

GestioPolis^{com}

FINANZAS DE EMPRESAS

INDICE

Capítulo I La Empresa y las Finanzas

- 1.1 La Dirección Financiera. Campo y Funciones
 - 1.1.1 Las Decisiones de Inversión
 - 1.1.2 Las Decisiones de Financiamiento.
 - 1.1.3 Importancia de la Psicología de Mercado

- 1.2 Objetivos Financieros
 - 11.2.1. Objetivo teórico, independiente del modelo capitalista
 - 11.2.2. Objetivo clásico: Maximización del beneficio.
 - 11.2.3. Objetivo financiero

- 1.3 El Mercado Financiero Nacional Peruano
 - 1.3.1. Composición, Regulación y Operatividad del Mercado Financiero.
 - 1.3.1.2. Servicios que brindan las Instituciones Financieras
 - 1.3.1.1. Entes Reguladores y de Control del Sistema Financiero
 - 1.3.2. Aspectos Nocivos del Sistema Financiero Nacional.
- 1.4 La Economía Global y el Mercado Financiero Internacional
 - 1.4.1. Definición de la empresa multinacional
 - 1.4.2. Proceso de Expansión Multinacional

Capítulo II Análisis Financiero Integral

- 2.1 Medición del desempeño financiero, ratios e índices financieros

- 2.2 Análisis de Razones Financieras
 - 2.2.1. Los Ratios Financieros
 - 2.2.1.1. Ratios del Balance de Situación
 - 2.2.1.2. Ratios de la Cuenta de Resultados.
 - 2.2.1.3. Ratios por Acción.
 - 2.2.1.4. Ratios Bursátiles.

- 2.3 La Inflación, Devaluación y los Estados Financieros

- 2.4 Pirámide de Ratios. Análisis Dupont.

- 2.5 Cuadro de mando de análisis financiero
 - 2.5.1. Claves del área financiera
 - 2.5.2. Rápido avance en el ámbito empresarial y evolución continua.

- 2.6 Aplicación de Análisis Financiero Integral a Empresas Peruanas
 - 2.6.1 Caso: Empresa Buona Notte.

BIBLIOGRAFIA

FINANZAS DE EMPRESAS

TEMAS:

- . La Empresa y las Finanzas**
- . Análisis Financiero Integral**

AUTOR: MAG. NESTOR EFRAIN AMAYA CHAPA
amayaefrain2@hotmail.com

LIMA - PERÚ

JULIO DEL 2009

**LOS PRESENTES TEMAS CONSTITUYEN LOS DOS PRIMEROS
CAPÍTULOS DEL LIBRO “TEXTO FINANZAS DE EMPRESAS” QUE EL
AUTOR ELABORARA DURANTE SU PERMANENCIA COMO
CATEDRÁTICO DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO DE LA
REPÚBLICA DEL PERÚ**

AUTOR:

- **ECONOMISTA NÉSTOR EFRAÍN AMAYA CHAPA**

- **MAGISTER EN ECONOMÍA, CON MENCIÓN EN POLÍTICA
ECONÓMICA POR LA UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN
MARCOS- PERÚ**

- **MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS, POR LA
UNIVERSIDAD PARTICULAR DEL PACÍFICO – PERÚ**

- **DOCTORADO EN CIENCIAS CONTABLES Y EMPRESARIALES-
UNIVERSIADA NACIONAL DE SAN MARCOS – PERÚ**

- **CON AMPLIA EXPERIENCIA EN DOCENCIA UNIVERSITARIA A
NIVEL DE PRE Y POST GRADO Y, EN FORMULACIÓN DE PLANES
ESTRATÉGICOS Y PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA EN EL
PERÚ**

CAPITULO I.- LA EMPRESA Y LAS FINANZAS

1.1. La Dirección Financiera. Campo y Funciones

Lo que en la actualidad se conoce como “Finanzas” tiene un carácter especial que se debe discutir con la debida profundidad. Podría decirse que las finanzas han tomado sus fundamentos de ocho disciplinas del conocimiento¹, a saber: la economía, la contabilidad, la matemática, la estadística, las tecnologías de la información (TI), la física, el área de estrategia y el área de operaciones. Así, problemas que se razonaron en el campo económico como la transferencia de recursos en el tiempo; la facultad de los precios para revelar información; los conflictos entre agentes económicos por incentivos asimétricos; el traspaso de riesgos al medio especulativo a cambio de una prima de seguros y otros problemas adicionales más, han sido requeridos y apropiados por las finanzas. De la misma forma, problemas tradicionalmente propios de la contabilidad como la política de reparto de utilidades; el reporte de gastos e ingresos; la emisión de deuda y capital; el manejo de los Activos y otros asuntos del mismo estilo han sido también adueñados por los académicos de las finanzas. Inclusive puede decirse que aspectos de la ingeniería como el diseño, el ciclo productivo, los inventarios, y la faceta tecnológica han sido adoptados en buena medida por la ciencia financiera y hasta cuestiones tan suaves como la función comercial, mercadotécnica y de recursos humanos han llegado a aterrizar en el terreno de las finanzas.

En el ámbito de los negocios, las “Finanzas”, podrían definirse como *la disciplina que estudia la construcción e intercambio de “paquetes equilibrados de derechos y obligaciones” necesarios para completar una transacción económica*. Este concepto da cabida tanto a los instrumentos financieros como objeto de estudio -en donde hay evidentemente un contrato tangible de por medio- como también al valor de una idea que casi siempre es intangible, pero que generará una transacción de compra-venta en *spot*, es decir a finiquitarse de inmediato, o bien, que se realizará en un tiempo con una estructura definida de intercambio de pagos en efectivo o especie. Además se pueden analizar las cuestiones como los dividendos, los flujos de un proyecto; el fondo de efectivo disponible de una pensión, etc.

La interpretación y explicación de los fenómenos que constituyen el objeto de estudio de la economía financiera envuelve una idea con noción de equilibrio, no sólo equilibrio económico financiero de la empresa, si no también de los equilibrios del mercado, mercados de capitales en los que la empresa aparezca como sujeto principal del lado de la oferta.

Desde el punto de vista económico-financiero, se puede definir a la empresa como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Una empresa nace porque existe una demanda insatisfecha, ahora bien, la producción del bien o servicio que satisfaga esa demanda, requiere la realización de inversiones en Activos fijos, que no pueden adquirirse si no se dispone de los recursos financieros convenientes.

¿Qué es la Teoría Financiera?

La palabra ‘teoría’ tiene su origen en el griego clásico, θεωρεῖν, que significa observar desde lo alto, mirar desde una montaña los movimientos de las tropas enemigas; por

¹ Para una discusión más a fondo sobre la aportación de cada una de estas áreas a las finanzas, véase Martínez (1999)

otra parte, el Diccionario de la Lengua de la Real Academia Española, define teoría como ‘conocimiento especulativo considerado con independencia de toda aplicación’. La palabra ‘finanza’, derivada del francés ‘finance’, está relacionada con las obligaciones en dinero que se asumen en las transacciones en relación al dinero, especialmente de tipo bancario y bursátil, tanto por parte de las empresas como de las personales; en plural según el Diccionario RAE ‘finanzas’ trata de la Hacienda Pública.

Entonces, nos damos cuenta que la Teoría de Finanzas tiene dos aspectos: la Hacienda Pública y las Finanzas Corporativas; el primero, también denominado Política Financiera, abarca los aspecto macroeconómicos e institucionales que se requieren para establecer el marco general socio-económico dentro del cual se realizarán las transacciones financieras individuales; por otra parte, las Finanzas Corporativas abarcan todos los aspectos financieros relativos a las empresas, que principalmente son tres: por una parte, su financiamiento; por otra, sus inversiones; en tercer lugar, la gestión financiera de corto plazo (Working Capital).

El Director Financiero

Al igual que en otras áreas funcionales de la empresa, el papel de la dirección financiera ha experimentado en los últimos años un sensible cambio hacia una mayor integración y asunción de responsabilidades con los objetivos generales de la empresa, abandonando visiones localistas y cotos cerrados de exclusiva competencia.

En la actualidad es común aceptar que el director financiero no debe limitarse a ejercer un papel meramente reactivo, donde predominen las funciones de controlador de procedimientos, gestor de recursos y guardián de normativas. Por el contrario, el gestor financiero -como cualquier otro directivo- debe centrarse en cómo su trabajo puede ayudar a lograr los objetivos generales.

Además, en economías crecientemente globalizadas, para entender y gestionar los negocios son cada vez más importantes los siguientes aspectos:

- a) Tener una visión global de la empresa y de su entorno.
- b) Entender las interrelaciones que existen entre las diversas políticas empresariales que se están aplicando y cómo éstas se ven afectadas por cambios de escenario en otros países.
- c) Comprobar si la gestión está permitiendo conseguir los objetivos previstos.

En consecuencia, la dirección financiera de una empresa que opera en un contexto globalizado debe dar soporte y apoyo tanto a la dirección general como a las restantes áreas funcionales de la empresa, actuando como agente catalizador del proceso de cambio en la empresa hacia una gestión orientada a la creación de valor económico sostenible

Funciones del Gerente de Finanzas

Para desarrollar sus actividades una empresa requiere de muchos Activos reales.

Los *Activos reales* son Activos utilizados para producir bienes y servicios. Hay *Activos reales tangibles*, como las maquinarias y equipos, terrenos, oficinas y otros; y *Activos reales intangibles*, entre los más importantes están la cultura empresarial, el know-how, las marcas comerciales y las patentes

Para pagar los Activos reales la empresa vende Activos financieros.

Los *Activos financieros* son papeles que tienen valor porque son derechos sobre los Activos reales de la empresa y los flujos que dichos Activos producirán.

Por ejemplo, si la empresa obtiene dinero prestado del banco, el banco obtiene un activo financiero. Este Activo financiero le proporciona un derecho al banco sobre un flujo de pagos de intereses y la devolución del préstamo. Los Activos reales de la empresa necesitan, por tanto, producir suficiente flujo para satisfacer estas obligaciones.

El gerente de finanzas se instala entre los Activos reales de la empresa y los mercados financieros de donde la empresa obtiene financiamiento.

Los *mercados financieros* son aquellos mercados en que se negocian los Activos financieros.

Funciones del Gerente de Finanzas

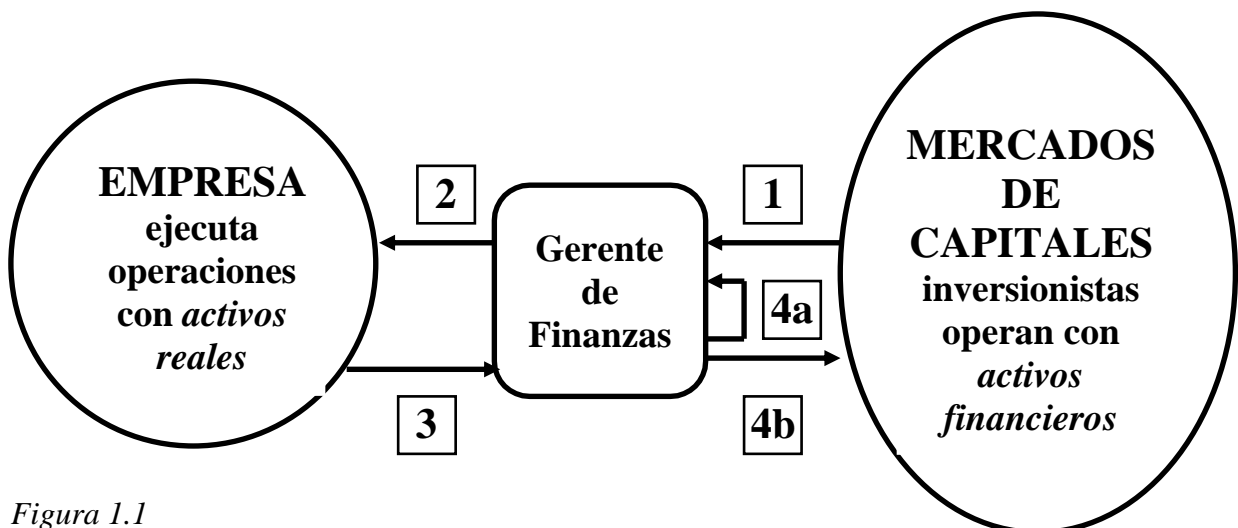


Figura 1.1

El ciclo financiero comienza en (1) cuando se venden los Activos financieros para conseguir dinero. En (2) el dinero es usado para comprar y operar los Activos reales de la empresa. Si las cosas salen bien, en (3) los Activos reales generan flujos de caja superiores a la inversión inicial. Finalmente en (4a) el dinero es reinvertido o en (4b) devuelto a los inversionistas iniciales. Por supuesto, la decisión entre (4a) y (4b) no es completamente libre, por ejemplo, el banco normalmente establecerá el flujo de intereses y el calendario de devolución del capital.

Este esquema nos guía hacia los dos problemas básicos que enfrenta el gerente de finanzas: el primero, ¿cuánto debería invertir la empresa y cuáles Activos reales

concretos comprar?; y el segundo, ¿cómo deberían conseguirse los fondos necesarios para estas inversiones?

La empresa obtendrá beneficios y por tanto podrá sobrevivir cuando la tasa de retorno o tipo de rendimiento interno de las inversiones sea superior al coste del capital utilizado.

Toda empresa tiene un presupuesto de capital limitado, lo que restringe sus posibilidades de inversión; sin embargo cuando la empresa tiene oportunidades de inversión rentable el presupuesto de capital se amplía, ya sea porque aumenta su capacidad crediticia o porque aumenta su capital propio mediante la retención de beneficios, lo que a su vez incrementa la capacidad de endeudamiento de la empresa.

La inversión y la financiación empresarial, son pues dos aspectos interdependientes que no pueden estudiarse separadamente

El rol de las Finanzas Empresariales se puede resumir a dos funciones: decidir en qué proyectos invertir y decidir cómo financiar esas oportunidades de negocios

- En líneas generales, las decisiones de finanzas empresariales se pueden resumir en dos grandes grupos:
 - Decidir en qué proyectos invertir
 - Decidir cómo financiar esos proyectos de inversión

- Si aplicamos una analogía con los criterios contables, podemos decir que la gerencia financiera decide sobre el lado izquierdo del balance (proyectos de inversión) y sobre el lado derecho del mismo estado (Financiamiento):

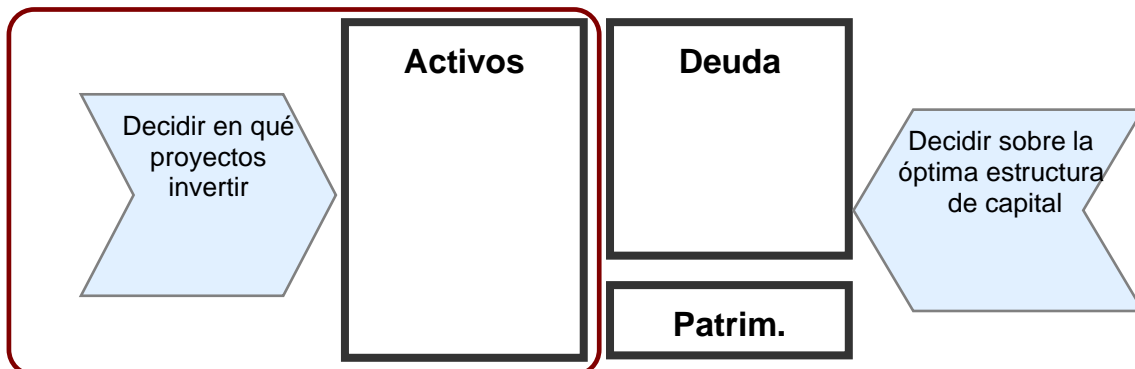


Figura 1.2

Así, se puede señalar que la labor del administrador financiero se encuentra en las dos funciones esenciales siguientes:

| Decisión de Inversión | Decisión de Financiamiento |
|---|--|
| Implica el uso de los fondos disponibles en forma tal que se logre la maximización de la riqueza de los accionistas de la empresa | Consiste en la generación de fondos de fuentes internas o externas de la empresa, de modo que se minimice el costo del capital procedente del exterior de la empresa y que sea posible maximizar las ganancias procedentes del capital obtenido de fuentes internas. |

Admitido el principio de maximización del valor de la empresa en el mercado como criterio para la toma de decisiones empresariales en el ámbito financiero, se plantea la evaluación de las decisiones de financiamiento y de inversión.

En el desarrollo de su actividad, la empresa capta recursos financieros (decisión de financiamiento) que se materializa en la compra de distintos elementos de Activo (decisión de inversión).

1.1.1 Las decisiones de inversión

La estructura económica de la empresa que se corresponde con las inversiones representa el empleo de los recursos financieros en bienes y servicios.

En función del plazo de inversión:

Bienes y derechos que permanecen en la empresa más de un ciclo económico. La transformación de estos bienes en dinero se produce paulatinamente mediante los procesos de amortización.

Bienes y derechos que sufren modificaciones dentro del ciclo económico.

Cada una de estas categorías de inversión tienen distinta capacidad de realización dentro de un mismo periodo, por ello la liquidez de los Activos Circulantes es mayor que la de los fijos.

1.1.2 Las decisiones de financiamiento.

La estructura económica de la empresa está vinculada a una determinada estructura financiera o de capital. Los recursos financieros que se emplean se pueden clasificar en función de su origen o propiedad:

Recursos financieros propios. Integrados por los beneficios no distribuidos y las aportaciones de capital de los socios. (Capital y Reservas)

Recursos financieros ajenos. Proceden de personas ajenas a la propiedad de la empresa y hay que devolverlos en el plazo estipulado junto a los intereses generados.

Es necesario distinguir entre el Pasivo a corto plazo vinculado al ciclo de explotación de la empresa y los recursos permanentes con plazos mayores (deudas a largo plazo)

Comprende la decisión de financiamiento, el análisis de la naturaleza y operaciones realizadas en el mercado de capitales y las principales alternativas de financiamiento disponibles para la empresa a los distintos plazos, con el objeto de elegir aquella combinación que maximice el valor de la empresa. En este sentido, la decisión de financiamiento pasa por elegir aquellos recursos que garanticen la minimización del coste del capital y que aumente el valor de la empresa. Tenemos que responder a dos cuestiones:

✍ Decisiones sobre la estructura de capital.

En este caso se trata de determinar el equilibrio entre la financiamiento propio y el ajeno.

✍ Decisiones sobre dividendos.

En este caso se analiza que proporción del beneficio debe ser distribuida en forma de dividendos y que parte debe ser reinvertida.

Esta decisión depende de dos expectativas:

- Financiamiento Propio.
- Financiamiento Ajeno.

En los dos casos anteriores se plantea también si el valor de mercado de la empresa es independiente de estas decisiones. Se pone así de manifiesto la interdependencia de las decisiones de inversión, financiamiento y dividendos que se adoptan en la empresa y su repercusión sobre la creación de valor.

1.1.3 Importancia de la psicología de mercado

La *psicología de mercado* juega un rol muy importante en el proceso decisorio de una inversión financiera, a tal punto que, varias universidades norteamericanas le están dando un rol muy importante al estudio de la racionalidad de las inversiones financieras. En tal sentido, un estudio realizado por la universidad de Minnesota demuestra que la gran mayoría de las personas que toman decisiones financieras que afectan su futuro económico, están más influidas por su estómago y su intuición que por su frío raciocinio. Todo ello se basa en conclusiones de un nuevo campo de estudio llamado

neuroeconomía. El doctor Aldo Rustichini, profesor de economía de la citada universidad y el doctor Cohen, de la Universidad de Princeton, *“han explorado, estos comportamientos y han concluido que, para la toma de decisiones, los inversores utilizan áreas del cerebro más relacionadas con la intuición que con el raciocinio”*.

Veamos cual es el encadenamiento de sus pensamientos, tal como ha venido resumido por Sandra Blakeslee en el New York Times:

“Para explorar la toma de decisiones los investigadores están analizando los cerebros de personas que intervienen en juegos diseñados por economistas experimentales. Estos ejercicios intentan hacer que los individuos anticipen lo que los otros van a hacer o qué van a inferir de sus propias acciones.

Los juegos también revelan algunos hechos fundamentales acerca del cerebro que los economistas sólo ahora empiezan a conocer:

Al hacer predicciones de corto plazo, los sistemas neurológicos se conectan con sensaciones y emociones, comparando lo que sabemos del pasado con lo que está ocurriendo.

- ✓ El cerebro necesita una forma de comparar y evaluar objetos, personas, eventos, recuerdos, estados internos y las necesidades percibidas de otros de tal forma que pueda realizar elecciones. Lo hace asignando un valor relativo a todo lo que sucede. Pero en lugar de dólares se basa en el ritmo de actividad de un número de neurotransmisores -como la dopamina- que transmiten impulsos nerviosos. La novedad, el dinero, la cocaína, una comida deliciosa y una cara hermosa, todos activan circuitos dopaminérgicos en niveles variados; por la experiencia pasada y su estructura biológica calibra exactamente cuánta dopamina genera un individuo en respuesta a una recompensa determinada.
- ✓ Circuitos cerebrales específicos monitorean cómo las personas evalúan diferentes fuentes de recompensa y castigo. Una región llamada cíngulo anterior reacciona cuando las personas cometen errores; algunos neurocientíficos dicen que también registra ganancias y pérdidas financieras. Una pequeña estructura llamada la ínsula detecta sensaciones en el cuerpo. También está involucrada en detectar si alguien nos quiere vender un buzón. Estas estructuras y neurotransmisores se activan antes de que una persona sea consciente de haber tomado una decisión.

En un estudio publicado en la revista Science, el doctor Jonathan Cohen, profesor de ciencias cognitivas en Princeton, tomó imágenes de los cerebros de personas que jugaban al juego del ultimátum. Mostraban que cuando un jugador aceptaba una oferta suficientemente justa se activa un circuito de su cerebro relacionado con el pensamiento reflexivo.

Pero cuando rechazaba una oferta, la ínsula -que controla los estados corporales-sobrepasaba al circuito frontal. Cuanto más rápido *disparaba* la ínsula, más rápido la persona rechazaba la oferta. Es más: la ínsula se activaba bastante antes de que la persona oprimiera el botón para rechazar la oferta.

Los economistas pueden utilizar este hallazgo para cuantificar la contribución de las emociones y el razonamiento en la toma de decisiones, afirmó Cohen. Es posible calcular cuánta emoción está involucrada en estudiar el valor de actividades económicas y evaluar los circuitos neurales que subyacen al regateo, por ejemplo. La neurociencia puede arrojar luz en todo tipo de comportamiento económico, dijo el doctor George Loewenstein, economista de la Universidad Carnegie Mellon afirmando que: "Bajo la influencia de poderosas emociones e impulsos la gente frecuentemente termina haciendo lo opuesto de lo que piensa que es bueno".

Por otra parte, el grupo Prudential/Wachovia, en su informe del 15 de agosto de 2003, indicó que “en los últimos meses, la psicología del mercado y los factores técnicos del mismo llevaron los rendimientos de las inversiones a un área que se ubica fuera de la línea esperada, es decir, fuera de la que indicaría la tendencia de las tasas de interés y la evolución de la economía. El factor económico de mayor impulso ha sido la disminución de las expectativas inflacionarias. El mercado percibe el riesgo de la deflación y sobredimensiona los temores de la deflación. Otro elemento psicológico del mercado adjudicó una alta probabilidad de que la Reserva Federal comprara directamente Títulos del Tesoro.

Peter Bernstein, importante estudioso de los comportamientos del mercado, en su libro *Against the Gods*, refleja reiterados ejemplos de comportamientos no racionales del mercado acompañados de una gran dosis de desconocimiento por parte de los actores que operan en los mercados de capitales. En tal sentido en la década de los 90 se desarrolló una nueva disciplina: “comportamiento financiero” (behavioral finance) que trata de explicar ciertas reacciones del mercado que no se corresponden con la dosis de racionalidad que correspondería. En pocas palabras, sostiene y con razón que, quienes operamos en los mercados, no siempre actuamos con la dosis de racionalidad que las circunstancias imponen

Robert Hagstrom, (autor de *The Warren Buffet way*), sostiene que Benjamín Graham afirma que los mercados frecuentemente desconocen el precio adecuado de una acción, a menudo, operan en función a sus emociones, miedo o ambición. El optimismo mueve el mercado más allá del valor intrínseco de una acción y por el contrario, el miedo lo destruye llevando los títulos, en muchos casos a valores ridículamente infravalorados.

Daniel Kahneman, premio Nobel de economía 2002, profesor de la universidad de Princeton, uno de los mayores estudiosos del comportamiento humano en el proceso decisorio ante los mercados de capitales, señala que el hombre en numerosos casos

toma el camino más simple y corto ante una decisión financiera sin hacer el apropiado cálculo de su rentabilidad. La gente que toma decisiones financieras, en la mayoría de los casos, no sigue los pasos que un proceso racional le indica. Una gran cantidad de decisiones financieras, continúa manifestando Kahneman, no descansan en un modelo racional, las mismas están soportadas por motivos fundamentalmente psicológicos. Daniel Kahneman está considerado como el mayor integrador de la economía con la psicología en el proceso de decisión financiera, su mayor aporte a los mercados financieros fue el de observar empírica y reiteradamente que las decisiones humanas en este campo se apartan sistemáticamente de las predicciones de determinados estándares financieros

Adicionalmente, y para concluir el impacto de lo no racional, es importante destacar que cualquier inversor, quiera o no, sea torpe o inteligente y buen analista, siempre, para decidir, pasa por el camino de las emociones, el cual es imposible de “mapear” y es el más variado y sinuoso de todos los que uno puede emprender, no es una autopista. Hay muy pocas reglas para este camino y, como dice Thomas Stewart, de la Universidad de Harvard, las emociones no son buenas o malas, simplemente son y siempre Usted tiene la última elección. Este concepto hay que aplicarlo siempre al proceso de decisión de un inversor.

1.2. Objetivos Financieros

Habiendo identificado los tipos de decisiones, a continuación es necesario aclarar el objetivo a perseguir al tomarlas:

- ❖ Desde un punto de vista “económico”, el objetivo principal de la administración financiera es maximizar la riqueza de los accionistas de la empresa, mediante el desarrollo de las mejores políticas financieras y la consecuente toma de las mejores decisiones de esta índole.

- ❖ Sin embargo, surge una gran divergencia al analizar desde qué perspectiva se debe maximizar el valor, ya que hay distintos interesados en el destino de la riqueza generada o destruida:
 - Accionistas (Propietarios)
 - Empleados y Uniones de Empleados (Sindicatos)
 - Gobierno (Local y Central)
 - La sociedad en general (ejemplos: no contaminando, creando empleo, haciendo beneficencia)
 - Banca Comercial y de Inversión (por sus Préstamos)
 - Proveedores

La empresa puede tener entre sus objetivos mantener o conseguir un determinado valor o bien otros objetivos que, de forma indirecta, determinen el precio de la empresa. La valoración de la empresa está siempre en función de determinados objetivos. Los agentes interesados en la valoración de empresas suelen ser, a su vez, otras empresas con motivaciones concretas, en relación con la empresa adquirida o enajenada, absorbida, etc., enmarcables en unos objetivos más generales. A grandes rasgos, estas son las finalidades que los economistas han atribuido a las empresas:

21.2.1. Objetivo teórico, independiente del modelo capitalista.

3

La Teoría Económica ha definido a las empresas como unidades de producción (de bienes y prestación de servicios), por tanto, se puede formular como objetivo de la empresa la fabricación de bienes o la realización de servicios, según el sector en que opere. Las Economías Centralizadas, de planificación estatal, se fijaban objetivos en términos de cantidad y (no siempre) calidad. Aquí el concepto de objetivo se identifica con el de objeto social, que es conocido, declarado y obligatorio para todas las empresas, de forma que, es el más ‘objetivo’ de los objetivos asignados por la teoría a la empresa.

21.2.2. Objetivo clásico: Maximización del beneficio.

3

Este objetivo no es independiente del sistema económico ni, por tanto del factor ideológico. Si se presupone que el objetivo de las empresas es maximizar el beneficio, y que el objetivo de la Economía de la Empresa, como Ciencia Social, coincide con los objetivos de las empresas lo cual es muy discutible, eso significaría que el objetivo del economista sería maximizar el beneficio de las empresas. He aquí un primer asunto espinoso, puesto que la empresa puede concebirse como un conflicto de intereses, que pugnarán por la maximización de variables distintas. Para los trabajadores, por ejemplo, es más relevante el valor añadido, para los accionistas, el beneficio neto, para los acreedores, el beneficio bruto después de impuestos, para el fisco, antes de impuestos, para los directivos, el autofinanciamiento, etc. En general, los economistas optan por medidas de eficiencia.

El beneficio, objetivo primordial de la empresa en el enfoque clásico, puede medirse de múltiples formas: Respecto al capital total invertido o la utilidad por acción, a corto, medio o largo plazo, antes o después de intereses o de impuestos, reservas o dividendos, etc. Definimos el Beneficio a largo plazo como el sumatorio actualizado de los beneficios esperados futuros, durante un periodo largo de previsión. Su cálculo estaría basado en estimaciones sobre variables renta y sobre la misma duración de la empresa u ‘horizonte temporal’ de la valoración. Tal como lo acabamos de definir, este concepto es ya de por sí un primer método de valoración.

21.2.3. Objetivo financiero.

Existe la necesidad científica de especificar un propietario al que haga referencia la definición del objetivo empresarial o, como hemos visto, del beneficio empresarial. Ésta deriva, a su vez, de la disparidad de intereses confluyentes en una empresa. Las Teorías surgidas en las finanzas corporativas, han impuesto definir, por convención, un “objetivo financiero de la empresa” que dichos teóricos identifican con los intereses de sus propietarios, los accionistas. Se formula como “la maximización del valor [precio] en el mercado del capital propio” de la misma, es decir, las cotizaciones de las acciones. Se defiende la idea de que este valor es reflejo de las estimaciones sobre los beneficios a largo plazo realizadas por los agentes de los mercados financieros y que, por tanto, es compatible con el objetivo clásico de maximización de beneficios. Se argumenta que esa correlación entre los objetivos parciales y generales implica la actualización de flujos económicos futuros, incluyendo en la tasa de descuento un factor de riesgo. Como se

verá, la apreciación que el accionista hace de tales posibilidades le permite, indirectamente, enriquecerse mediante la venta de títulos, si su precio se maximiza (rendimiento implícito). Como ventajas teóricas adicionales, este objetivo es único y eso implica mayor sencillez. Se identifica con el “interés del accionista“, lo cual tampoco es incompatible con que la empresa tenga objetivo múltiple. Además, es cuantificable y, por tanto, modelizable.

En resumen, desde el punto de vista financiero, las características esenciales del departamento de Finanzas son:

- a) Se busca la máxima eficiencia en todos los fondos de efectivo de la empresa, tales como: los pagos de deudas y de dividendos, los cuales hay que manejar buscando la minimización del pago de impuestos, teniendo en consideración las cargas fiscales de la empresa.
- b) Maneja la estructura de capital, con el objetivo de maximizar las ganancias de la empresa y minimizar su riesgo financiero.
- c) Asume nuevos factores como son: riesgos de tasas de cambio y de inflación, diferencias internacionales en las tasas de impuestos, múltiples mercados monetarios, controles monetarios y el riesgo político.
- d) Debe tener una amplia visión de la economía y de las finanzas internacionales.
- e) Debe tener la habilidad de mover el dinero, los materiales y el hombre de forma tal que su empresa tenga más valor que la suma de las partes que la integran.
- f) Su operación a través de todo el orbe, le permite minimizar su costo de capital y reducir su costo financiero, por la facilidad que tiene en conseguir el dinero más barato y del uso de la diversificación.

1.3. El Mercado Financiero Nacional Peruano.

1.3.1. Composición, Regulación y Operatividad del Mercado Financiero Peruano.

El sistema financiero esta conformado por el conjunto de Instituciones bancarias, financieras y demás empresas e instituciones de derecho público o privado, debidamente autorizadas por la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP (SBS), que operan en la intermediación financiera (actividad habitual desarrollada por empresas e instituciones autorizada a captar fondos del público y colocarlos en forma de créditos e inversiones.

Es el conjunto de instituciones encargadas de la circulación del flujo monetario y cuya tarea principal es canalizar el dinero de los ahorristas hacia quienes desean hacer inversiones productivas. Las instituciones que cumplen con este papel se llaman “Intermediarios Financieros” o “Mercados Financieros”.

Instituciones que conforman el Sistema Financiero

- Banca Comercial múltiple.

- Otras instituciones financieras (Cajas Municipales, Cajas Rurales, EDPYMES, etc.)
- Compañías de Seguros y Reaseguros.
- Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's)
- Banco de la Nación.
- Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)
- Bolsa de Valores de Lima (BVL).
- Bancos de Inversiones.
- Comisión Nacional Supervisora de Valores (CONASEV).
- Sociedad Nacional de Agentes de Bolsa

Actualmente las entidades financieras peruanas que otorgan crédito supervisadas por la SBS, son 11 instituciones de banca múltiple:

- 1) Banco de Crédito del Perú,
- 2) Banco Continental,
- 3) Scotiabank Perú,
- 4) Interbank,
- 5) Banco Interamericano de Finanzas,
- 6) Citibank,
- 7) Banco Financiero,
- 8) Banco del Trabajo,
- 9) Mibanco,
- 10) Banco de Comercio y
- 11) HSBC Bank Perú;

39 instituciones microfinancieras no bancarias, conformada por: 13 Cajas Municipales (CMACs), 12 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRACs) y 14 Entidades de Desarrollo a la Pequeña y Micro Empresa (EDPYMEs).

Asimismo, sin supervisión de la SBS, al margen del sistema financiero, sin legislación que regule sus actividades operan un sinnúmero de entidades jurídicas y personas naturales, semiformales, como: cooperativas, asociaciones, casas de préstamos, casas comerciales; e informales como: asociaciones de ahorro y crédito, comerciantes, unidades familiares, prestamistas profesionales, agiotistas entre muchas otras. Actualmente, hay casas comerciales que ofrecen sus productos financiados con sus propias tarjetas de crédito.

Las oportunidades de inversión o de financiamiento, determinan la existencia de la tasa de interés (r), representada por un porcentaje (%). Visto así, la tasa de interés es un precio, pues expresa el valor de un recurso sujeto a intercambio, es la renta pagada por el uso de recursos prestados por periodo determinado. Es un factor de equilibrio, hace que el dinero tenga el mismo valor en el tiempo.

La TCEA o Tasa de Costo Efectivo Anual, representa globalmente el pago de intereses, impuestos, comisiones y cualquier otro tipo de gastos que la operación financiera implique. En el mundo de las finanzas la TCEA es calculada a partir de la cuota final

que la institución financiera fija, esta cuota contiene todos los costos, portes, comisiones, seguros que el banquero carga adicionalmente al cliente.

Durante el gobierno del Ingeniero Alberto Fujimori, se liberalizó el sistema financiero peruano; el BCR emitió el Circular N° 027-2001-EF/90 vigente desde el 21 de noviembre del 2001 considerándose que la tasa de interés debe ser determinada por el mercado.

1.3.1.1. Entes Reguladores y de Control del Sistema Financiero

a.- Banco Central de Reserva del Perú

Encargado de regular la moneda y el crédito del sistema financiero. Sus funciones principales son:

- Propiciar que las tasa de interés de la operaciones del sistema financiero, sean determinadas por la libre competencia, regulando el mercado.
- La regulación de la oferta monetaria
- La administración de las reservas internacionales (RIN)
- La emisión de billetes y monedas.

b.- Superintendencia de Banca y Seguro y AFP's (SBS).

Organismo de control del sistema financiero nacional, controla en representación del estado a las empresas bancarias, financieras, de seguros y a las demás personas naturales y jurídicas que operan con fondos públicos.

La Superintendencia de Banca y Seguros y AFPs es un órgano autónomo, cuyo objetivo es fiscalizar a la Banca Comercial e instituciones financieras de cualquier naturaleza. La función fiscalizadora de la superintendencia puede ser ejercida en forma amplia sobre cualquier operación o negocio.

c.- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Institución Pública del sector Economía y Finanzas, cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas (buen manejo corporativo) y normar la contabilidad de las mismas. Tiene personería jurídica de derecho público y goza de autonomía funcional administrativa y económica.

1.3.1.2. Servicios que brindan las Instituciones Financieras

Operaciones

Las entidades financieras tienen tres tipos genéricos de operaciones de Activo:

- Operaciones de préstamos
- Operaciones de crédito
- Operaciones de Intermediación

La diferencia básica es que mientras las operaciones de préstamos están vinculadas a una operación de inversión ya sea en bienes de consumo, productivos o de servicios, se conceden para realizar algo concreto; las de crédito no están vinculadas a ninguna finalidad específica, sino genérica. Podemos, por tanto, decir que en un préstamo se financia el precio de algo, mientras que en un crédito se pone a nuestra disposición una cantidad de dinero durante un período de tiempo.

Así, tendremos que las Operaciones del préstamo serán de varios tipos en función de las garantías y de la finalidad, dividiéndose principalmente en:

- Préstamos de garantía Real
- Préstamos de garantía personal

Con respecto a los Créditos, las operaciones más usuales son:

- Cuentas de crédito
- Tarjetas de crédito

Las Operaciones de Intermediación son aquellas que no son ni préstamos ni créditos; la operación financiera se ve acompañada por la prestación de una serie de servicios que no son estrictamente financieros. Dentro de este bloque nos encontramos con las siguientes operaciones:

- Leasing
- Descuento comercial
- Anticipos de créditos comerciales
- Factoring
- Avales

Definidos cuales son las operaciones de Activo más usuales, vamos a ver cuál es su distribución entre los dos grandes grupos de clientes bancarios.

La empresa suele utilizar las siguientes operaciones.

a. Operaciones a corto plazo

- Descuento comercial
- Anticipos de créditos comerciales. Póliza de crédito
- Factoring

b. Operaciones a largo plazo

- Préstamos con garantía hipotecaria
- Préstamos con garantía personal
- Leasing

En lo que respecta a personas naturales, los productos más habituales son:

a. Operaciones a corto plazo

- Tarjetas de crédito

b. Operaciones a largo plazo

- Préstamos hipotecarios
- Préstamos personales.

1.3.2. Aspectos Nocivos del Sistema Financiero Nacional.

Una de las principales distorsiones del Sistema Financiero Peruano representa la falta de transparencia de las tasas de interés cuando venden sus productos, por la absoluta libertad con la que cuentan para fijar sus tasas de interés, comisiones y gastos de las operaciones activas, pasivas y servicios, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 9º de la Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguro, Ley N° 26702.

Otro elemento, es el elevado grado de concentración bancaria, pues más del 77% de los depósitos de la banca múltiple se encuentran en solo tres bancos (Banco de Crédito más del 35%; Banco Continental más de 25% y Scotiabank Perú más del 16%), es decir el sistema carece de una necesaria competencia. La otra distorsión también lo representa el hecho de que en nuestro país el empleador es quien decide el banco en donde abonará el sueldo de sus trabajadores y no el dueño (trabajador) de esos recursos.

Finalmente, las restricciones al Banco de la Nación promovida por la Asociación de Bancos (ASBANC) y normado a petición de parte, que impiden a esta entidad del Estado captar y colocar recursos haciendo uso del libre mercado

1.4. La Economía Global y el Mercado Financiero Internacional

Cada país tiene estructuras diferentes en sus sistemas financieros, por ejemplo, los mercados de capitales de los países latinoamericanos se inclinan hacia el modelo bancario, mientras que los de países industrializados lo hacen hacia modelos no intermediados que favorecen la democratización de la propiedad y generan mayor transparencia.

El conocimiento de las finanzas internacionales ayuda de dos maneras muy importantes. Primero, a decidir la manera en que los eventos internacionales afectarán a una empresa y cuales son los pasos que pueden tomarse para explotar los desarrollos positivos para aislar a la empresa de los dañinos. Entre los eventos que afectan a las empresas, se encuentran la variación de los tipos de cambio, así como en las tasas de interés, en las tasas de inflación y en los valores de los activos. Debido a los estrechos vínculos que existen entre los mercados, los eventos en territorios distintos tienen efectos que se dejan sentir inmediatamente en todo el planeta. Esta situación ha hecho que para los administradores, tanto los formados como los aspirantes, sea un imperativo, hacer una detallada revisión del excitante y dinámico campo de las finanzas internacionales.

La Administración Financiera Internacional de Empresa, en síntesis actúa directamente sobre dos campos de acción.

Administración Financiera Internacional de Empresa **Campo de acción.**

Gestión Financiera de las Empresas
Multinacionales

Problemas específicos en el área de las
finanzas que surgen de las relaciones
económicas entre naciones

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial y muy especialmente desde la década de los años sesenta, el desarrollo de las actividades de las empresas fuera de las fronteras nacionales de sus respectivos países de origen, han sido de enorme magnitud y de extraordinario crecimiento mediante el proceso de multinacionalización de las empresas.

No se trata ya solamente de la expansión de las relaciones económicas internacionales de las empresas, sino de que una empresa que opera simultáneamente en varios países, además de su país de origen, o sea, que produce y comercia mediante establecimientos ubicados en distintos países. Habitualmente se trata de una empresa matriz ubicada en el país de origen y cinco o más empresas subsidiarias ubicadas en distintos países, estrechamente relacionadas mediante una estrategia de producción y comercialización común, incluso hay multinacionales que tienen subsidiarias esparcidas prácticamente por todo el mundo.

En la actualidad las compañías que tienen éxito adoptan una perspectiva global y operan en muchos países. El resultado es que la distinción entre las compañías estadounidenses y las compañías extranjeras, se ha vuelto borroso a medida que las compañías más importantes han evolucionado para convertirse en corporaciones multinacionales.

El crecimiento de las empresas multinacionales en la segunda mitad de este siglo XX, está basado en el extraordinario desarrollo de las modernas tecnologías de comunicación y transporte, y con el objetivo de garantizar materias primas, mercados y reducción de costos.

No queda muy claro que sean los mercados emergentes, como el peruano, los que mas han ganado con la globalización de la economía, pues, el recrudescimiento de la competencia internacional entre las tres grandes regiones económicas mundiales², en la década de los noventa sirvió de telón de fondo para cuatro episodios tremendamente aleccionadores sobre los riesgos de inestabilidad financiera sistémica: la crisis mexicana de 94-95, la crisis asiática de 1997-98, la crisis de los mercados financieros maduros en 1998 y el lanzamiento y consolidación del "Euro" como moneda común de la UME.

Esta secuencia de tres graves crisis financieras más el desafío monetario-financiero internacional planteado por el Euro, en lo inmediato han producido un resultado aparentemente unificador alrededor de los criterios del "Consenso de Washington" que se plasma en la exigencia de los organismos financieros internacionales de que se profundicen la desregulación financiera y la apertura comercial. En este sentido, Estados Unidos aparece como el ganador, desafiado sólo por la UME a mediano plazo, y China en menor medida.

Pero bajo el imperio riguroso de una segmentación creciente del sistema monetario internacional, esos criterios y la fragilidad de las instituciones financieras nacionales e internacionales ha abierto el camino al deterioro recurrente, que ha llegado incluso a los fondos de cobertura de riesgo de los mercados financieros maduros, lo que puede desembocar eventualmente en crisis financieras de mayor alcance y complejidad que las que hemos conocido hasta ahora, entre otras cosas debido a que se perfila un choque entre dos criterios: dejar que quiebren los inversionistas privados que asumen riesgos excesivos, montando estructuras para enfrentar casos de quiebra, o seguir cubriendo los riesgos excesivos mediante regulaciones internacionales que atenúen los impactos de la volatilidad, sobre todo en flujos de corto plazo .

² El Nafta (compuesto por Estados Unidos, Canadá y México), la Unión Europea (con Alemania y Francia a la cabeza) y el bloque del sudeste Asiático (liderado por Japón, y el sobresaliente desempeño de China)

Por eso, se puede decir que la perspectiva de consolidación de la disputa monetario-financiera entre las tres grandes regiones y la profundización de la desregulación financiera en las economías "emergentes" plantea grandes desafíos a la continuidad de la agenda de reformas macroeconómicas del Consenso de Washington, lo que puede confluir con la sincronización global de protestas sociales agudas en varios de los países claves de la economía mundial.

1.4.1. Definición de la empresa multinacional

Se hace necesario interiorizar el concepto de Multinacional, término aplicado a las corporaciones que desarrollan actividades de negocios en varios países al mismo tiempo. Los términos “empresa transnacional” o “internacional” son sinónimos del término multinacional. De igual forma, los conceptos “empresa” y “compañía” pueden considerarse como sinónimos de “corporación”. Sus actividades consisten en la producción de bienes y servicios o en la distribución de los mismos, así como la creación de sucursales o filiales en los países en los que operan.

Empresa Multinacional o Corporación Multinacional: Es aquella empresa o compañía que opera en más de un país.

Ejemplos:

- The Coca-Cola Company, vende su conocida bebida gaseosa en prácticamente todo el mundo y deriva dos tercios de sus ventas y tres cuartas partes de sus utilidades operativas fuera de Estados Unidos.
- Exxon Mobil Corporation, produce petróleo y gas en el Mar Norte, frente a las costas de Noruega y del Reino Unido, y también en Australia, Indonesia y Malasia.
- Telefónica Internacional, con su matriz en España, tiene gran presencia en Latinoamérica.
- Interbrew, multinacional belga que compró AmBev en 2,004.

La revista norteamericana “Fortune”, publica todos los años una lista de las más destacadas empresas de EE.UU, donde la gran mayoría de estas empresas son multinacionales que obtienen la mayor parte de sus ganancias fuera de su país de origen.

Para el logro de los objetivos existe un proceso de expansión multinacional que comienza con la exportación de su producción y con la importación de materias primas dando respuestas a oportunidades que azarosamente aparecen en el exterior.

1.4.2. Proceso de Expansión Multinacional

a.- Exportación directa (Bajo costo y poco riesgo)

- ✓ Permite obtener ganancias inmediatas, con el mismo capital invertido y con costos mínimos
- ✓ El riesgo es bajo.

- ✓ Ofrece oportunidades de conocer las condiciones de oferta y demanda, la competencia, los canales de distribución, las condiciones de pago, así como las instituciones técnicas, financieras del país a donde se exporta.
 - ✓ Establecimiento de subsidiaria de ventas en el exterior
 - ✓ Estas subsidiarias se establecen en el país donde inicialmente se efectuaban exportaciones directas, realizando acuerdos mediante licencias que permitan la operación en las mismas tales como cuotas o licencias de importación.
- b.- Otorgamiento de licencias de producción, a empresas subsidiadas en el país donde se a de vender el producto.
- ✓ Se efectúa a empresa que están ubicadas en el país donde se ha de consumir el producto, mediante el cobro de derechos por la usanza de una patente.
 - ✓ Esta forma de operar, garantiza una entrada al que le conceden la licencia, sin que prácticamente se requiera una inversión suplementaria y con muy poco recargo financiero o legal.
 - ✓ Tiene la desventaja de que, quien recibe la licencia para producir, se puede convertir en competidor del otorgante en terceros países, al menos que esto se prohíba en el acuerdo de otorgamiento. No obstante, el otorgamiento de licencias de producción puede ser una buena forma de penetración en un mercado extranjero.
- c.- Establecimiento de subsidiarias productivas en el exterior
- ✓ Tiene como objetivo principal garantizar el mercado para el producto, utilizando la experiencia productiva de la empresa multinacional en su país de origen o en el resto del mundo y usando los recursos laborales y materiales del país donde se esta vendiendo el producto.

CAPITULO II.- ANÁLISIS FINANCIERO INTEGRAL

2.1 Medición del desempeño financiero ratios e índices financieros

Los ratios “son relaciones relevantes entre dos magnitudes, simples o agregadas, cuyo cociente resulta más significativo que cualquiera de ellas por separado”. Por ejemplo, el saber que una empresa tiene un Activo Circulante de 200 y un Pasivo Circulante de 100, no nos aporta mucha información, en cambio si calculamos el cociente $\text{Activo Circulante} / \text{Pasivo Circulante}$, comprobamos que dicha empresa tiene un índice de liquidez positivo. Constituyen así una forma útil de recopilar grandes cantidades de datos financieros y comparar la evolución de las empresas.

Las proporciones cuantifican muchos aspectos del negocio, pero no son generalmente usadas en el aislamiento de las declaraciones financieras, pero son consideradas una parte integrante del análisis financiero. Los resultados de una proporción dan ocasión a la pregunta “¿por qué?”; el análisis adicional es necesario para contestar. Los ratios tienen en cuenta comparaciones:

- entre compañías,
- entre industrias,
- entre períodos de tiempo diferentes de una compañía y

- entre una compañía y el promedio de industria.

2.2 Análisis de razones financieras

Principales ratios utilizados

Los principales ratios que se analizarán dependen de cuatro variables: Activo, Recursos Propios (Capital), Ventas y Utilidad.

A través de estas cuatro variables, se pueden obtener los ratios de rendimiento, rentabilidad, margen, apalancamiento y rotación.

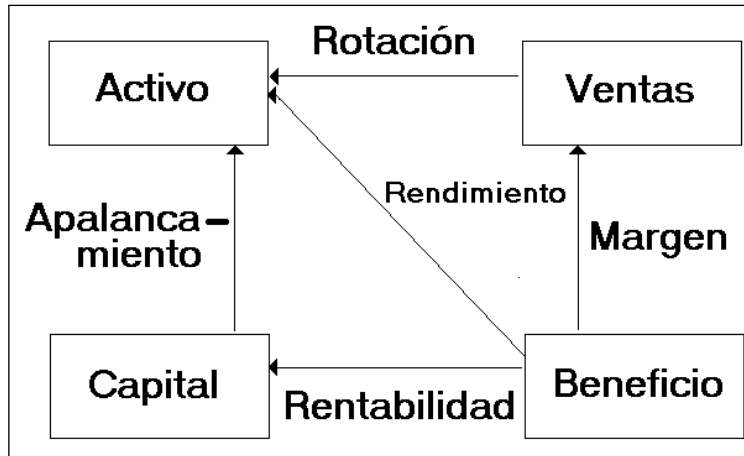


Grafico 2.1

2.2.1. Los Ratios Financieros

El análisis con ratios tiene como punto de partida los estados financieros. Dicha documentación ha de ser depurada convenientemente para que refleje el auténtico estado real de la empresa. Por ejemplo, no se deberían considerar aquellos resultados consecuencia de actividades extraordinarias de la empresa, porque de cara a tomar decisiones no podemos basarnos en resultados que no sean habituales. De la misma forma es necesario eliminar del balance determinadas partidas que reflejan situaciones que ya no tienen trascendencia de cara a la gestión.

2.2.1.1.- Ratios de Balance de Situación

Los ratios que incluyen cifras de Balance se suelen calcular con datos medios, es decir, con la media entre el cierre del ejercicio anterior y el del actual, de forma que se elimina parcialmente la volatilidad del cierre de un ejercicio.

Hay bastantes referidos a la situación a corto plazo de la empresa, ya que es ahí donde puede existir un mayor riesgo coyuntural no controlado por las estimaciones a largo plazo. Los más importantes podrían ser:

• **Fondo de Maniobra sobre Ventas:** El fondo de maniobra es la diferencia entre Activo Circulante y Pasivo Circulante³, es decir, la posición a corto plazo de la empresa. Al medirlo sobre ventas da una idea de la eficacia con la que se utilizan los activos, y la importancia de los mismos a la hora de generar la cifra de ventas. Un nivel en el entorno del 15 por ciento es razonable.

• **Fondo de Maniobra sobre Activo Circulante:** Parece que en cierto modo es darle vueltas al mismo concepto, pero lo que intenta este ratio es interpretar el grado de cobertura del propio fondo de maniobra. Un fondo de maniobra positivo de 100 millones parece bastante elevado, pero si proviene de un Activo Circulante de 1,2 billones y un Pasivo Circulante de 1,1 billones, pierde relevancia.

• **Apalancamiento:** Mide la situación de endeudamiento de una empresa. Sólo se considera la deuda con coste y se puede medir sobre el Activo total o sobre los recursos propios. En ambos casos, se trata de dar una medida relativa de dicho endeudamiento, evitando las cifras absolutas. Así, un endeudamiento del 70 por ciento sobre total Activo refleja una empresa con una situación de endeudamiento elevada que seguro en cuenta de resultados presenta una cifra de gastos financieros alta.

$$\text{Apalancamiento} = \frac{\text{Deuda}}{\text{Act. Total}} \qquad \text{Endeudamiento} = \frac{\text{Deuda}}{\text{Rec. Propios}}$$

• **Deuda con coste sobre Pasivo:** Este ratio intenta dar a conocer el porcentaje de Pasivo exigible que tiene coste. Puede haber empresas con cifras de Pasivo exigibles muy elevadas que se deban tan sólo a una posición con proveedores muy fuerte, pero

sin acarrear coste alguno en cuenta de resultados (en las constructoras, el pago tardío de la Administración provoca que aumenten el Pasivo sin coste para financiarse).

• **Rotaciones:** Es una forma de analizar la rapidez o lentitud de una empresa en cobrar, pagar o liquidar inventarios; esta capacidad tendrá su reflejo en la posición de fondo de maniobra o de necesidades operativas de fondos (NOF).

• **Rotación de Cuentas a Cobrar:** Se calcula como ventas sobre el saldo medio de clientes al inicio y cierre del ejercicio. Viene a reflejar la rapidez con la que se cobran (rotan) las cuentas a clientes.

• **Rotación de Cuentas a Pagar:** Se calcula como coste de los productos vendidos (lo que se resta a ventas para obtener el margen bruto, que contiene el coste de las materias primas) sobre el nivel medio de proveedores en el ejercicio, y también refleja la prontitud en el pago a proveedores.

• **Rotación de inventarios:** Se calcula como coste de los productos vendidos sobre el nivel medio de existencias en el ejercicio. Este ratio refleja la cantidad de veces que rotamos las existencias. Niveles elevados de rotación deberían ser positivos, aunque suponen un mayor coste de producción en un entorno inflacionista, eliminan riesgos de obsolescencia, al tiempo que impiden la paralización de un nivel elevado de fondos en

³ En realidad se restan solo los Recursos Permanentes y no el total de Pasivo Circulante.

este tipo de Activo Circulante. A partir de este ratio se pueden obtener otros muchos como tiempo necesario de producción, días de inventarios, etc.

La comparación entre cuentas a cobrar y a pagar nos da una idea de la estrategia de la empresa en la gestión de la tesorería/Circulante . Si una compañía rota sus cuentas a cobrar 4,5 veces al año y la de a pagar 3 veces, obtendrá ingresos financieros de esta gestión; la situación contraria genera gastos financieros.

- **Circulante** (Current ratio): El ratio de circulante se utiliza también para analizar la situación de la empresa a corto plazo en términos de liquidez. Nos permite valorizar el grado de solidez financiera que tiene una empresa, comparando sus recursos con sus compromisos u obligaciones. Mientras mayor sea el activo corriente que el pasivo corriente, la empresa tendrá más holgura para el pago de las deudas, aunque cocientes demasiado altos pueden ser perjudiciales por que denotan la existencia de activos grandes con relación a volúmenes de negocios pequeños. Este cociente proporciona la cantidad del activo y no su calidad, encerrando riesgos del tipo: mercaderías dañadas o de segunda mano, pasadas de moda, etc. y cuentas por cobrar incobrables. La relación 2 x 1, es decir que existan dos recursos liquidables por cada uno de deuda, es un índice de situación financiera tranquila, para la mayoría de los negocios, en condiciones normales.

Se define como Activo Circulante sobre Pasivo Circulante.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Activos Circulantes}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

- **Prueba Acida** (Acid Test Ratio): Es un ratio todavía más a corto plazo, ya que intenta incluir tan sólo lo que es muy líquido de la empresa. Se define como tesorería e inversiones financieras temporales sobre Pasivo circulante. De esta forma se analiza la

situación de caja de la empresa. Los valores suelen ser muy bajos (0,1-0,05), ya que la empresa intenta maximizar sus fondos a corto plazo.

$$\text{Acid Test Ratio} = \frac{\text{Caja} + \text{Inversiones Financieras} + \text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

- **Tasa de Amortización Acumulada:** Porcentaje del inmovilizado material bruto ya amortizado. Es importante para estudiar la política de una empresa a la hora de dar más beneficios a través de un menor dotación en cuenta de resultados; en este caso se podrá observar que la amortización acumulada es baja y que, por lo tanto, deberá hacer un esfuerzo en el futuro, lo que puede hacer aparecer partidas extraordinarias negativas en resultados por obsolescencia. Poder saber los planes de inversión futuros es también otra de las finalidades de este ratio.

2.2.1.2.- Ratios de la Cuenta de Resultados.

En algunos casos relacionan datos de cuenta de resultados con balance. Los principales serían los siguientes:

- **Cash-Flow sobre Deuda:** da una idea de los fondos generados sobre el nivel de deuda que tiene la sociedad. En la medida que acerquemos este cash flow al cash flow libre, podrá suponer la capacidad anual que tiene la compañía para devolver parte de la deuda con coste.
- **Gastos Financieros sobre UAII** (Utilidad antes de intereses e impuestos): También llamado cobertura de los gastos financieros. La idea es estudiar hasta qué punto la cuenta de resultados "vive" para pagar la deuda de la sociedad. Ratios superiores a la unidad suponen que más de lo obtenido por la actividad típica de la empresa se destina a remunerar su deuda.
- **Tasa de Amortización:** Se calcula como el peso de la dotación de amortización sobre el inmovilizado material bruto medio. Viene a representar la parte que se amortiza anualmente y está muy relacionado con lo mencionado en el ratio de amortización acumulada.
- **ROE** (Return on Equity): Rentabilidad. Uno de los ratios más utilizados y más significativos para el análisis. Se mide como la Utilidad Neta distribuible sobre la cifra media de Recursos Propios. En definitiva, es la rentabilidad que obtienen los accionistas (Utilidad Neta) de los fondos invertidos en la sociedad (recursos propios). La rentabilidad, es para las empresas lucrativas, el ratio más importante ya que mide la Utilidad Neta generada en relación a la inversión de los propietarios de la empresa.

A medida que el valor del ratio de rentabilidad sea mayor, mejor será esta. En cualquier caso, como mínimo ha de ser positiva, aunque por convención se suele señalar que un ROE por debajo del 4 por ciento de forma continuada eliminando efectos cíclicos significa que el accionista está perdiendo dinero, ya que invertido en Letras no tendría ningún tipo de riesgo y además obtendría aproximadamente lo mismo.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Recursos Propios}}$$

Se puede descomponer la rentabilidad en tres ratios si la multiplicamos por Ventas/Ventas y por Activo/Activo:

$$\text{ROE} = \underbrace{\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}}_{\text{Rotación}} \times \underbrace{\frac{\text{Activo Total}}{\text{Capitales Propios}}}_{\text{Apalancamiento}}$$

Aún se pueden hacer descomposiciones mayores de la Rentabilidad.

En la descomposición siguiente se divide la rentabilidad en cinco ratios al multiplicarla por Ventas/Ventas, Activo/Activo, UAII/UAII y UAI/UAII.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Recursos Propios}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{UAII}}{\text{UAII}} \times \frac{\text{UAI}}{\text{UAI}}$$

Si se cambia el orden de los factores:

$$\text{ROE} = \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}}_{\text{Rotación}} \times \underbrace{\frac{\text{UAI}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen}} \times \underbrace{\frac{\text{Activo Total}}{\text{Capitales Propios}}}_{\text{Apalancamiento Financiero}} \times \underbrace{\frac{\text{UAI}}{\text{UAI}}}_{\text{Efecto Fiscal}} \times \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{UAI}}$$

Con esta descomposición, se puede explicar la rentabilidad a partir de la rotación, el margen, el apalancamiento financiero y el efecto fiscal.

- **ROI (Return on Investment): Rendimiento.** Es el mismo concepto pero medido sobre Activos totales medios. La idea es analizar la rentabilidad de esos Activos y el nivel de infraestructura de la empresa; en muchas ocasiones, una pobre dotación de Activos merma la capacidad de generar beneficios. El estudio del rendimiento permite conocer la evolución y las causas de la productividad de activo de la empresa.

Cuando mas elevado sea el rendimiento mejor por que indicará que se obtiene mas productividad del Activo. La caída del ratio de rendimiento significa que esta empresa pierde productividad de su Activo.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Utilidad antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Activo Total}}$$

Para aumentar el rendimiento se habrá de aumentar el precio de venta de los productos y/o reducir los costes y así se conseguirá que el ratio del margen suba. Multiplicando por Ventas / Ventas y ordenando términos, tenemos:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Utilidad antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Ventas}}$$

Para aumentar el Rendimiento

- * vender mas
- * reducir el Activo
- * vender mas caro.
- * reducir costes

Desde este punto de vista hay dos vías muy diferenciadas para aumentar el rendimiento:

- Mejorar el rendimiento a través de productos de gran calidad que podrían venderse a precios elevados y aunque tuviesen una baja rotación generarían un buen margen.
- La alternativa contraria sería ajustar los precios de venta para vender el máximo número de unidades que permitirían una elevada rotación que compensaría el escaso margen.

- **Margen Operativo (%):** Es el margen operativo medido sobre el nivel de ventas. Se trata de calcular la rentabilidad, en porcentaje, de la actividad operativa de la empresa, sin considerar aspectos financieros.

- **Extraordinarios sobre UAI:** El peso de extraordinarios nunca debería ser superior a la unidad salvo en ejercicios excepcionales y puntuales. Este tipo de ratios es

específicamente útil en sectores como el bancario, en el que su generación puede ser elevada.

- **Capitalización Bursátil sobre Ventas:** Es una forma de relacionar la cotización con la actividad de la empresa. Niveles extremos deberían encender una luz de alarma, bien porque la empresa está dotada de una estructura demasiado grande para su nivel de ventas, con lo que la rentabilidad de los Activos será baja, o bien porque la empresa cotiza barato, con lo que será una buena oportunidad de comprar.

- **Utilidad Neta sobre Ventas:** La rentabilidad de los ingresos después de todas las cargas de la cuenta de resultados. Los niveles medios oscilan dependiendo de los sectores a los que nos refiramos. No es de los ratios más utilizados, aunque da una idea general sobre la rentabilidad total.

- **Pay-out:** Porcentaje de la Utilidad Neta dedicada a Dividendos. Niveles elevados de payout son peligrosos, a no ser que se correspondan con empresas con poca rentabilidad, en cuyo caso es lo aconsejable. Si la empresa obtiene una rentabilidad media inferior al coste de capital, lo recomendable es que aumente el payout y así traspase a los accionistas la decisión de inversión. Hay sectores con payouts elevados motivados por razones históricas. No obstante, en la actualidad comienzan a reducirse, ya que la generación de fondos anual está demasiado comprometida. Payouts superiores al 70 por ciento deberían ser motivo de análisis más detallado.

$$\text{Pay out ratio} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Utilidad Neta}}$$

o su equivalente:

$$\text{Pay out ratio} = \frac{\text{Dividendo Anual por Acción (DPA)}}{\text{Utilidad por Acción (UPA)}}$$

- **Dividendo sobre Cash-Flow:** Saber el porcentaje de los fondos generados que se destina anualmente a dividendos y su relación con el plan de inversiones es importante, ya que da una idea de la fortaleza de la situación financiera de una empresa y de lo comprometida que se encuentra en la remuneración a sus accionistas. Recortes en el plan de inversiones para mantener el dividendo deberían ser vistos negativamente por el inversor, a no ser que de nuevo nos encontremos con empresas con rentabilidades bajas.

2.2.1.3.-Ratios por Acción.

Los ratios por acción son básicamente cuatro, aunque pueden calcularse algunos adicionales como circulante por acción, tesorería por acción (se resta al precio de cotización y se buscan empresas que el resto sea demasiado bajo para la actividad que desempeñan).

• **Utilidad por acción (UPA):** Earnings per Share (EPS). Utilidad neta consolidada, dividido por número de acciones ajustadas para cada ejercicio. Es importante señalar que no se calculan beneficios medios, sino los obtenidos durante el ejercicio. Es mejor trabajar en base consolidada, es decir, con el grupo entero, ya que el accionista lo es de la matriz y ésta a su vez de todas las inversiones que ha realizado.

El valor añadido de este ratio se encuentra en las estimaciones de futuros UPA y en los crecimientos medios de éstos, que se deberían ver reflejados en la cotización.

• **Dividendo por acción (DPA):** Dividend per Share (DPS). Dividendo bruto pagado por la empresa por cada acción. Aquí no tienen cabida las acciones ajustadas: lo importante son los Nuevos Soles pagados por acción.

Hay veces que cotizan distintas acciones en función de distintas participaciones en beneficios (viejas, nuevas, novísimas...). El analista debe considerar el dividendo de las viejas, porque normalmente son las más numerosas y más representativas. Esto no quiere decir que para calcular el pago total de la empresa de dividendos (y calcular el payout) no se deba ajustar el pago para cada tipo de acción. Pero cuando se menciona en un informe el pago de dividendo por acción, generalmente siempre se refiere al de las viejas.

• **Cash-flow por acción (CFA):** se vuelven a utilizar acciones ajustadas. El cash-flow se suele entender como la Utilidad Neta consolidada después de minoritarios más las amortizaciones. Esta concepción de cash-flow o fondos generados se basa en la idea teórica de que la cuenta de resultados se corresponde con los movimientos de caja. Así, se considera que la cifra de ingresos entra en tesorería en el ejercicio, al igual que el resto de gastos e ingresos salen/entran en el mismo periodo, lo cual no tiene por qué ser cierto, ya que hay gastos que no se pagan en el ejercicio. Sin embargo, y en términos generales, los errores por esta concepción no son significativos respecto a la realidad. Si

damos por buenas estas afirmaciones, los fondos generados por una empresa serán la Utilidad Neta más las dotaciones por amortización realizadas en cuenta de resultados, ya que es un apunte contable que no exige salida de caja. Las provisiones también se deberían considerar siempre que su grado de importancia sea elevado.

• **Valor contable por acción (VCA):** Book Value per share (BVPS). Se divide el patrimonio neto ya comentado anteriormente entre el número de acciones ajustadas.

En todos los casos de cálculo de datos por acción, el objetivo es doble: crecimiento futuro medio y la comparación del ratio con la cotización, para lo que utilizamos los ratios bursátiles.

2.2.1.4.-Ratios Bursátiles.

La relación precio-ratio por acción sólo busca tener una idea relativa de las veces que está contenido en el precio cualquier aspecto financiero:

- **PER** (Price Earnings Ratio): Es la división de la cotización de una acción entre la Utilidad por Acción, de forma que se obtiene el número de veces que está contenido éste en aquél. Así, un PER de 20,5 veces supondrá que el precio que el inversor paga al comprar es equivalente a 20,5 veces la Utilidad por acción.⁴

El PER siempre se refiere a un ejercicio o periodo (normalmente estimados). También se calculan PER de sectores y de la bolsa, de forma que se puedan comparar entre sí y con otros países. La forma de calcular un PER de un sector o de una bolsa, es ponderar cada PER individual de cada empresa por su capitalización en bolsa, obteniendo una media ponderada.

PER más bajos suponen acciones más baratas, siempre que las estimaciones estén bien realizadas.

El ratio valor de la empresa sobre margen operativo antes de amortizaciones es un sinónimo del PER pero incluyendo todo el Activo de la compañía a precios de mercado (en lugar de la capitalización o recursos propios a precio de mercado) sobre el margen aplicable a esa magnitud (margen operativo). Es un ratio que en los últimos ejercicios ha aumentado su utilización entre los analistas y que permite evaluar de una forma más exacta la relación entre mercado y cuenta de resultados incluyendo el grado de apalancamiento de la sociedad.

$$\text{PER} = \frac{\text{Valor de Mcdo por Acción}}{\text{Utilidad por Acción}}$$

Factores que influyen en el PER

| Si aumenta.... | Efecto en el PER |
|-------------------------|-----------------------------------|
| ROE | Aumenta |
| K_E | Disminuye |
| Riesgo de la firma | Disminuye |
| Crecimiento de la firma | Si $\text{ROE} > K_E$, aumenta |
| | Si $\text{ROE} = K_E$, no cambia |
| | Si $\text{ROE} < K_E$, disminuye |

- **PCF: Precio cash-flow.** Es el mismo concepto pero aplicado al cash flow en lugar de la Utilidad por acción. Los PCF suelen ser más bajos, ya que los cash flows generados por las empresas superan los beneficios (beneficio neto más amortizaciones).

En general, es más importante a efectos de comparación rápida el PER, pero el PCF debería utilizarse bastante más de lo que se hace. Lo importante de una empresa son los fondos generados y no cómo contabiliza para obtener unos beneficios atractivos.

⁴ Otra definición se refiere a que si el promedio de los P/E ratio de USA desde 1900 hasta 2005 es 14 (o 16, dependiendo si la media es geométrica o aritmética usada para determinar el promedio), significa que tomara alrededor de 14 años a una empresa que adquiriste devolverte tu inversión.

El PCF es especialmente importante en sectores como el bancario, en el que las provisiones (tampoco son salida de caja) representan un papel muy importante. El sector bancario se debería comparar exclusivamente por PCF.

También se utiliza por ejercicios normalmente estimados.

- **PVC: Precio valor contable.** Se trata de las veces que está contenido en el precio el patrimonio neto por acción. Es especialmente significativo en acciones que cotizan por debajo de la unidad, lo cual quiere decir que en mercado se están intercambiando acciones a precios por debajo de lo que dice la contabilidad, que a su vez normalmente responde a valoraciones muy bajas. A no ser que la empresa presente una perspectiva muy negativa, no debería ser normal encontrar PVC inferiores a uno: valores con PVC menores que la unidad y con buenas perspectivas suelen ser una compra clara.

Se calcula por ejercicios y normalmente se utiliza el último cerrado y auditado, de forma que se sabe exactamente el valor en libros de las partidas.

- **Rentabilidad por dividendo:** porcentaje que del precio supone el dividendo bruto total pagado por una empresa en un ejercicio. Es una medida bastante utilizada, ya que es una rentabilidad líquida anual asegurada en el momento de la compra (siempre que la empresa no opte por un recorte del dividendo). De esta forma, si un inversor compra VolcanC1 con una rentabilidad por dividendo del 3,3 por ciento, independientemente de lo que haga la cotización durante el próximo año, obtendrá una rentabilidad bruta por dividendo del 3,3 por ciento.

- **ROE ajustado:** más que un ratio es una forma de valorar empresas que utiliza varios de los conceptos mencionados aquí. La forma genérica es una equivalencia entre dos ratios: cotización sobre valor neto por acción y ROE sobre coste de capital. El valor neto por acción se entiende como el valor contable ajustado por plusvalías, exceso/defecto de provisiones, es decir, el valor contable ajustado, según opinión del analista, a precios de mercado. La equivalencia entre ratios apunta a que la relación

entre lo que la empresa obtiene de rentabilidad a sus recursos propios y su coste de capital u oportunidad (ROE/coste de capital) debe ser equivalente a la relación entre el precio en mercado y el valor contable ajustado. Se suele utilizar como medio de valoración, ya que obteniendo ROE, coste de capital y valor contable ajustado por acción se puede calcular el precio o valor teórico.

En resumen, se pueden agrupar a los ratios de la siguiente manera, para una mejor comprensión.

- ✓ **Traducción eficiente de ventas en ganancias (Efficient translation of sales into profits)**

- Margen bruto (Gross margin)

- Margen Operativo, Utilidad Marginal, Rentabilidad de las ventas (Operating margin, Profit margin, Return on sales)

- Margen Neto (Net margin)
- Ratio de Eficiencia, Apalancamiento Operativo (Efficiency ratio, Operating leverage)
- ✓ **Uso eficiente de Activos para generar ganancias (Efficient use of assets to generate profits)**
 - Retorno sobre Activos, Retorno sobre Activos netos (Return on assets (ROA), Return on net assets (RONA))
 - Rentabilidad del patrimonio (Return on equity (ROE))
 - Retorno del capital, Riesgo ajustado del retorno del capital (Return on capital (ROC), Risk adjusted return on capital (RAROC))
 - Retorno del capital empleado (Return on capital employed (ROCE))
 - Rotación de inventarios (Inventory Turnover)
 - Retorno de Flujo de Caja en inversión (Cash flow return on investment (CFROI))
 - Período de colección (período promedio) período de Colección (final de período) Inventario de días (Collection period (period average) Collection period (period end) days Inventory)
- ✓ **Apalancamiento (Leverage)**
 - Proporción Deuda a Activos (Debt to assets ratio)
 - Proporción Deuda a Equity (Debt to equity ratio)
 - Proporción de cobertura de interés (Interest coverage ratio)
 - Período de retorno: Cuantos años de ganancias de operaciones son necesarios para la rentabilidad la deuda: Deuda/EBITDA (Payback period: How many years of operating earnings are needed to payoff the debt : Debt/EBITDA)
- ✓ **Liquidez (Liquidity)**
 - Liquidez corriente (Current ratio)
 - Prueba Acida (Quick ratio)
- ✓ **Valuación de acciones (Stock valuation)**
 - PER (precio/ganancias) (PE ratio (price/earnings))
 - PER de crecimiento (PEG ratio (PE/growth))
 - Precio de la acción/ventas (Price/sales ratio)
 - P/B (precio de la acción/valor en libros) (P/B ratio (price/book ratio))

- Precio de la acción/Flujo de Caja (Price/cash flow ratio)
- Tasa de reparto de Dividendo (dividendo/precio - pero no realmente 'una valoración')
(Dividend yield (dividend/price - but not really a 'valuation'))
- Earnings yield (earnings/price or the flip of P/E)
- Coeficiente Beta (Beta coefficient)

Cuadro Resumen de los principales ratios.

| RAZÓN | Cómo se Calcula | Qué Mide |
|--|---|--|
| <i>Ratios de Liquidez</i> | | |
| Razón Circulante | Activo Circulante / Pasivo Circulante | El grado que una Organización puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo. |
| Razón rápida | Activo Circulante – Inventario / Pasivo Circulante | El grado que una Organización puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo sin recurrir a la venta de sus inventarios. |
| <i>Ratios de Apalancamiento</i> | | |
| Razón de Pasivo a total de Activo | Pasivo total / Activo total | El porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores. |
| Razón de Pasivo a capital contable | Pasivo total / Total de capital de accionistas | El porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores y propietarios. |
| Razón de Pasivo a largo plazo a capital contable | Pasivo a largo plazo / Total de capital de accionistas | El balance entre el Pasivo y el capital contable de la estructura del capital de la empresa a largo plazo. |
| Razón de núm. de veces intereses utilidades | Utilidad antes de intereses e impuestos / Total de cargos por intereses | El grado en que pueden disminuir los ingresos antes de que la empresa sea incapaz de cumplir con los pagos anuales de intereses. |
| <i>Ratios de Actividad</i> | | |
| Rotación de inventarios | Ventas / Inventario de producto terminado | El hecho que la empresa tenga exceso de mercancías en inventarios y el hecho de que una empresa esté vendiendo sus inventarios con lentitud, en comparación con el promedio de la industria. |
| Rotación de Activo fijo | Ventas / Activo fijo | La productividad de las ventas y el aprovechamiento de la planta y la maquinaria. |
| Rotación de total de activos | Ventas / Activo total | El hecho de que la empresa esté generando un volumen suficiente de negocios para la cantidad de Activos invertidos. |
| Rotación de total de cuentas por cobrar | Ventas anuales a crédito / Cuentas por cobrar | (en término de porcentaje) El tiempo promedio que necesita la empresa para cobrar las ventas a crédito. |
| Plazo promedio de cobranza | Cuentas por cobrar / Total de ventas/365 días | (en días) El tiempo promedio que necesita la empresa para cobrar las ventas a crédito. |
| <i>Ratios de Rentabilidad</i> | | |
| Margen bruto de utilidad | Ventas menos el costo de productos vendidos | El margen total disponible para cubrir los gastos de operación y producir una utilidad. |
| Margen de utilidad | Utilidad antes de | Rentabilidad sin considerar impuestos e intereses. |

| | | |
|--|---|--|
| de operaciones | intereses e impuestos (UAI) | |
| Margen neto de utilidad | Utilidad neta / Ventas | Utilidad después de impuestos por dólar de ventas. |
| Rendimiento sobre Activo total (ROA) | Utilidad neta / Activo total | Utilidad después de impuestos por dólar de Activo; esta razón también se llama rendimiento sobre la inversión (ROI). |
| Rendimiento sobre capital contable (ROE) | Utilidad neta / Capital contable total | Utilidad después de impuestos por dólar invertido por los accionistas en la empresa. |
| Utilidad por acción (UPA) | Utilidad neta / Cantidad de acciones comunes en circulación | Ganancias a disposición de los dueños de acciones comunes. |
| <i>Ratios de Crecimiento</i> | | |
| Ventas (Sales growth) | Porcentaje anual de crecimiento del total de ventas | Tasa de crecimiento de las ventas de la empresa. |
| Utilidades (Earnings growth) | Porcentaje anual de crecimiento de utilidades | Tasa de crecimiento de las utilidades de la empresa |
| Utilidad por acción (EPS) | Porcentaje anual de crecimiento de utilidades por acción | Tasa de crecimiento de utilidad por acción de la empresa |
| Dividendos por acción (DPS) | Porcentaje anual de crecimiento de dividendos por acción | Tasa de crecimiento de dividendos por acción de la empresa |
| Razón de precios a utilidad (PER) | Precio de mercado por acción/ Utilidades por acción | Las empresas que crecen más rápido y representan menos riesgos suelen tener Ratios más altas entre precios y utilidades. |

2.3 La Inflación, Devaluación y los Estados Financieros

Los estados financieros se limitan a proporcionar una información obtenida del registro de las operaciones de la empresa bajo juicios personales y principios de contabilidad, aun cuando generalmente sea una situación distinta a la situación real del valor de la empresa.

La moneda, que es un instrumento de medida de la contabilidad, carece de estabilidad, ya que su poder adquisitivo cambia constantemente; por tanto, las cifras contenidas en los estados financieros no representan valores absolutos y la información que presentan no es la exacta de su situación ni de su productividad.

Las diferencias que existen entre las cifras que presentan los estados financieros basados en costos históricos y el valor real son originadas por lo menos por los siguientes factores:

- a).- Pérdida del poder adquisitivo de la moneda.
- b).- Oferta y demanda.
- c).- plusvalía
- d).- Estimación defectuosa de la vida probable de los bienes (Activos fijos).

La pérdida del poder adquisitivo de la moneda es provocada por la inflación, que es el aumento sostenido y generalizado en el nivel de precios. El registro de las

operaciones se hace en unidades monetarias con el poder adquisitivo que tiene al momento en que se adquieren los bienes y servicios; es decir las transacciones se registran al costo de acuerdo con principios de contabilidad.

Esto tiene como consecuencia, en una economía inflacionaria, que dichas operaciones con el transcurso del tiempo queden expresadas a costos de años anteriores, aun cuando su valor equivalente en unidades monetarias actuales sea superior, de tal suerte que los estados financieros preparados con base en el costo no representan su valor actual.

La información que se presenta en el estado de situación financiera se ve distorsionada fundamentalmente en las inversiones presentadas por bienes, que fueron registrados a su costo de adquisición y cuyo precio ha variado con el transcurso del tiempo.

Generalmente los inventarios muestran diferencias de relativa importancia debido a la rotación que tienen ya que su valuación se encuentra más o menos actualizada. Las inversiones de carácter permanente, como son terrenos, edificios, maquinaria y equipo en general, cuyo precio de adquisición ha quedado estático en el tiempo, generalmente muestran diferencias importantes en relación con su valor actual.

Por otra parte, el capital de las empresas pierde su poder de compra con el transcurso del tiempo debido a la pérdida paulatina del poder adquisitivo de la moneda. Desde el punto de vista de la información de los resultados de operaciones de la empresa, tenemos deficiencias originadas principalmente por la falta de actualización del valor de los inventarios y de la intervención de una depreciación real.

De ahí la importancia de Reexpresión de los estados financieros, la reexpresión de la información financiera es presentar los estados financieros de una empresa en cifras o pesos ponderados del poder adquisitivo a la fecha de cierre del último ejercicio.

En cuanto a las diferencias entre lo financiero y lo económico, lo financiero se refiere a los valores expresados en unidades monetarias, estrictamente referido a costos y precios de las fechas en las cuales se realizaron las operaciones. Lo económico se refiere a valores actuales relacionados con el poder adquisitivo de la moneda en un momento determinado.

Debido a que los estados financieros se formulan de acuerdo con el principio de base o valor histórico, en el que se establece que el valor es igual al costo, las operaciones se registran en unidades monetarias en las fechas en que se realizan y, por tanto, estamos sumando monedas con diferente poder adquisitivo. De tal forma, los estados financieros muestran una situación financiera pero no económica. Además de lo anterior, los estados financieros normalmente no consideran ciertos factores que influyen en la economía de la empresa y que agregan un valor real al estrictamente financiero, como cartera de clientes, imagen, experiencia, concesiones, organización eficiente, productos acreditados, buena localización para el suministro de materias primas, etc.

De lo anterior se desprende que los principales fenómenos originados por la inflación, que afectan a la empresa en forma directa son: *escasez, carestía del trabajo, altos costos de producción y financiamiento.*

En lo que respecta a nuestro país, en el año 1990, se propone una metodología de ajuste de estados financieros por inflación que inicia una nueva era contable en Perú. Este cambio fue registrado en la Resolución No. 1 del Consejo Normativo de Contabilidad, como una respuesta a la distorsión generada por el registro de transacciones con diferentes valores monetarios. Estos valores provocaban que la situación contable de los

estados financieros de las empresas estuviera distorsionada por la pérdida del valor monetario de la divisa peruana (Nuevo Sol), reconociendo implícitamente que la revaluación del Activo fijo no satisficaría las demandas de contar con información confiable.

Esta resolución ordena “adoptar el principio de Ajuste a Moneda Constante en la información económica de los agentes económicos del país”. El objetivo es contar con una mejor fuente de información sobre la situación económica y financiera de las empresas que pueda ser utilizada por los accionistas, la gerencia, los acreedores, bancos y demás entidades que la requieran.

Es importante mencionar que en el contexto internacional y de acuerdo con la NIC 29, el ajuste o corrección monetaria de los estados financieros se debe realizar cuando la economía atraviesa un proceso de hiperinflación⁵. Si analizamos la evolución del nivel de precios en nuestro país, advertiremos que ese proceso hiperinflacionario se detiene en el año 1992, justo cuando se vuelve obligatorio ajustar estados financieros por inflación e incorporar estas cifras como históricas. Países vecinos incluyen la inflación en las cifras históricas de los estados financieros desde los años setenta, mientras que las empresas en Perú solo revaluaban los Activos fijos, en un intento parcial de corregir cifras.

La NIC 29, referida a la información financiera en economías hiperinflacionarias, dice que durante una época con economía hiperinflacionaria, se debe aplicar esta norma tanto en los estados financieros de la entidad como en los estados financieros consolidados, puesto que la moneda local no es útil si no es reexpresada. El dinero pierde su poder adquisitivo, de manera tal que, al comparar los montos de las operaciones y otros eventos que han ocurrido en diferentes momentos (inclusive en el mismo ejercicio), se puede concluir resultados engañosos.

Se debe mencionar que esta norma no establece una tasa absoluta a la cual se considera que se origina la inflación. Establecer cuándo será necesario expresar los estados financieros, de acuerdo con esta norma, es un asunto de criterio.

Así, tanto el D.L. No. 627 como la Resolución No. 2 proponen un ajuste integral de los estados financieros: el Balance General, el Estado de Pérdidas y Ganancias y el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto. Con dicha norma establecida, las empresas debieron preparar los estados financieros a valores constantes y utilizar la base imponible ajustada por inflación para liquidar el impuesto a la renta.

El método de ajuste integral propone la reexpresión o actualización de las partidas no monetarias de los estados financieros. Dichas partidas no se afectan en épocas de inflación; sin embargo, su valor contable histórico se distorsiona justo por el efecto de este fenómeno. El incremento generado por el valor actualizado de las partidas no monetarias es acumulado en la cuenta Resultado Expuestos a la Inflación (REI), la cual forma parte de la base imponible del impuesto a la renta de tercera categoría.

Para que las partidas no monetarias reflejen su valor real, el valor histórico se multiplica por el factor de actualización, coeficiente que resulta de dividir el índice de corrección

⁵ Registra una inflación acumulada de más de 100% durante 3 años consecutivos

de cierre entre el índice de origen. En este caso, el índice de corrección es el índice de precios al por mayor (IPM)⁶.

Quisiéramos resaltar algunos aspectos importantes de la metodología de ajuste. Primero, la cuenta REI refleja la exposición de la empresa ante la inflación de un período determinado. Este resultado es generado por las partidas monetarias; sin embargo, esta exposición es cuantificada en la cuenta REI mediante la corrección o ajuste de las partidas no monetarias. Segundo, la cuenta REI acumula, además del efecto inflación, la ganancia o pérdida a partir de la diferencia en cambio generada por las transacciones en moneda extranjera.

Se debe resaltar que aunque la norma contable incluye el ajuste del estado de flujos de efectivo e información complementaria, las normas tributarias no son claras al respecto. Por lo tanto, no existe un método concensuado para realizar su corrección. El ajuste se utiliza solo para efectos de análisis comparativo sin incidencia tributaria.

Luego que las empresas aplicaran por algunos años el método de ajuste integral de los estados financieros, el gobierno promulga el Decreto Legislativo No. 797, con fecha 31 de diciembre de 1995 y vigencia a partir del ejercicio gravable del año 1996 en adelante. La aparente razón de su promulgación fue la superación de aquellos niveles de hiperinflación registrados en años anteriores.

Todo esto da origen a una incertidumbre para la toma de decisiones porque se carece de información actualizada y, si no se tiene la política de separar de las utilidades como mínimo una cantidad que sumada al capital, dé como resultado un poder de compra por lo menos igual al del año anterior, la consecuencia será la descapitalización de la empresa y, con el transcurso del tiempo, su desaparición.

2.4 Pirámide de ratios

La Pirámide de Ratios, también llamada Análisis Dupont, tiene la finalidad de resumir en forma de Diagrama el desencadenamiento de la mayor parte de los Índices o Ratios hasta ahora analizados. El punto culminante de esta Pirámide, es decir, su cúspide la forma el Índice de Rentabilidad Financiera y de éste se van degradando los distintos índices cuya función es ir explicando el porqué de cada uno de los comportamientos que se van originado.

La expresión gráfica de esta Pirámide, según se pudo apreciar en la descomposición del ROE, es como sigue:

⁶ Datos proporcionados en nuestro país por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI)

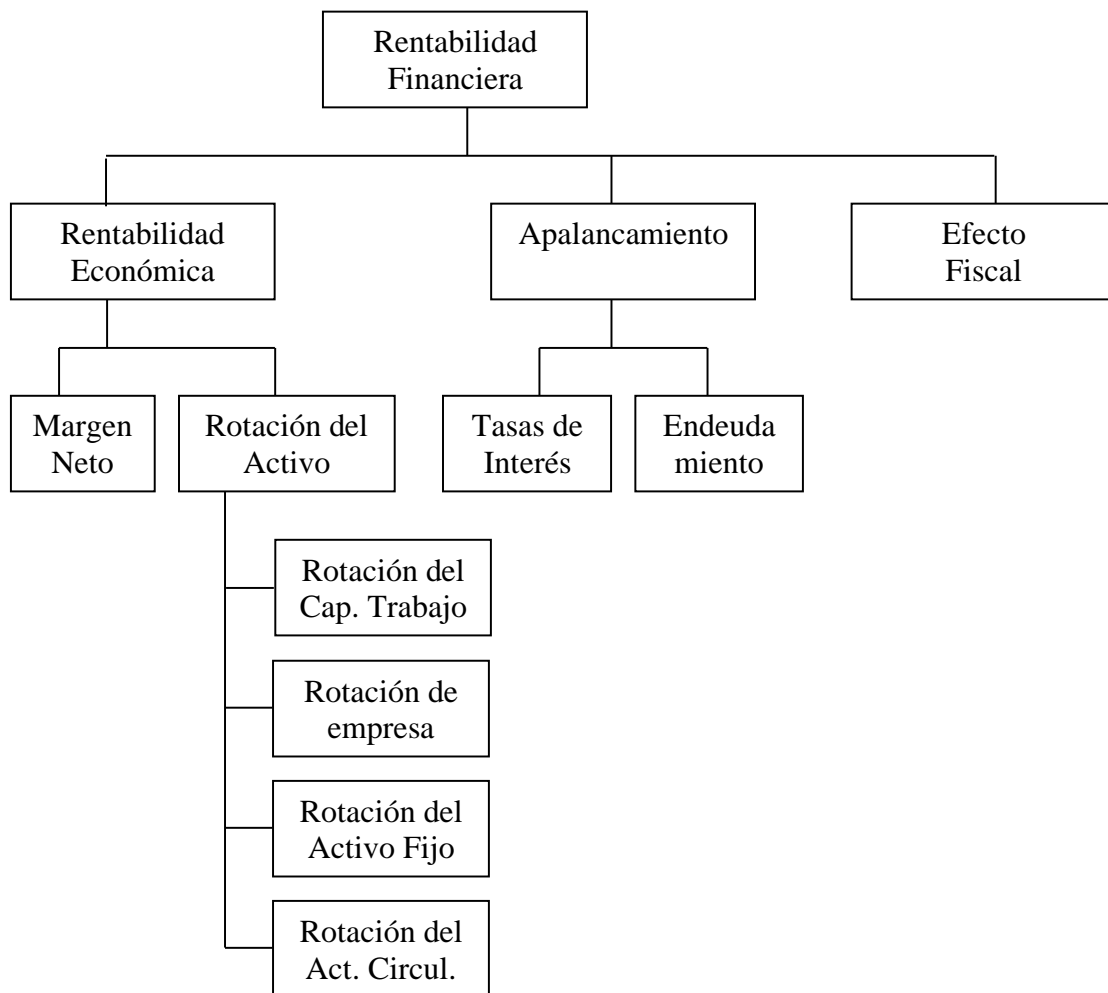


Grafico 2.2.

El objetivo final de toda entidad deberá estar dirigido a elevar su Rentabilidad Financiera como indicador máximo en el cual se materializan los efectos de una buena gestión empresarial. Pero para ello se requiere trabajar desde la base de la pirámide vigilando el comportamiento de los ratios que la sustentan. Lograr sus fortalezas y que sus resultados alcancen los límites permisibles.

Esto sólo se puede alcanzar interactuando de forma constante en los niveles de producción y venta. Ante todo, realizar una labor de dirección con vistas a incrementar el volumen de Ventas o de Ingresos como elemento primario. Las Ventas inciden en el comportamiento de muchos ratios. A través de ellas se calcula la Rotación de los Activos, el Índice del Margen Neto. De ahí la importancia de una constante vigilancia en cuanto a sus volúmenes y tendencia. Se debe lograr vender más pero con el mínimo de los recursos invertidos tanto en Activos como en Capital. Las Ventas juegan un papel clave en una empresa por lo que deben ocupar un lugar importante dentro de los objetivos de la organización

Otro aspecto imprescindible son los Gastos, no se resuelve nada incrementando las ventas si no hay una política de ahorro que se materialice en una alta Rentabilidad.

Vigilar los costos para que el resultado final permita alcanzar un nivel de Utilidad que satisfaga los objetivos e intereses de la empresa.

Interpretando la *gráfica de Du Pont*, esta muestra las relaciones que existen entre el rendimiento sobre la inversión, la rotación de activos, el margen neto de utilidad y el apalancamiento (nivel de endeudamiento).

El lado izquierdo de la gráfica desarrolla el margen neto de utilidad sobre ventas. Las diversas partidas de gastos se presentan en forma de lista y posteriormente se suman para obtener los costos totales, los cuales se sustraen de las ventas para obtener el ingreso neto. Si el margen de utilidad es bajo o si muestra una tendencia declinante, se pueden examinar las partidas individuales de gastos para identificar y corregir posteriormente los problemas.

Mas abajo se lista las diversas categorías de activos, se obtiene su total y posteriormente divide las ventas entre los Activos totales para encontrar el número de veces que ha rotado el Activo.

La razón que multiplica el margen de utilidad por la rotación de los Activos totales proporciona la tasa de rendimiento de la inversión.

Si la compañía fuera financiada únicamente con Capita Contable, la tasa ROI y la tasa ROE serían las mismas, porque los Activos totales serían iguales al monto del capital contable. Si así no fuera, la tasa ROI debe multiplicarse por el *multiplicador del patrimonio*, el cual es igual al ratio de Activos Totales a Patrimonio. De esta forma combinando las dos ecuaciones se obtiene la tasa ROE

La ecuación de Du Pont muestra como el margen de utilidad, la rotación de Activos y el uso de deudas, interactúan para determinar el rendimiento de la inversión de los propietarios, según se aprecia a continuación:

SISTEMA DE ANALISIS DU PONT.

ESTADO DE RESULTADOS

UTILIDADES NETAS
después de IMPUESTOS

Dividido entre :

VENTAS

MARGEN NETO
DE UTILIDADES

UN / Vtas.

Multiplicado por :

VENTAS

ROTACION DE
ACT. TOTALES

Vtas. / A.T.

Dividido entre :

ACTIVOS TOTALES

RENDIMIENTO
de la INVERSION

ROI : UN / AT

Multiplicado por :

BALANCE GENERAL

PASIVOS TOTALES

Más :

PATRIMONIO

ACTIVOS
TOTALES

Dividido entre :

PATRIMONIO

Multiplicador del
PATRIMONIO

A.T. / Patrim.

RENDIMIENTO
del PATRIMONIO

ROE : UN / Patrim.

2.5. Cuadro de mando de análisis financiero

Disponer de la información oportuna en el momento adecuado es uno de los rasgos diferenciadores de las empresas líderes.

En todas, las empresas hay áreas críticas que hay que saber gestionar y en las que la disponibilidad de información es fundamental para la toma de decisiones. Existen aspectos clave, que son básicos para conocer la evolución del negocio, y más cuando tratamos de valorar qué recursos son los más rentables, las inversiones más adecuadas o cuándo el riesgo sobrepasa a la rentabilidad esperada. Una ágil visualización de estos indicadores a través de una herramienta como el cuadro de mando se está convirtiendo en una aplicación fundamental para la toma de decisiones en todo tipo de empresas, donde los primeros en beneficiarse son los departamentos financieros.

El cuadro de mando de análisis financiero permite disponer de información sintetizada sobre los datos relevantes y apreciar globalmente la evolución de las variables clave de cada nivel, al igual que sus desviaciones. Se convierte, así, en una herramienta para medir, en un soporte para la toma de decisiones, en una herramienta de control y en un medio de comunicación, ya que ayuda a hacer accesible esta información, y la estrategia de la empresa, a todos los responsables y en todos los niveles de la organización.

La planificación y previsión de las inversiones, la disponibilidad de información actualizada y los numerosos factores económico/financieros que hay que analizar diariamente son algunos de los ratios que llevan a las empresas a apostar por el cuadro de mando de análisis financiero. Asimismo, a estos aspectos se añaden factores, como la globalización, la cada vez mayor presencia en las organizaciones de áreas funcionales y la necesidad de abstracción y conocimiento para interpretar el rumbo del mercado y de la propia empresa.

El cuadro de mando permite analizar, entender y visualizar de la forma más sencilla los elementos clave. Para ello, se utilizan indicadores, también denominados KPIs -Key Performance Indicators-, que permiten visualizar e interpretar el resultado de la gestión empresarial. Esta selección y la periodicidad de control deben adaptarse a cada nivel directivo y a cada perfil de control individual de los responsables.

Es por tanto muy importante fijar metas o valores con los que medir el grado de cumplimiento de los objetivos, para compararlo con la previsión impuesta y como herramienta de control para llevar a cabo un seguimiento adecuado.

El cuadro de mando, como comentábamos, anteriormente, nos permite dejar atrás los valores absolutos y abstraer esos Indicadores clave. Para ello, es importante la utilización de ratios. De esta manera, independizamos nuestro control de los valores absolutos, lo que ofrece una visión con, más calidad y equilibrio de la gestión.

Podemos disponer de ratios que expresan porcentajes; número de veces, rotaciones, periodos de tiempo y en algunos casos nos puede convenir maximizarlos, minimizarlos o simplemente mantener en un valor satisfactorio. Por ello, una visualización mediante velocímetros y otros gráficos de indicador así como la automatización mediante alertas es de crucial importancia.

La eficacia de usar ratios reside en gran parte en la posibilidad de compararlos con otros en el tiempo para ver su evolución histórica; con los datos de la previsión y del presupuesto (estaríamos ante una comparación con los objetivos); y también con empresas similares del sector y con la competencia.

2.5.1. Claves del área financiera

El cuadro de mando de análisis financiero integra la información económica y financiera disponible en las organizaciones, basadas en el Balance de Situación y la Cuenta de Resultados. Los indicadores miden la rentabilidad y dan información a la hora de gestionar la tesorería. Además, proporcionan información analítica -tanto vertical como horizontalmente -sobre las masas patrimoniales y la actividad económica.

A un golpe de vista, el responsable financiero o contable, conoce los márgenes, las evoluciones y rentabilidades, puede consultar los indicadores relacionados con la estructura del Activo y Pasivo, la liquidez a corto y largo plazo, las garantías que la empresa puede ofrecer a terceros, su solvencia para hacer frente a pagos, el tiempo medio que tarda el dinero invertido en la actividad de la empresa en volver en la tesorería de la misma, etcétera.

Un cuadro de mando de análisis financiero permite automatizar la información de esta área y facilita su interpretación, Además de facilitar la labor del departamento financiero, el mismo beneficia enormemente al negocio de la organización en su conjunto, evitando los recursos financieros ociosos, ayudando al trabajo con la parte circulante, a dosificar recursos y a generar alertas a la persona responsable de otras áreas sobre distintos indicadores del cuadro que podrían afectarles. Dicha información ayuda a la organización a adelantarse a las circunstancias y mejora su capacidad de reacción.

2.5.2. Rápido avance en el ámbito empresarial y evolución continua.

El cuadro de mando de análisis financiero está avanzando rápida e inexorablemente en el ámbito empresarial, sobre todo en las grandes organizaciones que, por sus características específicas, manejan un importante número de fuentes de información y un abanico amplio de herramientas que albergan datos estratégicos que hay que analizar e interpretar. Dichos cuadros de mando son una herramienta fundamental para el análisis financiero avanzado de las múltiples áreas de control y líneas de negocio y de resultados en estas organizaciones. Esto no quiere decir que el Cuadro de Mando Financiero es una herramienta exclusiva para la gran empresa. El mismo aporta, también, múltiples ventajas en segmentos inferiores de la pirámide empresarial y, debido a ello, por él está apostando un número creciente de empresas de tamaño medio.

Un aspecto interesante en la implantación de estas herramientas, es la escasa resistencia al cambio de los departamentos financieros, que en muchas otras ocasiones se han mostrado reacios a la implantación de algunas Tecnologías de la Información (TI) por la pérdida de control exclusivo esperada. La razón de esta aceptación favorable es que se trata de una herramienta exclusiva para el responsable financiero, con indicadores en su mayoría confidenciales que a veces se comparten con la dirección general y que tienen un valor predictivo y de apoyo a la planificación para los reportes trimestrales y anuales.

El cuadro de mando de análisis financiero ha sufrido una importante evolución, con la detección de nuevas necesidades y son la incorporación al día a día de tecnologías de nueva generación. Entre sus elementos, el que quizás ha cambiado más en los últimos tiempos, ha sido la interfaz de usuario.

El motivo ha sido facilitar su visualización y mejorar su apariencia, con el fin de interpretar los indicadores con un simple vistazo. Pero también el aspecto funcional es importante, lógicamente: se demanda más inmediatez, automatización, agilidad y usabilidad. Por ejemplo, en este sentido, es importante que cuando se recarga la aplicación se disponga de la alarma en el momento y no al día siguiente.

La evolución de las Tecnologías de la Información está permitiendo, además, que a los cuadros de mando financieros se vayan incorporando continuamente nuevas funcionalidades y mejoras en su plataforma, con el fin de eliminar las limitaciones existentes en el número de indicadores a visualizar, ampliar los niveles de navegación en la información hacia arriba y hacia abajo, impulsar la rapidez de instalación y la visualización rápida y eficaz de los datos.

El cuadro de mando financiero se ha convertido en elemento clave y diferenciador para el área económica y de negocio de muchas organizaciones. El mismo permite disponer de la información oportuna en el momento adecuado, facilitando la toma de decisiones sobre aspectos críticos con la rentabilidad o las inversiones, lo que le convierte en una herramienta eficaz para la competitividad de las compañías en un mercado en constante evolución.

El Cuadro de Mando de Análisis Financiero, por ejemplo, permite disponer de estadísticas e indicadores económicos y financieros para la información, control, análisis y toma de decisiones por parte de la Dirección. Estas herramientas se enlazan al sistema de información de la empresa, y proporcionan información en tiempo real y de forma ágil y flexible, lo que permite analizar las desviaciones de los datos reales con el presupuesto, extraer los datos de Balance, Cuenta de Resultados, Estado de Orígenes y Aplicación de Fondos, Fondo de Maniobra, Necesidades Operativas de Fondos, evolución del Circulante, evolución de las deudas, análisis de Sensibilidad, Rentabilidad Económica y Financiera, etc., etc. del período elegido y con comparativa con periodos anteriores

2.6. Aplicación de Análisis Financiero Integral a Empresas Peruanas

Caso: Pizzería Buona Note S.A.

Análisis de Ratios de los Estados Financieros de Buona Note para los ejercicios 2,005 y 2,006.

A continuación se presentan los Balances de Situación y Cuentas de Resultados Resumidos de la empresa para los años 2005 y 2006, los cuales serán analizados para determinar su rendimiento, rentabilidad y niveles de apalancamiento y a la luz de estos resultados poder determinar la salud financiera de la empresa.

| BALACE DE SITUACION (en miles de Nuevos Soles) | | | | | |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| ACTIVO (Assets) | | | | | |
| | 2.005 | % ' 05 | 2.006 | % ' 06 | % crec |
| Cash y Valores Negociables | 200 | 4% | 180 | 3% | -10% |
| Cuentas por Cobrar | 1.000 | 18% | 1.097 | 19% | 10% |
| Inventarios | 1.000 | 18% | 1.500 | 26% | 50% |
| Total Activo Circulante | 2.200 | 39% | 2.777 | 47% | 26% |
| Activo Fijo Neto | 3.500 | 61% | 3.100 | 53% | -11% |
| Total Activo Fijo | 3.500 | 61% | 3.100 | 53% | -11% |
| TOTAL ACTIVO | 5.700 | 100% | 5.877 | 100% | 3% |

| PASIVO Y PATRIMONIO (Liabilities & Equity) | | | | | |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2.005 | % ' 05 | 2.006 | % ' 06 | % crec |
| Proveedores | 750 | 13% | 824 | 14% | 10% |
| Otras Deudas a Corto Plazo | 200 | 4% | 300 | 5% | 50% |
| Total Pasivo Circulante | 950 | 17% | 1.124 | 19% | 18% |
| Deuda a Largo Plazo | 1.000 | 18% | 800 | 14% | -20% |
| Total Recursos Ajenos | 1.950 | 34% | 1.924 | 33% | -1% |
| Capital | 550 | 10% | 550 | 9% | 0% |
| Util. Retenidas (Reservas) | 3.200 | 56% | 3.403 | 58% | 6% |
| Total Recursos Propios | 3.750 | 66% | 3.953 | 67% | 5% |
| PASIVO Y PATRIM. | 5.700 | 100% | 5.877 | 100% | 3% |

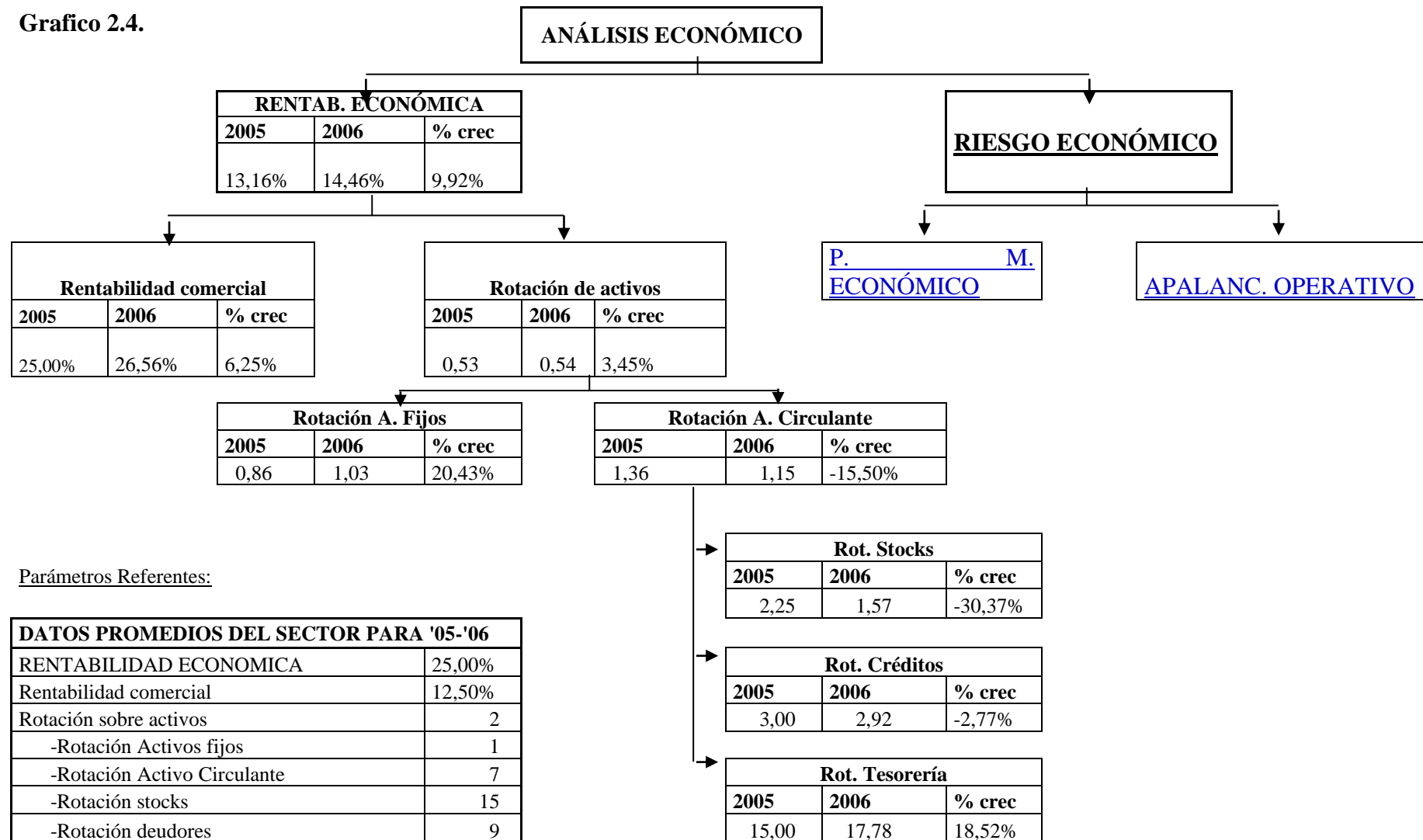
| CUENTA DE RESULTADOS (en miles de Nuevos Soles) | | | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2.005 | % ' 05 | 2.006 | % ' 06 | % crec |
| Ventas Netas | 3.000 | 100% | 3.200 | 100% | 7% |
| Costes Fijos | 650 | 22% | 650 | 20% | 0% |
| Costes variables | 1.200 | 40% | 1.300 | 41% | 8% |
| Depreciación | 400 | 13% | 400 | 13% | 0% |
| UAII | 750 | 25% | 850 | 27% | 13% |
| Intereses | 282 | 9% | 262 | 8% | -7% |
| UAI | 468 | 16% | 588 | 18% | 26% |
| Impuestos | 164 | 5% | 213 | 7% | 30% |
| Utilidad Neta (UN) | 304 | 10% | 375 | 12% | 23% |
| Dividendos | 101 | 33% | 133 | 35% | |
| Beneficios Retenidos | 203 | 67% | 242 | 65% | |

Supuestos:

Los ratios del sector (de establecimientos de comida italiana) donde participa Buona Note S.A., determinados por una empresa consultora de gran credibilidad para los años 2005 y 2006, los cuales nos servirán como benchmark, son los siguientes:

| DATOS PROMEDIOS DEL SECTOR PARA '05-'06 | | | |
|--|--------|------------------------------|------|
| ANÁLISIS ECONÓMICO | | | |
| RENTAB. ECONOMICA | 25,00% | RIESGO ECONÓMICO | |
| Rentabilidad comercial | 12,50% | | |
| Rotación sobre activos | 2 | | |
| -Rotación Activos fijos | 1 | | |
| -Rotación Activo Circulante | 7 | | |
| -Rotación stocks | 15 | | |
| -Rotación deudores | 9 | | |
| ANÁLISIS FINANCIERO | | | |
| RENTAB. FINANCIERA | 13,40% | RIESGO FINANCIERO | |
| Coste financiero | 12,00% | LIQUIDEZ Y SOLVENCIA | |
| Factor de apalancamiento | 4,6% | Ratio de liquidez | 1,8 |
| Margen de apalancamiento | 13% | Prueba del ácido | 1,3 |
| | | Ratio de tesorería | 0,5 |
| | | Periodo de cobro | 40 |
| | | Periodo de pago | 52 |
| | | Ratio de solvencia | 3,5 |
| | | ESTRUCTURA DEL PASIVO | |
| | | Ratio de endeudamiento | 0,35 |
| | | Estructura de endeudamiento | 0,30 |
| | | COBERTURA | |
| | | Cobertura intereses | 6 |
| | | Cobertura cagas financieras | 3 |
| APALANCAMIENTO | | | |
| Apalancamiento operativo | | | 2,0 |
| Apalancamiento financiero | | | 1,1 |
| Apalancamiento total | | | 2,2 |
| Punto muerto operativo | | | 60% |
| Punto muerto total | | | 65% |

Grafico 2.4.



Parámetros Referentes:

| DATOS PROMEDIOS DEL SECTOR PARA '05-'06 | |
|---|--------|
| RENTABILIDAD ECONOMICA | 25,00% |
| Rentabilidad comercial | 12,50% |
| Rotación sobre activos | 2 |
| -Rotación Activos fijos | 1 |
| -Rotación Activo Circulante | 7 |
| -Rotación stocks | 15 |
| -Rotación deudores | 9 |

Nota: El análisis del Riesgo Económico lo detallaremos en el apartado referente al Apalancamiento.

Grafico 2.5.a

ANÁLISIS FINANCIERO

RENTAB. FINANCIERA

| 2005 | 2006 | % crec |
|-------|-------|--------|
| 8,11% | 9,49% | 17,02% |

COSTES DE REC. AJENOS (i)

| 2005 | 2006 | % crec |
|--------|--------|--------|
| 14,46% | 13,62% | -5,84% |

MARGEN FINANCIERO

| 2005 | 2006 | % crec |
|--------|-------|----------|
| -1,30% | 0,85% | -164,87% |

FACTOR DE APALANCAM.

| 2005 | 2006 | % crec |
|--------|-------|----------|
| -0,68% | 0,41% | -160,72% |

DATOS PROMEDIOS DEL SECTOR PARA '05-'06

| | | |
|--------------------------|--|------|
| RENTAB. FINANCIERA | | 13% |
| Coste Financiero | | 12% |
| Factor de Apalancamiento | | 4,6% |
| Margen de Apalancamiento | | 13% |

DATOS PROMEDIOS DEL SECTOR PARA '05-'06

| LIQUIDEZ Y SOLVENCIA | | ESTRUCTURA DEL PASIVO | |
|----------------------|------|----------------------------|------|
| Ratio de Liquidez | 1,8 | Ratio de Endeudamiento | 0,35 |
| Prueba Acida | 1,3 | Estructura de Endeudam. | 0,30 |
| Ratio de Tesorería | 0,5 | COBERTURA | |
| Periodo de Cobro | 40,0 | Cobertura Intereses | 6,00 |
| Periodo de Pago | 52,0 | Cobert. Cargas Financieras | 3,00 |
| Ratio de Solvencia | 3,50 | | |

Grafico 2.5.b

ANÁLISIS FINANCIERO

RIESGO ECONÓMICO

APALANCAMIENTO FINANCIERO

LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

LIQUIDEZ

RATIO DE SOLVENCIA

| 2005 | 2006 | % crec |
|------|------|--------|
| 2,92 | 3,05 | 4,50% |

| RATIO DE CIRCULANTE | | |
|----------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 2,32 | 2,47 | 6,69% |

| PERIODO DE COBRO | | |
|-------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 120 | 123 | 2,84% |

| PRUEBA ACIDA | | |
|---------------------|------|---------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 1,26 | 1,14 | -10,06% |

| PERIODO DE PAGO | | |
|------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| - | 225 | - |

| RATIO DE TESORERÍA | | |
|---------------------------|------|---------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 0,21 | 0,16 | -23,93% |

| COMPRAS | | |
|----------------|-------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| - | 1.800 | - |

ESTRUCTURA DEL PASIVO

COBERTURA

| RATIO DE ENDEUDAMIENTO | | |
|-------------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 0,52 | 0,49 | -6,40% |

| COBERTURA DE INTERESES | | |
|-------------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| 2,66 | 3,24 | 21,98% |

| ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO | | |
|------------------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| | | |

| COBERT. CARGA FINANCIERA | | |
|---------------------------------|------|--------|
| 2005 | 2006 | % crec |
| | | |

Apalancamientos Financiero, Operativo y Total.

Supuesto: Incremento Ventas 15%

| CUENTA DE RESULTADOS (en miles de Nuevos Soles) | | | | | | | | | | |
|--|---------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ventas | 1.420 | 1.670 | 1.965 | 2.312 | 2.720 | 3.200 | 3.680 | 4.232 | 4.867 | 5.597 |
| Costes Fijos | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 |
| Costes Variables | 577 | 679 | 798 | 939 | 1.105 | 1.300 | 1.495 | 1.719 | 1.977 | 2.274 |
| Depreciación | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| UAI | - 207 | - 58 | 117 | 323 | 565 | 850 | 1.135 | 1.463 | 1.840 | 2.273 |
| Apalancam. Operativo | - 4,073 | - 17,045 | 9,987 | 4,253 | 2,858 | 2,235 | 1,925 | 1,718 | 1,571 | 1,462 |
| Pto muerto Operat. S/. | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 | 1.768 |
| Pto muerto Operativo % | 125% | 106% | 90% | 76% | 65% | 55% | 48% | 42% | 36% | 32% |
| Intereses | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 | 262 |
| UAI | - 469 | - 320 | 145 | 61 | 303 | 588 | 873 | 1.201 | 1.578 | 2.011 |
| Apalanco Financiero | 0,44 | 0,18 | - 0,80 | 5,31 | 1,86 | 1,45 | 1,30 | 1,22 | 1,17 | 1,13 |
| Apalancamiento Total | - 1,80 | - 3,10 | - 8,04 | 22,60 | 5,33 | 3,23 | 2,50 | 2,09 | 1,83 | 1,65 |
| Punto muerto Total S/. | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 | 2.210 |
| Punto muerto Total % | 155,6% | 132,3% | 112,4% | 95,6% | 81,2% | 69,1% | 60,0% | 52,2% | 45,4% | 39,5% |
| Utilidad Neta (UN) | - 299 | - 204 | - 93 | 39 | 193 | 375 | 557 | 766 | 1.006 | 1.283 |

| DATOS MEDIOS SECTOR PARA '05-'06 | |
|---|-----|
| A. Operativo | 2 |
| A. Financiero | 1,1 |
| A. Total | 2,2 |
| Punto muerto Operativo | 60% |
| Punto muerto Total | 65% |

Grafico 2.6. Utilidad Antes de Intereses e Impuestos y Utilidad Antes de Intereses

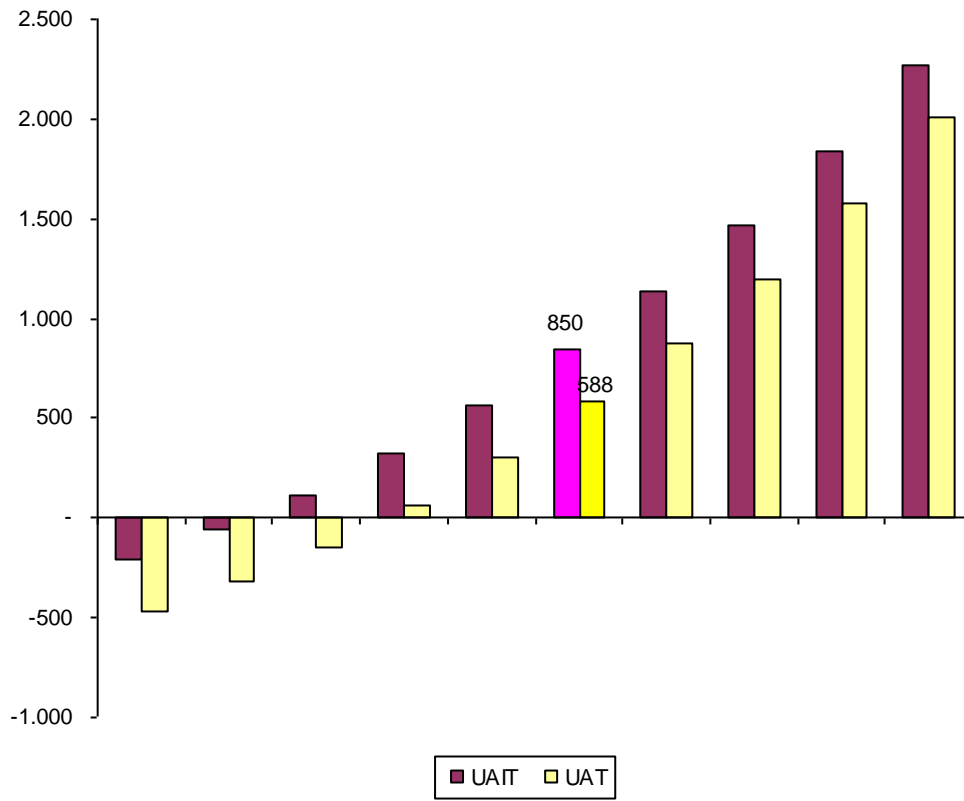
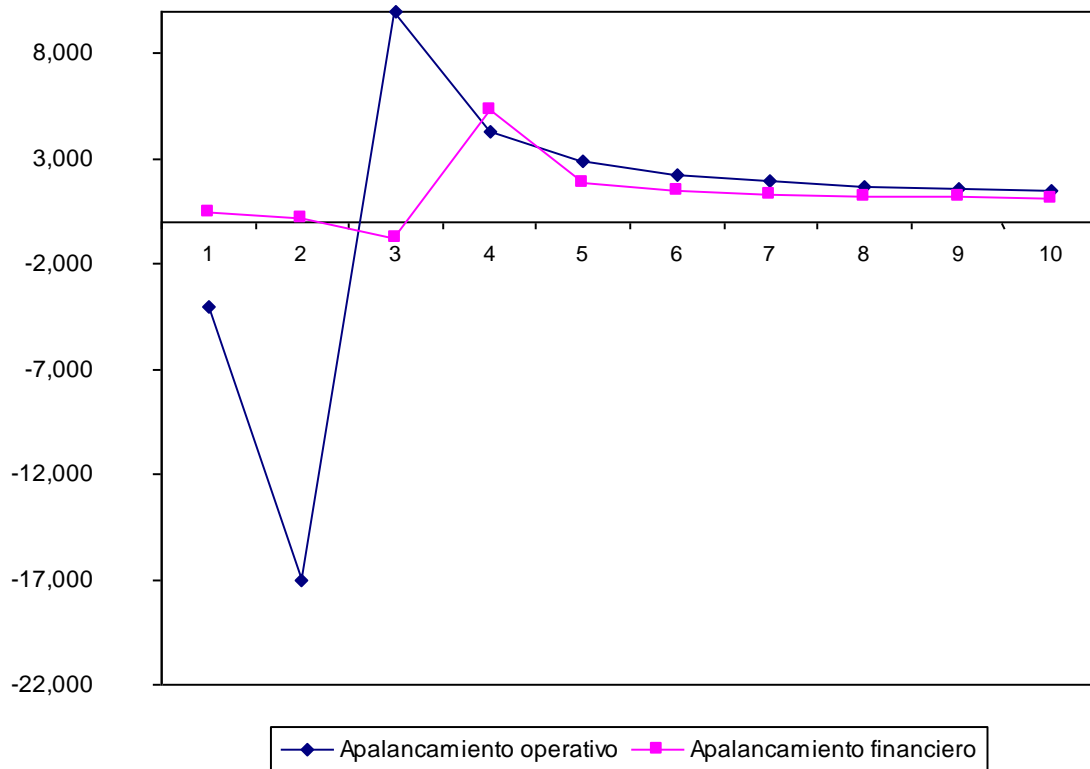


Grafico 2.7. Apalancamiento Operativo y Apalancamiento Financiero.



Análisis Cualitativo del Caso “Pizzería Buona Note”

A la vista de los resultados obtenidos en el Análisis de Ratios podemos señalar:

- ♣ **Rentabilidad.** El potencial de Rendimiento (rentabilidad económica) de la empresa es muy elevado ya que está operando con unos costes inferiores al resto del sector, sin embargo sería necesario mejorar la gestión de su Activo Circulante, en particular, de Stocks y de Clientes.
- ♣ **Análisis Financiero.** Gracias al incremento que se produce en la rentabilidad económica en el ejercicio '05 la empresa consigue un margen de apalancamiento positivo y es capaz de mejorar la rentabilidad de sus accionistas. Sin embargo, la situación no deja de ser preocupante, Buona Note ha de ampliar positivamente su margen de apalancamiento ¿cómo?
 - Por el lado del rendimiento (rentabilidad económica) profundizando en las líneas ya apuntadas anteriormente.
 - Por el lado del coste de los Recursos Ajenos vigilando su evolución, ya que aunque sólo se sitúa dos puntos por encima de la media del sector podemos buscar fuentes de financiación alternativas más baratas.
- ♣ **Solvencia.** Debería reducir tanto su periodo de cobro como su periodo de pago para adaptarse a la operatividad del sector, lo cual sin duda mejoraría su rentabilidad.

Parece recomendable una revisión de la estructura financiera que mantiene la empresa no sólo de la proporción que representan los recursos ajenos sobre los propios, que posiblemente se podría reducir disminuyendo las inversiones en circulante, sino también de la proporción de exigible a corto plazo sobre largo plazo.

Habría que mejorar los ratios de cobertura financiera y de esta forma Buona Note reduciría el riesgo financiero y el riesgo total de la empresa. Para alcanzar estos objetivos, la compañía debería tener en cuenta las recomendaciones realizadas con relación a la estructura de pasivo.

Bibliografía

ALEXANDER, SHARPE Y BAILEY: Fundamentos de Inversiones. Teoría y Práctica. Tercera Edición. Pearson Educación, México, 2003. (ISBN 970-26-0375-7)

ALTMAN, E. (1986). "Financial Ratios, Determinants Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", Journal of Finance.

APARICIO, A., GALLEGO, R. et al. (2002): *Financial Calculus. Theory and Practice*. Thompson-Paraninfo

ATHAYDE DE, G Y FLORES R, 1998, "Introducing higher moments in the CAPM: some basic ideas", Fundación Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

BIRD, R., Y A. McHUGH (1977). Financial Ratio: an Empirical Study.

BREALEY and MYERS: Principios de Finanzas Corporativas. (5ta Edición) Mc Graw Hill (1998). ISBN 0-07-007417-8 y 84-481-20023-X

BREALEY R.A. y S.C. MYERS. Fundamentos de Financiamiento Empresarial. Principle of corporate finance), 4^{ta}. Edición, McGraw Hill, 1993.

CFA Institute (2006): *Ethics, Professional Standards and Quantitative Methods*

GITMAN L. Fundamentos de Administración Financiera. Tomos I y II.

ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH W., JAFFE JEFFREY F. Corporate Finance. Ed. Mc Graw Hill. 5th edition.

SIMON BENNINGA (2006): *Principles of Finance with Excel*. Oxford University Press Inc.

SHARPE, WILLIAM, 1964, "Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" en Journal of Finance, September 1964, pp. 425-442.

SHARPE, WILLIAM, 1994, "The Sharpe Ratio" en Journal of Portfolio Management, Autumn 1994, pp. 49-58.

STAMPFI y GOODMAN: Matemática para las Finanzas. Modelado y Cobertura. International Thomson Editors (2003). México. ISBN 0-534-37776-9

VAN HORNE JAMES C: Administración Financiera. Décima Edición (Prentice Hall Hispanoamericana SA) (1997). ISBN 0-13-300195-4 y 968-880-950-0

Web Pages:

<http://www.investopedia.com/terms.asp>

http://www.gestiondelconocimiento.com/conceptos_recursosycapacidades.htm

<http://www.gestiopolis.com/canales2/finanzas.htm>

Precio Histórico de las Acciones y del Índice de Precios y Cotizaciones, consultado en:
<http://www.conasev.gob.pe>

