtio com a indicadora de la solvència a curt termini; ens hem de preguntar: l'import del saldo en compte corrent, ha de ser funció del passiu corrent o ha de ser funció de les previsions de la gestió de tresoreria?

3.4.5. Ràtio de solvència final

Aquesta ràtio és de **solvència a llarg termini**. Només té sentit quan analitzem l'empresa amb vista a fer-ne la liquidació. Perquè, si ens hi fixem bé, estem mirant si els nostres actius són prou valuosos per a pagar tots els nostres passius, i això només té sentit pensar-ho quan es tracta de tancar l'empresa.

Quin és el valor adequat? D'entrada, és clar que ha de ser més gran que 1. Però quin és el problema per a definir el valor òptim? Que, quan es tracta de tancar una empresa, els valors de liquidació dels actius són sovint molt diferents dels valors comptables: la maquinària venuda a corre-cuita tindrà un valor molt inferior, potser el terreny s'haurà apreciat i ens en donaran molt més, per a vendre uns estocs en liquidació caldrà fer grans descomptes...

Se sol dir, però, que un nivell ideal d'aquesta ràtio és que **no se situï per sota d'1,5**. Entenent-la d'aquesta manera, vol dir que podríem acceptar liquidar els nostres actius amb un descompte equivalent a aquest 0,5 sobrant respecte de la unitat, oblidant, per prudència, que potser hi haurà actius que podrem vendre per un import superior al cost que tenen. Si ens hi fixem, aquesta ràtio funciona en paral·lel a la ràtio d'endeutament, ja que:

$$\frac{\text{Actiu}}{\text{Passiu}} = \frac{\text{Passiu} + \text{PN}}{\text{Passiu}} = 1 + \frac{\text{PN}}{\text{Passiu}}$$

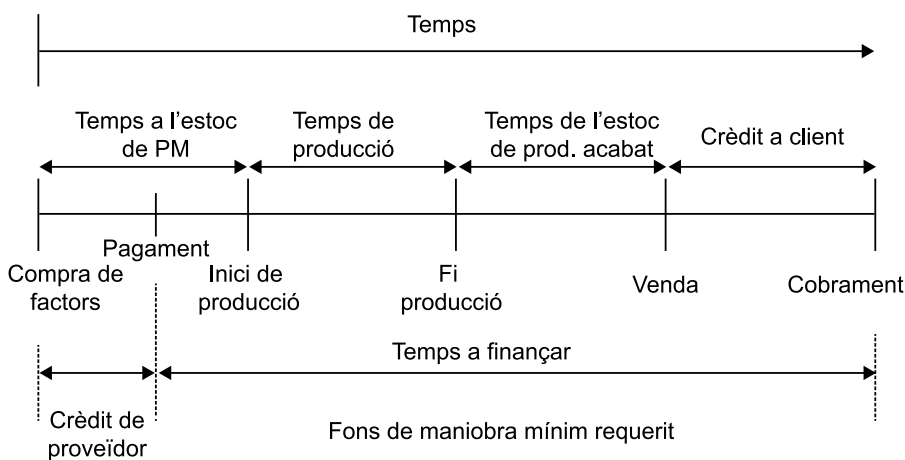
la qual cosa vol dir que és la inversa de la ràtio d'endeutament + 1. Si havíem dit que, en èpoques dures d'accés al crèdit, una ràtio d'endeutament que ens donés una solidesa adequada no hauria d'anar gaire més enllà del 2, la nostra nova ràtio de solvència final adequada hauria de ser, com a mínim, 1,5.

3.4.6. Solvència de puntualitat

Hem definit anteriorment la solvència com la comprovació que l'empresa es troba en una bona posició per a fer front sense problemes als deutes. Ens podria semblar que amb l'anàlisi que acabem de fer, el de la solvència de capacitat o de garantia, ja n'hi ha prou, però hem vist que no: de vegades, unes ràtios de solvència de capacitat mediocres no implica ser impuntual en els pagaments, tal com hem vist en l'exemple d'El Corte Inglés o Carrefour esmentats en l'apartat anterior.

Dit d'una altra manera, l'anàlisi de la solvència de capacitat es complementa amb l'anàlisi de la **solvència de puntualitat**: no solament ens interessa saber si oferim prou garanties de pagament als nostres creditors, sinó que també ens interessa saber si serem puntuals en el pagament.

Les ràtios bàsiques per a aquest punt són les relacionades amb el **període de maduració** (temps que passa des que entra una unitat de primera matèria fins que la convertim en diners gràcies a la venda) i el **període de pagament** (temps que passa des que entra una unitat de primera matèria fins que la paguem al proveïdor). La diferència entre tots dos conceptes s'anomena *cicle de caixa*.



Període de maduració = rotació (en dies) de primera matèria + termini (en dies) de fabricació + rotació (en dies) de producte acabat + rotació (en dies) de vendes + període mitjà de cobrament

Cicle de caixa = període de maduració – període mitjà de pagament a proveïdors

La fórmula de càlcul del període de maduració és:

$$\left[\frac{\text{Existències de PM}}{\text{Consum de PM}} + \frac{\text{Existències de producte en curs}}{\text{Cost de la producció anual}} + \frac{\text{Existències de productes acabats}}{\text{Cost de vendes}} + \frac{\text{Saldo de clients}}{\text{Vendes}^*1} \right] \times 365$$

*1 Cal afegir-hi l'IVA perquè el valor sigui homogeni amb el numerador.

I la fórmula de càlcul per al període mitjà de pagament a proveïdors és:

$$\frac{\text{Saldo de proveïdors}}{\text{Compres}^*2} \times 365$$

*2 Cal afegir-hi l'IVA perquè el valor sigui homogeni amb el numerador.

Si s'utilitzen com a base d'anàlisi uns comptes anuals, no és possible calcular alguns d'aquests valors, ja que es necessita informació força sensible que no se sol publicar, però una aproximació per empreses comercials o de serveis seria comparar els terminis de pagament a clients i cobrament a proveïdors.

Quan la fórmula del **cicle de caixa** ens dóna positiu, o favorable, vol dir que convertim en efectiu les nostres adquisicions molt abans no siguin pagades als nostres proveïdors. Això significa que la nostra velocitat de creació de tresoreria és molt ràpida: aquest era el sentit de les explicacions sobre El Corte Inglés i Carrefour que fèiem en apartats anteriors, és a dir, si aquestes empreses generen diners molt abans no hagin de pagar, poden viure amb fons de maniobra negatius, ja que no cal que financin les seves compres, perquè les tenen autofinançades automàticament. És correcta, aquesta situació? Sí, és clar, però no oblidem que és una situació de risc, ja que el dia que el període de maduració se'ls allargui i passin a tenir un cicle de caixa desfavorable no tindran prou garantia o capacitat per a complir els seus deutes.

3.4.7. L'autofinançament i el flux de caixa lliure: una manera addicional d'analitzar la solvència

L'autofinançament és la part del flux de caixa que es reinverteix en l'empresa mateixa. Parteix de la base del flux de caixa teòric o flux de caixa econòmic que hem estudiat abans:

$$\text{Autofinançament} = \text{resultat} + \text{amortitzacions} + \text{deterioraments} - \text{dividends}$$

La xifra de resultat l'obtenim del compte de resultats: és el benefici net.

El total d'amortitzacions no sempre es detalla en un compte de resultats, però es pot trobar en informació interna de la companyia o en els estats de fluxos d'efectiu (*cash flow statement*).

La xifra de deterioraments correspon a les despeses comptabilitzades en el compte de resultats que no representen cap sortida efectiva de tresoreria: un deteriorament del valor d'un actiu, la comptabilització d'una provisió a llarg termini. No hi incloem els deterioraments de saldos de clients, ja que aquests sí que representen una entrada més petita de tresoreria.

L'import dels dividendes compromesos és una decisió que pren la junta d'accionistes. Sabem que, com a molt, equivaldrà a l'import del benefici net sempre que es compleixin les condicions de la legislació mercantil.

Aquesta magnitud, considerada en euros, també la podem calcular en **percentatge sobre vendes**: ens donarà idea de quin percentatge de cada venda acaba romanent a l'empresa en forma de tresoreria: això és precisament l'autofinançament!

$$\text{Autofinançament sobre vendes} = \frac{\text{Autofinançament}}{\text{Total vendes}} \times 100$$

No obstant això, l'anàlisi de l'autofinançament no quedaria complet si no hi integréssim els venciments de deute bancari a curt termini. En altres paraules: l'autofinançament ha de servir, d'entrada, per a pagar conceptes que no formen part del compte de resultats, com és el cas del nominal de les quotes de préstec. Un cop fet aquest pagament, tindrem el que anomenem **flux de caixa lliure**, que representa el veritable autofinançament que queda a l'empresa després d'haver complert els seus compromisos adquirits:

$$\text{Flux de caixa lliure} = \text{autofinançament} - \text{deute bancari a curt termini}$$

Si el flux de caixa lliure és positiu, la situació esdevé favorable: oli en un llum. La generació de tresoreria provinent de la gestió empresarial d'aquest any dona per a pagar totes les despeses, els dividendes i els nominals de les quotes de préstecs a curt termini a les quals ara caldrà fer front.

En canvi, si el flux de caixa lliure és negatiu, vol dir que la gestió empresarial no genera prou tresoreria per a pagar les despeses, els dividendes i els nominals de les quotes de préstecs a curt termini a les quals ara caldrà fer front. Caldrà revisar els dividendes, caldrà renegociar dates de venciment, caldrà buscar finançament addicional... Depenent de la magnitud de la xifra, pot ser una situació més que compromesa.

3.5. Estudi del compte de resultats

El compte de resultats és el reflex de la gestió econòmica de la companyia, és a dir, dels ingressos que l'empresa ha tingut (normalment les vendes) i de les despeses que han estat necessàries per a assolir aquests ingressos. La forma de presentar-lo, d'acord amb les Normes internacionals d'informació financera (NIIF) i el Pla general de comptabilitat (PGC), és un tema comptable i no serà objecte de discussió en aquest mòdul, però sí que no volem passar per alt algunes consideracions; a saber:

- Els comptes anuals, com hem dit anteriorment, no ens proporcionen tota la informació que necessitem per a l'anàlisi. Hi ha dades que normalment no s'ofereixen: de vegades podem saber el cost de vendes d'una empresa industrial, però aleshores no sabem els seus consums de primeres matèries; o a l'inrevés. O podem tenir els costos simplement desglossats per naturalesa, amb la pèrdua d'informació. Sigui com sigui, per a fer l'anàlisi caldrà cercar internament aquesta informació.
- Els resultats extraordinaris o excepcionals, per les característiques que tenen, no s'han de considerar resultats d'explotació, ja que no corresponen a l'explotació del negoci de l'empresa; ara bé, atès que les NIIF i el PGC els fan incloure dins dels resultats d'explotació, convé que indiquem quines haurien de ser les categories i definicions dels diferents resultats:
 - **Resultat ordinari:** el de l'activitat estricta del negoci empresarial.
 - **Resultat d'explotació:** el resultat ordinari anterior més els resultats excepcionals (resultat per vendes d'immobilitzat, per exemple).
 - **Benefici abans d'interessos i taxes (BAIT):** el resultat d'explotació anterior més els ingressos financers (són guanys obtinguts per la tinença d'actius financers).
 - **Benefici abans d'impostos (BAI):** el BAIT anterior menys els interessos (el cost del finançament).
 - **Benefici net final o benefici després d'impostos (BDI):** el BAI anterior menys els impostos sobre els beneficis.

Ingressos d'explotació ordinaris

– Despeses d'explotació ordinàries

= Resultat ordinari

+/- Resultats excepcionals i atípics

= Resultat d'explotació

+ Ingressos financers

= **BAIT**

– Despeses financeres

= **BAI**

– Impostos

= **BDI**

Les NIIF i el PGC tampoc no esmenten un indicador molt habitual en l'anàlisi financera: l'Ebitda. És l'acrònim d'*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* ('benefici abans d'interessos, impostos, depreciacions i amortitzacions').

L'Ebitda és un indicador força acurat del resultat econòmic i de generació d'efectiu de l'empresa, ja que no té en compte despeses que no són fruit de la gestió diària (com és el cas del percentatge d'impostos que cal pagar o els interessos sobre el deute) ni les disminucions de valor per depreciacions o amortitzacions (que ja hem vist que són font de flux de caixa). El podem definir com la tresoreria generada per l'activitat econòmica de l'empresa.

Un cop vist això, l'anàlisi del compte de resultats pot tenir més sentit, ja que veurem quin és el resultat de l'empresa atès el seu origen.

La feina de veure l'evolució de cada partida, tant en valors absoluts com en percentatge sobre vendes, any rere any i controlar-ne les desviacions respecte dels imports pressupostats és fonamental en tot departament de control de gestió i, per extensió, financer. L'observació del compte de resultats ens pot ajudar a entreveure quines són les partides més sensibles de l'empresa: si hi ha cap partida que representa un percentatge gran sobre l'import de la venda, caldrà estar-hi molt atent.

3.6. Anàlisi del rendiment i la rendibilitat. Palanquejament financer

3.6.1. El rendiment dels actius: la rendibilitat econòmica

Un cop analitzats la solidesa patrimonial, la solvència i el compte de resultats, estem en condicions de lligar-ho tot, balanç i compte d'explotació, i explicar-nos el perquè de la rendibilitat que ha obtingut l'accionista, que era la pregunta que ens fèiem en iniciar aquest capítol.

En aquest sentit, doncs, ens podem fer la primera pregunta directa: **de què depèn la rendibilitat de l'accionista?** D'entrada, de com s'hagin gestionat les inversions que l'empresa ha fet en el seu actiu: ens han donat un bon rendiment les màquines?; el nostre assortiment d'estoc, ens ajuda a generar vendes i beneficis?; val la pena invertir en clients, és a dir, concedir-los un

termini de pagament més llarg perquè ens comprin més? Però també cal que definim qui és el responsable de la gestió de l'empresa: ho és l'**equip directiu**, el qual serà valorat en funció del benefici que s'hagi obtingut en relació amb la inversió que se'ls ha confiat gestionar.

L'equip directiu, i així ho faria qualsevol persona, no voldrà ser mai valorat en funció de variables sobre les quals no té el control. Per tant, el benefici net final, és una bona magnitud per a aquesta valoració? No, ja que el percentatge d'impostos és una dada que no depèn de ningú de l'empresa, sinó que és un percentatge obligat per la llei. La línia de benefici anterior, és una bona magnitud per a aquesta valoració? No, tampoc, ja que els interessos pagats són en funció del nivell d'endeutament de la companyia, i aquest endeutament és més alt o més baix en funció de quanta hagi estat l'aportació dels propietaris: si els propietaris volen tenir una empresa sòlida i invertir-hi molts diners de la seva butxaca, l'endeutament serà baix i la xifra d'interessos serà també baixa; però si els propietaris no volen arriscar diners de la seva butxaca i decideixen treballar basant-se en els crèdits bancaris, l'endeutament serà alt i la xifra d'interessos serà també alta. I cal no oblidar que el nivell dels tipus d'interès –punt amunt, punt avall– no el decideix l'empresa, sinó que el decideix l'autoritat monetària, en el nostre cas el Banc Central Europeu.

Vist d'una altra manera: l'equip directiu ha de ser capaç de gestionar l'actiu de l'empresa, independentment de com s'hagi finançat.

Si tenim clar aquest punt, estem en disposició d'entendre el sentit de la fórmula de càlcul del **rendiment de l'activitat econòmica**, també anomenat *return on assets* (ROA):

$$\text{Rendibilitat econòmica (ROA)} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Actiu}}$$

Aquest és el veritable indicador de com està funcionant la gestió econòmica de l'empresa!

I què li demanem? Quin valor és l'adequat per a estar-ne satisfets? Òbviament, com més alt millor, però sí que hi ha un valor que cal que compleixi: que sigui, com a mínim, superior al cost mitjà de finançament del passiu. Recordem que aquest ROA és el resultat de l'activitat econòmica sense tenir en compte el finançament; aleshores, el mínim que li hem de demanar és que pagui el cost de finançament!

Aquesta ràtio, la rendibilitat econòmica, es pot descompondre de la manera següent:

$$\frac{\text{BAIT}}{\text{Actiu}} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Vendes}} \times \frac{\text{Vendes}}{\text{Actiu}}$$

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

$$\text{ROA} = \text{Marge} \times \text{Rotació d'actiu}$$

El **marge** és el resultat que obtenim en relació amb les vendes; per això també s'anomena *marge sobre vendes*. És una dada bàsica en tot compte de pèrdues i guanys.

La **rotació d'actiu** té a veure amb el volum de vendes que generem en relació amb la inversió que hem fet. En definitiva ens mesura quin volum d'ingressos, i per tant d'activitat, és capaç de generar l'empresa amb els seus actius.

Si ens hi fixem, aquesta descomposició ens mostra dos tipus de model de negoci clàssics: el model d'empreses de producte barat i de poc marge, que funciona basant-se en grans volums de venda; i el model d'empreses de productes de luxe, que funciona basant-se en grans marges en cada operació, però fent-ne molt poques.

Quin dels dos models de negoci és millor? Doncs depèn del tarannà de cadascú: hi ha qui frueix del primer, i hi ha qui només s'ho passa bé amb el segon. En qualsevol cas, es tracta d'obtenir el màxim ROA: si, per exemple, el ROA és un 10%, tant el podem obtenir amb un 0,5% de marge i una rotació de 20 com amb un 40% de marge i una rotació de 0,25; tot depèn del model de negoci.

ROA global enfront de ROA ordinari d'explotació

Cal recordar que l'estructura del Pla general comptable no convida a analitzar en detall el ROA. Convé, doncs, distingir entre aquestes dues menes de ROA:

- El ROA global, que és la ràtio entre el BAIT i l'actiu total de l'empresa.
- El ROA ordinari d'explotació, que és la ràtio entre el resultat ordinari d'explotació i l'actiu que es dedica a l'explotació (no hi incloem els actius no afectes a l'explotació: inversions immobiliàries, inversions financeres especulatives, etc.).

La descomposició entre marge i rotació també es pot fer, doncs, atenent-nos a aquestes dues visions del ROA.

Rotació dels actius

No oblidem, però, que les inversions en actiu es poden fer a l'actiu corrent i a l'actiu no corrent. En aquest sentit, doncs, cal veure l'evolució d'un any a un altre d'aquestes dues rotacions:

si una inversió em rendeix un 20% i el finançament d'aquesta inversió m'ha costat un 10%, és ben clar que tinc un excedent. Tot el que sobra un cop pagat el cost de finançament és per a satisfer l'accionista. Per tant, quan el ROA és més gran que el tipus d'interès que es paga pel passiu, el fet d'estar endeutat és positiu per a la rendibilitat de l'accionista.

Supòsit 2

Si continuem amb l'exemple, ho veurem més clar. Suposem ara que aquesta empresa fa una nova inversió, per valor de 50, i la financem amb deute, tot mantenint la mateixa rendibilitat econòmica de l'actiu, és a dir, el mateix ROA. El nou balanç serà:

Actius diversos	150	Patrimoni net	50
		Passiu	100
Total actiu	150	Total passiu i PN	150

Els interessos que pagarem seran del 10% de 100, la qual cosa fa 10 euros. EL BAIT serà, en aquest cas, per valor de 30, ja que mantenim el mateix ROA, i el resultat final net serà per valor de $30 - 10 = 20$.

Aleshores, la rendibilitat de l'accionista passa a ser:

$$\text{Rendibilitat financera (ROE)} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{PN}} = \frac{20}{50} = 0,4 = 40\% \quad 1.3$$

Sense fer res, sense que l'accionista hagi arriscat res més de la seva pròpia butxaca, la seva rendibilitat financera s'ha enfilat. Per què? Perquè el ROA és més gran que el cost del passiu i perquè aquesta diferència, en aquesta nova ocasió, es veu amplificada per l'augment de la ràtio d'endeutament.

Supòsit 3

Què hauria passat si el finançament s'hagués fet amb fons propis? El balanç hauria estat així:

Actius diversos	150	Patrimoni net	100
		Passiu	50
Total actiu	150	Total passiu i PN	150

Els interessos que pagaríem continuarien del 10% de 50, és a dir, 5 euros. EL BAIT seria per valor de 30, ja que mantindríem el mateix ROA, i el resultat final net seria per valor de $30 - 5 = 25$.

Aleshores, la rendibilitat de l'accionista passaria a ser:

$$\text{Rendibilitat financera (ROE)} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{PN}} = \frac{25}{100} = 0,25 = 25\% \quad 1.4$$

Més alta que el tipus d'interès, però per sota de la primera que havíem obtingut, la del 30%. Per què? Perquè és cert que el ROA és més gran que el cost del passiu, però el fet d'haver reduït la ràtio d'endeutament fa que ens en beneficiem menys.

Supòsit 4

El pitjor dels casos s'esdevé quan el ROA s'enfonsa. Si agafem aquest darrer exemple i imaginem que el ROA, el rendiment que traiem de les inversions de l'actiu, se situa en un trist 7%, la cosa queda així:

Els interessos que pagaríem serien del 10% de 50, la qual cosa fa 5 euros. EL BAIT seria, en aquest cas, per valor de 10,5, ja que és el 7% de 150, i el resultat final net seria per valor de $10,5 - 5 = 5$.

Aleshores, la rendibilitat de l'accionista passaria a ser:

$$\text{Rendibilitat financera (ROE)} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{PN}} = \frac{5}{100} = 0,05 = 5\% \quad 1.5$$

L'enfonsament del ROA per sota del cost del passiu fa que l'accionista no acabi rebent el guany de la gestió dels actius.

Aquest fenomen s'anomena *palanquejament financer*. Si no es gestiona correctament, es pot convertir en una de les causes de problemes empresarials: no ens hem de creure mai que el recurs infinit al crèdit barat i el manteniment de rendibilitats econòmiques elevades existiran sempre. Hi aprofundirem més tard, en l'exemple del mòdul.

Com posem en relació totes aquestes variables? Aquesta és la fórmula:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROA} + (\text{ROA} - i) \times \frac{\text{Passiu}}{\text{Patrimoni net}} \right] \times (1 - t)$$

Dit d'una altra manera: aquesta fórmula ens permet confirmar intuïtivament com s'aconsegueix una bona rendibilitat per a l'accionista: la rendibilitat financera és la rendibilitat econòmica més tot el guany que s'obté de l'endeutament (en el sentit d'"excés/defecte entre la rendibilitat econòmica i el cost financer mitjà del passiu, amplificat per tot el deute que tinguem"). Al final, apareixen els impostos que ens el redueixen, però aquests impostos són un component extra que no depèn de nosaltres.

On

ROE = rendibilitat financera
 ROA = rendibilitat econòmica
 i = cost del passiu (cost financer sobre passiu a final d'any)
 t = taxa impositiva

Una altra manera d'entendre les causes de la rendibilitat financera és fent-ne aquesta descomposició:

$$\text{Rendibilitat financera (ROE)} = \text{Rendibilitat econòmica (ROA)} \times \left[\text{Factor de palanquejament financer} \right] \times \left[\text{Efecte fiscal} \right]$$

Que, amb les ràtios corresponents, és:

$$\frac{\text{BDI}}{\text{PN}} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Actiu}} \times \left[\frac{\text{Actiu}}{\text{PN}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAIT}} \right] \times \left[\frac{\text{BDI}}{\text{BAI}} \right]$$

En altres paraules: la rendibilitat per al soci o accionista depèn, en primer lloc, **del rendiment que l'empresa tregui de les seves inversions**; en segon lloc, del **palanquejament financer** (a continuació en veurem el desglossament); i, en tercer lloc, de l'**efecte dels impostos** sobre el resultat.

Desglossament de les ràtios de palanquejament i efecte fiscal

Ja hem dit abans que el palanquejament té a veure amb la diferència entre la rendibilitat econòmica i el tipus d'interès mitjà del passiu, amplificat pel nivell d'endeutament.

Què són, si no, les dues ràtios del primer parèntesi, el del factor de palanquejament financer?

La primera és una altra manera de calcular l'endeutament. Fixem-nos que:

$$\frac{\text{Actiu}}{\text{PN}} = \frac{\text{Passiu} + \text{PN}}{\text{PN}} = 1 + \frac{\text{Passiu}}{\text{PN}}$$

És el mateix que una de les **ràtios d'endeutament** que hem vist en el capítol corresponent, però sumant-hi 1.

La segona ràtio de dins del parèntesi del palanquejament financer té a veure amb el **cost financer**. Quina és la diferència entre numerador i denominador? Doncs precisament els interessos, el cost del passiu. És l'**efecte del tipus d'interès mitjà dels passius**.

Quant a l'**efecte fiscal**, tinguem present que no és mai amplificador de les rendibilitats, sinó sempre reductor. De fet, és una variable més que exògena, ja que l'empresa hi té poc control, més enllà de poder emplaçar la seva seu fiscal en llocs més atractius o d'aprofitar desgravacions fiscals dins de la legalitat.

En conseqüència, ja ens trobem en disposició de contestar aquella pregunta que ens fèiem inicialment: *a què és deguda la rendibilitat financera d'una companyia?*; què ens dirà l'anàlisi dels seus estats financers? Si hi ha encara alguna llacuna en l'explicació que acabem d'oferir, ho podem complementar amb el cas pràctic que trobarem a continuació.

4. Cas pràctic: anàlisi financera de l'empresa Visaprint

4.1. Introducció

Visaprint és una empresa del sector gràfic, especialitzada en la impressió d'etiquetatge per a gran consum. Els seus clients principals són grans companyies multinacionals del sector de l'alimentació, les quals són cada dia més exigents en la qualitat, els terminis de lliurament i el compliment de totes les normes de responsabilitat social.

L'empresa es va fundar l'any 1978, i no és cap secret recordar que, en aquella època, els requeriments de productivitat i eficiència eren força menys estrictes que avui en dia.

Efectivament, durant força anys, el fundador de l'empresa, Vicenç Salator, va ser capaç de fer-se un lloc en el mercat sense necessitat de grans inversions ni grans dispendis: anava treballant, anava facturant i, com que cobrava una nòmina de l'empresa, no el preocupava gaire el repartiment de dividendes ni la rendibilitat que pogués obtenir. La seva frase preferida era:

Mentre anem tirant, no cal mirar gaires números.

Però els anys van anar passant, i Vicenç Salator, com la majoria dels seus col·laboradors, es va anar fent gran. Els clients eren cada dia més exigents i ell ja no es veia capaç d'escometre les inversions necessàries, ni viatjar constantment per visitar clients, ni posar-hi més hores. I què va fer? Va decidir jubilar-se. Ja feia temps que ho podria haver fet, però sempre tenia aquell *no-sé-què* que li ho impedia. Aquest *no-sé-què*, que se sol trobar a l'estómac, no va ser prou per a compensar els càlculs que li va fer el seu assessor, el va convèncer que amb la pensió de jubilació ja en tindria prou per a viure.

Però ara tenia un dilema...

Tenia dues opcions: la primera, vendre l'empresa a un grup multinacional del sector, però la valoració que li feien no era prou atractiva; i la segona era cedir un percentatge significatiu de les accions a un nebot, amb el compromís que obtingués rendibilitat i així ell pogués anar veient com les seves accions augmentaven de valor.

Dit i fet. Va fer donació del 75% de les accions de la companyia al seu nebot i aquest se'n va fer càrrec immediatament (cal dir que el compromís que va adquirir el nebot, de donar-li una tercera part dels beneficis com a dividends, va tenir gran importància en la presa de decisió de Vicenç Salator. Ell no n'havia repartit mai!).

El primer any va ser un any mogut, ja que el nebot va posar al dia el parc de maquinària de l'empresa, tot instal·lant-se en unes noves naus que van adquirir. Va canviar l'enfocament del negoci, ja que va abandonar els clients petits i va decidir centrar-se gairebé exclusivament en les grans multinacionals, oferint-los la garantia que rebrien en uns cinc dies les comandes encarregades, en lloc de les cinc setmanes a les quals estaven habituats. Com? Augmentant el volum d'estoc de primera matèria i de producte acabat. Vicenç Salator era conscient que això era un gran dispendi: més màquines, més inventari... L'única cosa que volia és que no li costés ni un euro de la butxaca, que aquesta inversió la pagués el negoci per si mateix. Per això va estar content quan el nebot li va dir:

–No et preocupis, tiet, tu no cal que hi posis res; la mateixa empresa ho podrà pagar i, a banda dels dividends, el valor de les teves accions anirà pujant i pujant. El tiet no entenia el perquè, però tota la família diu que aquest nebot en sap un munt, i més val deixar-lo fer.

I així arribem a la situació en el dia d'avui, quan acabem de tancar el tercer any de la gerència del nebot i ens disposem a fer la reunió anual de passar comptes. El nebot li diu que l'empresa va com mai no havia anat, però Vicenç Salator comença a no veure-ho tan clar, i fa el raonament següent:

–Hem canviat l'empresa de dalt a baix sense posar-hi nosaltres ni un duro, tenim un munt de deutes amb els bancs, el mercat és cada dia més competitiu i costa arribar a la xifra de vendes, els marges –com sempre– van cap avall... No puc entendre com s'ho fa, el meu nebot, per a dir-me, a més, que l'empresa és fantàsticament rendible per als accionistes i donar-me dividends...

Per això decideix contractar els serveis d'un bon analista financer, titulat per la UOC, per tal que l'ajudi a interpretar els comptes. I aquestes són les dades de què disposem: són el balanç i el compte de resultats de l'empresa del darrer any de gerència de Vicenç Salator (l'anomenem *any 0*) i el balanç i el compte de resultats de l'any actual, que és el tercer de gerència del seu nebot (l'anomenem *any 3*).

Visaprint, SA

Balanç de situació corresponent al 31 de desembre dels anys indicats

(dades en milers d'euros)

Actiu	Any 3	Any 0		Passiu i patrimoni net	Any 3	Any 0
Actiu no corrent	213.457	107.140		Patrimoni net	83.436	72.690

Notes del balanç:

1. Són participacions adquirides en una empresa proveïdora de material d'arts gràfiques.
2. Obligacions a curt termini adquirides durant una punta de tresoreria.
3. Corresponen a provisions per retribucions a llarg termini al personal.

Visaprint, SA					
Terrenys	81.569	45.000	Capital	60.000	60.000
Construccions	49.942	37.000	Reserves	10.746	5.746
Maquinària	27.385	11.790	Resultat de l'exercici	12.690	6.944
Mobiliari	18.000	12.000			
Propietat industrial	8.992	1.350	Passiu no corrent	191.408	46.552
Inversions financeres a LT ¹	27.569	0	Deutes bancaris a LT	128.910	23.693
			Provisions a LT ³	62.498	22.859
Actiu corrent	202.843	44.837			
Primeres matèries	54.296	5.964	Passiu corrent	141.456	32.735
Producte acabat	23.082	13.058	Deutes bancaris a CT	101.107	13.841
Clients	88.679	23.050	Proveïdors	25.948	9.568
Deteriorament clients	-375	0	Creditors	3.848	1.465
Inversions financeres a CT ²	13.870	0	Administracions públiques	10.553	7.861
Tresoreria	23.291	2.765			
Total actiu	416.300	151.977	Total passiu i PN	416.300	151.977

Notes del balanç:

1. Són participacions adquirides en una empresa proveïdora de material d'arts gràfiques.

2. Obligacions a curt termini adquirides durant una punta de tresoreria.

3. Corresponen a provisions per retribucions a llarg termini al personal.

Visaprint, SA

Compte de resultats corresponents als anys indicats

(dades en milers d'euros)

	Any 3		Any 0	
	Euros	%	Euros	%
Vendes	286.947	100,0%	131.571	100,0%
Variació d'existències de PA	1.588	0,6%	-526	-0,4%
Consums de primeres matèries	-183.678	-64,0%	-85.000	-64,6%
Despeses de personal	-71.582	-24,9%	-22.000	-16,7%
Altres despeses d'explotació	-14.384	-5,0%	-4.008	-3,0%
Amortitzacions	-10.346	-3,6%	-8.794	-6,7%
Pèrdues per deteriorament de clients	-37	0,0%	0	0,0%
Provisions exercici*	-3.820	-1,3%	-25	0,0%

* Corresponen a provisions per retribucions a llarg termini al personal.

Visaprint, SA				
Resultats excepcionals	12.528	4,4%	0	0,0%
Resultat d'exploració	17.216	6,0%	11.218	8,5%
Ingressos financers	2.174	0,8%	0	0,0%
Despeses financeres	-2.470	-0,9%	-1.959	-1,5%
Resultat financer	-296	-0,1%	-1.959	-1,5%
BAI	16.920	5,9%	9.259	7,0%
Impostos	-4.230	-1,5%	-2.315	-1,8%
Benefici net de l'exercici	12.690	4,4%	6.944	5,3%
Altres dades	Any 3		Any 0	
Compres	104.075		82.000	
Cost de vendes	223.912		100.867	

* Corresponen a provisions per retribucions a llarg termini al personal.

4.2. Observació del balanç i anàlisi de percentatges verticals i horitzontals

El pas previ a tota anàlisi és començar fent una ullada a l'evolució de cada partida en el temps, per mitjà de l'observació visual del balanç i el compte de resultats i de l'anàlisi dels percentatges verticals i horitzontals.

Veiem el gran creixement de l'empresa: de tenir unes inversions per valor de 151,9 milions, hem passat a més de 416 milions, la qual cosa vol dir gairebé triplicar en tres anys. Hem augmentat en totes les partides, però especialment en l'actiu corrent i, concretament, en les existències i clients. Política de producció més constant? Por de quedar-se sense subministrament i, per tant, tendència a acaparar primeres matèries? Política de crèdits comercials més agressiva?

El finançament també ha augmentat, lògicament ateses les grans inversions fetes. I ha augmentat en tots els apartats, però sobretot en l'endeutament. Ja ho comentarem en el punt dedicat a la solidesa patrimonial i financera.

El compte de resultats, d'altra banda, ens diu que els marges es mantenen aproximadament en la mateixa línia, fins i tot una mica pitjors: no és bon senyal. Hem aconseguit mantenir el consum de primera matèria (important, ja que som molt sensibles a aquest cost, que és un 64% del nostre preu de venda), però se'ns ha enfilat el cost de personal. Hem gaudit, però, d'uns re-

sultats extraordinaris que ens han ajudat a recuperar marge d'exploració, però recordem que un resultat excepcional, per definició, no és recurrent i no es repetirà. Hem millorat en percentatge de despeses financeres: potser ens han abaixat el tipus d'interès.

Fem l'anàlisi dels percentatges verticals i horitzontals en el balanç:

Percentatges verticals

Actiu	Any 3	Any 0		Passiu i patrimoni net	Any 3	Any 0
Actiu no corrent	51,3%	70,5%		Patrimoni net	20,0%	47,8%
Terrenys	19,6%	29,6%		Capital	15,6%	39,5%
Construccions	12,0%	24,3%		Reserves	1,4%	3,8%
Maquinària	6,6%	7,8%		Resultat de l'exercici	3,0%	4,6%
Mobiliari	4,3%	7,9%				
Propietat industrial	2,2%	0,9%		Passiu no corrent	46,0%	30,6%
Inversions financeres a LT	6,6%	0,0%		Deutes bancaris a LT	31,0%	15,6%
				Provisions a LT	15,0%	15,0%
Actiu corrent	48,7%	29,5%				
Primeres matèries	13,0%	3,9%		Passiu corrent	34,0%	21,5%
Producte acabat	5,5%	8,6%		Deutes bancaris a CT	24,3%	9,1%
Clients	21,3%	15,2%		Proveïdors	6,2%	6,3%
Deteriorament clients	-0,1%	0,0%		Creditors	0,9%	1,0%
Inversions financeres a CT	3,3%	0,0%		Administracions públiques	2,2%	4,7%
Tresoreria	5,6%	1,8%		Provisions a CT	0,3%	0,4%
Total actiu	100,0%	100,0%		Total passiu i PN	100,0%	100,0%

Percentatges horitzontals

Actiu	Variació		Passiu i patrimoni net	Variació
Actiu no corrent	99,2%		Patrimoni net	14,8%
Terrenys	81,3%		Capital	8,3%
Construccions	35,0%		Reserves	0,0%
Maquinària	132,3%		Resultat de l'exercici	82,7%
Mobiliari	50,0%			
Propietat industrial	566,1%		Passiu no corrent	311,2%
Inversions financeres a LT	---		Deutes bancaris a LT	444,1%

Actiu	Variació	Passiu i patrimoni net	Variació
		Provisions a LT	173,4%
Actiu corrent	352,4%		
Primeres matèries	810,4%	Passiu corrent	332,1%
Producte acabat	76,8%	Deutes bancaris a CT	630,5%
Clients	284,7%	Proveïdors	171,2%
Deteriorament clients	---	Creditors	162,7%
Inversions financeres a CT	---	Administracions públiques	26,6%
Tresoreria	742,4%	Provisions a CT	118,1%
Total actiu	173,9%	Total passiu i PN	173,9%

L'observació dels percentatges verticals ens diu que l'empresa ha deixat de ser intensiva en immobilitzat: si les inversions en actius fixos ara fa tres anys representaven un 70,5% del total de l'actiu, ara ja estan repartides a parts iguals entre actiu no corrent i actiu corrent. Dins de l'actiu corrent, es veu un gran increment en la inversió en estocs, potser per a tenir més contenta la clientela i no fer-los esperar. També la xifra de clients té un pes més important. Considerant que l'actiu ha augmentat gairebé tres vegades, ja podem fer-nos una idea de la importància que agafen aquests xifres en valor absolut: aquest augment tan gran ens arriba confirmat pels percentatges horitzontals; les primeres matèries, per exemple, han crescut en un 810,4%!

Així mateix s'esdevé en el patrimoni net i el passiu, sobretot en aquest segon, perquè veiem que el finançament amb recursos externs ha estat la base de recursos financers per al creixement: tots dos passius creixen més d'un 300%, mentre que el patrimoni net creix solament en un 14,8%.

4.3. Anàlisi de la solidesa patrimonial

4.3.1. L'equilibri financer

Com estan finançats els actius no corrents? La millor manera de veure si els actius no corrents estan finançats amb recursos permanents és utilitzant un gràfic:

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

Com veiem, en principi el finançament és correcte: tant abans com ara, els recursos permanents superen amb escreix els actius fixos. O dit d'una altra manera: una part de l'actiu corrent està finançada per passius a llarg termini, la qual cosa dóna cert nivell de solidesa. A més, en proporció, tenim avui un balanç més equilibrat que ara fa tres anys.

Dins de l'anàlisi de l'equilibri, cal considerar també de quina mena d'actius no corrents parlem; en aquest cas no serà significatiu, perquè a l'any 3 hi ha prou coixí, però si la diferència entre les dues magnituds fos molt justa, caldria veure els terminis de vida útil dels actius enfront dels terminis de venciment dels deutes a llarg, tal com hem comentat en l'apartat teòric del mòdul.

4.3.2. L'endeutament

Comencem analitzant la quantitat d'endeutament:

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

Hi ha hagut un increment molt gran. Hem passat d'una ràtio d'endeutament baixa a una ràtio de les considerades altes. Ens serà difícil, a partir d'ara, que les entitats bancàries ens mirin amb bons ulls, ja que, quan una empresa està molt endeutada, difícilment obtindrà finançament bancari addicional. En qualsevol cas, és una dada que ja coneixíem, ja que de l'observació del balanç feta anteriorment havíem notat que el gran augment de les inversions ha estat finançat amb augments també molt grans dels deutes a curt i a llarg, i molt poc amb patrimoni net.

Com sabem, l'endeutament és un element de risc: si generem prou tresoreria per a pagar-lo, cap problema; però, si no és el cas, pot ser mortal.

En qualsevol cas, la situació avui de Visaprint és de gran endeutament, la qual cosa la converteix, des d'aquest punt de vista, en una empresa molt poc sòlida.

Quant a la qualitat de l'endeutament, la situació és la següent:

$\frac{\text{Passiu corrent}}{\text{Total passiu}} =$	Any 3	Any 0
	42,5%	41,3%

Hi ha una petita preeminència del passiu a llarg termini, i els deutes a curt no arriben a la meitat; en aquest sentit, la qualitat no és dolenta. Ara bé, convé analitzar quina mena de deutes a curt termini tenim, i ens trobem que la partida principal, sobretot en l'any actual, correspon als deutes bancaris. En aquest sentit, això no és gaire bo, ja que són recursos financers de venciment exprés, no renovables.

Resum sobre la solidesa

Si bé l'equilibri financer és correcte i això li dóna cert grau de solidesa, ens hem espantat en veure l'alt nivell d'endeutament, però ens ha tranquil·litzat adonar-nos del termini d'aquests deutes: la majoria no són de venciment a curt sinó a llarg. Però cal anar amb compte, ja que arribarà un dia en què el llarg termini passarà a ser de venciment immediat... Cal solucionar aquest punt com més aviat millor, abans no sigui massa tard.

4.4. Anàlisi de la solvència de garantia o de capacitat

Fem el càlcul de les magnituds i ràtios que cal considerar:

Nom de la ràtio o magnitud	Fórmula de càlcul	Any 3	Any 0
Fons de maniobra =	$\text{Actiu corrent} - \text{Passiu corrent}$	61.387 €	12.102 €
Ràtio de liquiditat o de solvència corrent =	$\frac{\text{Actiu corrent}}{\text{Passiu corrent}}$	1,43	1,37
Ràtio de tresoreria (acid test) =	$\frac{\text{Actiu corrent} - \text{Existències}}{\text{Passiu corrent}}$	0,89	0,79
Ràtio de disponibilitat =	$\frac{\text{Tresoreria}}{\text{Passiu corrent}}$	0,16	0,08
Ràtio de solvència final =	$\frac{\text{Actiu}}{\text{Passiu}}$	1,25	1,91

Ja havíem comprovat que el **fons de maniobra** era positiu en tots dos anys, ja que és l'equivalent a tenir un balanç equilibrat.

La **ràtio de liquiditat** ens dóna valors alts, sobretot en l'any 3. Cal tenir una ràtio tan alta? Probablement tenim alguns actius corrents ociosos? Ho veurem en les ràtios següents.

La **ràtio de tresoreria (*acid test*)** ens contesta la pregunta anterior: la gran diferència entre aquesta ràtio i la ràtio de liquiditat es deu a l'efecte dels estocs. Això vol dir que una gran part de les garanties de Visaprint estan basades en la tinença d'estocs, potser desmesurats. I, com a garantia, un estoc és el que menys garanteix un deute: quin banc voldria una partida de paper imprès com a penyora de pagament? Ja hem dit que és política del nebot tenir un assortiment de primeres matèries prou gran per a no haver de patir per l'arribada del paper per a impressió... Imaginem que tenim una comanda d'un gran client i no disposem de paper per a imprimir! Com va dir a un visitant americà:

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

La idea és molt maca, certament, però cal tenir en compte que aquesta inversió en estoc s'ha de pagar. Generem prou per a compensar el cost del finançament? No devem pas desviar recursos que caldrien en altres punts de l'empresa?

A banda d'això, la xifra que ens dóna està per sota del mínim acceptat com a garantia, però no oblidem els comentaris fets en la part teòrica: cal tenir-ho tot preparat per a garantir en qualsevol moment? En el dia a dia, cal que arriquem una mica! En aquest sentit, doncs, una ràtio de 0,89 en el moment actual és més que acceptable, tenint en compte, a més, que ha millorat respecte de l'any 0.

La **ràtio de disponibilitat** ha passat a ser el doble que ara fa tres anys, però no arriba al nivell que demanen molts manuals de finances. Però ja hem comentat el sentit que té: ens diu poca cosa, perquè és la situació en una data concreta. Per a nosaltres, aquesta ràtio no és de gran utilitat.

Quant a la **ràtio de solvència final**, la cosa canvia: apareix l'efecte del deute a llarg termini, que fa que els nostres actius totals no cobreixin els nostres deutes tant com ho feien abans. Recordem que, en el fons, aquesta ràtio ve a ser gairebé la inversa de la ràtio d'endeutament.

Conclusió sobre la solvència de capacitat o de garantia de Visaprint

La solvència a curt termini és bona, i ha millorat molt en els darrers tres anys. Per tant, podem dir que l'empresa té un actiu corrent que, en cas de problemes, podria garantir els deutes a curt termini. Ara bé, aquesta solvència està basada sobretot en una política d'acumular estocs, bàsicament de primera matèria. Són prou garanties en cas de tenir problemes?

4.5. Anàlisi de la solvència de puntualitat

Fem l'anàlisi del període de maduració i del cicle de caixa de la companyia. Cal que tingui un fons de maniobra tan alt?

Recordem la fórmula de càlcul del període de maduració²:

⁽²⁾Considerem un IVA del 21%.

$$\left[\frac{\text{Existències de PM}}{\text{Consum de PM}} + \frac{\text{Existències de producte en curs}}{\text{Cost de la producció anual}} + \frac{\text{Existències de productes acabats}}{\text{Cost de vendes}} + \frac{\text{Saldo de clients}}{\text{Vendes}} \right] \times 365$$

La qual, traslladant-hi les xifres de Visaprint de tots dos anys, dóna el següent:

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

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

Tota una sorpresa: de mitjana, generem tresoreria gairebé quatre mesos més tard que no pas abans! Si analitzem cadascun dels conceptes:

<i>Dades en dies</i>	Any 3	Any 0
Rotació de primeres matèries	108	26
Rotació de producte en curs	0	0
Rotació de producte acabat	38	47
Rotació de clients	93	53
Total dies	239	126

És clar on s'han produït les grans variacions:

Tenim un estoc de primera matèria desmesurat: vam prometre als clients que sempre tindriem paper preparat per a imprimir les seves comandes i, si ens descuidem, ens pot ofegar. Des que arriba la primera matèria fins que entra al taller d'impressió, passen tres mesos i mig! La primera pregunta és: calia? I la segona és: qui paga aquesta inversió en existències?

Hem millorat la gestió del producte acabat, i això és bo: som capaços d'imprimir i guardar-ho, fins que el client ho demani, en nou dies menys que abans. Però continua essent un període força llarg: és una mica més d'un mes. Caldria que els clients fossin més curosos en les seves programacions.

Els clients, però, paguen molt més tard que no abans: si fa tres anys ho feien a una mitjana de menys de dos mesos, ara triguen una mica més de tres mesos. Normes del mercat? Pot ser. Mala negociació? També pot ser.

És fonamental comparar-ho amb el període mitjà de pagament a proveïdors, i així veurem l'evolució del cicle de caixa:

$$\frac{\text{Saldo de proveïdors}}{\text{Compres}^*} \times 365 = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Any 3} & \text{Any 0} \\ \hline 75 \text{ dies} & 35 \text{ dies} \\ \hline \end{array}$$

* Cal afegir-hi l'IVA perquè el valor sigui homogeni amb el numerador.

L'evolució d'aquesta mitjana ens ha estat favorable: ha millorat en 40 dies. Però no compensa gens l'allargament del període de maduració.

En definitiva, el cicle de caixa és:

$$\text{Termini de pagament} - \text{Període de maduració} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Any 3} & \text{Any 0} \\ \hline -164 \text{ dies} & -91 \text{ dies} \\ \text{(desfavorable)} & \text{(desfavorable)} \\ \hline \end{array}$$

No és gens difícil arribar a la conclusió que és evident que necessitem un gran fons de maniobra, ja que el cicle de caixa és enormement desfavorable. I arriscat, ja que ha anat augmentant amb el pas del temps!

Anàlisi del flux de caixa lliure

Arribats a aquest punt, en què queda evident la trigança a generar tresoreria, analitzem l'autofinançament i el flux de caixa lliure de l'empresa. Calculem-los en format de cascada:

	Any 3	Any 0
Benefici net	12.690	6.944
+ Amortitzacions	+10.346	+8.794
+ Deterioraments	+3.820	+25

¹ Recordem que Vicenç Salator mai no havia repartit dividends, i que el nebot s'havia compromès a repartir, a partir d'ara, una tercera part dels beneficis.

	Any 3	Any 0
– Dividends ¹	–4.230	0
= Autofinançament	22.626	15.763
– Deutes bancaris a CT	–101.107	–13.841
= Caixa lliure	–78.481	+1.922

¹ Recordem que Vicenç Salator mai no havia repartit dividends, i que el nebot s'havia compromès a repartir, a partir d'ara, una tercera part dels beneficis.

Tenim un problema: si bé el nebot ha estat capaç de repartir dividends i millorar l'autofinançament, ens adonem que la política de creixement via endeutament ens porta a una situació de solvència molt fràgil; l'empresa no genera per ella mateixa prou recursos per a complir els pagaments a curt termini dels préstecs. Hem crescut molt, ho hem fet amb préstecs de tercers, però ara cal pagar les quotes! I no sembla que ho puguem fer nosaltres mateixos.

4.6. Estudi del compte de resultats

Ja hem comentat prèviament que de l'observació del compte de resultats en deduïm diverses coses:

- En primer lloc, un empitjorament dels marges, tant pel que fa a l'explotació com al resultat final.
- En segon lloc, l'augment percentual considerable de la partida de despeses de personal: ha passat de representar un 16,7% a un 24,9% sobre vendes, amb un augment en valors absoluts de més del triple del valor inicial.
- El consum de primeres matèries, un cost variable, s'ha mantingut estable, la qual cosa és bona.
- L'any se salva gràcies a uns resultats extraordinaris... No és gaire bona manera de salvar l'any, ja que aquest resultat no es repetirà l'any vinent.
- Tot i estar molt més endeutats, les despeses financeres no sembla que pugin gaire. A què es pot deure? Ho analitzarem més endavant.

Cal fer el desglossament dels resultats d'una manera més analítica, tal com hem comentat en l'apartat teòric del mòdul:

	Any 3	Any 0
Ingressos d'explotació ordinària	288.535	131.045
– Despeses d'explotació ordinàries	– 283.847	– 119.827
= Resultat ordinari	4.688	11.218

	Any 3	Any 0
+/- Resultats excepcionals i atípics	12.528	0
= Resultat d'exploració	17.216	11.218
+ Ingressos financers	2.174	0
= BAIT	19.390	11.218
- Despeses financeres	- 2.470	- 1.959
= BAI	16.920	9.259
- Impostos	- 4.230	- 2.315
= BDI	12.690	6.944

Conclusió evident: tot i que el resultat final ha augmentat, el resultat ordinarri –que és el que representa el resultat de la gestió amb vista a la missió de l'empresa– ha empitjorat clarament. Per què acabem guanyant més que abans? Perquè tenim un import molt significatiu de resultats atípics i d'ingressos financers. Cal estar, doncs, alerta davant d'aquesta situació, ja que no podem basar la nostra prosperitat en aquestes partides.

4.7. Anàlisi de la rendibilitat

Comencem calculant l'evolució de les diverses rendibilitats:

Rendibilitat financera (ROE) =	Any 3	Any 0
	15,21%	9,55%

Hi ha un creixement evident de la rendibilitat del soci. En aquest sentit, Vicenç Salator pot estar content, ja que la rendibilitat anual de la seva inversió a l'empresa ha augmentat prop d'un 60%.

Però cal lligar aquesta magnífica notícia amb les seves causes. Recordem, de l'apartat de teoria, com cal descompondre aquesta ràtio:

$$\text{Rendibilitat financera (ROE)} = \text{Rendibilitat econòmica (ROA)} \times \left[\text{Factor de palanquejament financer} \right] \times \left[\text{Efecte fiscal} \right]$$

Fem, doncs, l'anàlisi de cadascun dels valors:

4.7.1. Anàlisi de la rendibilitat econòmica

Rendibilitat econòmica (ROA) =	Any 3	Any 0
	4,66%	7,38%

Hi ha un empitjorament evident! Les inversions fetes en l'actiu no rendeixen tant com abans. I això que se n'han fet un munt! Cal esperar molt, per a obtenir resultats, o és que realment el disseny estratègic és incorrecte?

Si en lloc del ROA global fem l'anàlisi del ROA atenent-nos solament als resultats d'exploració ordinaris:

Resultats d'exploració ordinaris	Any 3	Any 0
	4.688	11.218
Actius d'exploració ordinaris*	402.430	151.977

* Resultat de restar-hi les inversions financeres fetes amb caràcter especulatiu.

ens dona els següents ROA ordinaris d'exploració:

Rendibilitat econòmica (ROA ordinari) =	Any 3	Any 0
	1,16%	7,38%

No cal fer gaires comentaris. La gestió ordinària de la companyia no funciona, és evident. Aleshores, on es genera l'alta rendibilitat? Solament amb els resultats extraordinaris? No pot ser, ja que el ROA global ha empitjorat.

Continuem analitzant el ROA global en detall, recordant que el ROA es descompon en marge i rotació:

	ROA	=	Marge	×	Rotació d'actiu
Any 3	4,66%	=	6,76%	×	0,69
Any 0	8,53%	=	8,53%	×	0,866

La gestió del dia a dia de la companyia ha anat en pitjor: pitjor marge i pitjor rotació.

Les causes del pitjor marge ja les hem analitzat anteriorment, quan hem fet l'anàlisi del compte de resultats.

Fem ara l'anàlisi de la rotació dels actius, comparant l'evolució de la rotació de l'actiu corrent i de l'actiu no corrent:

	Any 3	Any 0
Rotació d'AC	1,41	2,93
Rotació d'ANC	1,34	1,23

Les grans inversions en actiu corrent no donen el resultat en vendes que s'espera. I és dolent, això, ja que el més normal és que les inversions en actius a curt termini donin resultats gairebé immediats: les inversions en estocs o en clients són per a generar activitat comercial de seguida, no pas per a esperar.

En canvi, les inversions en actiu no corrent sí que han donat resultat, ja que la rotació ha augmentat. Podem dir que la millora en les inversions en maquinària ha donat fruit.

4.7.2. Anàlisi del palanquejament financer

Un cop analitzat el ROA, el marge i les rotacions, i havent arribat a la conclusió que no han tingut una evolució gens favorable, mirarem el següent component de la rendibilitat financera: el **palanquejament**. Fem-ho amb la fórmula de descomposició de les ràtios:

$$\text{Factor de palanquejament financer} = \frac{\text{Actiu}}{\text{PN}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAIT}}$$

$\frac{\text{Actiu}}{\text{PN}}$	Any 3	Any 0	$\frac{\text{BAI}}{\text{BAIT}}$	Any 3	Any 0
	4,99	2,09		0,87	0,82

El nivell d'endeutament s'ha més que doblat. Ja ho havíem vist en l'anàlisi de la ràtio corresponent. És més que probable que aquesta sigui la causa principal de l'alta rendibilitat de la companyia.

L'efecte del tipus d'interès ha estat favorable: l'explicació és que el tipus d'interès mitjà s'ha reduït malgrat l'augment de l'endeutament.

Si en fem el càlcul del tipus d'interès mitjà basant-nos en els passius a final d'any:

$\frac{\text{Despeses financeres}}{\text{Total passiu}}$	Any 3	Any 0
	0,74%	2,47%

Efectivament. Hem millorat molt quant a cost de l'endeutament, i això ens millora alhora la rendibilitat. Per aquesta banda, sembla lògic pensar que, com que tenim un accés més barat al crèdit, hi hagi tendència a invertir amb finançament extern. Però cal no oblidar el component de risc que això comporta.

Si fem la combinació del dos factors que acabem d'analitzar (endeutament i efecte del tipus d'interès), trobarem el valor del palanquejament financer de Visaprint:

	Factor de palanquejament financer
Any 3	$4,99 \times 0,87 = 4,34$
Any 0	$2,09 \times 0,82 = 1,71$

4.7.3. Anàlisi de l'efecte fiscal

Ens manca l'anàlisi de l'efecte fiscal:

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

$\frac{\text{BDI}}{\text{BAI}}$	Any 3	Any 0
	0,75	0,75

En els dos casos ens dona 0,75, la qual cosa equival a dir que paguem un 25% d'impostos sobre el benefici brut. Aquí no hi ha cap influència en el resultat.

Descomposició de la rendibilitat financera segons l'altra fórmula estudiada:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROA} + (\text{ROA} - i) \times \frac{\text{Passiu}}{\text{Patrimoni net}} \right] \times (1 - t)$$

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

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

Podem confirmar les conclusions anteriors:

- Hem perdut en rendibilitat econòmica.
- Tot i millorar en els tipus d'interès mitjans, el diferencial que n'obtenim respecte del ROA és una mica més petit que abans.
- Un increïble augment de l'endeutament, que fa que tota la fórmula s'enfilii.
- El manteniment del percentatge d'impost sobre societats té un efecte neutre.

4.8. Conclusions

Ja som al cap del carrer. La gran rendibilitat oferta pel nebot no es deu a una millora en els processos, ni a una millora en l'estratègia, ni a una millora en la gestió comercial... Es deu, bàsicament, a la manera com ha finançat el creixement de la companyia: amb una política d'endeutament desmesurada. I diem *desmesurada* perquè hem observat que ben aviat tindrà problemes de tresoreria, ja que el flux de caixa que genera la societat no és suficient per a complir els pagaments dels crèdits a curt termini.

No pot continuar de cap manera amb aquesta política. A més de perdre en marges i rotacions, l'empresa és molt poc sòlida, i està arribant a un punt de no-retorn. Se'n podrà sortir?

Si es dona el cas que comença a ser impuntual en els pagaments –cosa que aviat pot passar–, l'anàlisi de la solvència de capacitat o de garantia ens diu que encara podrien ser optimistes amb vista a un acord negociat de pagament amb els creditors. Però les garanties que els pot oferir estan fortament basades en l'estoc, el qual és una mala partida per a pagar els deutes bancaris, encara que es podria fer servir per a pagar deutes amb proveïdors (mitjançant devolucions de material, sempre que aquests proveïdors ho acceptessin).

Un bon senyal de garantia és la ràtio de tresoreria, que dóna valors força alts. Ara bé, al darrere d'això hi ha un problema de terminis: si els venciments dels passius són abans que els dels clients, hi haurà problemes de puntualitat; sense oblidar que, mentrestant, hi ha les despeses corrents que cal pagar, entre les quals, les nòmines. Difícilment donarà per a tot.

Què cal fer?

Doncs potser caldrà visitar les entitats bancàries i renegociar els terminis dels deutes bancaris a curt abans no sigui massa tard. Les garanties a curt termini són prou bones per a demanar-los paciència, si escau.

O bé començar ràpidament a desinvertir en els actius exageradament alts, com són els estocs (deixant de comprar tant) o mirant de reduir els saldos de clients (oferint descomptes, o essent més exigent en els terminis, o endossant pagarés de clients als creditors...), a banda de mirar de fer les inversions financeres a curt termini.

O bé els accionistes hauran de fer una aportació extraordinària de capital per a equilibrar el balanç.

Sigui com sigui, Vicenç Salator comença a penedir-se de la seva decisió:

–Hem invertit molts diners i hem construït un vaixell molt gran, però entre el poc vent que fa i les veles tan petites que tenim, no anem enlloc... I ara cal pagar l'armador!

Resum

En aquest mòdul hem estudiat els principals aspectes que cal considerar en fer una diagnosi de la situació patrimonial, econòmica i financera d'una companyia.

D'entrada, hem reflexionat sobre el sentit de l'anàlisi i quins són els materials bàsics per a fer-la. No ha de ser un tema complex per a vosaltres, ja que l'heu vist en assignatures prèvies.

Una tasca important també és pensar en les limitacions de l'anàlisi, i a això hi hem dedicat el segon capítol: no és fàcil tenir totes les dades, no és fàcil estar segurs de la certesa d'aquestes dades. Cal partir de la base que hem de treballar amb el que tenim, i ser conscients, doncs, de les nostres limitacions a l'hora d'enfrontar-nos a l'anàlisi.

En la tercera part, prou important, hem vist els conceptes d'una manera teòrica, oferint interpretacions a cadascuna de les ràtios explicades i, fins i tot, fent-ne comentaris entorn de les interpretacions generals més clàssiques. Hem procurat oferir un model d'anàlisi formal per no perdre de vista els conceptes i les interpretacions generals.

Finalment, i com a quarta part, hem aplicat els conceptes teòrics en un cas concret: una empresa del sector de les arts gràfiques ha tingut un canvi generacional, i tot s'ha revolucionat. Què és el que ha passat? Per què aquests canvis tan importants? Quines són les conseqüències des d'un punt de vista patrimonial, econòmic i financer? Hem procurat fer l'exemple sense focalitzar-lo del tot en aquest sector en concret, per tal de donar-vos una visió com més global millor.

Bibliografia

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

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

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

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

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

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

Sierra, G.; Escobar, B.; Orta, M. (2001). *Fundamentos de contabilidad financiera para economistas*. Madrid: Pearson Educación.

