
Diagnosis de la situación financiera

PID_00259590

Antoni Matas Tarruella

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 4 horas



**Antoni Matas Tarruella**

Consultor de los Estudios de Economía y Empresa de la UOC. Licenciado en Ciencias Empresariales por ESADE (Universitat Ramon Llull) y MBA por ESADE.

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Dolors Plana Erta (2019)

Tercera edición: febrero 2019
© Antoni Matas Tarruella
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Diseño: Manel Andreu
Realización editorial: Oberta UOC Publishing, SL



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

Índice

Introducción.....	5
Objetivos.....	7
1. Sentido, contenido y material para el análisis financiero.....	9
1.1. El sentido del análisis financiero	9
1.2. Contenido y material para el análisis financiero	9
2. Limitaciones del análisis financiero.....	11
3. Procedimiento en el trabajo de diagnóstico de la situación financiera.....	13
3.1. Introducción al estudio del procedimiento	13
3.2. Análisis previo de porcentajes en los estados financieros	14
3.2.1. Porcentajes verticales	14
3.2.2. Porcentajes horizontales	14
3.3. Análisis de la solidez patrimonial	14
3.3.1. Equilibrio financiero	15
3.3.2. El endeudamiento	18
3.4. Análisis de la solvencia	21
3.4.1. Fondo de maniobra	22
3.4.2. Ratio de liquidez o de solvencia corriente o ratio de fondo de maniobra	22
3.4.3. Ratio de tesorería o test ácido	23
3.4.4. Ratio de disponibilidad	23
3.4.5. Ratio de solvencia final	24
3.4.6. Solvencia de puntualidad	25
3.4.7. La autofinanciación y el <i>cash flow</i> libre: una manera adicional de analizar la solvencia	27
3.4.8. El estado de flujos de efectivo como documento que nos informa del origen y la aplicación de la tesorería ...	28
3.5. Estudio de la cuenta de resultados	30
3.6. Análisis del rendimiento y la rentabilidad. Apalancamiento financiero	32
3.6.1. El rendimiento de los activos: la rentabilidad económica	32
3.6.2. El apalancamiento financiero	35
4. Caso práctico: Análisis financiero de la empresa Visaprint....	40
4.1. Introducción	40

4.2.	Observación del balance y análisis de porcentajes verticales y horizontales	43
4.3.	Análisis de la solidez patrimonial	45
4.3.1.	El equilibrio financiero	45
4.3.2.	El endeudamiento	46
4.4.	Análisis de la solvencia	47
4.4.1.	Análisis de la solvencia de garantía, de capacidad o de liquidez	47
4.4.2.	Análisis de la solvencia de puntualidad	49
4.5.	Estudio de la cuenta de pérdidas y ganancias	53
4.6.	Análisis de la rentabilidad	54
4.6.1.	Análisis de la rentabilidad económica o ROA	55
4.6.2.	Análisis del apalancamiento financiero	57
4.6.3.	Análisis del efecto fiscal	58
4.7.	Conclusiones	59
Resumen		61

Introducción

Desde el punto de vista de la actividad de un departamento de finanzas, el módulo didáctico que tenéis en las manos es la continuación natural del trabajo del departamento contable de una compañía. Para entendernos, la gestión contable pretende identificar los acontecimientos que afectan a la situación patrimonial, grabar los hechos contables de acuerdo con unos principios y unos métodos de valoración que hay que conocer, llevar al día la contabilidad, elaborar unos documentos básicos de control patrimonial (como son el balance de situación y la cuenta de resultados), y elaborar las cuentas anuales como punto culminante de todo el trabajo previo.

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

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

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

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

Objetivos

Los objetivos de este módulo son

1. Identificar los puntos críticos de la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa.
2. Ser consciente de cuáles son las limitaciones de cualquier análisis financiero.
3. Hacer una correcta diagnosis de la información contable y financiera del balance de situación y la cuenta de resultados.
4. Conocer las herramientas para identificar los puntos fuertes y débiles de la situación económica y financiera de la empresa.
5. Ser capaz de emitir una opinión sobre la realidad patrimonial, económica y financiera de la empresa.
6. Poder tomar decisiones en el área económica y financiera, entender el pasado, explicar el presente y avanzarnos al futuro.
7. Conocer la terminología del mundo de las finanzas.

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

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

1. Sentido, contenido y material para el análisis financiero

1.1. El sentido del análisis financiero

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

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

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

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

1.2. Contenido y material para el análisis financiero

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

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

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

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

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

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

2. Limitaciones del análisis financiero

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

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

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

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

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

3.1. Introducción al estudio del procedimiento

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

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

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

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

3.2. Análisis previo de porcentajes en los estados financieros

3.2.1. Porcentajes verticales

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

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

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

3.2.2. Porcentajes horizontales

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

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

3.3. Análisis de la solidez patrimonial

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

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

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

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

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

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

3.3.1. Equilibrio financiero

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

Fondo de maniobra

Para determinar el equilibrio financiero también se puede usar el concepto *fondo de maniobra* que veremos más adelante. Los dos expresan lo mismo, solo difieren en la base del cálculo: mientras que el equilibrio financiero se fija en cómo se financian los activos a largo plazo, el fondo de maniobra se fija en cómo se financian los activos a corto plazo.

Estos pueden ser tres modelos estándares para analizar el equilibrio:

Empresa A	Empresa B	Empresa C												
<table border="1" style="width: 100%; height: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">ANC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PN</td> </tr> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">AC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PNC</td> </tr> </table>	ANC	PN	AC	PNC	<table border="1" style="width: 100%; height: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">ANC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PN</td> </tr> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">AC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PNC</td> </tr> </table>	ANC	PN	AC	PNC	<table border="1" style="width: 100%; height: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">ANC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PN</td> </tr> <tr> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">AC</td> <td style="width: 50%; height: 50%; text-align: center;">PC</td> </tr> </table>	ANC	PN	AC	PC
ANC	PN													
AC	PNC													
ANC	PN													
AC	PNC													
ANC	PN													
AC	PC													

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.3.2. El endeudamiento

La cantidad del endeudamiento

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

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

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

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

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

Después de leer esto, podemos pensar dos cosas:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Propuesta de opinión: Bajo Medio Alto Muy alto

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

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

La calidad del endeudamiento

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

Pasivo corriente

Pasivo total

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

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

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

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

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

3.4. Análisis de la solvencia

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

Por eso distinguimos dos tipos de solvencia:

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

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

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

3.4.1. Fondo de maniobra

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

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

3.4.2. Ratio de liquidez o de solvencia corriente o ratio de fondo de maniobra

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

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

Ahora bien: que una empresa tenga unas buenas ratios de liquidez no implica que pueda pagar sin problemas las deudas a vencimiento, tan solo quiere decir que tiene suficientes garantías a modo de cojín. Mirémoslo al revés: tener fondo de maniobra negativo (o ratio de liquidez por debajo de 1) ¿quiere decir ir directos a presentar concurso de acreedores? Pues depende. Si nos paramos a analizar los estados financieros de El Corte Inglés, de Carrefour o de cualquier gran empresa comercializadora de gran consumo, vivir con fondos de maniobra negativos (que es lo mismo que tener una ratio de liquidez inferior a 1).

¿Implica esto que estas empresas no pueden pagar sus deudas a corto plazo? ¡De ninguna manera! Al contrario: son –cuanto menos hasta hoy– buenas pagadoras. Y ¿por qué? Porque su punto fuerte no está en su fondo de maniobra sino en lo que después veremos como **solventia de puntualidad**, que es la gestión de cobros y pagos. Cualquier gran superficie cobra al contado y paga a un plazo mucho más largo, lo que la dota de fondos de tesorería con suficiente antelación como para poder pagar sin problemas. ¿Es esta una situación de riesgo? Sí, está claro. Porque si esta rueda de cobros rápidos y pagos lentos cambia para peor, no tendrá suficientes garantías (solventia de capacidad) para atender a los pagos del pasivo corriente. Pero mientras funcione, lo podrá hacer sin problemas.

3.4.3. Ratio de tesorería o test ácido

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

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

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

3.4.4. Ratio de disponibilidad

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

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

no tenemos ningún pago importante hasta el 31 de enero, y tenemos previsto cobrar durante este mes unas facturas importantes de clientes o bien obtener financiación... ¿por qué hay que tener el dinero en la cuenta corriente, si la remuneración que obtenemos es reducida?

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

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

3.4.5. Ratio de solvencia final

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

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

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

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

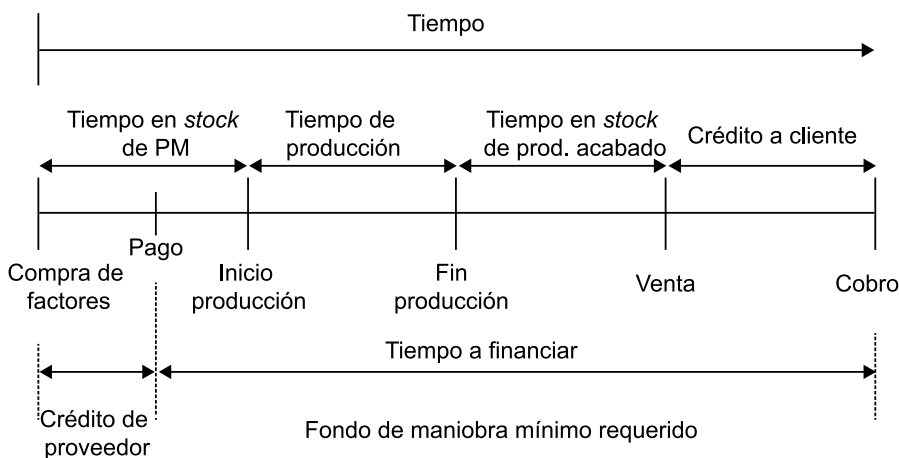
lo cual quiere decir que es la inversa del ratio de endeudamiento + 1. Si habíamos dicho que, en épocas duras de acceso al crédito, un ratio de endeudamiento que nos diera una solidez adecuada no fuera mucho más allá del 2, nuestro nuevo ratio de solvencia final adecuado tendría que ser, como mínimo,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

3.4.6. Solvencia de puntualidad

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

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

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



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

Ciclo de caja o periodo medio de maduración financiero = Periodo medio de pago a proveedores – Periodo medio de maduración

La fórmula de cálculo del periodo de maduración es:

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

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

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

$$\frac{\text{Media anual del saldo}}{\text{Compras}^{*2}} \times 365$$

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

Para la media anual de los saldos de las diversas existencias, de clientes y de proveedores, cogeremos los datos disponibles: si solo son el saldo inicial y el saldo final, se suman y se dividen por 2 para obtener la media anual; si disponemos de los saldos finales de cada mes, los sumamos todos y los dividimos por 12, y si solo tenemos el saldo final, utilizaremos directamente este saldo final.

Hay algunos valores de estas fórmulas que no aparecen en unas cuentas anuales, como es el caso del coste de la producción anual o el coste de ventas en el caso de las empresas industriales, puesto que es una información bastante sensible que no se suele publicar, pero cuando menos habría que comparar los plazos de pago a clientes y cobro a proveedores, los cuales son más fácilmente calculables.

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

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

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

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

La cifra de resultado (el resultado del ejercicio) y el total de amortizaciones aparecen en la cuenta de pérdidas y ganancias.

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

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

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

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

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

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

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

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

3.4.8. El estado de flujos de efectivo como documento que nos informa del origen y la aplicación de la tesorería

Uno de los documentos que forman parte de los estados financieros una buena base para hacer el análisis de la solvencia de una empresa o, por lo menos, para determinar si esta genera suficiente tesorería en el negocio para no requerir mucha financiación externa.

El propósito de este material no es detallar el contenido ni explicar su elaboración, sino explicar cómo un analista emplea el estado de flujos de efectivo para analizar de dónde procede y hacia dónde va la tesorería: si las actividades operativas de la empresa no generan suficiente caja, tarde o temprano pueden surgir problemas.

Veámoslo con este ejemplo:

Supongamos que los estados financieros de nuestra empresa en los dos últimos años han sido los siguientes:

Balance de situación

Activo	Año actual	Año anterior	Pasivo y PN	Año actual	Año anterior
Activo no corriente	820	800	Capital	640	540
Inversiones financieras a largo plazo	0	20	Reservas	100	60
Mercancías	360	150	Resultado	250	40
Clientes	600	270	Deudas a corto plazo	650	450
Tesorería	80	50	Proveedores	220	200
Total activo	1.860	1.290	Total pasivo y PN	1.860	1.290

Cuenta de pérdidas y ganancias

	Año actual	Año anterior
Ventas	1.600	900
Compras	-1.200	-560
Variaciones de inventario	210	-25
Salarios	-120	-90
Amortizaciones	-10	-10
Otros gastos	-200	-140
Resultado de explotación	280	75
Ingresos financieros	2	5
Gastos financieros	-15	-25
Resultado financiero	-13	-20
Resultado antes de impuestos	267	55
Impuestos	-17	-15
Resultado neto	250	40

Considerando esta situación, ¿cómo será el estado de flujos de efectivo de la compañía para el año actual? ¿Qué nos dice sobre la capacidad de generación de tesorería de la empresa?

Estado de flujos de efectivo del año	Importe
+ Resultado del ejercicio ²	250
+ Amortización del año	10
+/- Variaciones en proveedores*	20
+/- Variaciones en clientes*	-330
+/- Variaciones en inventarios*	-210
= Cash flow de las operaciones de explotación (1)	-260
+ Inversiones en activo no corriente	-30
- Desinversiones en inversiones financieras a largo plazo	20
= Cash flow de las operaciones de inversión (2)	-10
+ Cobros/pagos de préstamos a corto plazo	200
+/- Aportaciones de capital	100
= Cash flow de las operaciones de financiación (3)	+300
Cash flow total (1 + 2 + 3)	30

⁽²⁾A efectos prácticos partiremos del resultado neto del ejercicio en lugar del resultado antes de impuestos.

*Corresponde a la diferencia entre el saldo de balance, inicial y final, de cada uno de los conceptos mencionados. Los aumentos de activo son negativos (ya que son una necesidad de tesorería) y los aumentos de pasivo corriente son positivos (ya que son una fuente de financiación).

Estado de flujos de efectivo del año	Importe
Saldo inicial de tesorería	50
Saldo final de tesorería	80

*Corresponde a la diferencia entre el saldo de balance, inicial y final, de cada uno de los conceptos mencionados. Los aumentos de activo son negativos (ya que son una necesidad de tesorería) y los aumentos de pasivo corriente son positivos (ya que son una fuente de financiación).

El análisis de este **estado de flujos de efectivo** (EFE) aporta datos sobre la solvencia de la empresa:

- Nos informa de que la empresa no ha generado autofinanciación de tesorería, puesto que la actividad de explotación es deficitaria desde el punto de vista de generación de caja.
- Nos comunica que el crecimiento de la empresa (más que relevante) ha comportado necesidades de tesorería, las cuales han sido aportadas por los bancos y por los socios, ya que la actividad de explotación de la empresa no lo ha podido hacer.
- Deja claro a un acreedor que la solvencia de la empresa depende de las aportaciones de terceros, las cuales son, hoy en día, la garantía de los pagos. El acreedor tiene que decidir si puede confiar o no.

3.5. Estudio de la cuenta de resultados

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

- Las cuentas anuales, como hemos dicho anteriormente, no nos proporcionan toda la información que necesitamos para el análisis. Hay datos que normalmente no se ofrecen: a veces podemos saber el coste de ventas de una empresa industrial, pero entonces no sabemos sus consumos de materias primas; o al contrario, podemos tener los costes simplemente desglosados por naturaleza, con la pérdida de información. Sea como fuere, para hacer el análisis habrá que buscar internamente esta información.
- Los resultados extraordinarios o excepcionales, por sus características, no tendrían que ser considerados resultados de explotación, puesto que no corresponden a la explotación del negocio de la empresa; ahora bien, dado que las NIIF y el PGC los hacen incluir dentro de los resultados de explo-

tación, conviene que indiquemos cuáles tendrían que ser las categorías y definiciones de los diferentes resultados:

- **Resultado ordinario:** el de la actividad estricta del negocio empresarial.
- **Resultado de explotación o beneficio antes de intereses y tasas (BAIT):** el resultado ordinario anterior más los resultados excepcionales (resultado por ventas de inmovilizado, por ejemplo).
- **BAIT + Ingresos financieros:** el rendimiento del activo, tanto del activo de explotación como del activo financiero.
- **Beneficio antes de impuestos (BAT):** el anterior menos los gastos financieros (el coste de la financiación).
- **Beneficio neto final o beneficio después de impuestos (BDT):** el BAIT anterior menos los impuestos sobre los beneficios.

Cuenta de resultados

Ingresos de explotación ordinarios

– Gastos de explotación ordinarios

= Resultado ordinario

+/- Resultados por enajenación de inmovilizado y resultados excepcionales

= Resultado de explotación o BAIT

+ Ingresos financieros

= BAIT + Ingresos financieros

– Gastos financieros

= BAT

– Impuestos

= BDT o beneficio neto final

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

El EBITDA es un indicador bastante acotado del resultado económico y de generación de efectivo de la empresa, puesto que no tiene en cuenta gastos que no son fruto de la gestión diaria (como es el caso del porcentaje de impuestos a pagar o los intereses sobre la deuda) ni las disminuciones de valor por depre-

ciaciones o amortizaciones (que ya hemos visto que son fuente de *cash flow*). Podemos definirlo como la tesorería generada por la actividad económica de la empresa.

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

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

3.6. Análisis del rendimiento y la rentabilidad. Apalancamiento financiero

3.6.1. El rendimiento de los activos: la rentabilidad económica

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

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

El equipo directivo, y así lo haría cualquier persona, no querrá ser nunca valorado en función de variables sobre las cuales no tiene el control. Por lo tanto, ¿es el beneficio neto final (BDT) una buena magnitud para esta valoración? No, puesto que el porcentaje de impuestos es un dato que no depende de nadie de la empresa, es un porcentaje obligado por la ley. ¿Es la línea de beneficio anterior (BAT) una buena magnitud para esta valoración? No, tampoco, puesto que los intereses pagados serán en función del nivel de endeudamiento de la compañía, y este será más alto o más bajo en función de cuánta haya sido la aportación de los propietarios: si los propietarios quieren tener una empresa sólida e invertir mucho dinero de su bolsillo, el endeudamiento será bajo y la cifra de intereses será también baja; pero si los propietarios no quieren arries-

gar dinero de su bolsillo y deciden trabajar basándose en los créditos bancarios, el endeudamiento será alto y la cifra de intereses será también alta. Y no hay que olvidar que el nivel de los tipos de interés –punto arriba, punto abajo– no lo decide la empresa, sino que lo decide la autoridad monetaria, en nuestro caso, el Banco Central Europeo.

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

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

$$\text{Rentabilidad económica o ROA} = \frac{\text{BAIT} + \text{Ingresos financieros}}{\text{Activo total}}$$

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

¿Y qué le pedimos? ¿Qué valor es el adecuado para estar satisfechos? Obviamente, cuanto más alto mejor, pero sí que hay un valor que debe cumplirse: que sea, como mínimo, superior al coste medio de financiación del pasivo. Recordemos que este ROA es el resultado de la actividad económica sin tener en cuenta el coste de financiación externo; entonces, lo mínimo que le tenemos que pedir es ¡que pague el coste de esta financiación de terceros!

Esta ratio, la rentabilidad económica o ROA, se puede descomponer en dos ratios, que son el **margen** y la **rotación**. Lo veremos en el punto siguiente, cuando hablemos del ROA de explotación.

ROA global frente a ROA de explotación

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

- el ROA global, que es la ratio entre el BAIT + ingresos financieros y el activo total de la empresa, como acabamos de ver,
- el ROA de explotación, que es la ratio entre el resultado de explotación (BAIT) y el activo que se dedica a la explotación (no incluiríamos las inversiones financieras o activos financieros).

Es una distinción importante, porque la rentabilidad económica de explotación nos permite analizar la actividad principal de la empresa, sin que influya el rendimiento de las inversiones financieras.

Teniendo claro esto, hay que saber que uno de los puntos más importantes de todo análisis empresarial es entrar el máximo posible en el detalle del ROA de explotación.

Esta ratio, la rentabilidad económica de explotación, se puede descomponer en dos ratios, que son el **margen** y la **rotación**.

La descomposición entre margen y rotación se podrá hacer, pues, de la manera siguiente:

$$\frac{\text{BAIT}}{\text{Activo de explotación}} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo de explotación}}$$

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

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

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

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

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

Análisis del margen

Para analizar el margen y cómo ha evolucionado, hace falta que nos fijemos en la cuenta de resultados: qué porcentaje representa cada gasto sobre las ventas y cómo ha ido evolucionando con el paso del tiempo. Por ejemplo: si el margen de la fórmula de la descomposición del ROA ha empeorado, quizás es que hay

demasiadas pocas ventas para tantos costes fijos o quizás hay un gasto que se nos ha disparado porcentualmente... Hace falta, pues, analizar la cuenta de resultados y cada concepto en detalle.

Rotación de los activos

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

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

$$\downarrow \quad \downarrow$$

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

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

3.6.2. El apalancamiento financiero

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

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

Supuesto 1

Supongamos que hemos constituido una empresa con este balance:

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

Y sabemos que el coste que el banco nos cobrará por el pasivo es del 10% (5 euros de intereses anuales). Sabemos también que nuestro BAIT ha sido de 20 euros. Hagamos dos supuestos: supongamos que todo el activo es de explotación (es decir, no hay inversiones financieras ni ingresos financieros) y que no hay impuestos, para hacerlo de momento más entendedor.

El ROA será:

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

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

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

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

Supuesto 2

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

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

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

Entonces, la rentabilidad del accionista pasa a ser:

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

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

Supuesto 3

¿Qué habría pasado si la financiación se hubiera hecho con fondos propios?

El balance habría sido así:

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

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

Entonces, la rentabilidad del accionista pasaría a ser:

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

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

Supuesto 4

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

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

Entonces, la rentabilidad del accionista pasaría a ser:

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

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

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

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

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

Donde

ROE = Rentabilidad financiera.
ROA = Rentabilidad económica.

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

t = tasa impositiva

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

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

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

Que, con las ratios correspondientes, es:

$$\frac{BDT}{PN} = \frac{BAIT + \text{Ingresos financieros}}{\text{Activo}} \times \left[\frac{\text{Activo}}{PN} \times \frac{BAT}{BAIT + \text{Ingresos financieros}} \right] \times \left[\frac{BDT}{BAT} \right]$$

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

Desglose de las ratios de apalancamiento y efecto fiscal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.1. Introducción

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

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

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

Mientras vayamos tirando, no hay que mirar muchos números.

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

Pero ahora tenía un dilema...

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

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

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

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

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

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

Por eso decide contratar los servicios de un buen analista financiero, titulado por la UOC, para que lo ayude a interpretar las cuentas. Y estos son los datos de que disponemos: son el balance y la cuenta de resultados de la empresa del último año de gerencia de Vicenç Salator (lo denominamos año 0) y el balance y la cuenta de resultados del año actual, que es el primero de gerencia de su sobrino (lo denominamos año 1).

Visaprint, S. A.

Balances de situación correspondientes al 31 de diciembre de los años indicados (datos en miles de euros)

Activo	Año 1	Año 0	Pasivo y patrimonio neto	Año 1	Año 0
Activo no corriente	213.457	107.140	Patrimonio neto	83.436	72.690
Terrenos	81.569	45.000	Capital	60.000	60.000

Notas del balance:

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

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

(3) Corresponde a provisiones por posibles reclamaciones en ventas a grandes multinacionales.

Visaprint, S. A.					
Construcciones	49.942	37.000	Reservas	10.746	3.802
Maquinaria	27.385	11.790	Resultado del ejercicio	12.690	6.944
Mobiliario	18.000	12.000			
Propiedad industrial	8.992	1.350	Pasivo no corriente	191.408	46.552
Inversiones financieras a LP (1)	27.569	0	Deudas bancarias a LP	164.729	23.693
			Provisiones a LP (3)	26.679	22.859
Activo corriente	202.843	44.837			
Materias primas	54.296	5.964	Pasivo corriente	141.456	32.735
Producto acabado	23.082	13.058	Deudas bancarias a CP	101.107	15.785
Clientes	88.679	23.050	Proveedores	25.948	9.568
Deterioro clientes	-375	0	Acreedores	3.848	1.465
Inversiones financieras a CP (2)	13.870	0	Administraciones públicas	10.553	7.861
Tesorería	23.291	2.765			
Total activo	416.300	151.977	Total pasivo y PN	416.300	151.977

Notas del balance:

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

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

(3) Corresponde a provisiones por posibles reclamaciones en ventas a grandes multinacionales.

Visaprint, S. A.				
Cuenta de resultados	Año 1		Año 0	
	Euros (miles)	%	Euros (miles)	%
Ventas	286.947	100,0%	131.571	100,0%
Variación de existencias de PA.	1.588	0,6%	-526	-0,4%
Consumos de materias primas	-183.678	-64,0%	-85.000	-64,6%
Gastos de personal	-71.582	-24,9%	-22.000	-16,7%
Otros gastos de explotación	-14.384	-5,0%	-4.008	-3,0%
Amortizaciones	-10.346	-3,6%	-8.794	-6,7%
Pérdidas por deterioro de clientes	-37	0,0%	0	0,0%
Provisiones ejercicio (3)	-3.820	-1,3%	-25	0,0%
Resultados por enajenación de inmovilizado (4)	12.528	4,4%	0	0,0%
Resultado de explotación	17.216	6,0%	11.218	8,5%
Ingresos financieros	2.174	0,8%	0	0,0%

(4) Corresponde a la venta de una máquina, cuyo valor neto contable era de 1.000 euros. El precio de venta fue de 13.528 euros, cobrados al contado.

Visaprint, S. A.				
Gastos financieros	-2.470	-0,9%	-1.959	-1,5%
Resultado financiero	-296	-0,1%	-1.959	-1,5%
BAT	16.920	5,9%	9.259	7,0%
Impuestos	-4.230	-1,5%	-2.315	-1,8%
Resultado del ejercicio	12.690	4,4%	6.944	5,3%
Otros datos	Año 1		Año 0	
Compras	104.075		82.000	
Coste de ventas	223.912		100.867	

(4) Corresponde a la venta de una máquina, cuyo valor neto contable era de 1.000 euros. El precio de venta fue de 13.528 euros, cobrados al contado.

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

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

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

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

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

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

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

Porcentajes verticales

Activo	Año 1	Año 0	Pasivo y patrimonio neto	Año 1	Año 0
Activo no corriente	51,3%	70,5%	Patrimonio neto	20,0%	46,6%
Terrenos	19,6%	29,6%	Capital	14,4%	39,5%
Construcciones	12,0%	24,3%	Reservas	2,6%	3,8%
Maquinaria	6,6%	7,8%	Resultado del ejercicio	3,0%	4,6%
Mobiliario	4,3%	7,9%			
Propiedad industrial	2,2%	0,9%	Pasivo no corriente	46,0%	30,6%
Inversiones financieras a LP	6,6%	0,0%	Deudas bancarias a LP	39,6%	15,6%
			Provisiones a LP	6,4%	15,0%
Activo corriente	48,7%	29,5%			
Materias primas	13,0%	3,9%	Pasivo corriente	34,0%	22,8%
Producto acabado	5,5%	8,6%	Deudas bancarias a CP	24,3%	10,4%
Clientes	21,3%	15,2%	Proveedores	6,2%	6,3%
Deterioro clientes	-0,1%	0,0%	Acreedores	0,9%	1,0%
Inversiones financieras a CP	3,3%	0,0%	Administraciones públicas	2,2%	4,7%
Tesorería	5,6%	1,8%			
Total activo	100,0%	100,0%	Total pasivo y PN	100,0%	100,0%

Porcentajes horizontales

Activo	Variación	Pasivo y patrimonio neto	Variación
Activo no corriente	99,2%	Patrimonio neto	17,9%
Terrenos	81,3%	Capital	0,0%
Construcciones	35,0%	Reservas	182,6%
Maquinaria	132,3%	Resultado del ejercicio	82,7%
Mobiliario	50,0%		
Propiedad industrial	566,1%	Pasivo no corriente	311,2%
Inversiones financieras a LP	---	Deudas bancarias a LP	595,3%
		Provisiones a LP	16,7%

Activo	Variación	Pasivo y patrimonio neto	Variación
Activo corriente	352,4%		
Materias primas	810,4%	Pasivo corriente	307,9%
Producto acabado	76,8%	Deudas bancarias a CP	540,5%
Clientes	284,7%	Proveedores	171,2%
Deterioro clientes	---	Acreedores	162,7%
Inversiones financieras a CP	---	Administraciones públicas	34,2%
Tesorería	742,4%		
Total activo	173,9%	Total pasivo y PN	173,9%

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

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

4.3. Análisis de la solidez patrimonial

4.3.1. El equilibrio financiero

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

Año 1		Año 0	
ANC 51,3	PN 20,0	ANC 70,5	PN 46,6
	PNC 46,0		PNC 30,6
AC 48,7	PC 34,0	AC 29,5	PC 22,8

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

Dentro del análisis del equilibrio, hay que considerar también de qué tipo de activos no corrientes estamos hablando; en este caso no será significativo, porque en el año 1 hay suficiente colchón, pero si la diferencia entre ambas magnitudes fuera muy justa, habría que ver los plazos de vida útil del activo frente al plazo de vencimiento de las deudas a largo, tal como hemos comentado en el apartado teórico del módulo.

4.3.2. El endeudamiento

Empecemos analizando la cantidad de endeudamiento:

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

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

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

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

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

$\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Total pasivo}} =$	Año 1	Año 0
	42,5%	41,3%

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

Resumen sobre la solidez

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

4.4. Análisis de la solvencia

4.4.1. Análisis de la solvencia de garantía, de capacidad o de liquidez

Hagamos el cálculo de las magnitudes y ratios a considerar:

Nombre del ratio o magnitud	Fórmula de cálculo	Año 1	Año 0
Fondo de maniobra =	Activo corriente - Pasivo corrien	= 61.387 €	10.158 €
Ratio de liquidez o de solvencia corriente =	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	= 1,43	1,29
Ratio de tesorería o acid test =	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$	= 0,89	0,74
Ratio de disponibilidad =	$\frac{\text{Tesorería} + \text{Inversiones financieras a CP}}{\text{Pasivo corriente}}$	= 0,26	0,08
Ratio de solvencia final =	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	= 1,25	1,87

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

La **ratio de liquidez** nos da valores altos, sobre todo en el año 1. ¿Hay que tener una ratio tan alta? ¿Posiblemente tenemos algunos activos corrientes ociosos? Lo veremos en las siguientes ratios.

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4.2. Análisis de la solvencia de puntualidad

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

Recordemos la fórmula de cálculo del periodo de maduración³:

⁽³⁾Consideramos un IVA del 21%

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

Calculamos cada una de estas ratios (hallaremos la media para el año 1, pero para el año 0 cogemos el saldo final, ya que no podemos calcular ninguna media al no tener el año anterior):

Cálculo del periodo medio de maduración del año 1

Saldo medio de materia prima	$\frac{54.296+5.964}{2}$	$\frac{30.130}{183.678}$	$= 0,164 \times 365 = 60$ días
Consumo de MP	183.678	183.678	
Saldo medio de prod. en curso*	$\frac{0+0}{2}$	$\frac{0}{x}$	$= 0 \times 365 = 0,00$
Coste de la producción anual	x**	x	
Saldo medio de prod. acabados	$\frac{23.082+13.058}{2}$	$\frac{18.070}{223.912}$	$= 0,081 \times 365 = 29$ días
Coste de ventas	223.912	223.912	
Saldo medio de clientes	$\frac{88.679+23.050}{2}$	$\frac{55.865}{347.206}$	$= 0,161 \times 365 = 59$ días
Ventas	$286.947 \times 1,21$	347.206	

Total periodo medio de maduración año 1: 148 días

*En este caso, como no hay ningún producto en curso, aparece el valor 0 para el saldo inicial y el saldo final.

**El coste de la producción anual es un dato que no aparece en los estados financieros; solamente se puede obtener si se tiene acceso a la información interna de la empresa. En este caso, al no ofrecerlo como dato del ejercicio, lo dejamos en blanco.

Cálculo del periodo medio de maduración del año 0

$\frac{\text{Saldo de materia prima}}{\text{Consumo de MP}}$	=	$\frac{5.964}{85.000}$	=	0,070	× 365 =	26 días
$\frac{\text{Saldo de prod. en curso}^*}{\text{Coste de la producción anual}}$	=	$\frac{0}{x^{**}}$	=	0	× 365 =	0,00
$\frac{\text{Saldo de prod. acabados}}{\text{Coste de ventas}}$	=	$\frac{13.058}{100.867}$	=	0,129	× 365 =	47 días
$\frac{\text{Saldo de clientes}}{\text{Ventas}}$	=	$\frac{23.050}{131.571 \times 1,21}$	=	0,145	× 365 =	53 días

Total periodo medio de maduración año 0: 126 días

*En este caso, como no hay ningún producto en curso, aparece el valor 0 para el saldo inicial y el saldo final.

**El coste de la producción anual es un dato que no aparece en los estados financieros; solamente se puede obtener si se tiene acceso a la información interna de la empresa. En este caso, al no ofrecerlo como dato del ejercicio, lo dejamos en blanco.

Los 22 días comprendidos entre los 126 y 148 días suponen un empeoramiento en la generación de tesorería. Podemos pensar que la diferencia no es relevante, pero hay que tener en cuenta que los días de rotación del año 1 se han calculado con medias; por lo tanto, cuando el próximo año calculemos las medias de saldos del año 2, el efecto reductor de los saldos bajos del año 0 desaparecerá y el periodo medio de maduración aumentará considerablemente. Así pues, el periodo medio de maduración actualmente es más largo que 147 días.

Al calcular los días de rotación para cada una de las partidas obtenemos lo siguiente:

Datos (en días)	Año 1	Año 0
Rotación de primeras materias	60	26
Rotación de producto en curso	0	0
Rotación de producto terminado	29	47
Rotación de clientes	59	53
Total de días	148	126

Está claro dónde se han producido las grandes variaciones:

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

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

Los clientes, sin embargo, pagan más tarde que antes. No parece un empeoramiento muy relevante, pero hay que tener en cuenta el efecto que acabamos de comentar.

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

Plazo medio de pago a proveedores del año 1

$$\frac{\text{Saldo medio de proveedores}}{\text{Compras} \times 1,21} = \frac{\frac{25.948 + 9.568}{2}}{104.075 \times 1,21} = \frac{17.758}{125.931} = 0,141 \times 365 = 51 \text{ días}$$

Plazo de pago a proveedores del año 0

$$\frac{\text{Saldo de proveedores}}{\text{Compras} \times 1,21} = \frac{9.568}{82.000 \times 1,21} = 0,096 \times 365 = 35 \text{ días}$$

La evolución de esta rotación en días nos ha sido favorable, ha mejorado en la diferencia entre 35 y 51 días, es decir, ahora pagamos 16 días más tarde.

En definitiva, el ciclo de caja o periodo medio de maduración financiero es:

Plazo de pago de proveedores – Periodo medio de maduración =

Año 1	Año 0
51 – 148 = –97 días (desfavorable)	35 – 126 = –91 días (desfavorable)

El ciclo de caja ha empeorado ligeramente, dado que el valor negativo (déficit de fondo de maniobra) es inferior: antes financiábamos 91 días y ahora 97. Aparentemente, seis días más no parecen mucho, pero hay que tener en consideración que ya eran bastante negativos y ahora añadimos algunos más.

No es nada difícil llegar a la conclusión de que es evidente que necesitamos un gran fondo de maniobra, puesto que el ciclo de caja es enormemente desfavorable y arriesgado.

Análisis del *cash flow libre*

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

	Año 1	Año 0
Beneficio neto	12.690	6.944
+ Amortizaciones	+10.346	+8.794
+ Deterioramiento	+375	+25
– Dividendos ¹	– 4.230	0
= Autofinanciación	19.181	15.763
– Deudas bancarias a CP	–101.107	–13.841
= Cash flow libre	–81.926	+1.922

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

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

El estado de flujos de efectivo de Visaprint: ¿qué información nos aporta?

Elaboraremos este documento a partir del método indirecto y los criterios expuestos antes.

Estado de flujos de efectivo del año 1	Importe
+ Resultado del ejercicio	12.690
+ Amortización del año	10.346
+ Provisiones del ejercicio	3.820
+ Pérdidas por deterioro de clientes	375
– Resultado por venta de inmovilizado	–12.528
+/- Variación en proveedores	16.380
+/- Variación en clientes	–65.629
+/- Variación en inventarios	–58.356
+/- Variación de otros acreedores	2.383
+/- Variación en administraciones públicas	2.692
= Cash flow de las operaciones de explotación (1)	–87.827

A. Corresponde a la maquinaria adquirida durante el año. Obtenemos la cifra de calcular la diferencia de saldos entre los dos años más la amortización del año, más los 1.000 euros de valor contable de la máquina vendida.

B. Corresponde al valor cobrado por la venta de la maquinaria.

Estado de flujos de efectivo del año 1	Importe
+ Inversiones en terrenos y construcciones	-49.511
+ Inversiones en maquinaria (A)	-26.941
- Desinversiones en maquinaria (B)	13.528
+ Inversiones en mobiliario	-6.000
+ Inversiones en propiedad industrial	-7.642
+ Inversión en activos financieros a LP	-27.569
+ Inversión en activos financieros a CP	-13.870
= Cash flow de las operaciones de inversión (2)	-118.005
+ Cobros/pagos de préstamos a LP	141.036
+ Cobros/pagos de préstamos a CP	85.322
= Cash flow de las operaciones de financiación (3)	+226.358
Cash flow total (1 + 2 + 3)	20.526
Saldo inicial de tesorería	2.765
Saldo final de tesorería	23.291

A. Corresponde a la maquinaria adquirida durante el año. Obtenemos la cifra de calcular la diferencia de saldos entre los dos años más la amortización del año, más los 1.000 euros de valor contable de la máquina vendida.

B. Corresponde al valor cobrado por la venta de la maquinaria.

Las conclusiones son obvias: la actividad de explotación de la compañía no ha generado tesorería, sino que ha requerido mucha (más de siete veces el beneficio generado). Ha habido una financiación externa increíble, que ha ayudado a compensar este déficit en los flujos de explotación y la necesidad de invertir en nuevos activos no corrientes. Esta situación se puede mantener uno o dos años, pero más allá surgirán graves problemas, puesto que la empresa debe generar tesorería a corto plazo. Se trata, pues, de una situación de alto riesgo.

4.5. Estudio de la cuenta de pérdidas y ganancias

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

- En primer lugar, un empeoramiento de los márgenes, tanto a nivel de explotación como de resultado final.
- En segundo lugar, el aumento porcentual considerable de la partida de gastos de personal: ha pasado de representar un 16,7% a un 24,9% sobre ventas, con un aumento en valores absolutos de más del triple del valor inicial.

- El consumo de materias primas, un coste variable, se ha mantenido estable, lo cual es bueno.
- Contabilizamos ahora unas provisiones por posibles indemnizaciones que se tienen que pagar a clientes de multinacionales.
- El año se salva gracias a unos resultados extraordinarios... No es muy buena manera de salvar el año, puesto que este resultado no se repetirá el próximo.
- A pesar de estar mucho más endeudados, los gastos financieros no parece que suban mucho. ¿A que puede ser debido? Lo analizaremos más adelante.

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

	Año 1	Año 0
Ingresos de explotación ordinarios	286.947	131.571
– Gastos de explotación ordinarios	–282.259	–120.353
= Resultado ordinario	4.688	11.218
+/- Resultados por enajenación de inmovilizado	12.528	0
= Resultado de explotación = BAIT	17.216	11.218
+ Ingresos financieros	2.174	0
= Resultado de explotación + Ingresos financieros	19.390	11.218
– Gastos financieros	– 2.470	– 1.959
= BAT	16.920	9.259
– Impuestos	– 4.230	– 2.315
= BDT o resultado del ejercicio	12.690	6.944

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

4.6. Análisis de la rentabilidad

Empezamos calculando la evolución de las diferentes rentabilidades:

$$\text{Rentabilidad financiera o ROE} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 1} & \text{Año 0} \\ \hline \frac{12.690}{83.436} = 15,21\% & \frac{6.944}{70.746} = 9,82\% \\ \hline \end{array}$$

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

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

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

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

4.6.1. Análisis de la rentabilidad económica o ROA

$$\text{Rentabilidad económica o ROA} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 1} & \text{Año 0} \\ \hline \frac{17.216+2.174}{416.300} = 4,66\% & \frac{11.218+0}{151.977} = 7,38\% \\ \hline \end{array}$$

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

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

	Año 1	Año 0
Resultados de explotación ordinarios	4.688	11.218
Activos de explotación ordinarios*	402.430	151.977

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

Esto nos da los siguientes ROA ordinarios de explotación:

$$\text{Rentabilidad económica o ROA ordinario} = \begin{array}{|c|c|} \hline \text{Año 1} & \text{Año 0} \\ \hline \frac{4.688}{402.430} = 1,16\% & \frac{11.218}{151.977} = 7,38\% \\ \hline \end{array}$$

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

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

Rentabilidad económica ordinaria (ROA ordinario)

$$\text{Margen} \times \text{Rotación} = \frac{\text{Resultado ordinario}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo ordinario}}$$

Año 1	$\frac{4.688}{286.947}$	x	$\frac{286.947}{402.430}$	=	1,63%	x	0,7130	=	1,16%
Año 0	$\frac{11.218}{131.571}$	x	$\frac{131.571}{151.977}$	=	8,53%	x	0,8657	=	7,38%

En resumen:

	ROA ordinario	=	Margen	x	Rotación de activo
Año 1	1,16%	=	1,63%	x	0,71
Año 0	7,38%	=	8,53%	x	0,866

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

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

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

	Año 1	Año 0
Rotación del activo no corriente ordinario	$\frac{\text{Ventas}}{\text{ANC ordinario}} = \frac{286.947}{213.457} = 1,344$	$\frac{\text{Ventas}}{\text{ANC ordinario}} = \frac{131.571}{107.140} = 1,228$
Rotación del activo corriente ordinario	$\frac{\text{Ventas}}{\text{AC ordinario}} = \frac{286.947}{188.973} = 1,518$	$\frac{\text{Ventas}}{\text{AC ordinario}} = \frac{131.571}{44.837} = 2,934$

Las grandes inversiones en activo no corriente han dado un resultado algo más bueno que el que daban antes, lo que es una buena noticia.

Pero este no es el caso de las inversiones en activo corriente (recordamos que estas tendrían que dar resultados casi inmediatos): las inversiones en *stocks* o en clientes son para generar actividad comercial enseguida, no para esperar. La rotación ha bajado a la mitad, y no olvidemos que la ponderación del activo corriente ha aumentado muchísimo en este año; una muy mala noticia.

4.6.2. Análisis del apalancamiento financiero

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

$$\text{Factor de apalancamiento financiero} = \frac{\text{Activo}}{\text{PN}} \times \frac{\text{BAT}}{\text{BAIT} + \text{Ingresos financieros}}$$

Activo	=	<table style="border-collapse: collapse; margin: 0 auto;"> <tr> <th style="padding: 2px 5px;">Año 1</th> <th style="padding: 2px 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;">4,99</td> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;">2,09</td> </tr> </table>	Año 1	Año 0	4,99	2,09	$\frac{\text{BAT}}{\text{BAIT} + \text{Ingresos financieros}}$	=	<table style="border-collapse: collapse; margin: 0 auto;"> <tr> <th style="padding: 2px 5px;">Año 1</th> <th style="padding: 2px 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;">0,87</td> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;">0,82</td> </tr> </table>	Año 1	Año 0	0,87	0,82
Año 1	Año 0												
4,99	2,09												
Año 1	Año 0												
0,87	0,82												

La primera ratio nos indica el nivel de endeudamiento; no solamente por el valor obtenido ahora, sino porque lo hemos estudiado antes y sabemos que el nivel de endeudamiento se ha más que doblado (lo habíamos visto en el análisis de la ratio correspondiente). Por lo tanto, ya tenemos una explicación de la alta rentabilidad de la empresa: este factor casi ha sido el doble.

La segunda ratio nos informa del efecto del tipo de interés. La evolución ha sido favorable, ya que es un factor que multiplica. La explicación es que el tipo de interés medio se ha reducido. Si realizamos el cálculo del tipo de interés medio a partir de los pasivos al final del año, obtendremos lo siguiente:

$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Total pasivo}}$	=	<table style="border-collapse: collapse; margin: 0 auto;"> <tr> <th style="padding: 2px 5px;">Año 1</th> </tr> <tr> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;"> $\frac{2.470}{332.864} = 0,74\%$ </td> </tr> </table>	Año 1	$\frac{2.470}{332.864} = 0,74\%$	=	<table style="border-collapse: collapse; margin: 0 auto;"> <tr> <th style="padding: 2px 5px;">Año 0</th> </tr> <tr> <td style="padding: 2px 5px; text-align: center;"> $\frac{1.959}{81.231} = 2,41\%$ </td> </tr> </table>	Año 0	$\frac{1.959}{81.231} = 2,41\%$
Año 1								
$\frac{2.470}{332.864} = 0,74\%$								
Año 0								
$\frac{1.959}{81.231} = 2,41\%$								

Efectivamente, hemos mejorado mucho en cuanto al coste medio del pasivo, lo cual favorece también la rentabilidad. Parece lógico pensar que, al tener un acceso más barato al crédito, exista la tendencia a invertir con financiación externa. A pesar de esto, recordemos el componente de riesgo que conlleva.

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

	Factor de apalancamiento financiero				
Año 1	4,99	×	0,87	=	4,36
Año 0	2,15	×	0,82	=	1,77

4.6.3. Análisis del efecto fiscal

Nos faltaría el análisis del efecto fiscal:

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

$\frac{\text{BDI}}{\text{BAT}} =$	Año 1	Año 0
	$\frac{12.690}{16.920} = 0,75$	$\frac{6.944}{9.259} = 0,75$

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

Descomposición de la rentabilidad financiera según la otra fórmula estudiada:

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

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

$$\text{Año 0} \quad 9,82\% = \left[7,38\% + (7,38\% - 2,41\%) \times 1,15 \right] \times (1 - 25\%)$$

Podemos confirmar las conclusiones anteriores:

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

4.7. Conclusiones

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

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

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

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

¿Qué hay que hacer?

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

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

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

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

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

Resumen

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

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

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

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

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

