



Universidad
de Oviedo



ASTURIAS
CAMPUS DE EXCELENCIA
INTERNACIONAL
| AD FUTURUM |

Tema 3

Análisis económico: beneficios, valor y crecimiento

Jesús García García

Universidad de Oviedo
Departamento de Contabilidad
jesgar@uniovi.es

OpenCourseWare

Facultad de Comercio, Turismo y Ciencias Sociales "Jovellanos"
Asignatura: Información Contable para el Comercio
Estudios: Grado en Comercio y Marketing

- 1 Análisis de la capacidad de generar beneficios: ventas y gastos
 - Análisis de las ventas
 - Análisis de los gastos
- 2 Rentabilidades económica y financiera
- 3 Apalancamiento financiero
- 4 Valor económico añadido (EVA)
- 5 Autofinanciación
- 6 Crecimiento equilibrado

Crecimiento de las ventas

$$\frac{\text{ventas ejercicio } n}{\text{ventas ejercicio } n - 1} \uparrow > \text{tasa de inflación}$$

Un estancamiento de las ventas que no sea compensado por una mayor tasa de beneficio por unidad puede conducir a pérdidas.

Recomendaciones para solucionar los problemas

- Revisión de plan de marketing para (precio, producto, distribución, publicidad) para elevar las ventas.

Cuota de mercado

$$\frac{\text{ventas empresa}}{\text{ventas sector}} \uparrow$$

Si se reduce progresivamente, y en ausencia de cualquier otra evidencia, indica que la empresa está perdiendo competitividad.

Recomendaciones para solucionar los problemas

- Revisión de plan de marketing para (precio, producto, distribución, publicidad) para elevar las ventas.

Innovación

$$\frac{\text{ventas de nuevos productos}}{\text{ventas totales}} \uparrow$$

Si se reduce progresivamente indica que la empresa está dejando de ser innovadora en el mercado.

Recomendaciones para solucionar los problemas

- Apostar por innovaciones que sean apreciadas en el mercado.

Análisis coste-volumen-beneficio

- ❶ Volumen de ventas para cubrir costes fijos o de estructura.
- ❷ Márgenes de cobertura de costes fijos o de estructura.
- ❸ Etc ...

Tema 5

El análisis coste-volumen-beneficio será tratado en detalle en el tema 5, por lo que se pospone hasta entonces su explicación.

Gasto sobre ventas

$$\frac{\text{gasto } X}{\text{ventas totales}} \downarrow$$

$$\frac{\text{gastos variables}}{\text{ventas totales}} \downarrow$$

$$\frac{\text{gastos fijos}}{\text{ventas totales}} \downarrow$$

El aumento progresivo puede conducir a pérdidas.

Recomendaciones para solucionar los problemas

- Control de gastos para reducir su peso en relación a las ventas.

Medidas de reducción de gasto

- Reducción de activos:
 - Reducir activos no corrientes.
 - Reducir existencias.
 - Reducir saldos de clientes.
 - Optimizar gestión de tesorería.
- Reducción del coste de la deuda:
 - Reducción de la financiación ajena con coste.
 - Reducir gastos de financiación bancaria.
- Incrementar los ingresos para diluir el efecto de los gastos fijos.
- Reducción del coste de ventas.
- Reducción de los costes de personal.
- Reducción de costes de estructura

Rentabilidad

Un indicador de rentabilidad expresa en términos relativos la cuantía del resultado en relación con alguna otra magnitud representativa de los medios empleados o actividad realizada para la obtención del mismo.

$$\frac{\textit{resultado}}{\textit{medios o actividad}}$$

Según cuál sea la magnitud que se tome como referencia, se obtienen distintos indicadores de rentabilidad, cada uno de los cuales atenderá a un aspecto diferente del análisis cuya consideración resulte relevante para evaluar en qué medida y en qué condiciones se alcanza el objetivo de genera un beneficio, considerando para ello las distintas variables que pueden intervenir en la consecución del mismo.

Rentabilidad económica

$$R_e = \frac{BAIT}{ATN_m}$$

Dado que la realización de la actividad de la empresa requiere la inversión de recursos en la misma, la R_e muestra la relación entre resultado obtenido e inversión que ha sido necesaria para su obtención, permitiendo evaluar si dicha inversión está o no justificada desde el punto de vista económico mediante su comparativa con otras alternativas de inversión.

Matizaciones al cálculo de R_e :

- Del denominador pueden formar parte activos extrafuncionales que no contribuyan al resultado de la empresa: análisis de recursos ociosos.
- Las inversiones financieras incluidas en el denominador pueden no estar contribuyendo al resultado considerado en el numerador.
- Estrictamente, el denominador debería formularse como $ATN_m + CCN$ para ajustar mejor la inversión necesaria en la empresa.
- Si el activo se calcula sobre cifras de balance, se estará incluyendo la materialización del beneficio (que se genera durante todo el año) salvo que se haya ido distribuyendo como dividendos a cuenta.
- Cuando se producen inversiones y/o desinversiones significativas a lo largo del año, el resultado puede ser poco satisfactorio por no estimar correctamente ATN_m el valor de los recursos empleados.

Rentabilidad económica: descomposición factorial

$$R_e = \frac{BAIT}{ATN_m} = \frac{BAIT}{Ventas} \times \frac{Ventas}{ATN_m} \Rightarrow R_e = M_{vt} \times IR_{act}$$

Alternativamente, podemos descomponer R_e en los dos factores que actuarían de palanca para impulsarla:

- M_{vt} **margen sobre ventas** o margen de beneficio que se obtendrá de cada venta.
- IR_{act} **rotación del activo** o aprovechamiento que se haga del activo para generar ventas.

Como resulta evidente, una misma rentabilidad se podrá alcanzar con distintas combinaciones de ambos factores.

Rentabilidad financiera

$$R_f = \frac{R_N}{FP_m} \Leftrightarrow \frac{BAT}{FP_m}$$

R_f mide el rendimiento que obtienen los propietarios de su inversión en la empresa. [Matizaciones al cálculo de \$R_f\$:](#)

- El numerador puede estar expresado por el resultado repartible después de impuestos o resultado neto de la empresa (R_N) o por el beneficio antes de impuestos (BAT). Dado que la fiscalidad supone un coste el primero resulta más adecuado para el cálculo, si bien el segundo nos permitirá establecer relaciones con R_e .
- Se debe tener en cuenta que las provisiones de pasivo no suponen la utilización de recursos ajenos, ya que son la retención de recursos propios, por lo que estrictamente deberían ser incluidas en FP_m como aportación de los propietarios.
- Como en el caso de R_e , las aportaciones o reembolsos de FP a lo largo del ejercicio pueden ser no estimadas correctamente por FP_m si se calcula en base a su saldo inicial y final.

Rentabilidad efectiva del accionista (pay-out)

$$Pay - Out = \frac{\text{dividendo}}{R_N}$$

Representa el porcentaje de R_N que se destina al pago de dividendos a los accionistas. Por tanto, indica la política de dividendos de la empresa. Para el inversor es importante este indicador pues debe valorar esta política en función del horizonte temporal de su inversión, de sus expectativas de dividendos y de lo que supone de refuerzo de la estructura financiera de la empresa el incremento de sus reservas

Price Earnings Ratio (PER¹)

$$PER = \frac{\text{cotización de la acción}}{R_N \text{ por acción}}$$

Representa el tiempo que tardará un inversor en recuperar el valor de mercado (precio) de la acción a través de los beneficios empresariales. Utiliza como referencia el mercado, de forma que para su interpretación es necesario compararlo con las demás acciones. En general, si el PER de una empresa es superior al PER medio de su sector la empresa está sobrevalorada, y viceversa.

¹En inglés se emplea la abreviatura P/E

Efectos del apalancamiento

El apalancamiento financiero mide el efecto de la deuda sobre R_f (rentabilidad de los fondos propios).

- **Apalancamiento positivo:** un incremento de la deuda conlleva un incremento en R_f ; esto es, el endeudamiento contribuye a incrementar el rendimiento de los propietarios.
- **Apalancamiento negativo:** un incremento de la deuda conlleva una disminución en R_f ; esto es, el endeudamiento contribuye a reducir el rendimiento de los propietarios.

Determinación del apalancamiento financiero

Sabiendo que R_e es el rendimiento total de la empresa y R_f es el rendimiento que obtienen los propietarios, y suponemos un i_m como tipo medio de interés pagado por la financiación ajena, es fácil establecer una relación entre ambos términos, ya que la deuda financiará todo aquel activo no financiado por las aportaciones de los propietarios; este hecho nos explica la diferencia entre R_e y R_f :

$$R_f = R_e + A_f \Rightarrow \begin{cases} A_f > 0 \Rightarrow R_e > i_m \\ A_f = 0 \Rightarrow R_e = i_m \\ A_f < 0 \Rightarrow R_e < i_m \end{cases}$$

Podemos expresar esta relación algebraicamente como ...

Determinación del apalancamiento financiero

$$R_f = \frac{BAT}{FP_m} = \frac{BAIT - Int}{FP_m}$$

siendo

$$R_e = \frac{BAIT}{AT_n} \Rightarrow BAIT = R_e \times AT_n$$

sustituimos en la anterior, resultando

$$R_f = \frac{(R_e \times AT_n) - (i_m \times FA_m)}{FP_m} = \frac{[R_e \times (FP_m + FA_m)] - (i_m \times FA_m)}{FP_m} = R_e \times \frac{FA_m}{FP_m} + R_e - i_m \times \frac{FA_m}{FP_m}$$

reordenando y reagrupando,

$$R_f = R_e + (R_e - i_m) \times \frac{FA_m}{FP_m}$$

obtenemos la relación de la diapositiva anterior $R_f = R_e + A_f$, donde

$$A_f = (R_e - i_m) \times \frac{FA_m}{FP_m}$$

por tanto, R_f dependerá tanto de cuestiones económicas ($R_e = \text{margen} \times \text{rotación}$) como del apalancamiento en la deuda.

Consideraciones al método anterior

Si bien conceptualmente se nos muestra de manera algebraica la relación entre R_f y R_e , en el procedimiento anterior se plantearían varias complicaciones al cálculo:

- Respecto al AT_n , debería ser calculado también en su estado medio para mantener la rigurosidad del cálculo. Dado que $A = P + N$, este cálculo en estado medio se realiza habitualmente mejor a través de la suma de fondos ajenos y fondos propios para los que su valor medio es más fácil de determinar con la información habitualmente disponible.
- Si empleamos la totalidad del AT_n estaremos incluyendo una parte del activo financiada sin coste (normalmente, por acreedores comerciales). De nuevo, realizar su estimación a través de la suma de fondos ajenos y fondos propios nos permite eliminar del cálculo los fondos ajenos que no suponen coste para la empresa.

No obstante, la comparativa que surge de la relación expuesta en la diapositiva anterior es usada con frecuencia, por lo que conviene estar familiarizados con ella y con sus limitaciones. Cuando se disponga de la información necesaria, es preferible emplear métodos que ofrecerán resultados más exactos, como el que se expone en la diapositiva siguiente basado en la sustitución de fondos ajenos por fondos propios.

Determinación del apalancamiento financiero

Una forma alternativa de evaluar el apalancamiento consiste en comparar la R_f que está obteniendo con una supuesta R'_f si la empresa no estuviera endeudada.

$$R'_f = \frac{R_N + Gf(1 - t)}{FP_m + FA_m}$$

En este caso en el resultado no existiría coste de la deuda (que además es deducible en el impuesto de sociedades) pero los propietarios deberían aportar la totalidad de los fondos requeridos por la empresa. Resulta evidente que la expresión R'_f expresa un cálculo muy similar al de R_e .

$$R_f > R'_f \Rightarrow A_f > 0$$

el endeudamiento mejora la rentabilidad de los propietarios.

$$R_f < R'_f \Rightarrow A_f < 0$$

el endeudamiento reduce la rentabilidad de los propietarios.

Concepto de EVA

El Valor Económico Añadido (EVA) representa la productividad de todos los factores empleados en la actividad empresarial. Es el remanente de los ingresos una vez deducidos la totalidad de los gastos, incluidos el coste de oportunidad del capital y los impuestos.

Diferencias con el R_N

- Considera el coste de oportunidad de los propietarios.
- Suele considerar sólo resultados ordinarios pues los extraordinarios pudieran no relacionarse con la actividad empresarial.
- Permite el ajuste de ciertas partidas frecuentemente distorsionadas en R_N por la aplicación de los principios y normas contables: valor de mercado de activos, amortizaciones, provisiones, I+D ...

Cálculo del EVA

- + Resultado de actividades ordinarias antes de intereses y después de impuestos
- Valor contable del activo $\times$ Coste promedio de financiación

Estrategias para aumentar el EVA

- Aumentar rendimiento de activos sin incrementar la inversión.
- Aumentar las inversiones en activos con rendimiento por encima del coste de financiación.
- Reducir los activos que rindan por debajo del coste del pasivo.
- Reducir el coste promedio de la financiación.

Autofinanciación

La autofinanciación es la parte del flujo de caja que se reinvierte en la propia empresa y está compuesta por:

- 1 Beneficios retenidos como reservas
- 2 Amortizaciones y provisiones

En consecuencia, la capacidad de autofinanciación dependerá del beneficio, de las amortizaciones y de la política de distribución de dividendos. Esta última dependerá a su vez de:

- Capacidad de generar beneficios.
- Perspectivas de crecimiento de la empresa.
- Situación de la tesorería de la empresa.
- Dividendos mínimos deseados por los accionistas.
- Fiscalidad de los accionistas.

Características del crecimiento equilibrado

- 1 Incremento de **ventas** por encima de la inflación y de los incrementos de los competidores.
- 2 Aumento de los **activos** menor al incremento de ventas gracias a una gestión eficiente.
- 3 Aumento aún menor de las **deudas**, gracias al incremento autosostenido de la autofinanciación y del capital.
- 4 Consecuentemente, todo ello revertirá en un aumento muy relevante de los **beneficios**.

Crecimiento equilibrado $\Rightarrow$ **VAD_B**

Muerte de éxito $\Rightarrow$ **vAD_B**

Modelo de Higgings

Determina la capacidad de crecimiento máxima de las ventas sin necesidad de ampliar el capital aportado por los accionistas; esto es, lo máximo que la empresa puede crecer si se financia exclusivamente con los recursos generados y si se mantiene la proporción capital-deuda en la existente antes de empezar el proceso de crecimiento.

$$\frac{M \times (1 - D) \times E}{\frac{1}{R} - M \times (1 - D) \times E}$$

siendo:

- M: margen de beneficios; R_N/Ventas
- D: tasa de dividendo repartido; dividendos/ R_N
- E: estructura financiera; ATN_m/FP_m
- R: rotación del activo; Ventas/ATN_m