

# Análisis financiero

Dr. Guillermo L. Dumrauf

[dumrauf@fibertel.com.ar](mailto:dumrauf@fibertel.com.ar)

# Limitaciones de los ratios financieros

1. Algunas firmas tienen operaciones diversificadas, de manera que hacen difícil una comparación significativa con los ratios promedio de la industria.
2. Prácticas contables que distorsionan los verdaderos resultados y la verdadera situación patrimonial.
3. La cosmética contable. Las compañías utilizan una cantidad de técnicas para mejorar los reportes financieros.
4. Empresas con negocios estacionales, plantean dificultades para las comparaciones, debido a las fluctuaciones de las cuentas durante el año.
5. La comparación contra promedios. Los promedios juntan lo mejor y lo peor de la industria.
6. La inflación.

# Check list

- Analice primero el negocio antes de mirar el balance. Observe qué clientes y proveedores tiene, hágase una idea de cuales deberían ser esas características en cuanto a situación patrimonial y económica. Luego compare con los estados financieros a ver si éstos reflejan el negocio.
- El *know how* de los socios es muy importante para el éxito del negocio. Vea los reemplazos naturales y la profesionalización del *management*..
- Haga un chequeo de la exposición de los rubros contables.
- Utilice fuentes de información externa: movimientos de cuentas bancarias, principales clientes y proveedores.
- Realice proyecciones bajo diferentes condiciones: pesimista, optimista, más probable

# Cobertura del servicio de la deuda

Puesto que los intereses se pagan antes de los impuestos y el capital se paga después de los impuestos, es adecuado que calculemos la cobertura de la deuda total ajustando la fórmula del resultado operativo / intereses con el pago de la cuota de amortización del capital, ya que ésta debería abonarse con el resultado de la empresa después de pagar el impuesto corporativo cuya tasa es  $t$ :

$$CSD = \frac{EBIT}{Intereses + \frac{Pagos\ de\ capital}{(1 - t)}}$$

Resultado operativo	20
Intereses	-10
Resultado neto antes de impuestos	10
Impuestos (40%)	-4
Utilidad neta después de impuestos	6
Resultado operativo / intereses	2

Tabla 3.7. Estado de resultados

El resultado operativo / intereses nos dice que la empresa cubre dos veces los intereses con sus resultados de operación; pero, ¿puede cubrir también el pago de capital?

# Cobertura del servicio de la deuda

Supongamos que los intereses fueron generados por una deuda de \$ 100 al 10% anual, y que se exige también anualmente un pago de \$10 de capital, para amortizar totalmente la deuda en 10 años. ¿Le queda dinero para pagar la cuota de capital? El resultado después de impuestos, que alcanza a \$6, solamente cubre el 60 % de la amortización del capital:

$$\frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Pagos de capital}} = \frac{6}{10} = 0,60$$

¿Cuánto tendría que haber ganado la empresa antes de los impuestos para poder estar en condiciones, después de haberlos pagado, de hacer frente al pago del capital ? La respuesta la da el segundo término del denominador de la fórmula del CSD que ajusta el pago del principal por impuestos:

$$\frac{\text{Pagos de capital}}{(1-t)} = \frac{10}{0,60} = 16,66$$

En efecto, 16,6 es la cantidad que debería haber ganado la firma antes de los impuestos, para que después de pagar el impuesto corporativo del 40% sobre esta cantidad, le quedaran exactamente \$ 10 para poder amortizar el capital:

Utilidad neta después de impuestos	16,6
Impuestos (40 %)	<u>(6,6)</u>
Resultado después de impuestos	10

# Ecuación de Du Pont

$$\text{Dupont} = \underbrace{\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}}_{\text{ROA}} \times \frac{\text{Activo total}}{\text{Patrimonio neto}} = \text{ROE}$$

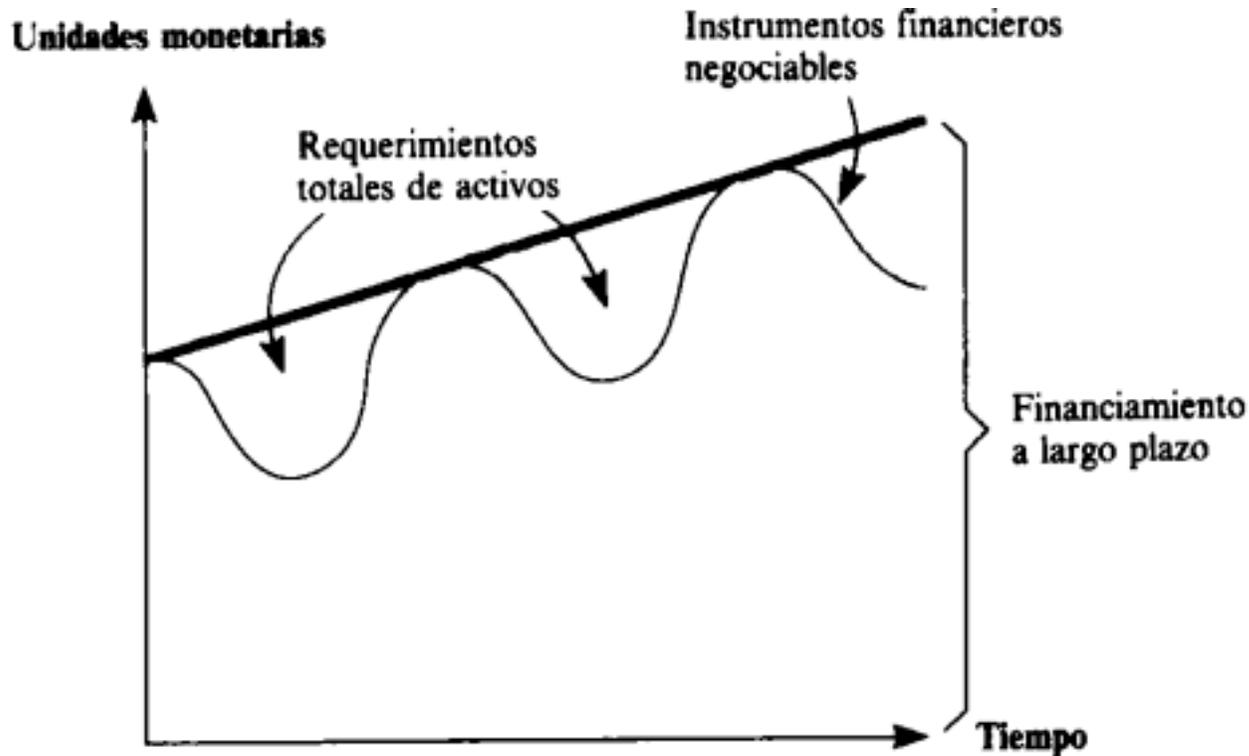
La ecuación de Dupont nos permite apreciar que el ROE es afectado por tres cosas:

1. La *eficiencia económica*, medida por el margen de utilidad que obtenemos sobre las ventas.
2. La *eficiencia operativa*, medida por la cantidad de veces que se venden los activos.
3. El *apalancamiento financiero*, medido por el multiplicador del patrimonio neto.

	Industria	Margen de utilidad	Rotación Activo Total	Multiplicador del P. Neto	ROE
Central Puerto	Eléctrica	0,17	0,52	1,71	0,15
INTA	Textil	0,10	0,50	1,45	0,07
Disco	Supermercado	0,02	1,37	4,4	0,144

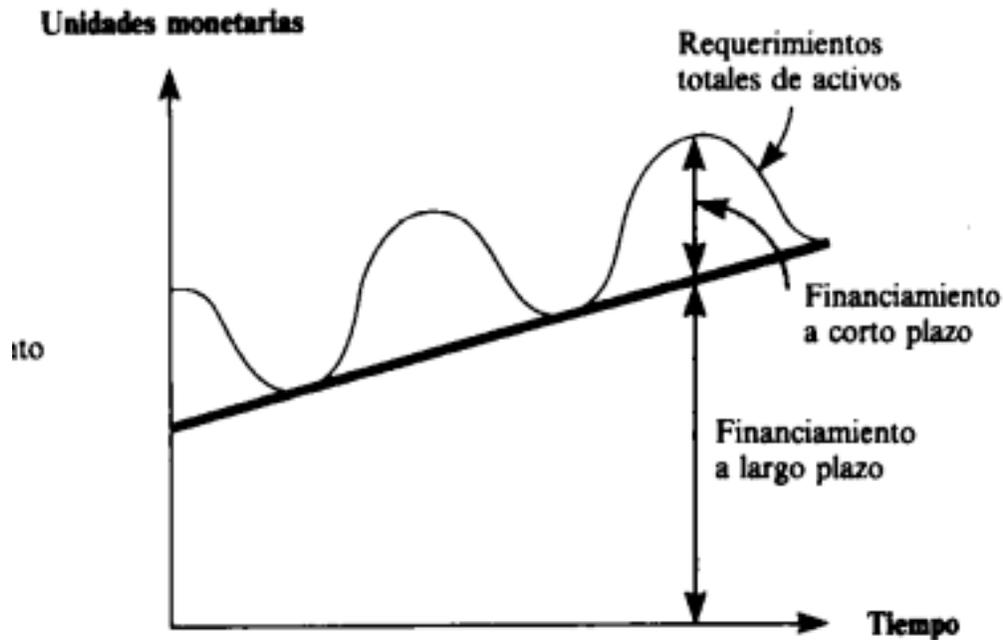
# Capital de trabajo

## Política conservadora



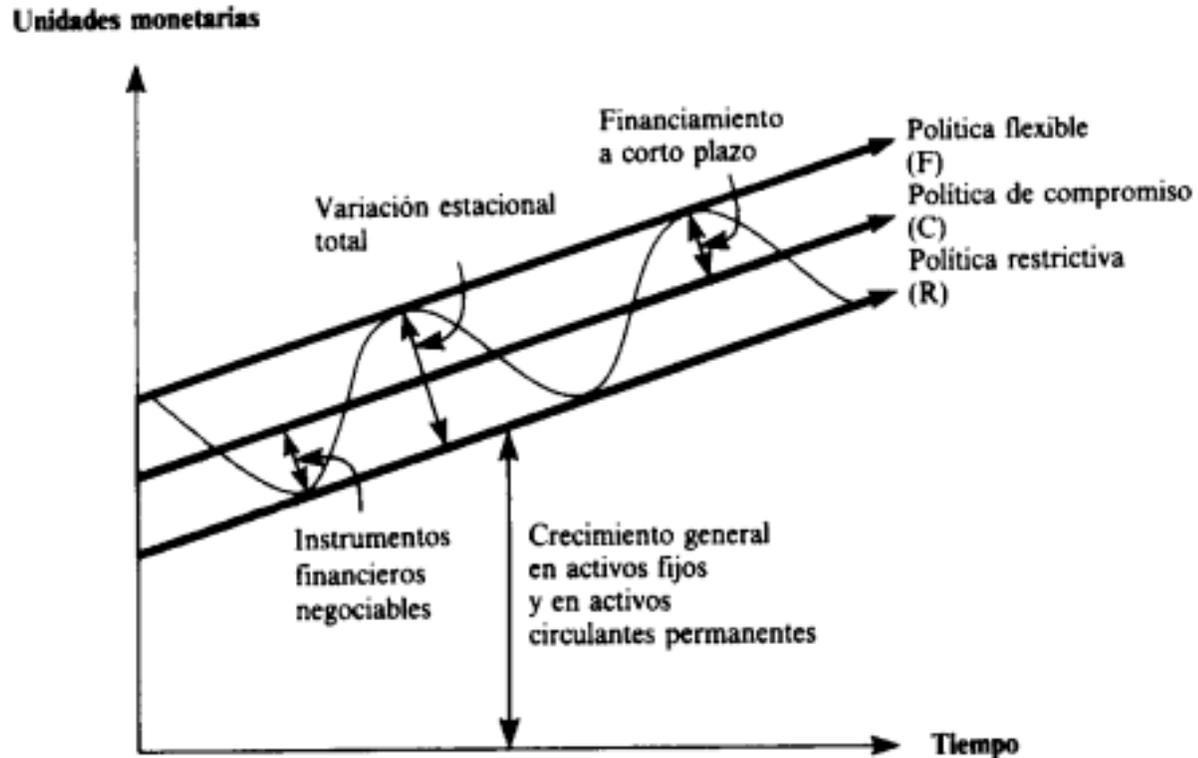
# Capital de trabajo

## Política agresiva



# Capital de trabajo

Política de “matching” o compromiso



# Ratios de la industria

## Comparación

### Ratios de Apalancamiento

	Mediana	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	Ñ	O
Ratio de endeudamiento	<b>1,8</b>	2,1	2,3	3,7	9,2	1,4	0,5	4,5	5,1	0,7	-16,6	7,7	1,3	1,0	1,1	2,3	1,5
Cobertura de intereses	<b>9,4</b>	2,0		1,7	1,3	8,4	19,1	20,2	2,6	14,4	-0,1	1,5	10,4	60,1	15,8	26,6	

### Ratios de Liquidez

Capital de trabajo/Activo total	<b>-0,0</b>	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,0	-0,3	0,5	0,4	0,2	0,4
Liquidez	<b>1,0</b>	1,1	0,9	0,9	1,6	1,7	1,0	0,5	0,7	0,7	0,3	0,9	0,3	1,9	1,7	1,3	1,8
Liquidez ácida	<b>0,8</b>	1,0	0,8	0,6	1,1	1,3	0,8	0,4	0,5	0,2	0,2	0,8	0,3	1,7	0,8	1,2	1,6
Cobertura gastos operativos (días)	<b>529,8</b>	776,3	243,0	594,2	327,0	1.675	500,8	164,4	254,8	246,5	242,1	947,2	306,0	558,8	805,8	665,1	648,6

### Actividad

Ventas sobre activos totales	<b>1,8</b>	1,6	2,1	1,1	1,3	1,8	1,2	4,3	2,9	0,8	1,8	0,8	1,3	2,5	1,8	2,2	1,8
Ventas sobre capital de trabajo	<b>0,8</b>	39,1	-25,9	-10,1	4,3	4,5	94,5	-11,9	-12,2	-6,6	-2,4	-26,7	-4,0	5,2	4,9	9,1	4,0
Rotación de existencias	<b>21,3</b>	39,5	31,4	22,1	3,1	15,6	37,2			20,6	241,4	15,9	181,7	19,8	3,8	22,4	14,2
Período medio de cobro (días)	<b>74,4</b>	80,3	71,2	118,1	124,9	120,4	70,4	20,0	45,4	25,2	32,6	164,4	32,6	92,8	52,1	77,6	150,2

### Rentabilidad

Rentabilidad total de los activos	<b>5,5%</b>	4,8%	1,9%	6,1%	9,0%	9,3%	14,3%	14,4%	2,3%	0,9%	-6,9%	1,9%	9,7%	5,0%	2,9%	24,2%	15,4%
Margen neto de beneficio	<b>3,1%</b>	2,9%	0,9%	4,8%	7,5%	4,9%	11,9%	3,3%	0,8%	1,1%	-3,9%	2,4%	5,5%	2,0%	1,6%	9,7%	7,9%

# Ratios de la industria - medianas

<b><u>Endeudamiento</u></b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>
Ratio de endeudamiento	1,81	2,28	2,77
Cobertura de intereses	9,39	7,59	4,38
<b><u>Liquidez</u></b>			
Capital de trabajo/Activo total	-0,01	0,01	-0,00
Liquidez	0,99	1,02	0,99
Liquidez ácida	0,80	0,74	0,59
Cobertura de gastos de explotación (días)	530	379	394
<b><u>Actividad</u></b>			
Ventas sobre activos totales	1,77	1,61	1,52
Ventas sobre capital de trabajo	0,80	0,70	-3,33
Rotación de existencias	21,35	18,96	35,63
Período medio de cobro	74	69	64
<b><u>Rentabilidad</u></b>			
Rentabilidad total de los activos	5,5%	5,6%	5,4%
Margen neto de beneficio	3,1%	2,9%	3,0%

**Tabla 3.10 Ratios principales (medianas) de la industria farmacéutica**

# Price earning

Un ejemplo real de las limitaciones del *price earning*. El caso Acíndar.

Como puede observarse en el siguiente ejemplo, el *price earning* puede variar sensiblemente de un año a otro. En el caso de Acíndar, obsérvese la reducción en el mismo en el año 1998 a pesar del incremento en la utilidad neta:

	31-Dic-97	31-Dic-98
Patrimonio neto	350.220	419.494
Utilidad neta	28.174	38.100

	31-Dic-97	31-Dic-98
Precio de la acción	2,38	1,16
Cantidad de acciones (mill)	232	232
Valor de mercado(en mill)	552	269
<b>PER</b>	19,71	7,06