

VII.- La práctica del análisis financiero.

DOEETSEIBUPCDireccioEmpresesPART304PracticaAnalisiFinancer

Cuál es su finalidad.

Una vez obtenida la información sobre una empresa se debe proceder a su **análisis** desde una doble perspectiva, **financiera** y **económica**.

La primera hace énfasis en la **estructura financiera** de la empresa y su comparación con la más adecuada para desarrollar su actividad. La segunda hace hincapié en la **rentabilidad**, la estructura de **costes** y la **productividad** de los componentes de la empresa.

El **análisis financiero** tiene como finalidad la investigación de los **recursos financieros** empleados, su **coste** y su adecuación a la **estructura del capital** económico o activo. En este sentido, y según hemos comentado en puntos anteriores, cada sociedad necesitará una **estructura financiera** en función de la actividad que realice.

Se denomina **estructura financiera óptima** a aquélla que garantice un **desarrollo estable** de la actividad de la sociedad con el **menor coste posible**.

En el momento de seleccionar los **recursos financieros** adecuados es necesario atender a las dos partes de la definición anterior. La primera parte debe decidir si se va a acudir a **financiación a largo plazo** o a **corto plazo**.

La segunda parte debe decidir qué **vía de financiación** es la más barata para la empresa: **aportaciones del accionista** o **préstamos a largo**.

Para la primera parte es esencial definir dos conceptos: el **periodo de maduración** y el **fondo de maniobra**.

Para la segunda parte es necesario identificar los **costes** de todas las alternativas. En un principio, el **coste** de la financiación debe tener en cuenta tanto los **costes explícitos** de las fuentes de financiación (**interés** en el caso de la financiación externa, **dividendo** en el caso de aportación del accionista) y los **costes implícitos** (coste de oportunidad de los recursos propios).

La obtención de una **estructura financiera adecuada** permite una **estabilidad en los costes financieros** beneficiosa para el desarrollo de la actividad. En este sentido, cuando la sociedad tiene una **estructura financiera estable**, con un coste asociado estable, se dice que está **apalancada financieramente**. Esto es, los **intereses financieros** realizan una función de palanca en la **cuenta de resultados** de la sociedad, de tal forma que los incrementos que se obtengan en el **beneficio antes de impuestos e intereses** se convierten en un incremento mayor en el **beneficio del ejercicio**.

En el siguiente ejemplo se detalla este efecto:

	Ano 1	Ano 2	Incremento %
Beneficio antes de intereses e impuestos	140	150	7
Intereses	(40)	(40)	0
Beneficio antes de impuestos	100	110	10
Impuesto sobre Sociedades	(35)	(38,5)	10
Beneficio del ejercicio	65	71,5	10

Como se puede observar en el ejemplo, un incremento de un 7 por ciento en el **beneficio antes de intereses e impuestos** se convierte en un incremento superior en el beneficio del ejercicio debido a la estabilidad del gasto financiero.

El período medio de maduración

Una vez constituida una sociedad y hechas las inversiones adecuadas en **inmovilizado fijo**, la actividad normal de una empresa se puede simplificar como un proceso que comienza en la **inversión** de un **capital inicial** en materias primas, las cuales se incorporan al **proceso de producción**, cuyo resultado es la elaboración de **productos** destinados a su **distribución y venta** y posterior conversión en **activos líquidos** que, bien total o parcialmente, vuelven a ser **invertidos** en el mismo proceso.

El **periodo medio de maduración** de una empresa es el tiempo transcurrido desde que la empresa **invierte** una unidad monetaria en la **explotación** hasta que la **recupera** como consecuencia del **proceso de venta y cobro** a los clientes.

El conocimiento del **periodo medio de maduración** en una empresa es esencial para una gestión económica y financiera con éxito y una adecuada política de planificación. Asimismo, es fundamental para conocer cuál es el **fondo de maniobra** necesario en una empresa y, por tanto, qué tipo de **recursos financieros** deben utilizarse para financiar la **estructura económica (activo)**.

Podemos desglosar el **periodo medio de maduración** en los siguientes periodos:

o **Periodo medio de almacén (Pa)**: tiempo que transcurre desde que se produce la compra de las materias primas hasta que estas se incorporan al proceso productivo.

o **Periodo medio de producción (Pp)**: tiempo que transcurre desde la incorporación a la producción de las materias primas hasta la elaboración del producto terminado listo para la venta.

o **Periodo medio de venta (Pv)**: tiempo transcurrido desde la producción del producto terminado hasta su venta.

o **Periodo medio de cobro (Pc)**: tiempo transcurrido desde la venta hasta el cobro a los clientes. El **periodo medio de maduración (PMM)** es, en consecuencia, igual a:

$$\underline{PMM} = P_o + P_p + P_V + P_c$$

El fondo de maniobra

En la representación gráfica siguiente se puede observar la relación:

Activo	Pasivo y Patrimonio Neto
Activo Fijo	Patrimonio neto y pasivo fijo

En este gráfico podemos comprobar la correspondencia entre los **pasivos** y los **fondos propios (recursos)** y los **activos (inversiones)**.

Esta correspondencia no es ni más ni menos que la **representación** de cómo están financiados los **activos** de la sociedad.

Según hemos definido anteriormente, el **activo circulante** está compuesto por las existencias, las cuentas a cobrar y la tesorería de la empresa y el **pasivo circulante** está formado por las cuentas a pagar a proveedores, al personal, a las Administraciones Públicas y a otros acreedores.

A partir del concepto de **periodo medio de maduración**, se puede establecer el importe normal de **activo circulante** y **pasivo circulante** necesario de una empresa.

A la diferencia entre el **activo circulante** y el **pasivo circulante** necesarios en la actividad normal de una empresa se la denomina **fondo de rotación** necesario, **fondo de maniobra**, **capital de trabajo**, **capital circulante** o **working capital**, y representa la parte del **activo circulante** que está financiada con **recursos a largo plazo** procedentes del **patrimonio neto** y del **pasivo fijo**.

En el siguiente cuadro vemos la relación mencionada:

Activo	Pasivo y Patrimonio Neto
Activo Fijo	Patrimonio neto y pasivo fijo
Activo circulante	Pasivo circulante

Si observamos el cuadro anterior, vemos que el **activo circulante** es suficiente para hacer frente a los compromisos contraídos a **corto plazo (pasivo circulante)** y que, aun después de hacer frente a los mencionados compromisos, queda un remanente de **reserva**. Ese remanente es el **fondo de maniobra**.

El concepto de **fondo de maniobra** necesario es fundamental para el **análisis financiero**, pues a partir de él se puede determinar si una empresa tiene la **estructura de financiación** adecuada a su actividad.

Cada sociedad tiene un **fondo de maniobra** necesario **ideal** para su actividad. Una desviación del **fondo de maniobra ideal** puede suponer una **falta de capacidad** para hacer frente a compromisos a corto plazo y, por tanto, la **suspensión de pagos**, o bien, un **exceso de recursos a largo plazo** y, por tanto, una estructura financiera más cara.

El **fondo de maniobra** necesario sólo es posible calcularlo con exactitud con **información** propia de la empresa que no suele reflejarse en las **cuentas anuales**.

Por ello, usaremos el concepto de **fondo de maniobra real (activo circulante menos pasivo circulante** según el balance de situación) en lugar de **fondo de maniobra necesario**.

En el ejemplo expuesto a continuación los fondos de maniobra respectivos son los siguientes:

	Millones de Pesetas		
	A	B	C
Activo			
Inmovilizado	500	400	300
Activo circulante	500	600	700
	1.000	1.000	1.000
Pasivo			
Fondos Propios	400	600	200
Acreedores a largo plazo	100	0	300
Acreedores a corto plazo	500	400	500
	1.000	1.000	1.000
Fondo de maniobra	0	200	200

Según podemos observar, tanto la **Sociedad B** como la **Sociedad C** parecen tener una posición desahogada con un **fondo de maniobra positivo**. La **Sociedad A** tiene un **fondo de maniobra nulo**, por lo que podría

tener problemas financieros en el caso de un aumento del **pasivo circulante** sin un correspondiente aumento del activo circulante.

Por ejemplo, podría darse el caso de un incremento en los precios de las materias primas que supondría aumentar las **cuentas a pagar** a los proveedores que no fuera posible repercutir en los precios de venta y, por tanto, en las cuentas a cobrar a los clientes. En esta situación el **fondo de maniobra** pasaría a ser negativo.

Sin embargo, un **fondo de maniobra negativo** no tiene por qué ser sinónimo de problemas de financiación a corto plazo.

En determinados sectores, como en **distribución al detalle**, un **fondo de maniobra negativo** es relativamente común.

Para explicarlo, vamos a considerar el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias de una **sociedad de distribución comercial**:

	Millones		Millones
ACTIVO	de Pesetas	PASIVO	de Pesetas
INMOVILIZADO	170	FONDOS PROPIOS	90
Inmovilizado material		Capital suscrito	50
Coste	200	Reservas	22
Amortizaciones	(30)	Pérdidas y ganancias	18
		ACREEDORES A LARGO PLAZO	10
ACTIVO CIRCULANTE	30	ACREEDORES A CORTO PLAZO	100
Existencias	24	Proveedores	65
Clientes	4	Acreedores no comerciales	35
Tesorería	2		
TOTAL ACTIVO	200	TOTAL PASIVO	200

	Millones		Millones
GASTOS	de Pesetas	INGRESOS	de Pesetas
Aprovisionamientos	250	Importe neto cifra de negocios	325
Gastos de personal	40	Otros ingresos de explotación	6
Amortiz. inmovilizado	20		
Beneficio de explotación	21		
Gastos financieros	0	Ingresos financieros	7
Benef. activ. ordinarias	28		
Gastos extraordinarios	1		
Benef. antes de impuestos	27		
Impuesto de sociedades	9		
Beneficio del ejercicio	18		

En el **balance de situación** se observa un **fondo de maniobra negativo** de 70 millones de pesetas.

Este fondo de maniobra negativo puede ser debido a que la empresa ha acometido **inversiones a largo plazo (inmovilizado)** endeudándose a corto plazo, es decir, las inversiones están siendo financiadas no con **recursos a largo plazo**, sino con **recursos a corto plazo** (cuentas a pagar a proveedores, principalmente).

En este tipo de negocios los **periodos medios de cobro** a clientes suelen ser inferiores a 30 días en la mayoría de los casos, ya que las **ventas al contado** suelen ser muy importantes, mientras que los **pagos a los proveedores** suelen alargarse a 90 días o más.

Si nos fijamos en las **ventas** y en los **aprovisionamientos** se puede obtener una idea de la evolución estimada en los meses siguientes:

o **Periodo medio de cobro a clientes:** $\text{Clientes} / \text{Ventas} \times 365 = 4\,325 / 365 = 11,8$ días.

o **Periodo medio de pago a proveedores:** $\text{Proveedores} / \text{Aprovisionamientos} \times 365 = 65 / 250 \times 365 = 95$ días.

o **Cobros (ventas) medios del mes:** $\text{Ventas} / 12 = 3\,250 / 12 = 271,7$ millones de pesetas.

o **Pagos (aprovisionamientos) medios del mes a proveedores:** $\text{Aprovisionamientos} / 12 = 2\,500 / 12 = 208,3$ millones de pesetas.

Nómina mensual: $\text{Gastos de personal} / 12 = 40 / 12 = 3,3$ millones de pesetas.

* **Total pagos mensuales:** $20,8 + 3,3 = 24,1$ millones de pesetas.

* **Cobros menos pagos mensuales =** $271,7 - 24,1 = 247,6$ millones de pesetas.

En el primer mes de actividad, la sociedad obtendrá 27,1 millones de pesetas por las ventas y tendrá que hacer frente únicamente a 3,3 millones de pesetas por los **gastos de personal**, por lo que tendrá un **excedente de tesorería** de 23,8 millones de pesetas.

A partir del tercer mes de actividad, el excedente de tesorería será de tres millones de pesetas, **si** bien estas sociedades suelen concentrar sus pagos en dos o tres días cada mes, con lo que al ser los cobros de frecuencia diaria, ese excedente puede generar una **rentabilidad financiera** mediante su colocación en activos financieros.

De esta forma, este tipo de sociedades gozan de un remanente de **rentabilidad** debido a la rapidez con la que se convierte en **líquido** su **activo circulante**, en contraste con el diferimiento en el pago a sus proveedores.

Como se observa en los datos anteriores, el diferencia de **activo** menos **pasivo circulantes** generado en las operaciones es positivo y, solamente una necesidad coyuntural de invertir en inmovilizado ha motivado su carácter negativo.

Por tanto, la conclusión es que un **fondo de maniobra negativo** por sí sólo no tiene por qué ser necesariamente sinónimo de problemas financieros, aunque sí puede ser un indicio de una necesidad manifiesta de reducirlo a **corto plazo**.

De esta forma, se comprueba que el **análisis financiero** no puede basarse únicamente en la determinación del **fondo de rotación** de la sociedad, sino que debe extenderse a la consideración de los otros conceptos financieros que se explican en el desarrollo de la presente tercera parte.

Los instrumentos para el análisis financiero

Los **instrumentos de análisis** más frecuentes tanto en el **análisis financiero** como en el **análisis económico**, son los siguientes :

o **Ratios**: son cocientes o **relaciones entre las diferentes masas patrimoniales** que, bien en sí mismos, bien comparados con otros ratios, o bien analizando su evolución en el tiempo, indican la situación financiera o económica de una entidad.

Por ejemplo, el ratio **activo circulante/pasivo circulante = 2** expresa, por sí mismo, la capacidad de una sociedad de hacer frente a sus compromisos a **corto plazo**.

Si comparamos los ratios de varios ejercicios, podremos averiguar la tendencia de la estructura financiera de una sociedad. Si comparamos los ratios de diferentes sociedades, podremos elegir invertir en la empresa que sea más solvente.

o **Porcentajes verticales**: expresan el peso específico de cada **masa patrimonial** con respecto a otra de **nivel superior**. Al igual que los ratios, pueden expresar algo por sí solos o en comparación con el tiempo o con otras empresas. Por ejemplo, **Pasivo / Pasivo + Patrimonio Neto** expresa la importancia de la Financiación externa frente al total de la financiación en una sociedad.

o **Variaciones**: representan la **evolución** con respecto a ejercicios anteriores de un determinado elemento patrimonial de la empresa. Por ejemplo, **[(Patrimonio Neto 1994/ Patrimonio Neto 1993) - 1]x100=20%**, expresa el incremento de los **fondos propios** entre años debido, bien a los **resultados**, bien a una mayor **aportación de los accionistas**.

Los instrumentos anteriores suelen ser más útiles cuando se **comparan** sus resultados con los de otras empresas del mismo sector al que pertenece la sociedad considerada. De esta forma, se consigue clasificar a la sociedad en función de su situación con respecto al **mercado** y sus competidores.

Existen publicaciones especializadas que exponen los **ratios** más relevantes por **sectores**. Es conveniente hacerse con este tipo de estadísticas en aquellos casos en los que se desconozcan cuáles son los valores más corrientes en el sector al que pertenece la sociedad que se va a analizar.

Para facilitar el adiestramiento didáctico en este tipo de trabajos, se acompaña el documento técnico "Els aspectes diferencials de l'estructura econòmic-financera de l'empresa catalana en relació amb la resta de l'Estat" aparecido en la Revista Nota d'Economia núm. 46, que publica el Departament d'Economia i Finances de la Generalitat de Catalunya.

Los ratios más usados en el análisis financiero

Como visión complementaria a la descripción de la estructura de análisis que se propone en la resolución del caso Chalmazel, se exponen a continuación definiciones y relaciones también de amplia utilización.

Coeficiente básico de financiación: $PN + Pf / Af + FRN$

Se define como la relación entre los **recursos a largo plazo** y el activo fijo más el **fondo de rotación necesario** de la empresa. Indica la situación financiera de la empresa en relación con el **fondo de maniobra**. Según sea el valor de este ratio podemos encontrar tres tipos de situaciones:

o **Si $CBF = I$** : situación de **equilibrio financiero**. La estructura financiera de la sociedad es la adecuada para las inversiones de activo mantenidas.

o **Si $CBF > I$** : la estructura financiera está compuesta por más recursos financieros a **largo plazo** de los necesarios en condiciones normales de la empresa. Habría que estudiar la **rentabilidad de los activos** y compararla con el **coste de los recursos ajenos** para verificar que no se está incurriendo en ineficiencias.

o **Si $CBF < I$** : los **recursos a largo plazo** son **insuficientes** para hacer frente a las inversiones a largo plazo. Como consecuencia de ello, la sociedad deberá obtener recursos financieros que compensen el **desequilibrio** entre el **activo circulante** y el **pasivo circulante**. En otro caso, la empresa podría verse abocada a la **suspensión de pagos**. Cuanto más bajo sea el ratio, mayor es el desequilibrio.

El uso de este ratio tiene el inconveniente de que necesita como dato conocido el **fondo de maniobra necesario**. Como hemos comentado anteriormente, este dato suele ser conocido únicamente por las empresas, por lo que es necesario en la mayoría de las ocasiones usar otros ratios que puedan darnos información similar.

Liquidez a corto plazo o "acid test" (Tesorería + Cuentas a cobrar) / Pc

Indica la capacidad de la sociedad para hacer frente a sus **compromisos de pago a muy corto plazo**. Considera únicamente la **tesorería** y las **cuentas a cobrar**, es decir, los activos que se convertirán en liquidez con mayor rapidez. Cuanto mayor sea el ratio, mayor será la **capacidad** de la sociedad de hacer frente a los mencionados compromisos.

Liquidez a medio plazo o solvencia: Ac / Pc

Indica la capacidad de la empresa de hacer frente a sus **compromisos a corto plazo**. Se le denomina también **distancia a la suspensión de pagos**. En general, un ratio menor a 1 puede indicar problemas financieros.

Se diferencia del **ratio de liquidez a corto plazo** en que incluye dentro del numerador las **existencias** de la sociedad.

En el siguiente ejemplo se puede comparar la utilidad de cada uno:

Podemos comprobar como ambas sociedades, **A** y **B**, tienen un **ratio de solvencia** similar, pero la **Sociedad A** está más desahogada a muy corto plazo, pues su **activo circulante** está compuesto por elementos con una **mayor liquidez**. La **solvencia** de la **Sociedad B** dependerá de su capacidad para convertir en **liquidez** las **existencias** de una manera rápida.

Ratio de garantía o distancia a la quiebra: Activo / (Pc + Pf)

Indica la **garantía frente a terceros** de los activos de la sociedad. Un valor igual o inferior a 1 indica la existencia de **pérdidas acumuladas** que han reducido el **patrimonio neto** a cero o, incluso, que éste es negativo.

Ratio de firmeza o consistencia: Af / Pf

Indica la relación existente entre el **inmovilizado** y la **deuda** con vencimiento a **largo plazo** de la empresa. Este ratio tiene un especial valor cuando el **inmovilizado** está siendo financiado con **deuda externa**.

Ratios de endeudamiento total: (Pf + Pc) / P N

Este ratio, junto con el siguiente, es uno de los más importantes en el **análisis financiero**. Indica la relación existente entre la **deuda externa total** y los **fondos propios** de la sociedad y define cuál es la estructura financiera de la sociedad.

Es muy común su uso, especialmente en el caso de préstamos bancarios. En muchos casos las pólizas de préstamo suscritas con las entidades bancarias incluyen una condición resolutoria basada en este ratio. Por ejemplo, se puede convenir que el préstamo debe ser inmediatamente devuelto si se cumple que este ratio es superior a 1. Cuanto **mayor** sea el **ratio**, **mayor** será el **riesgo** para el **acreedor**.

Ratio de endeudamiento a largo plazo: Pf / PN

Al igual que en el caso anterior, este ratio es de los más utilizados en el **análisis financiero**. Define claramente cuál es la **estructura financiera a largo plazo** de la empresa. Al igual que el anterior ratio, la **seguridad** del **acreedor** atinenta cuanto menor sea su valor.

	A	B		A	B
Inmovilizado	100	100	Fondos propios	200	200
Existencias	200	400	Acreedores a corto plazo	500	500
Clientes	200	100			
Tesorería	200	100			
Total	700	700		700	700
Fondo de maniobra	100	100			
Ratio de solvencia	1,2	1,2			
Acid test	0,8	0,4			

Ratio de endeudamiento a corto plazo: P_c / P_N

Menos utilizado que los anteriores, indica la relación entre las **deudas a corto plazo** y la **financiación propia**.

Ratio de financiación del inmovilizado: $A_f / (P_f + P_N)$

Este ratio es complementario del **ratio de solvencia**. Un valor mayor a 1 de este ratio indica que los **recursos financieros a largo plazo** son insuficientes para financiar el **inmovilizado** y que el **fondo de maniobra** es **negativo**, por lo que podría haber problemas de **solvencia a corto plazo**.

Ratios de cobertura de inmovilizado: A_f / P_N ó A_f / P_f

Miden la relación entre el **inmovilizado** con las fuentes de **financiación a largo plazo**.

Periodo medio de cobro a clientes: $Cuentas\ a\ cobrar / Ventas\ con\ IVA * 365$

Indica cuántos días tarda la empresa en **cobrar** a sus clientes desde la **venta** y por término medio. Las **ventas** deben ser consideradas con el **IVA** incluido para ser homogéneas con las **cuentas a cobrar**. Es más representativo si se incluye el **saldo medio de clientes** del ejercicio en lugar del **saldo del balance**, pero normalmente sólo la empresa conoce el dato.

Periodo medio de pago a proveedores: $Cuentas\ a\ pagar / Aprovisionamientos\ con\ IVA * 365$

Indica cuántos días tarda la empresa en pagar a sus **proveedores** desde la compra y por término medio. Al igual que en el ratio anterior, es más representativo si se incluye el **saldo medio de proveedores** del ejercicio en lugar de el saldo del balance.

Rotación de existencias: $Existencias / Coste\ de\ ventas * 365$

Refleja los **días** por término medio que tarda la sociedad en **vender** sus productos. La consideración de este ratio junto con los **periodos medios de cobro y pago** nos indica si la sociedad se está financiando gracias a sus **proveedores** o si, por el contrario, el **margen de venta** esconde un efecto financiero por el **diferencial** entre los periodos medios.

El informe de auditoría

Cuando se va a proceder a analizar la información contenida en las **cuentas anuales** de una sociedad, es muy importante obtener el **informe de auditoría** para tener en cuenta las observaciones de los auditores en nuestro análisis. Los **ratios** que se consideren deberá tener en cuenta las **salvedades** que se mencionen en el informe y las conclusiones deberán estar influidas por las mismas.

Cuando no **se** dispone de **informe de auditoría**, no necesariamente hay que recelar de la información que suministra la sociedad. No obstante, no hay que olvidar que, en todo caso, la responsabilidad de formular **las cuentas anuales** es de los **administradores** de la sociedad y, por tanto, ellos son los **responsables** en el caso de errores o irregularidades incluidos en ellas.

