

Tema 10.

ANÁLISIS FINANCIERO Y ECONÓMICO DE LA EMPRESA

10.1 La interpretación de las cuentas anuales

Los estados financieros son documentos tipo, en donde se recogen de una forma ordenada un conjunto de datos sobre la empresa, con el fin de facilitar el conocimiento de la composición y actividad de esta. Estos datos se derivan de la información recogida por la contabilidad de la empresa. Los estados financieros más importantes son el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias. Aunque los estados financieros por sí mismos proporcionan mucha información sobre la empresa, se necesita un examen más elaborado de los datos que aportan para emitir un juicio cualitativo sobre si la empresa presenta una buena o mala situación o si está actuando adecuadamente.

Este estudio se lleva a cabo con el objetivo de conseguir una información que tiene utilidad para los diferentes agentes económicos relacionados con la empresa:

- Los propietarios de la empresa, que desean conocer el estado de sus inversiones y los resultados, así como la futura evolución.
- Los administradores o gestores de la empresa, para proponer correcciones en la dirección de la empresa.
- Los inversores potenciales, que desearán conocer si la inversión será provechosa.
- Los acreedores de la empresa (especialmente los bancos) que desean conocer si la empresa tiene capacidad para atender sus deudas y sus obligaciones
- Y en general auditores, sindicatos, administración tributaria, etc.

Básicamente caben varios tipos de análisis:

- I. **Análisis patrimonial:** tiene por finalidad estudiar la estructura y la composición del activo (estructura económica) y del pasivo (estructura financiera), la relación entre las distintas masas patrimoniales y el equilibrio financiero de la empresa.
- II. **Análisis financiero:** pretende conocer la solvencia y liquidez de sus inversiones, es decir, la capacidad de la empresa para atender sus obligaciones a corto y a largo plazo.
- III. **Análisis económico:** estudia los resultados de la empresa a partir de la *cuenta de pérdidas y ganancias* para obtener una visión conjunta de la rentabilidad, la productividad, el crecimiento de la empresa y sus expectativas de futuro.

10.2 El Fondo de Maniobra y el análisis patrimonial de la empresa

El análisis patrimonial tiene como finalidad estudiar la estructura y la composición del activo (estructura económica) y del pasivo (estructura financiera), las relaciones entre las diferentes masas patrimoniales y el equilibrio financiero; para ello se toma la información aportada por el Balance de situación.

Los **equilibrios patrimoniales o financieros** surgen al *comparar las masas patrimoniales* que forman la *Estructura Financiera (Pasivo)* y la *estructura Económica (Activo)* de la empresa y concretamente al analizar la posición que ocupan los

elementos que forman el patrimonio. Para el desarrollo estable de la empresa es necesario que ésta ofrezca un equilibrio entre su estructura económica (activo) y su estructura financiera (neto + pasivo). Durante la vida de la empresa, sus inmovilizados y los activos corrientes necesarios para la continuidad del ciclo de explotación deben estar financiados con recursos propios y recursos ajenos a largo plazo en su correcta proporción. El desequilibrio financiero más frecuente surge, en general, del inadecuado diseño de la financiación de los inmovilizados, recurriendo a recursos ajenos a corto plazo, lo que puede acarrear problemas de liquidez o tensiones financieras innecesarias.

Este equilibrio se mide a través del cálculo del llamado **FONDO DE ROTACIÓN o FONDO DE MANIOBRA**, y da la información sobre el grado de adecuación de la estructura financiera (pasivo + neto) a las inversiones (activo no corriente + activo corriente). En cierta medida, esta técnica permite realizar un estudio de la liquidez que presenta la empresa e informa de las posibilidades que esta tiene de poder hacer frente a las deudas a corto plazo.

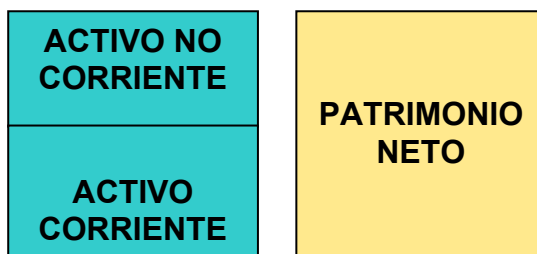
El **Fondo de Maniobra** puede calcularse de dos formas:

$$FM = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$
$$FM = \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente} - \text{Activo No Corriente}$$

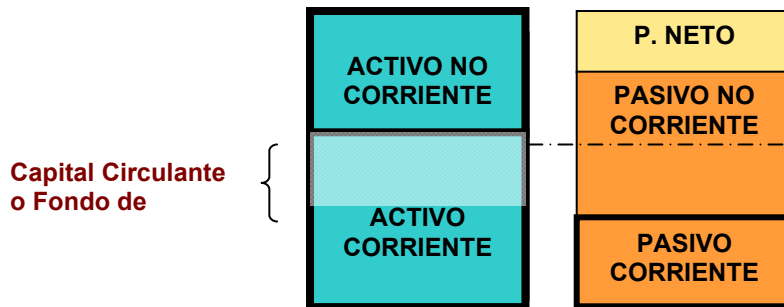
- Cuando el **FM** es **positivo** ($AC > PC$), significa que parte del activo circulante está siendo financiado con recursos permanentes (propios y ajenos a largo plazo), lo que indica que la empresa mantiene un correcto equilibrio financiero.
- Por el contrario, un **FM negativo** ($AC < PC$) implica que *parte del inmovilizado está siendo subvencionado con deudas a corto plazo*, lo cual señala un desequilibrio financiero. Tan sólo determinadas empresa, como las grandes superficies, en donde los plazos de cobro resultan más pequeños que los plazos de pagos, pueden mantener estas posiciones sin provocar tensiones de liquidez..

Se pueden dar los siguientes *equilibrios o desequilibrios financieros*:

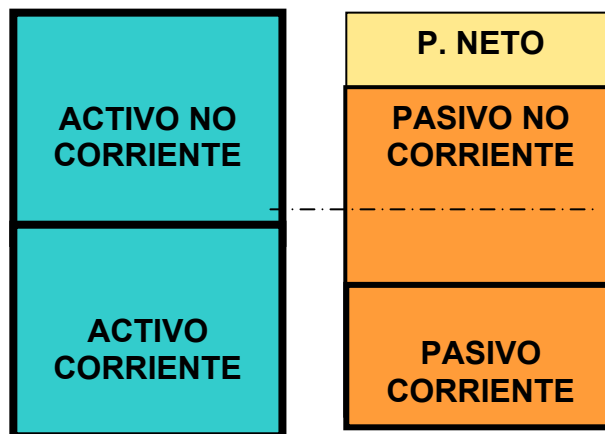
EQUILIBRIO FINANCIERO TOTAL: Cuando el Activo No Corriente y el Activo Corriente están totalmente financiados por los recursos propios o neto patrimonial. No existe endeudamiento; todo el activo está siendo financiado por recursos propios (Activo=Neto)



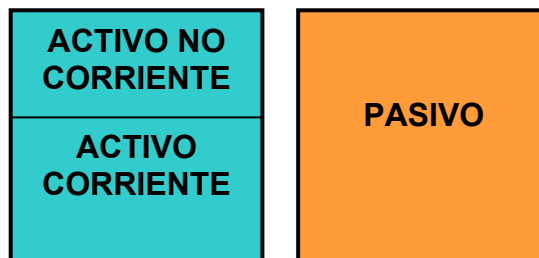
EQUILIBRIO FINANCIERO NORMAL o SITUACIÓN FINANCIERA NORMAL: Cuando todo el Activo No Corriente y parte del Activo Corriente están íntegramente financiados por recursos propios y por recursos ajenos a L/P.



DESEQUILIBRIO FINANCIERO A C/P o DE SUSPENSIÓN DE PAGOS: Cuando una parte del Activo No Corriente está siendo financiado con recursos ajenos a c/p (pasivo corriente) además de financiar al Activo Corriente. Esta situación puede desembocar en la **suspensión de pagos**, pues cuando tengamos que hacer frente al pago de la parte del Activo No Corriente que está financiando con recursos a c/p, tendremos problemas de liquidez.



DESEQUILIBRIO FINANCIERO A L/P o SITUACIÓN FINANCIERA INESTABLE: Cuando el Activo está financiado íntegramente por recursos ajenos (el neto o los recursos propios no existen). Existen importantes problemas de solvencia, lo que llevará aparejado el inicio de un proceso de concurso de acreedores; la liquidación de los activos será el mecanismo con el que los administradores judiciales harán posible que los acreedores de la empresa puedan hacer efectivas sus deudas con la misma.



En resumen:

Situación patrimonial	Causas	Consecuencias	Solución
Estabilidad financiera total	Exceso de financiación propia: la empresa se financia sólo con recursos propios	Total seguridad, pero no se puede beneficiar del efecto positivo del endeudamiento	Endeudarse moderadamente para utilizar capitales ajenos y aumentar así su estabilidad
Estabilidad financiera normal	FM positivo	Es la situación ideal para la empresa	Sólo tiene que vigilar que el FM sea el necesario para la actividad
Suspensión de pagos	AC < PC FM negativo	No puede pagar sus deudas a corto plazo	Ampliar el plazo de pago a sus proveedores y planificar mejor su tesorería
Desequilibrio financiero a L/P	FM negativo Acumulación de pérdidas	Descapitalización Solvencia exigua. Concurso de acreedores	Liquidación de la empresa

10.3 Análisis financiero.

10.3.1 Las ratios financieras

La estructura financiera de la empresa (Pasivo) está conformada por las fuentes de financiación de la empresa, es decir, los recursos financieros necesarios para las inversiones de la empresa (las que conforman el Activo). Dentro de estos recursos distinguimos:

- Patrimonio Neto: los Recursos propios (capital y reservas);
- Pasivo No Corriente: el Pasivo a largo plazo (préstamos y créditos a largo plazo)
- Pasivo Corriente: Pasivo a corto plazo (proveedores y acreedores)

Pues bien, uno de los objetivos del análisis financiero es el estudio de la *liquidez* y la *solvencia*. Por **liquidez** entendemos la capacidad que tiene la empresa para convertir sus inversiones (activo) en medios de pago totalmente líquidos (caja o bancos). De esta forma se puede comprobar si es posible asegurar el pago de las deudas de forma diligente. Cuanto más líquido sea un activo, más fácilmente se podrá convertir en dinero para pagar las deudas. La **solvencia** es la capacidad que tiene la empresa para pagar sus deudas con la garantía de sus inversiones (activo).

Para que una empresa tenga una buena situación debe:

- Disponer de la financiación oportuna de las inversiones para permitir el funcionamiento óptimo de la actividad.
- Pero, al tiempo, debe tener una situación de solvencia y liquidez que le evite problemas como la suspensión de pagos o la quiebra.

Así una financiación sin acudir a agentes externos a la empresa (es decir, con capital o reservas) no genera endeudamiento (por lo tanto hay liquidez y solvencia). Aunque esto no quiere decir que sea el tipo de financiación más adecuada, ya que cierto grado de endeudamiento permite disponer de más recursos financieros para las inversiones. En cambio, la financiación exigible implica el endeudamiento de la

empresa, con unos costes, y con la posibilidad de que existan problemas de liquidez y solvencia.

Para el estudio de estos conceptos se emplean *ratios* (relación entre dos magnitudes que permite realizar comparaciones). Estas resumen información sobre la situación de la empresa, empleadas de otros indicadores.

Las más importantes son:

RATIO	CÁLCULO	SIGNIFICADO	VALOR ÓPTIMO
Liquidez general (Solvencia)	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	<p>Si la ratio fuera menor que 1 significaría que los activos corrientes son insuficientes para afrontar las deudas contraídas a corto plazo, y, por ello, podría tener problemas de liquidez.</p> <p>Si el resultado fuera igual a 1 indicaría que el activo corriente coincide con las deudas a corto plazo, la empresa no tendría problemas de liquidez si esos activos se van convirtiendo en dinero al mismo ritmo que las deudas van llegando a su vencimiento; pero esto puede resultar arriesgado para la empresa por la posible morosidad de algunos clientes o por las dificultades para vender las existencias en un corto plazo.</p>	1.5-2
Tesorería o Coeficiente Ácido (Liquidez inmediata)	$\frac{\text{Deudores + Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$	<p>Verifica la capacidad que tiene la empresa para devolver sus deudas a corto plazo bajo el supuesto de que no consiga vender sus existencias (parte menos líquida del activo corriente).</p> <p>Si la ratio estuviera muy por debajo del 1 significaría que la empresa carece de efectivo para afrontar los pagos inmediatos. Si la ratio estuviera muy por encima del 1, la empresa tendría un exceso de tesorería, es decir, tendría recursos ociosos o infrutilizados.</p>	0.7-1
Disponibilidad (Liquidez inmediata)	$\frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$	<p>Indica la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a las deudas más inmediatas.</p> <p>El valor no debe ser ni demasiado bajo (para evitar problemas con los acreedores a corto plazo), ni demasiado alto pues esto significaría que la empresa tiene recursos ociosos.</p>	0.1-0.3
Garantía	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	<p>Indica la capacidad de los activos de la empresa para hacer frente a la totalidad de las obligaciones contraídas.</p> <p>Si fuera menor que 1 significaría que la empresa está en situación de concurso de acreedores.</p>	1.5-2
Autonomía	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$	La autonomía será mayor cuanto mayor sea el cociente y, por tanto, menos dependiente será la empresa de sus acreedores	
Calidad de la Deuda	$\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo}}$	Indica qué parte de las deudas es a corto plazo. El valor óptimo es inferior a 1, ya que indica que las deudas a corto plazo son menores que las de largo plazo.	<1

10.3.2 La Tesorería y el Cash-Flow

La Tesorería de la empresa de la empresa, compuesta por los activos más líquidos de la empresa (bancos y caja) debe mantener dentro de unos márgenes que le permitan afrontar los pagos de las deudas vencidas, pero teniendo en cuenta que un exceso de tesorería implica mantener activos improductivos. Un nivel muy bajo de tesorería significa para empresa que no tiene suficiente liquidez a corto plazo para realizar los pagos de sus deudas, provocando un riesgo de posible suspensión de pagos.

En cambio, un nivel excesivo de tesorería aleja a la empresa de una posible suspensión de pagos, pero no contribuye a la rentabilidad global de la empresa ya que los activos más líquidos (caja y banco) dan poco rendimiento (los intereses de las cuentas corrientes son los más bajos del sistema bancario) o ningún rendimiento (como el dinero que está en caja)

Dentro de la tesorería existe encontramos el concepto de **CASH-FLOW o FLUJO DE CAJA**. Si desde un punto financiero es la diferencia entre los cobros y los pagos de la empresa durante un ejercicio (cobros – pagos), desde un punto económico es la suma de los beneficios y las amortizaciones de un ejercicio económico (beneficios + amortizaciones). Este Flujo de caja económico nos da una estimación de la capacidad de autofinanciación de la empresa ya que mide la capacidad de la empresa para generar recursos susceptibles de utilizarse en autofinanciación.

10.4 Análisis económico

10.4.1 Rentabilidad económica

Desde un punto de vista económico, la empresa pretende conseguir la máxima rentabilidad de los capitales invertidos en ella; La rentabilidad es un objetivo fundamental para ésta. No se trata de maximizar los beneficios absolutos, sino de la relación existente entre los beneficios obtenidos y los capitales invertidos. Según esto, en el cálculo de la rentabilidad intervienen siempre dos elementos: una medida del beneficio y una medida de la inversión. La relación entre ambas está representada por la siguiente expresión:

$$\text{Rentabilidad} = \text{Beneficio} / \text{Inversión}$$

Esta relación indica el beneficio obtenido por cada peseta invertida, y suele expresarse en tantos por ciento (multiplicando por cien la expresión anterior).

El análisis económico se centra en el estudio de la rentabilidad y tiene como base de estudio *la cuenta de pérdidas y ganancias* de la empresa.. Así tenemos *rentabilidad del accionista* (relación entre dividendos y capitales aportados), *rentabilidad de los recursos permanentes* (relación beneficios obtenidos y recursos propios y ajenos a largo plazo), etc. Destaca como instrumento de análisis económico de la empresa la *rentabilidad económica* y la *rentabilidad financiera*.

La **Rentabilidad económica o rentabilidad del activo (RAT)** mide el grado de aprovechamiento de los activos, y la eficiencia en el desarrollo de las funciones de producción y comercialización. Si partimos de considerar Beneficio Económico (también llamado Beneficio operativo o Beneficio de explotación) al generado por los activos de la empresa, es decir, por sus inversiones, la rentabilidad económica de la empresa vendría expresada por la relación entre los beneficios generados por los activos (Beneficio de explotación –BAIL) y la totalidad del activo. Su expresión sería:

Beneficio antes de impuestos e intereses (BAII) <hr/> Activo Total	Lo normal es que se sitúe entre el 6 y el 12 %
---	--

¿Cómo aumentar la rentabilidad económica?

- Aumentando el margen de beneficios bruto (disminuyendo los costes o aumentando el precio de venta)
- Aumentando la rotación (las ventas)

10.4.2 Rentabilidad financiera

La **Rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios** mide el rendimiento obtenido en la empresa por los recursos propios. Teniendo en cuenta que llamamos Beneficio antes de impuestos al beneficio que queda para los propietarios de la empresa una vez deducidos del beneficio económico los intereses de las deudas, la rentabilidad financiera quedaría expresada como:

Beneficio después de impuestos (Beneficio Neto) <hr/> Patrimonio Neto	Lo normal es que se sitúe entre el 8 y el 14 %
--	--

Mientras el Beneficio Económico no depende de la estructura financiera de la empresa (composición del pasivo), el Beneficio Neto será tanto mayor cuanto menor sea su nivel de deudas (pues pagará menos intereses).

¿Cómo se puede aumentar la rentabilidad financiera?

- Aumentando el margen de beneficios neto (disminuyendo los costes, aumentando el precio de venta o disminuyendo los costes financieros)
- Aumentando la rotación (las ventas)
- Aumentando el apalancamiento (para que el efecto apalancamiento aumente la rentabilidad financiera, la rentabilidad económica debe ser superior al interés que se paga por las deudas)

10.4.3 Apalancamiento financiero

A través de este concepto se intenta medir de una forma sencilla el efecto que provoca la utilización del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera de la empresa. En principio la empresa acude a la deuda en lugar del capital propio por dos motivos:

- El coste de la deuda es fijo (o dentro de unos márgenes controlables)
- Los gastos financieros derivados de la deuda son fiscalmente deducibles, lo que no ocurre con los dividendos que remuneran al capital propio (que no son considerados gasto sino aplicación de beneficios).

Sin embargo, un exceso de endeudamiento provoca un incremento de riesgo financiero y una carga financiera que limita la competitividad de la empresa. Efectivamente no podemos obtener la falsa conclusión de que siempre que se aumente el nivel de endeudamiento aumentará la rentabilidad financiera; ello dependerá del tipo de interés de la deuda. Si el tipo de interés que se paga por la deuda es superior a la rentabilidad económica que la empresa es capaz de obtener con la aplicación de esos fondos a su actividad productiva, no le convendrá endeudarse, ya que de hacerlo, disminuirá su rentabilidad financiera. Por lo tanto, a la empresa sólo le interesa endeudarse cuando el interés de la deuda sea inferior a la rentabilidad económica.

El estudio del apalancamiento financiero pone de manifiesto si el nivel de endeudamiento de la empresa perjudica o favorece la rentabilidad financiera, de tal forma que el apalancamiento financiero es positivo o favorable, neutro o negativo según el cociente sea mayor, igual o menor que uno.

El efecto del endeudamiento en la Rentabilidad financiera de la empresa queda reflejado en la siguiente igualdad :

$$RRP = RAT + \frac{D}{RP} (RAT - i)$$

RRP : rentabilidad de lo Recursos propios
RAT : rentabilidad de los activos totales
D : deuda financiada con recursos ajenos
I : interés pagado por la deuda

A/ **Una empresa sin deudas financieras** será una empresa en la que su RRP es igual a su RAT; el **Apalancamiento Financiero es Cero**

B/ **Una empresa que se financia con deuda** puede suceder que :

- $RAT > i$. La compañía es capaz de invertir el dinero prestado a una tasa mayor que el coste de intereses. Su RRP es mayor que su RAT. Tenemos **efecto Apalancamiento Positivo**, y será más alto cuanto mayor sea la diferencia entre su RAT e i y mayor sea su ratio de endeudamiento total (relación deudas / fondos propios).
- $RAT = i$. Tendremos **efecto Apalancamiento Cero**, RRP y RAT son iguales, y los accionistas de la compañía no se benefician de la utilización por parte de ésta del dinero prestado.
- $RAT < i$. El **efecto Apalancamiento es Negativo**, con lo que su RRP es menor que su RAT y la recuperación de la inversión de los accionistas se ve deteriorada.

El efecto Apalancamiento nos recuerda la enorme ventaja competitiva de las compañías que actúan en entornos donde los tipos de interés son bajos. Así, mientras en los años 60 y principio de los 70 el apalancamiento solía ser positivo, a partir de los 80 y principios de los 90 la situación dio paso a un apalancamiento negativo.

No obstante, deber ser muy cuidadosa la interpretación de la fórmula del apalancamiento financiero. Sería fácil concluir que cuanto mayor sea la diferencia positiva entre RAT e i , más dinero prestado debe pedirse. Pero resulta claro que a más deuda, mayor será el interés a pagar por ella (debido al mayor riesgo financiero que se corre en la operación), por tanto más bajo su RAT. Aumentar la deuda puede significar aumentar los costes de intereses y podemos llegar a alcanzar apalancamiento negativo.

Las compañías deben, pues, posicionar su deuda en un nivel óptimo en relación con sus Fondos propios, si bien existen compañías, que bien gestionadas,

pueden estar por debajo de esos óptimos, dotándolas de una fuerza competitiva que mejora su posición frente a sus competidores.

Ejemplo de Apalancamiento :

Consideramos dos empresa completamente idénticas (mismos ingresos, mismos gastos). La única diferencia es la financiación: mientras la Compañía A se financia al 100% con recursos propios (no con deuda), la compañía B se financia con un 50% de recursos propios y un 50% de deuda (a un tipo de interés del 15% por año). El Balance y la Cuenta de Resultados de estas dos compañías son los siguientes:

BALANCE Empresa A		BALANCE Empresa B	
ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	NETO+PASIVO
	Fondos Propios 200.000		Fondos Propios 100.000
			Pasivo 100.000
Total Activo 200.000	Total Neto + Pasivo 200.000	Total Activo 200.000	Total Neto +Pasivo 200.000

CUENTA DE RESULTADOS de A		CUENTA DE RESULTADOS de B	
Ventas	300.000	Ventas	300.000
Coste de las ventas	-200.000	Coste de las ventas	-200.000
Margen Bruto	100.000	Margen Bruto	100.000
Otros gastos	-50.000	Otros gastos	-50.000
BAII	50.000	BAII	50.000
Intereses	0	Intereses (15%)	-15.000
BAI	50.000	BAI	35.000
Impuestos (35%)	-17.500	Impuestos (35%)	12.250
Beneficio Neto	32.500	Beneficio Neto	22.750

COMPAÑÍA A		COMPAÑÍA B	
RAT	$50.000 / 200.000 = 25\%$	RAT	$50.000 / 200.000 = 25\%$
RRP	$32.500 / 200.000 = 16.25\%$	RRP	$22.750 / 100.000 = 22.75\%$

Para la **Compañía A**, su RAT es igual a su RRP; El rendimiento de la **Compañía** es igual al rendimiento para los accionistas. Esto no es ninguna sorpresa, ya que sólo los accionistas proporcionan dinero a la empresa. El rendimiento del dinero de los accionistas es por lo tanto igual al rendimiento de los activos de la empresa.

Para la **Compañía B**, el RAT es el mismo que para la **Compañía A**, lo que es normal teniendo en cuenta que ambas son idénticas y sólo se diferencian en cómo financian sus activos. En cambio el RRP de la **Compañía B** es más alto que el RRP de la **Compañía A** y más alto que su RAT, ¿por qué?. Porque cada vez que la **Compañía B** pide prestado 1 euro, le cuesta a ésta un 15%. (un 9,75% después de impuestos). Este euro invertido en la compañía tiene una tasa de rendimiento del 25% (un 16,25% después de impuestos). Este diferencial positivo va a los bolsillos de los accionistas. Esto es el **apalancamiento financiero**. En otras palabras, el apalancamiento financiero **es la habilidad de la compañía para invertir dinero prestado a una tasa más alta que el tipo de interés.**