

**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS BÁSICAS - AÑO 2010**

**U.D.B. LEGISLACIÓN Y ECONOMÍA**

ÁREA: GESTIÓN INGENIERIL

ASIGNATURA: **ECONOMÍA (CODIGO: 95-0309)**

CONTENIDOS DE UNIDAD Nº 8: ECONOMÍA DE LA EMPRESA

**(2º PARTE) ANALISIS DE BALANCE**

**Objetivos:**

Al desarrollar esta unidad temática la cátedra intenta que los alumnos sean capaces de:

1. *Reconocer la estructura del Balance General.*
2. *Analizar la implicancia del Patrimonio Neto dentro de la estructura del Balance General.*
3. *Conocer el significado del Capital de Trabajo, su determinación e implicancia financiera.*
4. *Relacionar el nivel de endeudamiento (apalancamiento) con el nivel de rentabilidad que obtienen los dueños de una empresa.*
5. *Reconocer la estructura del Cuadro de Resultados.*
6. *Reconocer y diferenciar beneficios ordinarios y extraordinarios.*
7. *Comparar Cuadros de Resultado de diferentes empresas.*
8. *Conocer el criterio para desarrollar distintos tipos de indicadores.*
9. *Analizar la situación financiera de una empresa utilizando números índice.*
10. *Analizar la situación económica de una empresa utilizando números índices.*
11. *Conocer el método de Dupont para analizar la rentabilidad del patrimonio de la empresa.*
12. *Comprender y calcular márgenes, rotaciones y plazos de inmobilizaciones.*
13. *Diferenciar las cargas erogables de las no erogables.*
14. *Reconocer la estructura del flujo de caja de una empresa.*
15. *Comparar el flujo de caja de distintas empresas.*
16. *Determinar el beneficio por acción.*
17. *Analizar el beneficio por acción relacionado con los beneficios obtenidos por la empresa y las ampliaciones de capital.*
18. *Determinar el Pay-out o porcentaje de beneficios que la empresa paga a sus accionistas.*
19. *Calcular el ciclo de explotación de un negocio.*
20. *Conocer la composición de la estructura del Pasivo y establecer las condiciones financieras adecuadas.*
21. *Comprender y calcular el costo de cada fuente de financiación.*
22. *Calcular el costo del pasivo total.*
23. *Comparar las estructuras financieras de empresas distintas.*
24. *Calcular las distintas cargas impositivas que soporta una empresa.*
25. *Compara las estructuras impositivas de empresas distintas.*
26. *Realizar análisis económico financiero de empresas.*

**Rubén Carlos Garay**  
**Director de la UDB Legislación y Economía**

# 1 BALANCE GENERAL

## 1.1 ESTRUCTURA DE BALANCE

El Balance de una empresa presenta la siguiente estructura:

<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>
<i>ACTIVO CORRIENTE</i> Caja Clientes Mercadería	<i>PASIVO EXIGIBLE DE CORTO PLAZO</i> Proveedores Otras deudas de corto plazo Deudas de corto plazo
<i>ACTIVO FIJO</i> Inmuebles Equipos Informáticos Elementos de Transporte Maquinaria	<i>PASIVO EXIGIBLE DE LARGO PLAZO</i> Deudas de largo plazo Otras deudas de largo plazo <i>PATRIMONIO NETO</i> Capital social Reservas Resultados del ejercicio

(\*) Sólo se han utilizado, a título de ejemplo, algunas de las cuentas más significativas

En el Activo se contabiliza lo que posee la empresa, mientras que en el Pasivo se registran las fuentes de financiación que ha utilizado.

**Atención:** a veces se tiende a interpretar el Pasivo como aquello que debe la empresa. Esta interpretación no es correcta; de hecho, en el Pasivo están contabilizados los fondos propios.

Una de las normas básicas de contabilidad dice que el Activo siempre será igual al Pasivo (esta igualdad se cumplirá siempre).

El orden en el que se presentan las cuentas es:

En el Activo las cuentas se ordenan de mayor a menor liquidez.

En el Pasivo el orden es de mayor a menor grado de exigencia.

Las principales agrupaciones en el Balance son:

**Activo circulante o corriente:** recoge aquellos elementos que se utilizan directamente en la actividad que realiza la empresa y que van rotando (se mantienen en la empresa menos de 1 año).

**Activo fijo:** son elementos que se utilizan en la actividad que realiza la empresa pero que se mantienen vigentes en la misma varios ejercicios.

**Pasivo Exigible a corto plazo:** partidas que originaron parte del capital y que son exigibles antes de un año.

**Pasivo Exigible a largo plazo:** partidas que originaron otra parte del capital y que son exigibles en un plazo superior al año.

**Patrimonio de la empresa:** Partidas que originaron parte del capital, que provienen de los dueños de la empresa y no son exigibles.

Como primeros conceptos que hay que tener en cuenta:

Los fondos propios siempre tienen que ser positivos, si fueran negativos la empresa estaría en quiebra y no podría seguir funcionando.

Cuanto mayor sean los fondos propios mayor es la solvencia de la empresa.

El activo circulante o corriente debe ser mayor que el exigible a corto plazo, si no fuera así, la empresa estaría en cesación de pagos, no sería capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago del corto plazo.

Una empresa puede estar en cesación de pagos (problemas de liquidez), aun teniendo unos fondos propios muy elevados.

Esta segunda idea como norma general, ya que en ciertas actividades las empresas pueden funcionar con activo circulante inferior al exigible a c/p.

## 1.2 PATRIMONIO NETO (FONDOS PROPIOS)

El nivel de fondos propios (Patrimonio Neto) de una empresa determina su solvencia:

**Mientras mayores sean los fondos propios mayor será la solvencia de la empresa.** Esto le permitirá estar mejor preparada para atravesar situaciones difíciles sin graves contratiempos.

Los fondos propios de la empresa proceden principalmente de dos fuentes:

Aportes de los socios

Beneficios retenidos por la empresa

La empresa decide al cierre de cada ejercicio que parte de los beneficios obtenidos mantiene en la empresa y que parte reparte a los accionistas en forma de dividendos.

Contablemente, los fondos propios se contabilizan en:

**Capital:** Muestra los aportes que realizan los socios

**Reservas:** Retiene parte de los beneficios para repartirlos en otra oportunidad.

Hemos comentado que una empresa no puede funcionar con fondos propios negativos, ya que estaría en quiebra.

**Esta situación se produciría cuando las pérdidas acumuladas de diversos ejercicios superan a los fondos propios.**

No hay un nivel óptimo de fondos propios (Patrimonio Neto), sino que esto va a depender de:

a) **El tipo de actividad que realice la empresa:** en muchos sectores los fondos propios vienen a representar más del 50% del Pasivo, mientras que hay otros, como es el caso de los bancos, donde los fondos propios no superaran el 5% del Pasivo.

b) **Elección entre solvencia y rentabilidad**

Mientras más elevados sean los fondos propios mayor será la solvencia de la empresa, pero desde el punto de vista de rentabilidad puede que nos sea una decisión óptima.

**Unos fondos propios muy elevados diluyen la rentabilidad** que obtiene la empresa sobre los mismos.

Para medir la rentabilidad obtenida sobre los fondos propios (Patrimonio Neto) se utiliza un ratio denominado ROE (Return on Equity).

$ROE = \text{Beneficio} / \text{Fondos propios (Patrimonio Neto)}$

**Ejemplo:** una empresa tiene unos fondos propios de 100 millones de pesos y obtiene en el ejercicio un beneficio de 18 millones de pesos.

$ROE = 18 / 100 = 18\%$

Si esta empresa aumenta sus fondos propios (Patrimonio Neto) a 200 millones pesos. y el beneficio se mantiene inalterado, su ROE cae hasta el 9%.

Los fondos propios (Patrimonio Neto), en contra de lo que se puede pensar, tienen un costo:

Por una parte, **la empresa tiene que pagar dividendos** a los accionistas (si no lo hace la cotización de su acción caerá).

Una empresa en fase de expansión tendrá que ir aumentando sus fondos propios (Patrimonio Neto) para que no se deteriore su estructura financiera:

**Ejemplo:** si una empresa tiene un Pasivo de 400 millones de pesos, de los que los fondos propios son 100 millones, quiere decir que la estructura de su financiación es:

25% fondos propios

75% fondos ajenos

Si la empresa crece y su Pasivo aumenta hasta 600 millones, la empresa necesitaría aumentar sus fondos propios hasta 150 millones pesos, para seguir manteniendo la proporción 25% de fondos propios y 75% de fondos ajenos.

Si no lo hiciera, el peso de los fondos propios en el Pasivo iría disminuyendo debilitando su estructura financiera.

### 1.3 CAPITAL DE TRABAJO (FONDO DE MANIOBRA)

El Capital de Trabajo (fondo de maniobra) es la parte del activo circulante o corriente financiado con recursos a largo plazo.

Su cálculo:

Capital de trabajo (fondo de maniobra) = Activo circulante o corriente – Pasivo Exigible a corto plazo

**Ejemplo:**

Calcular el Capital de Trabajo (fondo de maniobra) del siguiente balance

ACTIVO		PASIVO	
Activo corriente	5.000.000	Exigible a c/p	3.000.000
Activo fijo	18.000.000	Exigible a l/p	8.000.000
		Patrimonio Neto	12.000.000
Total	23.000.000	Total	23.000.000

El fondo de maniobra o capital de trabajo es de 2.000.000 pesos. (5.000.000 - 3.000.000)

El fondo de maniobra o capital de trabajo tiene que ser positivo, ya que de esta manera la empresa será capaz de atender sus compromisos de pago en el corto plazo.

Si, por el contrario, el fondo de maniobra o capital de trabajo fuera:

**Nulo** (activo circulante igual al exigible a c/p), la empresa corre el riesgo de que si hay retraso en el cobro de alguna partida de su activo circulante (por ejemplo, clientes), no va a ser capaz de hacer frente a sus compromisos de pago.

**Negativo** (activo circulante inferior al exigible a c/p), la empresa estaría en cesación de pagos, ya que no sería capaz de atender sus obligaciones de pago en el corto plazo.

El fondo de maniobra o capital de trabajo debe ser suficientemente amplio, de esta manera la empresa cuenta con un margen de seguridad, por si hay retraso en el cobro de alguna partida de su activo circulante, para seguir atendiendo sus pagos.

Pero tampoco puede ser excesivo, ya que tiene un costo de financiación.

Se están destinando recursos a largo plazo a financiar partidas (caja, clientes, mercancía) que aportan muy poca rentabilidad a la empresa, en lugar de destinar estos recursos a financiar nuevos proyectos de inversión.

El nivel óptimo de fondos propios va a depender de:

Sector en el que opere la empresa

Plazo medio de cobro de los clientes

Plazo medio de pago a los proveedores

Duración del proceso de fabricación

Etc.

Hay incluso sectores económicos en los que las empresas pueden funcionar con fondo de maniobra negativo, como ocurre, por ejemplo, en hipermercados.

### 1.4 APALANCAMIENTO FINANCIERO (NIVEL DE ENDEUDAMIENTO)

El apalancamiento financiero hace referencia a la utilización de recursos ajenos en la financiación de una empresa.

Se pueden utilizar diversos ratios para medir el nivel de apalancamiento, entre ellos:

Grado de apalancamiento (índice de endeudamiento) = Pasivo exigible / Total Pasivo

El apalancamiento puede ser:

**Positivo:** si la rentabilidad de los activos en los que la empresa invierte los fondos obtenidos es superior al costo de dichos fondos.

**Ejemplo:** una empresa solicita un crédito bancario, a una tasa del 8%, e invierte esos fondos en un proyecto del que obtiene una rentabilidad del 10%.

**Negativo:** si la rentabilidad de los activos en los que la empresa invierte los fondos es inferior al costo de dichos fondos.

**Ejemplo:** una empresa solicita un crédito bancario, a una tasa del 8%, e invierte los fondos en un proyecto del que sólo obtiene una rentabilidad del 5%.

Desde un punto de vista empresarial sólo tiene sentido el apalancamiento positivo, ya que el negativo disminuye el beneficio de la empresa.

El apalancamiento positivo contribuye a incrementar la rentabilidad de los fondos propios (Patrimonio Neto).

**Ejemplo:** una empresa dispone de 10 millones pesos de recursos propios que invierte en un proyecto del que obtiene un beneficio anual de 2 millones pesos.

**Rentabilidad fondos propios** =  $2 / 10 = 20\%$

Se le presenta la oportunidad de ampliar el proyecto en otros 10 millones, lo que elevaría el beneficio obtenidos hasta 4 millones pesos. Para ello solicita un préstamo a una tasa del 10%.

**Beneficio del ejercicio** =  $4 - 1$  (costo del préstamo) = 3 millones pesos.

**Rentabilidad fondos propios** =  $3 / 10 = 30\%$

Por tanto, el apalancamiento positivo ha permitido incrementar la rentabilidad de los fondos propios del 20% al 30%.

Por su parte, el apalancamiento negativo reduce la rentabilidad de los fondos propios (Patrimonio Neto).

**Ejemplo:** imaginemos que en el ejemplo anterior el costo del crédito solicitado es del 30%

**Beneficio del ejercicio** =  $4 - 3$  (costo del préstamo) = 1 millón de pesos.

**Rentabilidad fondos propios** =  $1 / 10 = 10\%$

La rentabilidad de los fondos propios disminuiría del 20% al 10%.

El nivel de apalancamiento, en todo caso, no puede ser excesivo ya que debilitaría la estructura financiera de la empresa:

Los recursos ajenos tienen un costo, por lo que si estos recursos son muy elevados su costo será, asimismo, muy gravoso para la empresa. En periodos de caída de ventas la empresa difícilmente podrá hacer frente a dichos gastos, lo que le llevaría a la suspensión de pagos.

## 2 CUADRO DE RESULTADOS

### 2.1 ESTRUCTURA DEL CUADRO DE RESULTADOS

El Cuadro de resultados presenta la siguiente estructura:

+ Ventas
- Costo de ventas
<b>Utilidad Bruta</b>
- Gastos Generales de explotación <ul style="list-style-type: none"><li>- Gastos de personal</li><li>- Alquileres</li><li>- Gastos informáticos</li><li>- Servicios (luz, agua corriente, gas, etc.)</li><li>- Amortizaciones</li><li>- Otros gastos</li></ul>
<b>Utilidad operativa</b>
+ Ingresos extraordinarios
- Gastos extraordinarios
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>
-Impuesto a las ganancias
<b>Resultado Neto del ejercicio</b>

Hay que recordar que la contabilidad funciona por el **principio de devengo** y no por el de caja.

Por lo tanto, el cuadro de resultados registra toda operación referida al ejercicio, con independencia de que se haya producido un cobro o un pago.

Luego, **las ventas acumularán todas las realizadas**, aunque parte de ellas todavía no se hayan cobrado.

Asimismo, **los gastos serán todos aquellos en los que se haya incurrido**, aunque parte de los mismos todavía no se hayan pagado.

Por otra parte, **el cuadro de resultados también considera gastos que no implican salida de dinero**, no hay que realizar ningún pago, pero si es una pérdida que sufre la empresa y que, por tanto, hay que registrar:

**Amortizaciones:** es la pérdida de valor que va sufriendo todos los años el activo fijo de la empresa (edificios, instalaciones, maquinarias, vehículos de transporte, equipos informáticos, etc.) debido a su uso, a su obsolescencia, etc.

**Provisiones:** es la pérdida de valor que en un momento puntual puede sufrir algún elemento del activo: por ejemplo, clientes que probablemente no van a pagar, existencias que se han deteriorado, etc.

También se realizan provisiones por posibles pérdidas futuras en las que puede incurrir la empresa: por ejemplo, por alguna demanda judicial, impuestos reclamados por la AFIP, etc.

El cuadro de resultados **distingue entre los resultados de la actividad ordinaria (operativa) y los de naturaleza extraordinaria:**

**Los resultados de la actividad ordinaria** son los que indican realmente cómo está evolucionando la empresa, que tendencia está siguiendo, cual es su posible evolución futura.

**Las partidas extraordinarias** son de carácter puntual y, por tanto, no tienen porque repetirse en el futuro.

**La cifra de resultados netos se refleja en el pasivo del Balance,** son fondos generados por la empresa.

**La empresa decidirá posteriormente que parte de estos beneficios quedan en la empresa en forma de reservas y que parte reparte a los accionistas en forma de dividendos.**

Por último, cuando se analiza un cuadro de resultados **conviene comparar,** al menos, **los tres últimos años,** para ver cómo viene evolucionando, calculando crecimientos interanuales.

## 2.2 RESULTADOS ORDINARIOS Y EXTRAORDINARIOS

En la cuenta de resultados se distingue la parte correspondiente a la **actividad ordinaria** y la **parte de carácter extraordinario**, la **valoración de los resultados de una empresa** no se basa únicamente en el resultado final obtenido, sino en la **composición de su cuadro de resultados**.

### 3 EJERCICIO N° 1:

Comparemos los cuadros de resultados de dos empresas (millones pesos.):

	Empresa Perez			Empresa Martinez		
	1999	2000	Variaciones	1999	2000	Variaciones
+ Ventas	600	800	33%	600	700	17%
- Costo de ventas	-200	-300	50%	-200	-300	50%
<b>Utilidad Bruta</b>	400	500	25%	400	400	0%
- Gastos Generales de explotación	-200	-225	13%	-200	-225	13%
<b>Utilidad operativa</b>	200	275	38%	200	175	-13%
+ Ingresos financieros	50	40	-20%	50	40	-20%
- Gastos financieros	-55	-60	9%	-55	-45	-18%
- Provisiones	-40	-50	25%	-40	-35	-13%
<b>Resultado ordinario</b>	155	205	32%	155	135	-13%
+ Ingresos extraordinarios	+20	+ 15	-25%	20	15	-25%
- Gastos extraordinarios	-15	- 75	400%	-15	40	-367%
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	160	145	-9%	160	190	19%
-Impuesto a las ganancias	-56	- 51	-9%	-56	-67	19%
<b>Resultado Neto del ejercicio</b>	+104	+ 94	-9%	104	124	19%

Si únicamente nos fijáramos en la **cifra final de beneficio** habría que concluir que la **Empresa Martinez** ha tenido **un mejor comportamiento** en el ejercicio 2000, ya que sus beneficios han aumentado un 19%, mientras que los de la Empresa Perez han disminuido en un 9%.

Pero hay que analizar la composición de la cuenta de resultados:

Las **ventas** de Perez crecen un 33%, frente al 17% de las ventas de Martinez.



El **margen bruto** de Perez también se comporta mejor: aumenta un 25%, frente al estancamiento que experimenta en Martinez.

Los **gastos** se comportan de igual manera en las dos empresas, pero la **utilidad operativa** de Perez se ha incrementado un 38%, frente a una caída del 13% en Martinez, evolución que hay que valorar muy negativamente.

La diferencia a nivel de **resultados ordinarios** es llamativa: en Perez aumentan un 32%, frente a una caída del 13% en Martinez.

En definitiva, **los mayores beneficios de Martinez se sustentan exclusivamente en ingresos de carácter extraordinario** (por ejemplo, beneficios en la venta de un inmueble).

En definitiva, **la evolución de Perez hay que valorarla muy positivamente**, a pesar de que sus beneficios netos hayan disminuido un 9%.

Lo realmente importante es que los resultados de su actividad ordinaria, que es lo que mide realmente la evolución del negocio, se han incrementado en un 32%.

Por su parte, **la evolución de Martinez es preocupante**, a pesar de que sus beneficios netos se hayan incrementado en un 19%.

Sus resultados ordinarios han caído un 13%.

**La distinción que hemos hecho entre resultados ordinarios y extraordinarios es fundamental a la hora de analizar el comportamiento de una empresa.**

## **4 RATIOS (ÍNDICES O INDICADORES)**

En el análisis del balance general y del cuadro de resultados se emplean ratios, índices o indicadores, para medir la performance de determinadas variables relacionadas con los objetivos financieros y económicos que persigue una empresa, entre los que podemos destacar los siguientes:

### **4.1 RELACIONADOS CON LA SITUACIÓN FINANCIERA:**

Para iniciar un análisis de la situación financiera, debemos establecer un marco de referencia, donde puedan relacionarse los recursos disponibles tanto en el corto como en el largo plazo con los compromisos contraídos por la empresa.

El marco de referencia es el Balance General, el activo mide los recursos y el pasivo exigible los compromisos exigibles, para el corto plazo usaremos los conceptos referidos como circulante o corriente, naturalmente para el largo plazo utilizaremos los totales.

Naturalmente los índices se expresan como un cociente adimensional, sin embargo cuando se lee su valor debemos comprender que estamos midiendo partidas (\$) frente a partidas (\$).

$$\frac{\text{RECURSOS DISPONIBLES (\$)}}{\text{COMPROMISOS EXIGIBLES (\$)}}$$

Esta forma plantea la verdadera capacidad de cumplimiento que tiene la empresa con los compromisos contraídos, mientras que la siguiente

$$\frac{\text{COMPROMISOS EXIGIBLES CORTO PLAZO (\$)}}{\text{COMPROMISOS EXIGIBLES TOTALES (\$)}}$$

Plantea el peso relativo de los compromisos de corto plazo frente a los totales y las posibilidades de maniobra disponibles por la empresa.

#### **4.1.1 ÍNDICE DE SOLVENCIA TOTAL: FONDOS PROPIOS (PATRIMONIO NETO) / TOTAL PASIVO**

**Patrimonio Neto:** También denominados fondos propios representa la suma del capital de la empresa, las reservas y los resultados no distribuidos a los socios, se puede determinar de distintas maneras como al inicio, al final o promedio del ejercicio.

**Pasivo** representa el total de las fuentes de financiación que ha utilizado la empresa.

Este índice toma valores entre 0 (cero) y 1 (uno), mientras más elevado sea este ratio mayor es la solvencia de la empresa, por tanto, más preparada está para poder atravesar situaciones de dificultad sin comprometer su viabilidad.

No obstante, unos fondos propios excesivamente elevados penalizan sus ratios de rentabilidad, ya que habría que distribuir los beneficios entre un mayor volumen de fondos propios. El mercado penaliza esta situación.

#### **4.1.2 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO BANCARIO: DEUDAS CON BANCOS / TOTAL PASIVO**

**Deudas con bancos:** Se trata de la suma de todas las deudas contraídas por la empresa con los bancos y que aun no se han cancelado.

**Total Pasivo:** representa el total de las fuentes de financiación que ha utilizado la empresa.

El índice toma valores positivos menores a 1 (uno), mientras más elevado sea este ratio más inestable es la estructura financiera de la empresa. El endeudamiento bancario tiene un costo, y si este endeudamiento es muy elevado, la empresa puede tener problemas para atender su pago en momentos de caída de ventas.

Además, la empresa será muy dependiente de la decisión de los bancos de renovar o no a su vencimiento los créditos concedidos. Si un banco decidiera no renovar, la empresa podría tener serios problemas de financiación, además, hay que tener en cuenta que la banca suele retirar su apoyo en momentos de dificultades, justamente cuando más necesitada la empresa de financiación.

#### **4.1.3 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO: PASIVO EXIGIBLE / TOTAL PASIVO**

**Pasivo exigible:** Se trata de la suma de todas las deudas contraídas por la empresa y que aun no se han cancelado.

**Total Pasivo:** representa el total de las fuentes de financiación que ha utilizado la empresa. El índice toma valores positivos menores a 1 (uno), mientras más elevado sea este ratio más inestable es la estructura financiera de la empresa.

#### **4.1.4 ÍNDICE DE SOLVENCIA (CORTO PLAZO): ACTIVO CIRCULANTE (CORRIENTE) / PASIVO EXIGIBLE CIRCULANTE (CORRIENTE)**

**Activo circulante o corriente:** parte del activo que va rotando (existencias, clientes, disponible, etc.), generando liquidez con la que la empresa puede atender sus pagos.

**Pasivo exigible circulante o corriente:** deudas de la empresa que vencen antes de 1 año.

La liquidez determina la capacidad que tiene la empresa de poder atender sus pagos.

Si una empresa tuviera problemas de liquidez, podría no ser capaz de hacer frente a sus deudas, lo que le llevaría a la cesación de pagos, este ratio debe ser mayor que uno (el activo circulante mayor que el pasivo circulante), e, incluso, la empresa debe disponer de algún margen de seguridad (valor del ratio de 1,5 a 2).

#### **4.1.5 ÍNDICE DE LIQUIDEZ (CORTO PLAZO): (CAJA Y BANCOS + CRÉDITOS (C/P)) / PASIVO EXIGIBLE CIRCULANTE (CORRIENTE)**

**(Caja y bancos + Créditos (c/p)):** parte del activo corriente que es líquida o que va generando liquidez en la medida que la empresa va cobrando los créditos con los que puede atender sus pagos.

**Pasivo exigible circulante o corriente:** deudas de la empresa que vencen antes de 1 año.

La liquidez de esta parte del activo corriente determina la capacidad que tiene la empresa de poder atender sus pagos, independientemente de su nivel de existencias, este ratio debería tener valores cercanos a 1(uno), naturalmente tiene dimensiones menores al anterior

#### **4.1.6 ÍNDICE DE LIQUIDEZ ABSOLUTA (PRUEBA ÁCIDA): CAJA Y BANCOS / PASIVO EXIGIBLE CIRCULANTE (CORRIENTE)**

**Caja y Bancos:** parte del activo que tiene la máxima liquidez con la que la empresa puede atender sus pagos.

**Pasivo exigible circulante o corriente:** deudas de la empresa que vencen antes de 1 año.

La liquidez absoluta determina la capacidad fehaciente que tiene la empresa de poder atender sus pagos, en el corto plazo.

**No hay valores estándares para estos ratios**, sino que dependen del tipo de negocio.

Lo importante es ver como comparan con la media del sector y si estuvieran por debajo ver si esto responde a un hecho diferencial de la empresa o si, por el contrario, manifiesta un problema de liquidez, también hay que analizar como vienen evolucionando históricamente en la empresa, para ver si se están deteriorando.

Otros **ratios** que se utilizan para medir la liquidez son:

$$4.1.7 \quad \text{N}^\circ \text{ DE DÍAS DE PAGO (DÍAS)} = \frac{\text{CAJA Y BANCOS} + \text{CRÉDITOS C/P}}{\text{COSTO DE VENTAS} + \text{GASTOS DE EXPLOTACIÓN} - \text{AMORTIZACIONES} - \text{PROVISIONES}} * 365$$

Este ratio mide el número de días de gastos medios que la empresa puede atender con su liquidez actual.

(Caja y bancos + Créditos (c/p)): parte del activo corriente que es liquida o que va generando liquidez en la medida que la empresa va cobrando los créditos con los que puede atender sus pagos.

Los gastos medios diarios se calculan dividiendo la suma de los costos de ventas más los gastos de explotación anuales erogables ((personal, materia prima, energía, electricidad, financieros, etc., restando los costos no erogables (amortizaciones + provisiones)) por 365 días.

Este cálculo es válido si la empresa funciona uniformemente a lo largo del año, ya que si su actividad se concentrara en pocos meses, este cálculo habría que ajustarlo.

No hay un valor estándar para este ratio, lo que si parece claro es que si la empresa tan sólo tiene cubiertos los gastos de los próximos 3 días, la situación de liquidez es dramática, mientras que si tiene cubierto los gastos de los próximos 300 días, la situación de liquidez parece excesiva, un valor aceptable puede ser, por ejemplo, tener cubiertos los pagos del próximo mes.

En todo caso, lo importante es ver como viene evolucionando este ratio en los últimos años y como compara con la media del sector.

$$4.1.8 \quad \text{CAPITAL DE TRABAJO O FONDO DE MANIOBRA} = \text{ACTIVO CIRCULANTE (CORRIENTE)} - \text{PASIVO EXIGIBLE C/P}$$

En principio si:

**Capital de trabajo < 0.** Situación apurada de liquidez, ya que la empresa no cubre con su activo circulante las deudas que vencen en el próximo año.

**Capital de trabajo = 0.** Liquidez muy ajustada; el simple retraso en el cobro de un cliente o la caída de las ventas puede hacer que la empresa no pueda atender sus pagos.

**Capital de trabajo > 0.** Situación adecuada. El fondo de maniobra debe ser positivo y en una cuantía suficiente para que la empresa disponga de un margen de seguridad.

No basta únicamente con que el fondo de maniobra sea positivo sino que hay que analizar la composición del activo circulante o corriente.

Podría suceder, por ejemplo, que la empresa disponga de un fondo de maniobra muy elevado por tener el depósito repleto de productos que no es capaz de vender.

Por último **conviene recordar** que:

La empresa debe disponer de un nivel de liquidez suficientemente amplio, para poder atender sus pagos sin problemas, disponiendo de un “colchón” suficiente para hacer frente a situaciones imprevistas.

La liquidez surge de las partidas del activo que requieren financiación, por tanto, mientras mayor sea la liquidez, mayor será su costo de financiación.

## **4.2 RELACIONADOS CON LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA**

Aparecen acá una serie de herramientas que miden la condición de los negocios, relacionada con la sostenibilidad en el tiempo, así como la capacidad de la gestión que tiene la estructura de la empresa.

Establecer el marco de referencia para este tipo de índices requiere comprender que estamos tratando de relacionar los resultados de la actividad económica con los riesgos asumidos por la empresa para su obtención.

De manera global podemos utilizar la información del Balance General, pero en cuanto pretendamos establecer detalles, para determinar las relaciones entre los valores esperados y reales, necesitaremos ver la estructura del Cuadro de Resultados, en especial cuando utilizamos la perspectiva de Dupont, donde se busca asociarlos al nivel de actividad (ventas)

### **4.2.1 CRECIMIENTO DE LAS VENTAS**

Hay que comparar el valor obtenido en este ratio con el de años anteriores para ver si las ventas de la empresa se van acelerando o si, por el contrario, se van cayendo.

### **4.2.2 PENETRACIÓN = VENTAS DE LA EMPRESA / VENTAS DEL SECTOR**

Lo importante para una empresa no es sólo cómo crecen sus ventas, sino cómo compara con el crecimiento del sector, para ver si la empresa está ganando participación en el mercado, fortaleciendo su posición competitiva, o si, por el contrario, pierde participación.

### **4.2.3 COMPOSICIÓN DE LAS VENTAS POR PRODUCTOS**

No sólo interesa analizar el comportamiento de las ventas, sino que es importante ver su composición, no es lo mismo una empresa que dependa de un sólo producto, que en un momento dado puede fallar, que otra empresa que tenga una cartera diversificada de productos, de modo que si le fallara uno lo podría compensar con otro que evolucione bien, tampoco es lo mismo si las ventas proceden de un producto innovador, en plena fase de expansión, que si, por el contrario, provienen de un producto que se está quedando obsoleto y cuyas ventas tenderán a ir disminuyendo, asimismo, hay que ver si las ventas proceden de productos que dejan un alto margen, o si, por el contrario, son de productos con márgenes muy ajustados.

### **4.2.4 ÍNDICES O RATIOS DE RENTABILIDAD**

Estos ratios relacionan los resultados del ejercicio con diversas magnitudes y miden la rentabilidad de la empresa, hay que analizar cual es la evolución de estos ratios de rentabilidad e incluso ver como comparan con los de la competencia.

**RESULTADOS**  
**RIESGOS**

#### 4.2.4.1 **ROA (RENTABILITY OVER ASSETS): RESULTADOS DEL EJERCICIO / ACTIVO**

El **Resultado del Ejercicio** es el incremento de fondos propios (Patrimonio Neto) debido a la evolución de los negocios de la empresa. (Dato que también se obtiene del cuadro de resultados).

El **Activo** se puede determinar de distintas maneras como al inicio, al final o promedio del ejercicio.

Este ratio pone en relación el resultado del ejercicio obtenido por la empresa con el tamaño de su activo. Mide si el tamaño creciente de la empresa va acompañado del mantenimiento de sus niveles de rentabilidad o si, por el contrario, este crecimiento está implicando un progresivo deterioro en sus niveles de rentabilidad.

#### 4.2.4.2 **ROE (RENTABILITY OVER EQUITY): RESULTADOS DEL EJERCICIO / PATRIMONIO NETO**

El **Resultado del Ejercicio** es el incremento de fondos propios (Patrimonio Neto) debido a la evolución de los negocios de la empresa. (Dato que también se obtiene del cuadro de resultados).

El **Patrimonio Neto** se puede determinar de distintas maneras como al inicio, al final o promedio del ejercicio.

Este es el ratio de rentabilidad más significativo, ya que mide el rendimiento que la empresa está obteniendo de sus fondos propios, es decir, de los fondos que los accionistas tienen comprometidos en la empresa.

La evolución de este ratio tendrá un impacto significativo en la cotización de la acción.

#### **LA ROE Y EL ANALISIS DE DUPONT**

Un análisis de la ROE atribuido a la empresa Dupont permite obtener una perspectiva interesante al relacionar su valor con el nivel de actividad de la empresa normalmente asociado a las ventas. Podemos afirmar que la ROE no cambiará si multiplicamos y dividimos su valor por las **Ventas** quedando expresada de la siguiente manera:

ROE (Rentability over equity):  $(\text{Resultados del Ejercicio} / \text{Ventas}) * (\text{Ventas} / \text{Patrimonio Neto})$

Llamaremos a la relación  $(\text{Resultados del Ejercicio} / \text{Ventas})$  como **Margen de las Ventas**

y a la relación  $(\text{Ventas} / \text{Patrimonio Neto})$  como **Rotación del Patrimonio Neto**

#### 4.2.4.3 **MARGEN DE LAS VENTAS: RESULTADO DEL EJERCICIO / VENTAS**

El **Resultado del Ejercicio** es el incremento de fondos propios (Patrimonio Neto) debido a la evolución de los negocios de la empresa. (Dato que también se obtiene del cuadro de resultados).

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ingresos por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

Mientras mayor sea este ratio mayor será el **margen** que está obteniendo la empresa de sus ventas, lo cual supone una mejora en la ROE, asociado a la diferencia entre los precios, costos y gastos.

#### **4.2.4.4 ROTACIÓN DEL PATRIMONIO NETO (VECES/AÑO): VENTAS (\$/AÑO) / PATRIMONIO NETO (\$)**

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ganancias por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

**Patrimonio Neto:** También denominados fondos propios representa la suma del capital de la empresa, las reservas y los resultados no distribuidos a los socios, se puede determinar de distintas maneras como al inicio, al final o promedio del ejercicio.

Este índice plantea lo que está sucediendo con el **riesgo** puesto en juego en el negocio, una buena gestión hará aumentar su valor como una manera de mejorar la ROE

### **4.3 ANALISIS DE LA INFORMACION DE LOS RATIOS**

#### **4.3.1 ANÁLISIS SOBRE EL MARGEN DE VENTAS**

Podríamos comenzar a desmenuzar el **margen de las ventas** buscando índices o ratios relacionados, como por ejemplo:

##### **4.3.1.1 COSTO DE LAS VENTAS DE LA EMPRESA SOBRE VENTAS: COSTO DE LAS VENTAS / VENTAS**

**Costo de las ventas:** es el costo de la producción vendida (este dato figura en la cuenta de resultados), representa aquellos gastos o pérdidas que se imputan directamente al producto vendido.

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ganancias por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

Para una empresa no es sólo importante el capítulo de ganancias sino que igual importancia tiene el capítulo de costos o pérdidas. Por lo tanto, es importante que este ratio se mantenga lo más bajo posible, y presente una buena evolución histórica.

##### **4.3.1.2 UTILIDAD BRUTA DE LA EMPRESA SOBRE VENTAS: UTILIDAD BRUTA / VENTAS**

**Utilidad Bruta:** Es la diferencia entre las ventas y el costo de la producción vendida (datos que figuran en la cuenta de resultados), representa

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ganancias por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

Este índice debe mantenerse lo más alto posible, por cuanto representa la posibilidad de hacer frente a los gastos de explotación de la empresa, y al pago de impuestos y beneficios.

Su relación con el índice anterior es inmediata, solo presenta una perspectiva distinta que ocasionalmente mejora la visión del analista.

##### **4.3.1.3 CARGA DE LA ESTRUCTURA DE LA EMPRESA SOBRE VENTAS: GASTOS DE EXPLOTACIÓN / VENTAS**

**Gastos de explotación** son todos aquellos gastos o pérdidas (personal, alquileres, informática, luz, seguridad, comunicaciones, etc.) que no están imputados directamente al producto.

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ganancias por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

Es también importante que este ratio se mantenga lo más bajo posible, presente una buena evolución histórica y que compare bien con el de la competencia.

Una empresa con una estructura de gastos muy elevada corre el riesgo de que si caen sus ventas entre inmediatamente en pérdidas, mientras que si sus gastos son bajos podría "capear el temporal" más fácilmente.

#### **4.3.1.4 CARGA FINANCIERA / UTILIDAD NETA OPERATIVA ANTES DE IMPUESTOS**

**Carga financiera:** Se refiere a la suma de los gastos relacionados con la decisión de endeudarse, y se pueden reconocer como intereses pagados, gastos financieros, etc.

**Utilidad Neta operativa antes de impuestos:** Es la manera con la cual se designan los resultados de la explotación de los negocios de la empresa.

Si el endeudamiento de la empresa es elevado esto origina unos importantes gastos financieros, por lo que un porcentaje considerable de su resultado de explotación tendrá que destinarlo a atender estos gastos, en lugar de poder llevarlo a beneficios.

Además, en un momento de caída de ventas y, por lo tanto del margen de explotación, la empresa podría tener dificultades en atender estos gastos de financiación.

#### **4.3.1.5 RESULTADOS NETOS ANTES DE IMPUESTOS \* 100 / VENTAS (%)**

Resultados netos antes de impuestos es el beneficio antes de impuestos.

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ganancias por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

Este ratio mide el porcentaje de las ventas que, una vez atendido todos los gastos ordinarios (los de explotación y los financieros) y los gastos extraordinarios, la empresa consigue llevar a beneficios.

Mientras más elevado sea este ratio, más rentable es la empresa.

#### **4.3.1.6 EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS DEL EJERCICIO**

Lo realmente importante para una empresa es cómo se comporta los resultados del ejercicio, por lo tanto, hay que:

Analizar si la empresa acelera, mantiene o disminuye el ritmo anual de crecimiento de los resultados del ejercicio.

Ver si los resultados del ejercicio crecen más o menos que los de la competencia.

Comprobar si el crecimiento de los beneficios ha estado a la altura de lo estimado para el mercado

Si el crecimiento fuera mayor, esto se podría reflejar en un alza de la cotización de las acciones de la empresa, si por el contrario, el crecimiento del beneficio no respondiera a las expectativas, la cotización podría caer.

### **4.3.2 ANÁLISIS SOBRE EL RIESGO PUESTO EN JUEGO**

De la misma forma que tratamos el margen de ventas podríamos buscar índices que estén relacionados con la **Rotación del Patrimonio Neto**, a través de análisis parciales intentaremos establecer su relación con el riesgo asumido por la empresa.



#### 4.3.2.1 **ROTACIÓN DEL ACTIVO CORRIENTE O CIRCULANTE (VECES/AÑO): VENTAS (\$/AÑO) / ACTIVO CORRIENTE O CIRCULANTE (\$)**

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ingresos por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

**Activo circulante o corriente:** parte del activo que va rotando (existencias, clientes, disponible, etc.), generando liquidez con la que la empresa puede atender sus pagos.

Este índice mide las inmovilizaciones en el activo corriente, su valor debe tender a aumentar en una buena gestión económica y puede asociarse con los índices de rotación de Caja y Bancos, de Créditos y de Producción terminada entre otros, o también sus inversas que representan un plazo de inmovilización del capital arriesgado como son por ejemplo Plazo de inmovilización de Caja y Bancos, de Producción Terminada, y de crédito concedido a los clientes.

#### 4.3.2.2 **ROTACIÓN DE PRODUCCIÓN TERMINADA (VECES/AÑO): COSTO DE LAS VENTAS (\$/AÑO)/ EXISTENCIAS DE PRODUCCIÓN TERMINADA (\$)**

**Costo de las ventas:** es el costo de la producción vendida (este dato figura en la cuenta de resultados).

**Existencias de producción terminada:** es el volumen de producción terminada que mantiene la empresa al final del año.

Habría que tener **cuidado con la posible estacionalidad**, ya que si, por ejemplo, las ventas de la empresa se concentran en el 1º trimestre, entonces es previsible que a diciembre tenga los almacenes repletos de existencias, por lo que al aplicar esta fórmula se obtendría un volumen en existencias muy elevado, que no se correspondería con la realidad.

Mientras mayor sea este ratio, más eficazmente gestiona la empresa sus existencias. No hay que olvidar que las existencias tienen un costo de financiación, luego, mientras más rápido roten más ajustado será el stock que se tiene que financiar.

No obstante, un stock excesivamente bajo implica el riesgo de que la empresa reciba un pedido de un cliente y no sea capaz de atenderlo con la rapidez necesaria, perdiendo el pedido y, probablemente, el cliente.

El **Plazo de inmovilización de la producción terminada**, se determina como la inversa del anterior es decir, **existencias de producción terminada (\$) \* 365 (días /año) / Costo de las ventas (\$/año)**, suele ser más fácil de comprender que la rotación por lo que su uso expresado en días está muy difundido.

#### 4.3.2.3 **ROTACIÓN DEL CAPITAL ARRIESGADO EL CRÉDITOS A LOS CLIENTES (VECES/AÑO): VENTAS (\$/AÑO) / CRÉDITOS (\$)**

**Ventas:** Representan la suma de las variaciones patrimoniales positivas o ingresos por la facturación de los productos/ servicios objeto del negocio.

**Créditos:** Representa la suma de los créditos otorgados a los clientes que aún no han sido cobrados al día del cierre del ejercicio

Este índice mide las inmovilizaciones en la parte del activo corriente, relativa a los créditos que la empresa ha otorgado a sus clientes, su valor debe tender a aumentar en una buena gestión económica.

Habitualmente se usa su inversa expresado en días, para medir los días de ventas en promedio que tardan los clientes en pagar sus facturas y que se conoce como:

**Plazo de crédito concedido a clientes (días): ((Créditos a clientes (\$) \* 365 (días/año))/ Ventas (\$/año)**

Hay que tener presente que lo importante no es sólo vender, sino que hay que cobrar esas ventas. Es frecuente el caso de empresas que han desaparecido por incrementar mucho sus ventas y tardar en cobrarlas, cualquier partida del Activo tiene un costo de financiación, por lo que un importe elevado de créditos a clientes implica un notable costo para la empresa, por tanto, mientras más corto sea el plazo de pago de nuestros clientes menor será el costo de su financiación.

Junto con este último ratio la empresa mide el tiempo que tarda en pagarle a sus proveedores, y lo hace como:

**4.3.2.4 PLAZO PROMEDIO DE PAGO A PROVEEDORES: (DEUDAS C/PROVEEDORES (\$) \* 365 (DÍAS/AÑO) / COMPRAS DEL PERÍODO (\$/AÑO))**

**Deudas c/Proveedores:** Se trata del total de las deudas con proveedores sin cancelar al finalizar el ejercicio contable.

**Compras del período:** Representa el total de las adquisiciones de materias primas y materiales durante el período contable.

La situación aquí es justo la contraria que en el caso anterior: los proveedores son una fuente de financiación (financian las materias primas y productos adquiridos), normalmente más barata que otras, por lo que mientras más se tarde en pagarles, mayor será su saldo y, por tanto, la empresa se beneficiará en mayor medida de esta financiación, no obstante, el retardo en el pago tiene un límite:

Por una parte, un retraso en el pago a los proveedores puede ser un indicio de que la empresa tiene **problemas de liquidez** que le lleva a retrasar sus pagos.

Por otra parte, un retraso excesivo en el pago a proveedores podría llevar a éstos a **dejar de suministrar** a la empresa.

## 5 CASH FLOW (FLUJO DE CAJA)

El **cash-flow** mide los recursos generados por la empresa, concepto que no coincide con el de beneficio neto.

Ya que en el **cálculo del beneficio neto se incluyen una serie de gastos** (amortizaciones y provisiones) que, aunque son pérdidas para la empresa, **no generan salida de dinero**, sino que se trata únicamente de asientos contables.

Recordemos que:

**Amortizaciones:** es la pérdida de valor que va sufriendo todos los años el activo fijo de la empresa (edificios, instalaciones, maquinarias, vehículos de transporte, equipos informáticos, etc.) debido a su uso, a su obsolescencia, etc.

**Provisiones:** es la pérdida de valor que en un momento puntual puede sufrir algún elemento del activo: por ejemplo, clientes que probablemente no van a pagar, existencias que se han deteriorado, etc., también se realizan provisiones por posibles pérdidas futuras en las que puede incurrir la empresa: por ejemplo, por alguna demanda judicial, impuestos reclamados por La AFIP, etc., por lo tanto, **si queremos calcular los recursos generados por la empresa**, es decir, el dinero que entra o sale en la empresa, **hay que determinarlos**.

El cash-flow se calcula:

Cash-flow = Resultados del ejercicio + Amortizaciones + Provisiones.

## 6 EJEMPLO N° 2:

Calculemos el cash-flow generado por la Empresa González a partir del Cuadro de Resultados.

	Empresa González		
	1999	2000	Variaciones
+ Ventas	600	800	33%
- Costo de ventas	-200	-300	50%
<b>Utilidad Bruta</b>	400	500	25%
- Gastos de personal	-30	-35	17%
- Alquileres	-15	-25	67%
- Gastos informáticos	-25	-35	40%
- Servicios (luz, agua corriente, gas, etc.)	-10	-15	50%
- Amortizaciones	-15	-20	33%
- Gastos Generales de explotación	-95	-130	37%
<b>Utilidad operativa</b>	305	360	18%
+ Ingresos financieros	50	40	-20%
- Gastos financieros	-55	-60	9%
- Provisiones	-40	-60	50%
<b>Resultado ordinario</b>	260	300	15%
+ Ingresos extraordinarios	20	15	-25%
- Gastos extraordinarios	-15	-75	400%
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	265	240	- 9.43%
-Impuesto a las ganancias	-93	-84	- 9.68%
<b>Resultado del ejercicio</b>	172	156	-9.30%
<b>Cash- flow</b>	227	236	3,96%

Mientras que el Resultado del ejercicio ha caído un 9.30%, el cash-flow se ha incrementado en un 4%. Este diferente comportamiento se explica por el fuerte crecimiento de las provisiones (+50%), estas mayores provisiones pueden responder a una realidad, o también puede que la empresa haya "inflado" voluntariamente su cifra de provisiones.

Hay que tener en cuenta que **la cifra de beneficios puede ser**, dentro de ciertos límites, **"manipulable" por la empresa**, que puede buscar dar:

Menores beneficios para pagar menos impuestos

Mayores beneficios si, por ejemplo, cotiza en Bolsa y quiere que su acción se aprecie.

Las **partidas** que la empresa suele utilizar para **"ajustar" sus beneficios** son precisamente la de **provisiones** y la de **amortizaciones**.

La empresa dispone de cierto margen para decidir que cifra de amortizaciones y de provisiones llevar a la cuenta de resultados.

Por tanto, **el cash-flow**, en la medida en que no incluye el efecto de estas dos partidas, **da una imagen más precisa de cual es la evolución de la empresa**.

## 7 EJERCICIO N° 3:

Analizar el balance y la cuenta de resultados de la siguiente empresa:

Balance General

(millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>375</b>	<b>525</b>	<b>675</b>
Caja y bancos	50	75	100	125
Créditos	100	200	300	400
Existencias	75	100	125	150
<b>Activo Fijo</b>	<b>250</b>	<b>270</b>	<b>290</b>	<b>310</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	100	110	120	130
Elementos de transporte	25	30	35	40
<b>ACTIVO</b>	<b>475</b>	<b>645</b>	<b>815</b>	<b>985</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>325</b>	<b>450</b>	<b>525</b>
c/ Bancos	150	200	250	300
c/ Proveedores	75	100	125	150
c/ otros acreedores	50	25	75	75
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>50</b>	<b>160</b>	<b>205</b>	<b>300</b>
c/ Bancos	50	75	200	300
c/ otros acreedores	0	85	5	0
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>
<b>PASIVO</b>	<b>475</b>	<b>645</b>	<b>815</b>	<b>985</b>

Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	700	850	950	1000
Costo de ventas	-400	-450	-500	-500
Utilidad Bruta	300	400	450	500
Gastos de explotación	-105	-135	-185	-230
Gastos de personal	-60	-70	-90	-110
Otros gastos	-25	-35	-45	-55
Amortizaciones	-20	-30	-50	-65
Utilidad operativa	195	265	265	270
Gastos financieros	-10	-14	-23	-30
Provisiones	-15	-25	-40	-15
Resultado Ordinario	170	226	203	225
Resultado Extraordinario	15	-10	-25	-50
Resultado antes de Impuestos	185	216	178	175
Impuestos a las ganancias	-65	-76	-62	-61
Resultado Neto del Ejercicio	120	141	115	114
Cash – flow	155	196	205	194

**Respuesta:** Comenzamos por calcular los ratios más significativos.

Ratios	1997	1998	1999	2000
Solvencia: Patrimonio neto / Pasivo	31.6%	24.8%	19.6%	16.24%
Endeudamiento Bancario / pasivo	42,10%	42,63%	55,21%	60,91%
Índice de solvencia c/p: A. Corr. / PECorr.	0,818	1,154	1,166	1,286
Índice de Liquidez	0,545	0,846	0,889	1,000
Prueba ácida	0,182	0,231	0,222	0,238
ROA	25,26%	21,86%	14,11%	11,57%
ROE	80,00%	88,12%	71,87%	71,25%
Crecimiento de las ventas	--	21,4%	11,8%	5,3%
Margen sobre ventas (%)	17,14%	16,59%	12,10%	11,40%
Rotación del Patrimonio Neto final (veces/año)	4,66	5,31	5,94	6,25
Rotación del activo corriente	3,11	2,27	1,81	1,48
Rotación del activo fijo	2,80	3,15	3,27	3,23
Índice de rotación de Mercaderías (veces/año)	5,33	4,50	4,00	3,33
Plazo de crédito concedido a clientes (días)	52,14	85,88	115,26	146,00
Gastos de explotación / ventas (%)	15,00%	15,88%	19,47%	23,00%
Utilidad Bruta / ventas (%)	42,86%	47,06%	47,37%	50,00%
Carga Financiera / utilidad neta antes de impuestos	5,4%	6,48%	12,92%	17,14%
Crecimiento beneficio	--	16,9%	-17,9%	-1,4%

En la evolución de esta empresa se observan en:

El aspecto financiero:

**Deterioro creciente de su estructura financiera**, con un peso cada vez menor de los recursos propios, al tiempo que el endeudamiento bancario no deja de crecer.

**Cierta mejoría en los ratios que miden la liquidez**, lo cual permite atender mejor los compromisos de corto plazo aunque sigue presentando valores muy ajustados. La empresa presenta una situación financiera comprometida, que no está relacionada con su crecimiento

económico, ya que la inversión en activo fijo es baja y la ROA viene cayendo muy fuerte, más bien parece que padece problemas de gestión.

La situación se agravaría en un escenario recesivo.

El aspecto económico:

**Creciente moderación de las ventas**, que en el último año tan solo se incrementan en un 5%.

**Desproporcionada relación entre la rotación del activo corriente y fijo**, lo cual plantea una gestión desacertada en el primero.

**Alargamiento del plazo de cobro de los clientes**, lo que lleva un mayor saldo de clientes en balance y por lo tanto, un mayor costo de financiación.

**Aumento del nivel existencias** lo cual aumenta el gasto financiero y el riesgo de los negocios.

**Fuerte deterioro en el ratio de eficiencia**, es decir, los gastos de explotación consumen una parte creciente de las ventas

**El porcentaje que representa la cifra del Margen sobre ventas viene disminuyendo** ininterrumpidamente en los últimos 4 años.

**Estancamiento de los beneficios** respecto al año anterior y fuerte caída respecto a los del ejercicio 99. Comportamiento similar se observa en la evolución de cash-flow.

**Deterioro notable de los ratios de rentabilidad** (ROA y ROE), si bien este último sigue presentando unos valores muy destacados.

**Mejora en el ratio de "margen bruto / ventas"**.

En conjunto, la empresa presenta una evolución económica declinante donde **predominan ciertos aspectos negativos que deberían ser corregidos**, si bien es cierto que la ROE es muy alta, podría haber sido mayor si se hubiera corregido el nivel de créditos a clientes y de existencias en almacenes, así como el volumen relativo de los gastos de explotación respecto del nivel de actividad, esto deriva en un crecimiento relativo de la carga financiera.

Resulta sumamente positiva la evolución de la utilidad bruta respecto de las ventas por cuanto representa una baja relativa de la participación de los costos en las ventas del producto.

## 8 EJERCICIO N ° 4:

Analizar el balance y la cuenta de resultados de la siguiente empresa:

Balance General

(millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>410</b>	<b>560</b>	<b>690</b>
Caja y bancos	50	60	60	40
Créditos	100	175	250	300
Existencias	75	175	250	350
<b>Activo Fijo</b>	<b>300</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	100	110	160	220
Elementos de transporte	75	80	85	90
<b>ACTIVO</b>	<b>525</b>	<b>730</b>	<b>940</b>	<b>1140</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>385</b>	<b>545</b>	<b>635</b>
c/ Bancos	150	225	300	325
c/ Proveedores	75	100	125	150
c/ otros acreedores	50	60	120	160
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>75</b>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>175</b>
c/ Bancos	50	75	125	175
c/ otros acreedores	25	45	0	0
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>330</b>
<b>PASIVO</b>	<b>525</b>	<b>730</b>	<b>940</b>	<b>1140</b>

Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	850	1000	1200	1500
Costo de ventas	-500	-600	-650	-800
Utilidad Bruta	350	400	550	700
Gastos de explotación	-130	-170	-235	-305
Gastos de personal	-70	-90	-110	-140
Otros gastos	-40	-50	-75	-100
Amortizaciones	-20	-30	-50	-65
Utilidad operativa	220	230	315	395
Gastos financieros	-10	-15	-21	-25
Provisiones	-15	-25	-40	-15
Resultado Ordinario	195	190	254	355
Resultado Extraordinario	15	-10	-25	-50
Resultado antes de Impuestos	210	180	229	305
Impuestos a las ganancias	-74	-63	-80	-107
Resultado Neto del Ejercicio	137	117	149	198
Cash – flow	172	172	239	278

**Respuesta:** Comenzamos por calcular los ratios más significativos.

Ratios	1997	1998	1999	2000
Solvencia: Patrimonio neto / Pasivo	33.3%	30.8%	28.7%	28.9%
Endeudamiento Bancario / pasivo	38.1%	41.1%	45.2%	43.9%
Índice de solvencia c/p: A. Corr. / PECorr.	0.82	1.06	1.03	1.09
Índice de Liquidez	0.54	0.61	0.57	0.53
Prueba ácida	0.18	0.16	0.11	0.06
ROA	26.09%	16.03%	15.85%	17.37%
ROE	78.28%	52.00%	55.18%	60.00%
Crecimiento de las ventas	--	17.65%	20.00%	25.00%
Margen sobre ventas (%)	16.12%	11.70%	12.42%	13.20%
Rotación del Patrimonio Neto final (veces/año)	4.86	4.44	4.44	4.54
Rotación del Activo corriente (veces/año)	3.78	2.44	2.14	2.17
Rotación del Activo fijo (veces/año)	2.83	3.13	3.16	3.33
Índice de rotación de Mercaderías (veces/año)	6.66	3.43	2.60	2.29
Plazo de crédito concedido a clientes (días)	43	64	76	73
Gastos de explotación / ventas (%)	15.29%	17.00%	19.58%	20.33%
Utilidad Bruta / ventas (%)	41.18%	40.00%	45.83%	46.66%
Carga Financiera / utilidad neta antes de impuestos	4.76%	8.33%	9.17%	8.20%
Crecimiento beneficioso	--	-14.60%	27.35%	32.89%

En la evolución de esta empresa se observan en:

El aspecto financiero:

**Estructura financiera estable**, los recursos propios se mantienen en el orden del 30% con tendencia negativa.

**Crecimiento importante** se observa en la evolución del cash-flow.

**Cierto empeoramiento en los ratios que miden la liquidez**, lo cual dificulta cumplir los compromisos de corto plazo.

Lo **más negativo** de estas cuentas es un **nivel ajustado de liquidez**, aunque viene presentando una ligera mejoría. La situación se agravaría en un escenario recesivo.

El aspecto económico:

En la evolución de esta empresa se observan una serie de **aspectos muy positivos:**

**Fuerte crecimiento de las ventas**, en el último año se incrementan en un 25%.

**Mejora en el ratio "margen bruto / ventas"**: las ventas aportan cada vez un mayor margen.

El **crecimiento de los beneficios** se va **acelerando**, alcanzando en el último año un incremento nada más y nada menos que del 33%.

Los **ratios de rentabilidad** de la empresa siguen **mejorando**, a pesar de encontrarse ya en niveles muy elevados:

La ROA supera el 17%

La ROE se sitúa en el 60%.

El **porcentaje que representa la cifra del Margen sobre ventas cae muy fuerte en 1998**, aunque luego se recupera vigorosamente.

**Caída fuerte de los beneficios** en 1998, con recuperaciones notables en 1999 y 2000.

En la evolución de esta empresa se observan también una serie de **aspectos negativos:**

**Alargamiento del plazo de cobro de los clientes (de 43 a 73 días)**, lo que lleva un mayor saldo de clientes en balance y por lo tanto, un mayor costo de financiación.

**Aumento del nivel existencias (caída de la rotación de 6.66 a 2.29 veces)** lo cual aumenta el gasto financiero y el riesgo de los negocios.

**Fuerte deterioro en el ratio de eficiencia (del 15% al 20%)**, es decir, los gastos de explotación consumen una parte creciente de las ventas

En **definitiva:**

Esta empresa muestra una buena evolución, con fuertes tasas de crecimiento y mejora en sus niveles de rentabilidad, manteniendo el nivel de otros ratios, aunque **ciertos aspectos negativos no han sido corregidos convenientemente**, por ejemplo no se ha ajustado el nivel de créditos a clientes y de existencias en almacenes, así como el volumen relativo de los gastos de explotación respecto del nivel de actividad, si bien es cierto que la carga financiera se ha estabilizado, la situación financiera de corto plazo resulta muy riesgosa, sobre todo si se espera un escenario recesivo.

Se destaca la evolución de la utilidad bruta respecto de las ventas por cuanto representa una baja relativa de la participación de los costos en las ventas del producto.



## 9 EJERCICIO N ° 5:

Analizar el balance y la cuenta de resultados de la siguiente empresa:

Balance General

(millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>425</b>	<b>600</b>	<b>875</b>
Caja y bancos	50	75	100	125
Créditos	100	175	300	450
Existencias	75	175	200	300
<b>Activo Fijo</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	80	110	160	220
Elementos de transporte	75	80	85	90
<b>ACTIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>385</b>	<b>490</b>	<b>525</b>
c/ Bancos	150	225	300	325
c/ Proveedores	75	100	100	90
c/ otros acreedores	50	60	90	110
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>55</b>	<b>135</b>	<b>220</b>	<b>470</b>
c/ Bancos	50	130	200	400
c/ otros acreedores	5	5	20	70
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>330</b>
<b>PASIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>

Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	780	950	1150	1400
Costo de ventas	-450	-575	-700	-900
Utilidad Bruta	330	375	450	500
Gastos de explotación	-140	-200	-270	-325
Gastos de personal	-70	-90	-130	-175
Otros gastos	-20	-70	-90	-135
Amortizaciones	-50	-40	-50	-15
Utilidad operativa	190	175	180	175
Gastos financieros	-5	-25	-70	-75
Provisiones	-65	-50	-20	0
Resultado Ordinario	120	100	90	100
Resultado Extraordinario	-25	0	40	100
Resultado antes de Impuestos	95	100	130	200
Impuestos a las ganancias	-33	-35	-45	-70
Resultado Neto del Ejercicio	62	65	85	130
Cash – flow	177	155	155	145

**Respuesta:** Comenzamos por calcular los ratios más significativos.

Ratios	1997	1998	1999	2000
Solvencia: Patrimonio neto / Pasivo	34.65%	30.20%	27.55%	24.90%
Endeudamiento Bancario / pasivo	39.60%	47.65%	51.02%	54.72%
Índice de solvencia c/p: A. Corr. / PECorr.	0.82	1.10	1.22	1.66
Índice de Liquidez	0.54	0.65	0.82	1.09
Prueba ácida	0.18	0.19	0.20	0.24
ROA	12.28%	8.72%	8.67%	9.81%
ROE	35.43%	28.89%	31.48%	39.39%
Crecimiento de las ventas	--	8.97%	21.05%	21.74%
Margen sobre ventas (%)	7.95%	6.84%	7.39%	9.29%
Rotación del Patrimonio Neto final (veces/año)	4.46	4.22	4.26	4.24
Rotación del Activo corriente (veces/año)	3.47	2.24	1.92	1.60
Rotación del Activo fijo (veces/año)	2.79	2.97	3.03	3.11
Índice de rotación de Mercaderías (veces/año)	6.00	3.26	3.50	3.00
Plazo de crédito concedido a clientes (días)	47	67	95	117
Gastos de explotación / ventas (%)	17.95%	21.05%	23.48%	23.21%
Utilidad Bruta / ventas (%)	42.31%	39.47%	39.13%	35.71%
Carga Financiera / utilidad neta antes de impuestos	5.26%	25.00%	53.85%	37.50%
Crecimiento beneficio	--	4.84%	30.77%	52.94%

Al analizar estos resultados, lo primero que se podría destacar es el **fuerte ritmo de crecimiento de las ventas**, al tiempo que se dispara la **cifra de beneficio**, con un incremento en el último año del 53%.

Esto conlleva una **fuerte mejoría en los ratios de rentabilidad**, especialmente a nivel de ROE, que sube del 29% en 1999 a más del 39% en el 2000.

Con estos datos **se podría concluir que esta empresa está evolucionando muy positivamente**, pero si se analiza con más detalle la composición de su cuenta de resultados se puede ver como **"no es oro todo lo que reluce"**:

**Margen sobre ventas prácticamente estancado**, ya que aunque las ventas evolucionan bien, su incremento es compensado con un fuerte crecimiento de los gastos de explotación.

Este **estancamiento** se pone nuevamente de manifiesto al analizar la evolución de los **resultados ordinarios**, que lleva 4 años en torno a los 100 millones de pesos.

El mantenimiento de estos resultados ordinarios se consigue gracias a la **fuerte reducción** del importe destinado a **amortizaciones**, así como de las **provisiones**.

Podría ser que estas reducciones respondan a razones objetivas, pero también cabría que **la empresa se haya visto forzada a las mismas**, con el objeto de mantener la cifra de resultados ordinarios.

El **crecimiento en beneficios** se explica exclusivamente por el fuerte incremento de **resultados de carácter extraordinario**, resultados que responden a operaciones puntuales y que puede que no se vuelvan a producir en próximos ejercicios.

Si se analiza la evolución del **cash-flow**, en el que se depura el efecto de las amortizaciones y provisiones, la **evolución** de la empresa es claramente **negativa**.

Otros **ratios** de la empresa también presentan una **evolución preocupante**:

**Fuerte deterioro de la estructura financiera**, con caída del peso de los fondos propios e incremento del endeudamiento bancario.

**El plazo de cobro de clientes crece desmesuradamente**, lo que incide en un fuerte incremento de su costo de financiación.

El ratio de **eficiencia presenta un notable deterioro**, resultado del aumento de los gastos de explotación.

Por último, hay que destacar también el **fuerte incremento de los gastos financieros**.

**Costo de los recursos propios**

En principio, **se podría pensar** que mientras que el **endeudamiento bancario** tiene un **costo** para la empresa, los **fondos propios no tienen costo**.

**Es cierto que en la cuenta de resultados aparece una partida de gastos financieros correspondientes al endeudamiento bancario, pero no aparece ningún costo relacionado con los fondos propios.**

Pero **esta interpretación no es correcta**: la empresa tiene que remunerar a sus accionistas distribuyendo parte del beneficio en forma de **dividendos**.

Como aproximación, **se podría considerar que el costo de los fondos propios es el importe de los dividendos distribuidos**.

**Ejemplo**: Una empresa tiene fondos propios de 100 millones de pesos y destina al pago de dividendos 5 millones. El costo de sus recursos propios será:

Costo de los fondos propios = dividendos / fondos propios (\*)

(\*) Lo correcto sería utilizar como denominador el saldo medio de fondos propios durante todo el ejercicio.

Luego, Costo de los fondos propios =  $5 / 100 = 5,0\%$

Otro aspecto que hay que tener en cuenta es el **ahorro fiscal**:

**El gasto financiero del endeudamiento bancario, en la medida en que disminuye la cifra de Resultados antes de impuestos (cifra sobre la que se calculan los impuestos), conlleva un ahorro fiscal.**

**Los dividendos no disminuyen la cifra de resultados antes de impuestos, ya que se calculan a partir del beneficio neto, por lo que no originan ahorro fiscal.**

Por tanto, a igualdad de costo, **el endeudamiento bancario es más barato que la financiación con recursos propios**.

Veamos un **ejemplo**: Supongamos que una empresa tiene ventas de 100 millones pesos y que en principio no tiene ningún gasto. Esta empresa necesita 300 millones de pesos y se le plantean dos alternativas:

a) Endeudamiento bancario a una tasa del 10%

b) Emitir capital al que remuneraría con dividendos por un importe también del 10% del capital emitido.

Veamos el costo de las dos alternativas

	Opción A	Opción B
Ventas	100	100
Gastos financieros	-30	0
Resultados antes de Impuestos	70	100
Impuestos	-25	-35
Resultado Neto	46	65
Dividendos	0	-30
A Reservas	46	35

(\*) Los impuestos se han calculado como un 35% de la cifra del Resultados antes de impuestos

Con la **alternativa A** (endeudamiento bancario), esta empresa puede destinar un **mayor importe a reservas**.

**El costo de las dos financiaciones ha sido el mismo, en un caso 30 millones de intereses y en el otro 30 millones de dividendos, la diferencia está en que en la opción A, al disminuir la cifra del Resultado antes de impuestos, también disminuye la carga impositiva.**

No obstante, a la hora de elegir entre estas dos fuentes de financiación no es el costo el único factor que cuenta, sino que hay que considerar la **estabilidad de la empresa**:

**El costo financiero es exigible y en caso de no ser atendido puede llevar la empresa a la quiebra.**

El costo de los recursos propios no es exigible, por tanto, en un periodo de dificultades la empresa puede no distribuir dividendos.

## ***10 BENEFICIO POR ACCIÓN (BPA)***

El beneficio por acción (BPA) se calcula:

$BPA = \text{Resultados Netos del ejercicio} / N^{\circ} \text{ de acciones}$

La evolución de este ratio es **más importante para el accionista** que la propia evolución del beneficio neto.

**El beneficio neto puede crecer mucho, pero si igualmente el número de acciones aumenta significativamente, el BPA puede disminuir.**

Veamos un **ejemplo**:

Un accionista tiene 100 acciones de una empresa. El número total de acciones en circulación es de 1.000. La empresa obtiene un beneficio neto de 2.000.000 pesos.

Por tanto, el **BPA** será:

$BPA = 2.000.000 / 1.000 = 2.000 \text{ pesos.}$

Como el accionista posee 100 acciones, el beneficio que le corresponde es de 200.000 pesos. Esto no significa que el accionista vaya a recibir este importe, sino que se trata de un cálculo teórico de la parte del beneficio que le correspondería. Luego la empresa decidirá si reparte dividendos o no, y en que cuantía.

El **año siguiente**, el accionista continúa con sus 100 acciones, pero la empresa ha ampliado capital y el total de títulos en circulación es ahora de 5.000. El beneficio neto de este ejercicio ha sido de 4.000.000 pesos.

Si analizamos el **beneficio**, el **comportamiento** ha sido **muy positivo**, con un crecimiento del 100%.

Pero si calculamos el **BPA** de este ejercicio:

$BPA = 4.000.000 / 5.000 = 800 \text{ pesos.}$

Resulta que **el BPA ha disminuido un 60%**.

El beneficio que le correspondería este año a dicho accionista es de 80.000 pesos, por lo que probablemente no estará demasiado satisfecho con la marcha de la empresa.

**La cotización** en Bolsa de la acción **depende** en gran medida del **BPA**, por lo que la cotización de esta acción caerá estrepitosamente.

**Cuando una empresa amplía capital** tiene que tener en cuenta el **impacto** que va a tener en **BPA**. Las ampliaciones de capital pueden ser:

**Dilutivas**, cuando su impacto en BPA es negativo, como en el ejemplo anterior.

**No dilutivas**, cuando van dirigidas a financiar proyectos de inversión que permiten obtener unos beneficios que mantienen el BPA.

Supongamos que en el **ejemplo** anterior, la ampliación de capital realizada permite incrementar el beneficio hasta 10.000.000 pesos. Por tanto:

$BPA = 10.000.000 / 5.000 = 2.000 \text{ pesos.}$

En este caso la empresa habría conseguido mantener su cifra de BPA.

**La empresa debe ser selectiva a la hora de acometer ampliaciones de capital.** Están justificadas:

**Aquellas necesarias para fortalecer la estructura patrimonial** de una empresa en dificultad (en esta situación lo importante es la supervivencia de la empresa antes que la evolución del BPA).

**Aquellas destinadas a financiar el crecimiento de la empresa** (nuevas inversiones) en la medida en que **su impacto** (a largo plazo) **en BPA no sea negativo.**

Lo importante es la evolución a largo plazo, ya que puede que su impacto en el BPA del 1º año sea negativo (los proyectos de inversión tardan tiempo en ser rentables), pero que a largo plazo sea positivo.

Recordemos que la **ROE** mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios. Se calcula según vimos anteriormente:

## **ROE = Resultados netos del ejercicio / Patrimonio Neto**

Este es **uno de los ratios más seguidos por los inversores** y que influye directamente en la cotización de la acción.

**Lo importante no es únicamente la evolución de los beneficios netos, sino el comportamiento de los ratios de rentabilidad.**

Una empresa puede tener un **fuerte incremento del beneficio** y, al mismo tiempo, una **caída de su ROE**.

Veamos un **ejemplo**:

La empresa *Lampen S.A.* tiene un patrimonio neto de 500 millones pesos y obtiene un beneficio neto de 100 millones pesos.

Por lo tanto, su **ROE** será:

$$\text{ROE} = 100 / 500 = 20\%$$

En el siguiente ejercicio, el beneficio aumenta hasta 140 millones pesos, pero el patrimonio neto, tras una ampliación de capital realizada, se eleva ahora a 1.000 millones pesos.

Por tanto, **el comportamiento en beneficios es muy positivo**, con un crecimiento del 40%.

Pero a nivel de ROE, su valor actual es:

$$\text{ROE} = 140 / 1.000 = 14\%$$

La **ROE ha experimentado una seria caída** y la cotización de la acción de esta sociedad caerá con toda seguridad, por el fuerte deterioro de este ratio, a pesar del crecimiento del 40% de los beneficios.

Cuando se realiza una **ampliación de capital** hay que analizar su **impacto en la ROE**. La regla que se aplica es la siguiente:

**Si la ampliación de capital se dedica a inversiones en las que obtiene una rentabilidad superior a su ROE, el impacto en este ratio es positivo.**

**Por el contrario, si se realizan inversiones con rentabilidades inferiores a su ROE, el impacto es negativo.**

Veamos un **ejemplo**: partiendo del caso anterior (patrimonio neto de 500 millones pesos. y beneficio neto de 100 millones pesos), esta sociedad realiza una ampliación de capital de 200 millones de pesos. Calcular su impacto en la ROE si:

a) **El nuevo importe se destina a financiar una inversión en la que espera obtener una rentabilidad del 10%.**

b) **La rentabilidad de la nueva inversión va a ser del 30%.**

**1ª opción:** La ROE actual de la empresa es del 20%. La nueva inversión aporta un beneficio de 20 millones pesos (10% de la inversión), con lo que el beneficio de la empresa será ahora de 120 millones pesos., mientras que su patrimonio neto se eleva ahora a 700 millones pesos.

$$\text{ROE} = 120 / 700 = 17,1\%$$

La ROE de la empresa cae casi 3 puntos porcentuales, lo que puede afectar muy negativamente a su cotización.

**2ª opción:** La nueva inversión aporta un beneficio de 60 millones pesos (30% de la inversión), con lo que el beneficio de la empresa será ahora de 160 millones pesos., con un patrimonio neto que se eleva a 700 millones pesos.

$$\text{ROE} = 160 / 700 = 22,9\%$$

En todo caso, **lo importante cuando se realiza una ampliación de capital** no es su impacto en la ROE en el primer ejercicio, sino **como va a influir en la evolución a largo plazo de este ratio**.

## ***11 PAY-OUT***

El **Pay-out** indica el porcentaje de los beneficios que la empresa reparte a sus accionistas como dividendos:

$$\text{Pay-out} = \text{Dividendos} * 100 / \text{Resultados Netos del ejercicio}$$

Veamos un **ejemplo**:

La empresa “XULUXSA” obtiene un beneficio neto de 100 millones pesos de los que decide repartir 35 millones pesos como dividendos.

Por tanto, su **Pay-out** será:

$$\text{Pay-out} = 35 / 100 = 35\%$$

**¿Qué porcentaje de pay-out es el adecuado?** No hay una respuesta única, sino que dependerá de la situación de cada empresa:

Una **empresa en plena fase de expansión**, que tiene que acometer importantes inversiones, lo lógico es que su **pay-out** sea **bajo** y retenga la mayor parte del beneficio dentro de la empresa para financiar su crecimiento.

Una **empresa madura**, cuyas inversiones previstas son limitadas, **su pay-out debería ser elevado**, repartiendo a sus accionistas un porcentaje importante de sus beneficios.

**La política de pay-out incide directamente en la cotización.**

Como regla general, el mercado preferirá un **pay-out** elevado, en la medida en que es una remuneración que recibe el accionista.

Pero el mercado sabe distinguir:

Si el motivo de repartir pocos dividendos es la financiación de un interesante plan de expansión, el mercado seguirá apostando por ese valor.

Si el **pay-out** es bajo pero no está clara la política de crecimiento de la empresa, el mercado tenderá a penalizar a ese valor.

Lo que castiga el mercado especialmente es cuando se produce **una caída del pay-out** y no quedan suficientemente explicados los motivos. El mercado podría entender que la empresa está atravesando problemas (serios) de financiación.

La **política de dividendos** también depende de **cómo se comporta el beneficio** de la empresa:

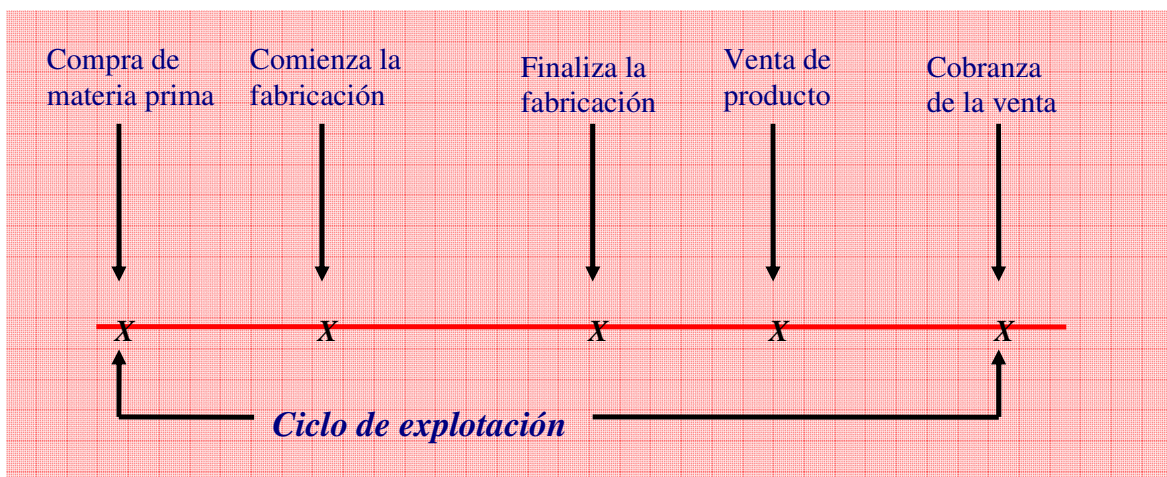
Aquellas **empresas que presentan una evolución estable en beneficios** suelen mantener también una **política de dividendos muy regular**, aumentando ligeramente cada año los dividendos distribuidos en el ejercicio anterior.

Esta es una remuneración esperada por el accionista, por lo que romper esta tendencia supone un hecho inesperado para él, que deja de recibir unos ingresos con los que contaba. De ahí que la empresa deba explicar muy bien los motivos del cambio si no quiere que el mercado le pase factura.

Aquellas otras **empresas cuyos beneficios son más volátiles**, el comportamiento de sus dividendos presenta también fuertes oscilaciones, que el mercado ya tiene asumidas.

## 12 CICLO DE EXPLOTACIÓN

Se denomina **ciclo de explotación**, en una empresa industrial, al tiempo que transcurre desde que la empresa adquiere la materia prima hasta que, una vez transformada en producto final, lo vende y cobra esta venta del cliente.



Durante todo este periodo **la empresa va incurriendo en gastos** (que tendrá que ir pagando), mientras que **los ingresos sólo llegan al final**:

La empresa tiene que ir pagando:

Materia prima

Mano de obra

Energía, agua, electricidad

Publicidad

Otros gastos generales

Gastos financieros

etc.

**Algunos de estos gastos** la empresa no tiene que pagarlos al contado sino que dispone de cierto **plazo** (por ejemplo, al adquirir materia prima los proveedores suelen permitir el pago a plazo).

La necesidad financiera no surge hasta el momento en que efectivamente hay que atender el pago.

**La empresa no recibe ingresos hasta que no cobra del cliente**, por lo que tendrá que disponer de otros recursos financieros para ir atendiendo estos pagos.

Estos recursos financieros constituyen:

**Capital de trabajo o fondo de maniobra**: Recursos a largo plazo que financian activo circulante.

La **duración del ciclo de explotación** varía notablemente de una empresa a otra:

Desde pocos días, por ejemplo, en una empresa comercial que, por tanto, no tiene que fabricar, hasta varios años, por ejemplo, en astilleros de gran envergadura.

Por ello, el **importe del capital de trabajo o fondo de maniobra** va a depender del tipo de **actividad** que realice la empresa.

Para el cálculo del **ciclo de explotación** se pueden utilizar los siguientes ratios:

### **12.1 PLAZO DE INMOVILIZACIÓN DE MATERIA PRIMA:**

Mide el número de días que la materia prima está en el depósito antes de comenzar el proceso de fabricación. Se calcula:

**(Inventario promedio de materia prima (\$) \* 365 (días / año)) / (Costo anual de materias primas (\$/año))**

El inventario promedio de materias primas en almacenes se puede estimar:

**(Inventario de materia prima inicial + Inventario de materia prima final) / 2**

### **12.2 PLAZO MEDIO DE FABRICACIÓN:**

Mide la duración en días del proceso de fabricación. Se calcula:

**(Inventario promedio de productos en proceso (\$) \* 365 (días/año)) / (Costo de la producción terminada durante el ejercicio (\$/año))**

El inventario promedio de productos en proceso se puede estimar:

**(Inventario de producción en proceso al comienzo de ejercicio + Inventario de producción en proceso al cierre de ejercicio) / 2**

### **12.3 PLAZO MEDIO EN ALMACÉN DEL PRODUCTO TERMINADO:**

Número de días que pasa en almacenes el producto terminado antes de ser vendido. Se calcula:

**(Inventario promedio de productos terminados \* 365 (días/año)) / (Costo de las ventas)**

El saldo medio de productos terminados se puede estimar:

**(Inventario de producción terminada al comienzo de ejercicio + Inventario de producción terminada al cierre de ejercicio) / 2**

### **12.4 PLAZO MEDIO DE COBRO:**

Número de días que transcurre desde que el producto es vendido hasta que el cliente paga su compra. Se calcula:

**(Saldo promedio de créditos c/p (\$) \* 365 (días/año)) / (Ventas (\$/año))**

El saldo promedio de créditos c/p se puede estimar:

**(Créditos c/p al comienzo de ejercicio + créditos c/p al cierre de ejercicio) / 2**

Una vez calculados estos ratios, la duración del ciclo de explotación sería:

$\text{Ciclo de explotación} = 7.1 + 7.2 + 7.3 + 7.4$

De este ciclo de explotación se podrían depurar los plazos de créditos que los distintos acreedores conceden a la empresa, siendo uno de los más relevantes el que otorgan los proveedores y que se denomina **plazo medio de pago**.

Plazo medio de pago:

Número de días que transcurre desde que la empresa adquiere la materia prima hasta que paga al proveedor. Se calcula:

**(Saldo medio de proveedores (\$) \* 365 (días/año)) / (Compra de materias primas (\$/año))**

El saldo medio de proveedores se puede estimar:

**(Proveedores al comienzo de ejercicio + Proveedores al cierre de ejercicio) / 2**

Depurando este efecto, el **ciclo de explotación** quedaría:

$\text{Ciclo de explotación} = 7.1 + 7.2 + 7.3 + 7.4 - 7.5$



## 13 EJERCICIO N° 6:

Calcular los **ratios de liquidez** de la empresa Medina S.R.L.

Balance General

(millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>425</b>	<b>600</b>	<b>875</b>
Caja y bancos	50	75	100	125
Créditos	100	175	300	450
Existencias	75	175	200	300
<b>Activo Fijo</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	80	110	160	220
Elementos de transporte	75	80	85	90
<b>ACTIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>385</b>	<b>490</b>	<b>525</b>
c/ Bancos	150	225	300	325
c/ Proveedores	75	100	100	90
c/ otros acreedores	50	60	90	110
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>55</b>	<b>135</b>	<b>220</b>	<b>470</b>
c/ Bancos	50	130	200	400
c/ otros acreedores	5	5	20	70
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>330</b>
<b>PASIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>

Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	780	950	1150	1400
Costo de ventas	-450	-575	-700	-900
Utilidad Bruta	330	375	450	500
Gastos de explotación	-140	-200	-270	-325
Gastos de personal	-70	-90	-130	-175
Otros gastos	-20	-70	-90	-135
Amortizaciones	-50	-40	-50	-15
Utilidad operativa	190	175	180	175
Gastos financieros	-5	-25	-70	-75
Provisiones	-65	-50	-20	0
Resultado antes de impuestos	120	100	90	100
Impuestos a las ganancias	-42	-35	-32	-35
Resultado Neto del Ejercicio	78	65	59	65

Los ratios que miden la liquidez son los siguientes:

	1997	1998	1999	2000
Prueba ácida	18.2%	19.5%	20.4%	23.8%
Índice de liquidez	54.5%	64.9%	81.6%	109.5%
Índice de solvencia c/p	81.8%	110.4%	122.4%	166.7%
N° días de pago	93	115	143	159
Capital de Trabajo	-50	40	110	350

Atención: En el cálculo del **Nº de días de pago** se han considerado sólo gastos erogables, es decir que implican desembolso monetario (costo de las ventas, gastos de personal, otros gastos, gastos financieros e impuestos). Por el contrario, no se han considerado los gastos no erogables que son meros apuntes contables y que no implican salida de dinero (amortizaciones y provisiones).

Lo más destacado de la evolución de esta empresa es la **mejora constante en su nivel de liquidez** en los últimos 3 años.

Partía de una situación delicada, con fondo de maniobra negativo, y ha ido mejorando su posición a lo largo de estos años.

Su nivel actual de liquidez se puede considerar de satisfactorio.

## **14 EJERCICIO Nº 7**

Calcular la duración del **ciclo de explotación** de la empresa Peñalba S.A.:

Balance General

<b>(millones de pesos)</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>390</b>	<b>440</b>	<b>595</b>
Caja y bancos	50	75	100	125
Créditos	100	140	140	170
Existencias	75	175	200	300
- materia prima	15	30	60	100
- Prod. En Proceso	40	60	100	140
- Prod. terminada	20	85	40	60
<b>Activo Fijo</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	80	110	160	220
Elementos de transporte	75	80	85	90
<b>ACTIVO</b>	<b>505</b>	<b>710</b>	<b>820</b>	<b>1045</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>385</b>	<b>490</b>	<b>525</b>
c/ Bancos	150	225	300	325
c/ Proveedores	75	100	100	90
c/ otros acreedores	50	60	90	110
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>55</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	<b>190</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>330</b>
<b>PASIVO</b>	<b>505</b>	<b>710</b>	<b>820</b>	<b>1045</b>

### Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	780	950	1150	1400
Costo de ventas	-450	-575	-700	-900
Utilidad Bruta	330	375	450	500
Gastos de explotación	-140	-200	-270	-325
Gastos de personal	-70	-90	-130	-175
Otros gastos	-20	-70	-90	-135
Amortizaciones	-50	-40	-50	-15
Utilidad operativa	190	175	180	175
Gastos financieros	-5	-25	-70	-75
Provisiones	-65	-50	-20	0
Resultado antes de impuestos	120	100	90	100
Impuestos a las ganancias	-42	-35	-32	-35
Resultado Neto del Ejercicio	78	65	59	65

Otros datos que necesitamos son:

	1997	1998	1999	2000
Compra de materias primas	400	395	518	670
Costo de materias primas	300	380	488	630
Costo de la producción terminada	400	510	745	880

Ya podemos calcular la duración del **ciclo de explotación** (nº de días):

	1997	1998	1999	2000
Plazo promedio de inmovilización de materias primas	-	22	34	46
Plazo promedio de fabricación	-	36	39	50
Plazo promedio de inmovilización de productos terminados	-	33	33	20
Plazo promedio cobranzas	-	56	54	49
Plazo medio de pagos	-	46	44	41
Ciclo de explotación	-	101	116	124

Se puede comprobar el **deterioro** que viene sufriendo en los dos últimos años el **ciclo de explotación**, que se explica por:

Alargamiento del plazo medio de la materia prima en almacén, del plazo medio de fabricación, así como por acortamiento del aplazamiento del pago que conceden los proveedores.

Los únicos ratios que evolucionan correctamente son el plazo medio de productos terminados y el plazo medio de cobro de clientes.

El creciente plazo que transcurre entre los pagos que realiza la empresa y el cobro de sus ventas le exigirá disponer de un **mayor capital de trabajo** para financiar este desfase entre ingresos y gastos.

El mayor capital de trabajo generará un mayor costo de financiación.

## 15 ESTRUCTURA DEL PASIVO

La **estructura del pasivo** de una empresa, a pesar de la flexibilidad que puede presentar, debe cumplir una serie de reglas básicas:

El **pasivo a largo plazo** (ya sea fondos propios, o bien pasivo exigible) debe **financiar** en su totalidad el **activo fijo** de la empresa.

Una **situación muy peligrosa es financiar inversiones en activo fijo con recursos a corto plazo**. Estos recursos habrá que devolverlos en el corto plazo y puede que la empresa no disponga de liquidez suficiente.

Además, el **pasivo a largo plazo** también debe de **financiar parte del activo circulante** (capital de trabajo), de esta manera, **la liquidez** con la que la empresa puede contar en el **corto plazo** (activo circulante o corriente) es **superior a las deudas** con vencimiento en el **corto plazo**, evitando problemas de liquidez.

	<b>Empresa Bernardez</b>	Estructura financiera correcta		<b>Empresa Aguirre</b>	Estructura financiera incorrecta	
	<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>		<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>	
	Activo Corriente	Pasivo Exigible c/p		Activo Corriente	Pasivo Exigible c/p	
<b>Capital de trabajo positivo</b>		Pasivo Exigible l/p +				<b>Capital de trabajo Negativo</b>
	Activo Fijo	Patrimonio neto		Activo Fijo	Pasivo Exigible l/p + Patrimonio Neto	

La empresa debe contar con una estructura equilibrada entre fondos propios y pasivo exigible.

**No existe una distribución óptima** idéntica para cualquier empresa. La decisión entre que porcentaje del pasivo deben ser recursos propios y que parte exigible va a depender:

De los medios con los que cuentan los accionistas, salvo que no les importe dar entrada en el capital a nuevos accionistas, lo que implica la pérdida de parte del control de la empresa.

De la elección que haga la empresa entre solvencia y rentabilidad. En principio:

Mientras **mayor** es el volumen de **fondos propios**, **mayor** es la **solvencia** de la empresa, pero **menor** es su **rentabilidad** (medida en términos de la ROE = beneficios / fondos propios medios).

Mientras **mayor** es el **endeudamiento** **menor** es la **solvencia**, pero **mayor** puede ser su **rentabilidad**.

### 15.1 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO FINANCIERO

La empresa **sólo debe recurrir al endeudamiento financiero** cuando su **apalancamiento sea positivo**, es decir, el costo de los recursos ajenos sea inferior a la rentabilidad que obtiene de los mismos, pero por supuesto, también podrá (tendrá) que recurrir al endeudamiento cuando no le

quede más remedio, en aquellos casos en que necesite fondos adicionales para poder seguir funcionando y los accionistas no puedan (o no quieran) invertir más dinero en la empresa.

El incremento del endeudamiento bancario lleva:

**Al Incremento del riesgo de la empresa:** la carga financiera que tendrá que ir pagando será mayor, por lo que si los ingresos no evolucionan correctamente, la empresa puede tener problemas para atender estos pagos.

**Al aumento de las tasas de interés que exijan los bancos por la financiación concedida,** haciendo la carga financiera aún más gravosa para la empresa.

**A la dependencia casi exclusiva de los bancos.** Hay que recordar que las entidades financieras suelen estar muy dispuestas a conceder créditos cuando la empresa va bien, pero cuando ésta va mal (que es precisamente cuando más necesidad suele tener de esta financiación) las entidades financieras suelen "desparecer".

## 15.2 NIVEL DE FONDOS PROPIOS

Los **fondos propios** permiten a la empresa contar con un "colchón de seguridad" con el que poder absorber pérdidas que pudieran producirse, garantizando su supervivencia.

El **nivel de fondos propios debe ser el adecuado:** ni muy reducido (que debilite la estructura financiera de la empresa), ni excesivo, ya que, según hemos comentado, puede penalizar la rentabilidad.

Además, un nivel de fondos propios suficiente es un **requisito** necesario que van a **exigir las entidades financieras** para conceder financiación a la empresa.

## 15.3 COSTO DEL PASIVO

Cuando se calcula el **costo del pasivo** de una empresa hay que distinguir entre **pasivo exigible** y **fondos propios**.

**El costo del pasivo será la media ponderada entre el costo de estas dos fuentes de financiación.**

### 15.3.1 COSTO DEL PASIVO EXIGIBLE

Vamos a analizar aquí el **costo de la financiación bancaria**, que es uno de los pasivos exigibles más importantes de cualquier empresa. El resto de recursos exigibles tiene un tratamiento similar.

En la medida que la empresa obtenga beneficios, el costo de la financiación bancaria será:

Tasa real pasivo exigible (%) = tasa de interés dirigida (%) \* (100 (%) – tasa de Impuesto a las ganancias (%))

**Ejemplo:** Una empresa tiene concedido un crédito al 7%. El saldo medio dispuesto durante el ejercicio ha ascendido a 10 millones pesos.

**Si se considera una tasa del 35% para impuesto a las ganancias**

Tasa real pasivo exigible =  $7\%(100\% - 35\%) = 7\% * 65\% = 4.55\%$

**Intereses pagados =  $10.000.000 * 0.0455 = 455.000\$$**

O lo que es lo mismo:

Los **intereses** se calculan aplicando la tasa de interés dirigida al saldo medio dispuesto del crédito.

Los **impuestos a las ganancias** se restan porque al ser los intereses un gasto deducible implican una **menor base imponible** y, por tanto, una **menor carga impositiva**.

Intereses =  $7\% * 10.000.000 = 700.000$  pesos.

Impuestos =  $35\% * 700.000 = 245.000$  pesos.

Costo del endeudamiento bancario =  $700.000 - 245.000 = 455.000$

Tasa real de pasivo exigible =  $455.000 / 10.000.000 = 4,55\%$

### 15.3.2 COSTO DE LOS FONDOS PROPIOS

Los **fondos propios** tienen un costo para la empresa equivalente a los **dividendos** con los que retribuye a sus accionistas.

Costo fondos propios = Dividendos / Fondos Propios Medios

**Los dividendos no son un gasto deducible**, por lo que no se produce el ahorro de impuestos que hemos visto en el caso del endeudamiento bancario.

**Ejemplo:** La empresa del ejemplo anterior dispone de unos fondos propios medios de 20 millones pesos y distribuye en este ejercicio dividendos por importe de 2 millones pesos.

**Costo fondos propios** =  $2.000.000 / 20.000.000 = 10\%$

#### c) Costo del pasivo

Se calcula como **suma ponderada** de las distintas fuentes de financiación consideradas.

En el ejemplo que estamos analizando tan sólo hemos analizado dos (endeudamiento bancario y fondos propios), pero si hubiera otras el tratamiento sería similar.

La **ponderación** se realiza de la siguiente manera:

Fuentes de financiación	Saldo medio	% s / Total	Costo	Costo Ponderado
		(a)	(b)	(a) * (b)
Endeudamiento bancario	10.000.000	33.3%	4.55%	1.52%
Fondos propios	20.000.000	66.7%	10.00%	6.67%
<b>Total</b>	<b>30.000.000</b>			<b>8.18%</b>

Por lo tanto, el costo del pasivo es del 8,18%.

Esta empresa únicamente podrá asumir proyectos de inversión de los que pueda obtener un rendimiento superior a este 8,18% si desea bajar el costo del pasivo

## 16 EJERCICIO N° 8

Analizar la estructura financiera de la **Empresa Cáceres S.A.:**

Balance General

(millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
<b>Activo circulante o corriente</b>	<b>225</b>	<b>425</b>	<b>600</b>	<b>875</b>
Caja y bancos	50	75	100	125
Créditos	100	175	300	450
Existencias	75	175	200	300
<b>Activo Fijo</b>	<b>280</b>	<b>320</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
Inmuebles	125	130	135	140
Maquinarias	80	110	160	220
Elementos de transporte	75	80	85	90
<b>ACTIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>
<b>Pasivo Exigible a corto plazo</b>	<b>275</b>	<b>385</b>	<b>490</b>	<b>525</b>
c/ Bancos	150	225	300	325
c/ Proveedores	75	100	100	90
c/ otros acreedores	50	60	90	110
<b>Pasivo exigible a largo plazo</b>	<b>55</b>	<b>135</b>	<b>220</b>	<b>470</b>
c/ Bancos	50	130	200	400
c/ otros acreedores	5	5	20	70
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>270</b>	<b>330</b>
<b>PASIVO</b>	<b>505</b>	<b>745</b>	<b>980</b>	<b>1325</b>

### Cuadro de resultados

(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	780	950	1150	1400
Costo de ventas	-450	-575	-700	-900
Utilidad Bruta	330	375	450	500
Gastos de explotación	-140	-180	-250	-300
Utilidad operativa	190	195	200	200
Gastos financieros	-10	-28	-50	-94
Provisiones	-40	-45	-35	-40
Resultado antes de impuestos	140	122	115	66
Impuestos a las ganancias	-49	-43	-40	-23
Resultado Neto del Ejercicio	91	79	75	43

### Otros datos de interés:

	1997	1998	1999	2000
Patrimonio Neto promedio	150	200	248	300
Nº de acciones	1.000.000	1.200.000	1.200.000	1.300.000

**Solución:** Con la información disponible calculamos los siguientes **ratios** que nos permiten tener una visión de la situación actual de su estructura financiera, así como de su evolución en los últimos años:

#### Ratios

	1997	1998	1999	2000
Pasivo a l/p sobre activo fijo = ((P. Neto + P. Exig. l/p) / Activo fijo)	82.14%	112.50%	128.95%	177.78%
Capital de trabajo = (Act. Corr. - P.E.Corr.) (Millones de \$)	-50	40	110	350
Patrimonio Neto / pasivo	34.7%	30.2%	27.6%	24.9%
Endeudamiento bancario / Pasivo	39.6%	47.7%	51.0%	54.7%
Gastos financieros / utilidad operativa	5.3%	14.6%	25.0%	47.1%
ROE (sobre patrimonio promedio)	60.7%	39.5%	30.2%	14.2%
BPA (\$)	91	66	62	33
Variación de BPA	-	-27.6%	-5.4%	-47.2%
Variación del Resultado Neto del ejercicio	-	-13.1%	-5.4%	-42.8%

#### Podemos **destacar:**

El aspecto **más positivo** es el que el **pasivo a largo plazo** es cada vez **mayor que el activo fijo**, lo que se traduce en un **capital de trabajo positivo y creciente**.

La empresa dispone de una **cómoda situación de liquidez**, ya que una parte cada vez más significativa del activo circulante se financia con pasivo a largo plazo.

No obstante, habría que **analizar la composición del activo circulante**: no es lo mismo que esté constituido por disponible o por deudas de clientes solventes, a que esté formado por existencias de productos de difícil venta.

Sin embargo, **el peso de los fondos propios dentro del pasivo es cada vez menor**: en tan sólo 3 años su peso ha disminuido en casi 10 puntos porcentuales.

Esto se traduce en un **creciente peso del endeudamiento financiero**: su peso en el pasivo está creciendo significativamente: del 40% en el 97, a cerca del 55% en el 2000.

Como resultado de ello, **los gastos financieros aumentan considerablemente**:

En 1997 absorbían el 5% del margen de explotación, mientras que en el último ejercicio representan nada menos que el 47%: **casi la mitad del margen de explotación** lo tiene que dedicar la empresa a **pagar intereses**.

Esto lleva a un **deterioro de los ratios de rentabilidad** (ROE y BPA): mientras que el margen de explotación está estabilizado, el fuerte crecimiento de los intereses hace caer la cifra de beneficio.

En definitiva, la **empresa Cáceres S.A.** presenta una **buena relación entre pasivo a largo plazo y pasivo a corto plazo**.

El **problema** radica en que está financiando su **crecimiento** básicamente con **endeudamiento bancario**, con un recurso muy limitado a fondos propios, lo que está afectando severamente a su cuenta de resultados.

Esta empresa debería realizar una **ampliación de capital**, con la que reducir parte de su endeudamiento bancario y **equilibrar su estructura financiera**.



## 17 EJERCICIO N° 9

Comparar la estructura financiera de las siguientes empresas:

Balance General

BALANCE GENERAL	Empresa Pérez		Empresa Martínez	
	1999	2000	1999	2000
Capital circulante	400	475	400	475
Activo Fijo	300	325	300	325
<b>ACTIVO</b>	<b>700</b>	<b>800</b>	<b>700</b>	<b>800</b>
Pasivo exigible a corto plazo	175	285	275	435
-bancos a c/plazo	50	125	150	275
- Otros	125	160	125	160
Pasivo exigible a largo plazo	225	115	325	240
-bancos a l/plazo	50	50	150	175
- Otros	175	65	175	165
Patrimonio Neto	300	400	100	125
<b>PASIVO</b>	<b>700</b>	<b>800</b>	<b>700</b>	<b>800</b>

Cuadro de Resultados

	Empresa Pérez		Empresa Martínez	
	1999	2000	1999	2000
+ Ventas	300	350	300	350
- Costo de ventas	-60	-70	-60	-70
<b>Utilidad Bruta</b>	240	280	240	280
- Gastos Generales de explotación	-108	-126	-108	-126
<b>Utilidad operativa</b>	132	154	132	154
- Gastos financieros	-10	-26	-36	-90
- Provisiones	-40	-45	-40	-45
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	82	83	56	19
-Impuesto a las ganancias	-29	-29	-20	-7
<b>Resultado del ejercicio</b>	+53	+ 54	36	12
<b>Dividendos (10% Patrimonio Neto Promedio)</b>	30	35	10	11

Otros datos de interés:

	Empresa Pérez		Empresa Martínez	
	1999	2000	1999	2000
Activos medios	700	750	700	750
Patrimonio Neto Promedio	300	350	100	113
N° de acciones	3.000	4.000	1.000	1.000

**Solución:** Con la información disponible calculamos los siguientes **ratios**:

	1997	1998	1999	2000
Rentabilidad del activo	8.5%	9.4%	7.8%	9.4%
Costo de financiación bancaria	6.5%	9.8%	7.8%	13.0%
Apalancamiento	POSITIVO	NEGATIVO	POSITIVO	NEGATIVO
Costo del patrimonio Neto	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Endeudamiento bancario / pasivo (%)	14.3%	21.9%	42.9%	56.3%
Patrimonio Neto / pasivo (%)	42.9%	50.0%	14.3%	15.6%
Costo del pasivo	8.4%	9.1%	5.8%	9.5%
BPA (pesos)	17.767	13.447	36.400	9.880
ROE (%)	17.8	15.4	36.4	11.0

(\*) Rentabilidad del Activo: se ha calculado antes de intereses y después de impuestos: (margen de explotación - provisiones) \* 0,65 / Activos totales medios.

(\*\*) Costo financiero: se ha deducido el ahorro fiscal: costo financiero \* 0,65.

Podemos **destacar**:

**La estructura financiera de estas dos empresas es muy diferente:** la Empresa Pérez utiliza en gran medida recursos propios, mientras que la Empresa Martínez se financia fundamentalmente con endeudamiento bancario.

El mayor apalancamiento de la Empresa Martínez supone **un mayor nivel de riesgo**, que lleva a los bancos a **encarecer el costo de sus créditos**.

En ambos casos, **el apalancamiento es positivo en el ejercicio 99** (costo del endeudamiento inferior al rendimiento del Activo), pero **este apalancamiento se hace negativo en el ejercicio 2000**.

Esto se debe al **encarecimiento** en ambas empresas del **endeudamiento bancario**.

**En el ejercicio 99, el costo de los fondos propios es superior al del endeudamiento bancario**, debido al ahorro fiscal de este último (es un gasto deducible).

Por ello, la **Empresa Pérez**, que recurre en mayor medida a fondos propios, tiene un **costo del Pasivo superior**.

En el **ejercicio 2000** la situación es distinta en ambas empresas:

En la **Empresa Pérez** el costo de los fondos propios sigue siendo más elevado.

En la **Empresa Martínez** el endeudamiento ha llegado a unos niveles tan elevados que ha llevado a la banca a encarecer sustancialmente el costo de sus créditos, haciendo que esta fuente de financiación sea ahora la más cara.

En ambos casos, **el encarecimiento del endeudamiento bancario** es el responsable de la caída de los beneficios en el ejercicio 2000.

**Este encarecimiento ha sido muy superior en la Empresa Martínez**, lo que ha hecho que la caída de su beneficio haya sido mucho más intensa.

En definitiva, vemos como **la empresa más apalancada** (Empresa Martínez) estaba obteniendo unas **rentabilidades superiores** (ROE y BPA).

Pero este **apalancamiento** ha llegado a unos niveles que ha disparado el riesgo de esta empresa, lo que ha llevado a la **banca a encarecer el costo de su financiación**, con un efecto muy negativo en resultados.

**El apalancamiento financiero contribuye a incrementar la rentabilidad de una empresa, pero si este apalancamiento se hace excesivo termina por disparar el costo del endeudamiento bancario.**

## 18 ANÁLISIS DEL CUADRO DE RESULTADOS

+ Ventas
- Costo de ventas
<b>Utilidad Bruta</b>
- Gastos Generales de explotación <ul style="list-style-type: none"><li>- Gastos de personal</li><li>- Alquileres</li><li>- Gastos informáticos</li><li>- Servicios (luz, agua corriente, gas, etc.)</li><li>- Amortizaciones</li><li>- Otros gastos</li></ul>
<b>Utilidad operativa</b>
+ Ingresos financieros
- Gastos financieros
- Imputación de provisiones
<b>Utilidad operativa ordinaria</b>
+ Ingresos extraordinarios
-Gastos extraordinarios
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>
-Impuesto a las ganancias
<b>Resultado Neto del ejercicio</b>

Cuando se **analiza un cuadro de resultados** hay que tratar de hacer una serie de determinaciones, para sacar conclusiones respecto del comportamiento de las variables económicas, se destacan las siguientes:

### 18.1 VENTAS

Determinar:

Cómo vienen creciendo en los últimos años, si se van acelerando o por el contrario, tienden a un cierto estancamiento.

Cómo crecen respecto del conjunto del sector, lo que se traduce en ganancia o pérdida de cuota de mercado.

Si están concentradas en pocos productos, o por el contrario están diversificadas.

Cuál es su distribución por mercados geográficos, cómo evolucionan en aquellos mercados que resultan más interesantes para la empresa.

Calcular:

El ratio "ventas / empleado" y ver cómo evoluciona en el tiempo

## **18.2 UTILIDAD BRUTA**

Calcular:

El ratio "Utilidad bruta / ventas": si va aumentando indica que las ventas de la empresa dejan un margen cada vez mayor

## **18.3 GASTOS DE PERSONAL**

Determinar:

Ritmo de crecimiento: mayor o menor que el de años anteriores.

Cómo evoluciona el ratio "gastos / empleado".

## **18.4 RESTO DE LAS PARTIDAS DE GASTOS**

Determinar:

El ritmo de crecimiento

El ratio "resto de gastos / ventas", y ver como evoluciona.

## **18.5 AMORTIZACIONES**

Calcular:

El ratio "amortizaciones / activos fijos" que nos permite ver si la empresa sigue realizando el mismo esfuerzo de amortización o si, por el contrario, ha reducido sus amortizaciones con vistas a dar mayores beneficios.

## **18.6 UTILIDAD OPERATIVA**

Cómo evoluciona ¿crece, más o menos que en años anteriores?

Calcular el ratio "utilidad operativa / ventas" y ver como evoluciona en el tiempo.

## **18.7 GASTOS DE FINANCIACIÓN**

Calcular el peso de los gastos financieros sobre las ventas (se trata de ver que porcentaje de los ingresos tiene que dedicar la empresa a atender el costo de su endeudamiento).

Ver cómo evoluciona este ratio

## **18.8 PROVISIONES**

Cómo vienen evolucionando en el tiempo.

Analizar la naturaleza de estas provisiones (que tipo de pérdidas están anticipando). Si cubren el posible impago de clientes, se puede calcular el ratio "provisiones / clientes dudosos" y ver si la empresa mantiene el mismo ritmo de saneamiento de su saldo de clientes en dificultad, o si ha podido reducir este saneamiento al objeto de dar un mayor resultado.

## **18.9 RESULTADOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS**

Cómo vienen evolucionando en los últimos años.

Calcular el ratio "resultados operativos ordinarios / ventas" y ver cómo se viene comportando en los últimos ejercicios.

## **18.10 *IMPUESTOS***

Calcular el ratio "Impuestos / resultados antes de impuestos" para ver si la empresa sigue manteniendo la misma presión impositiva de años anteriores, o si está ha podido variar.

## **18.11 *RESULTADOS NETOS***

Cómo vienen evolucionando en los últimos años.

Calcular el ratio "Resultados Netos del Ejercicio / empleados" y ver cómo evoluciona.

Este ratio nos puede indicar si la plantilla está ajustada o, si por el contrario, se encuentra sobredimensionada.

## 19 EJERCICIO N° 10

Analizar la **evolución de la cuenta de resultados** de la Empresa Elkron S.A.:

Cuadro de resultados

<b>Empresa: Elkron S.A.</b>				
(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	1.260	1.500	1.760	2.040
-Producto A	300	400	500	600
-Producto B	600	600	600	600
-Producto C	360	500	660	840
Costo de ventas	-571	-708	-857	-1.019
-Producto A	-150	-200	-250	-300
-Producto B	-198	-198	-198	-198
-Producto C	-223	-310	-409	-521
Utilidad Bruta	689	792	903	1.021
Gastos de explotación	-359	-477	-588	-725
-Personal	-225	-297	-356	-428
-Alquileres	-100	-125	-150	-175
-Otros	-34	-55	-81	-123
Utilidad operativa	329	315	315	296
Gastos financieros	-63	-75	-70	-61
Provisiones	-63	-105	-176	-245
Resultado antes de impuestos	203	135	69	-10
Impuestos a las ganancias	-71	-47	-24	4
Resultado Neto del Ejercicio	132	87	45	-6

Otro dato de interés

	1997	1998	1999	2000
<b>N° de empleados</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>86</b>

Respuesta:

Comenzamos por analizar los **crecimientos** de las líneas principales de la cuenta de resultados:

	1997	1998	1999	2000
Ventas	---	19.0%	17.3%	15.9%
Costo de las Ventas	---	23.9%	21.1%	18.9%
Utilidad Bruta	---	15.0%	14.0%	13.1%
Gastos de explotación	---	32.8%	23.1%	23.4%
Utilidad operativa	---	-4.5%	0.2%	-6.1%
Resultado Neto del Ejercicio	---	-33.8%	-48.9%	-114.6%

Se puede **destacar**:

**Las ventas crecen a un buen ritmo**, si bien muestran una cierta desaceleración.

Lo más significativo es que el **mayor crecimiento de las distintas partidas de gastos** (costo de las ventas y gastos de explotación) ocasiona un fuerte deterioro en resultados que lleva a esta empresa a entrar en pérdidas.

Si analizamos la **composición de las ventas** se observa el creciente peso que sobre el total de la cifra de negocio va teniendo el **Producto C**:

% Ventas de cada producto / Total de ventas

	1997	1998	1999	2000
-Producto A	23.8%	26.7%	28.4%	29.4%
-Producto B	47.5%	40.0%	34.1%	29.4%
-Producto C	28.6%	33.3%	37.5%	41.2%

El **Producto C** es precisamente el que tiene un **margen más bajo**:

%Utilidad bruta / Ventas (por producto y total)

	1997	1998	1999	2000
-Producto A	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
-Producto B	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
-Producto C	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
Utilidad Bruta/ Ventas	54.7%	52.8%	51.3%	50.1%

Ello explica el **deterioro** que sufre el ratio "**Utilidad Bruta / Ventas**":

**Aunque crece la facturación, el margen que obtiene la empresa de estas ventas es cada vez menor.**

Por otra parte, se puede ver como **los gastos van absorbiendo un porcentaje creciente de los ingresos** de la empresa.

%Gastos de explotación / Ventas

	1997	1998	1999	2000
Personal	-17.9%	-19.8%	-20.3%	-21.0%
Alquileres	-7.9%	-8.3%	-8.5%	-8.5%
Otros	-2.7%	-3.7%	-4.6%	-6.0%
Gastos de explotación / Ventas	-28.5%	-31.8%	-33.4%	-35.6%

El **creciente peso de los gastos de personal** responde a que la plantilla de la empresa está creciendo a un ritmo superior al incremento de la cifra de ventas.

Esto se refleja en el **deterioro** que presenta el ratio "**Ventas / Empleado**".

	1997	1998	1999	2000
Δ% Empleados	---	20.0%	20.0%	20.0%
Ventas / Empleados (millones de pesos)	25.2	25.0	24.4	23.6

De los otros dos conceptos de gastos que hemos diferenciado:

Los gastos financieros evolucionan bien, ya que su peso sobre la cifra de ventas se va reduciendo ligeramente.

Lo contrario ocurre con la partida de provisiones. Esta partida se dota para cubrir las posibles pérdidas que pueda sufrir la empresa por clientes de dudoso cobro. El porcentaje que representa sobre la cifra de ventas es cada vez mayor.

Ello indica que el crecimiento de la cifra de negocio lo está consiguiendo esta empresa, en parte, a base de vender a clientes cada vez de menor solvencia.

% Gastos financieros s/ Venta

	1997	1998	1999	2000
Gastos financieros	-5.0%	-5.0%	-4.0%	-3.0%
Provisiones	-5.0%	-7.0%	-10.0%	-12.0%

En definitiva:

La Empresa Elkron S.A. tiene un serio problema de gastos que la indujo a obtener pérdidas.



## 20 EJERCICIO N° 11

Analizar la **evolución de la cuenta de resultados** de la Empresa Don Osvaldo S.A.:

Cuadro de resultados

<b>Empresa: Don Osvaldo S.A.</b>				
(Millones de pesos)	1997	1998	1999	2000
Ventas	1.175	1.200	1.197	1.185
-Producto A	1.000	1.000	950	850
-Producto B	100	110	121	133
-Producto C	75	90	126	202
Costo de ventas	-819	-827	-802	-747
-Producto A	-750	-750	-713	-638
-Producto B	-55	-61	-67	-73
-Producto C	-14	-16	-23	-36
Utilidad Bruta	357	373	395	438
Gastos de explotación	-255	-265	-270	-277
-Personal	-225	-225	-225	-225
-Alquileres	-25	-30	-35	-40
-Otros	-5	-10	-10	-12
Utilidad operativa	102	108	125	161
Gastos financieros	-30	-56	-88	-135
Provisiones	-35	-15	0	0
Resultado antes de impuestos	11	32	42	41
Impuestos a las ganancias	-4	-11	-15	-14
Resultado Neto del Ejercicio	7	21	27	26

Otros datos de interés

	1997	1998	1999	2000
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>170</b>	<b>180</b>
<b>Crédito Bancario</b>	<b>500</b>	<b>800</b>	<b>1.100</b>	<b>1.500</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>2.000</b>	<b>2.300</b>	<b>2.600</b>	<b>3.000</b>
<b>N° de empleados</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>

Respuesta:

Comenzamos por calcular los **crecimientos** de las líneas principales de la cuenta de resultados:

	1997	1998	1999	2000
Ventas	---	2.1%	-0.2%	-1.0%
Costo de las Ventas	---	1.0%	-3.0%	-6.8%
Utilidad Bruta	---	4.7%	5.9%	10.7%
Gastos de explotación	---	3.9%	1.9%	2.6%
Utilidad operativa	---	6.7%	15.7%	28.3%
Resultado Ordinario	---	2.9%	-0.1%	-31.0%
Resultado Neto del Ejercicio	---	187%	30.9%	-3.7%

Se puede **destacar**:

Las ventas están totalmente estancadas, si bien el margen bruto y el margen de explotación crecen, especialmente éste último. Esto es debido a que los costos crecen menos que los ingresos.

Vamos a analizar cómo evolucionan las ventas de los distintos productos:

Evolución de las ventas por producto

	1997	1998	1999	2000
-Producto A	---	0.0%	-5.0%	-10.5%
-Producto B	---	10.0%	10.0%	10.0%
-Producto C	---	20.0%	40.0%	60.0%

La evolución de los tres productos es muy diferente:

Las ventas del producto A están cayendo.

Las ventas del producto B crecen a un ritmo moderado.

Las ventas del producto C se están acelerando.

Esto queda reflejado en el **peso creciente** del **Producto C** en las ventas totales de la empresa.

% Ventas de cada producto / Total de ventas

	1997	1998	1999	2000
-Producto A	85.1%	83.3%	79.4%	71.7%
-Producto B	8.5%	9.2%	10.1%	11.2%
-Producto C	6.4%	7.5%	10.5%	17.0%

Analicemos ahora el **margen bruto** que obtiene la empresa de cada producto:

%Utilidad Bruta / Ventas (por producto y total)

	1997	1998	1999	2000
-Producto A	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
-Producto B	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
-Producto C	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
Utilidad Bruta/ Ventas	30.3%	31.1%	33.0%	36.9%

Resulta que el producto donde la Empresa Don Osvaldo S.A. obtiene el **mayor margen** es el **producto C**, precisamente el que más está creciendo.

Esto explica la positiva evolución del margen bruto, ya que aunque las ventas están estancadas, las del producto C crecen, aportando un mayor margen.

A continuación, estudiamos el comportamiento de los **gastos de explotación**, calculando el peso de cada componente sobre el volumen de facturación.

%Gastos de explotación / Ventas

	1997	1998	1999	2000
Personal	-19.1%	-18.8%	-18.8%	-19.0%
Alquileres	-2.1%	-2.5%	-2.9%	-3.4%
Otros	-0.4%	-0.8%	-0.8%	-1.0%
Gastos de explotación / Ventas	-21.7%	-22.1%	-22.6%	-23.4%

Aunque los **gastos** se deterioran ligeramente, representando un porcentaje creciente de las ventas, al **crecer menos que el margen bruto** contribuyen al fuerte **incremento del margen de explotación.**

En definitiva:

La parte alta del Cuadro de Resultados evoluciona bien gracias a la sustitución de productos de bajo margen por otro de mayor margen, así como por la moderación de los gastos.

Si analizamos la **parte baja de la cascada**, destaca el **fuerte incremento de los gastos financieros.**

%Gastos financieros s/ Venta

	1997	1998	1999	2000
Gastos financieros	-2.6%	-4.7%	-7.4%	-11.4%
Provisiones	-3.0%	-1.3%	0.0%	0.0%

Este elevado crecimiento se explica por el **rápido aumento del endeudamiento bancario:**

Esta empresa está financiando todo el crecimiento de su balance acudiendo al endeudamiento bancario, sin apenas incrementar sus fondos propios.

La Empresa Don Osvado S.A. está tratando de **compensar estos mayores gastos financieros realizando menos provisiones**, en definitiva, dejando de cubrir posibles riesgos futuros.

De esta manera trata de evitar a toda costa que su cifra de resultados recoja todo el deterioro originado por los crecientes gastos financieros.

Por último, el crecimiento del Resultado antes de impuesto se beneficia de un **mejor comportamiento de partidas de carácter extraordinario**, si bien, estos ingresos no son recurrentes y no son indicativos de la capacidad real que tiene esta empresa de generar beneficios.

En definitiva:

Mientras que la parte alta de la cuenta de resultados evoluciona bien, la parte baja se ve enormemente afectada por unos gastos financieros descontrolados.

Esta empresa no puede continuar financiando su crecimiento a base de endeudamiento bancario, sino que se ve obligada a fortalecer sus fondos propios para reducir la carga financiera que tanto daño le está haciendo.