

1 INDICADORES DE RENTABILIDAD

1. Introducción

Tanto los gestores como las personas interesadas en determinar si una empresa constituye una buena opción de inversión deben comprender qué significa la rentabilidad de dicha empresa.

Existen gran cantidad de indicadores de rentabilidad, y cada uno nos proporciona informaciones distintas. Para saber qué indicador hay que utilizar es importante entender bien qué tipo de rentabilidad se está buscando. Un competidor estará más interesado en la rentabilidad operativa de la empresa para saber lo eficiente y rentable que está siendo con el nivel de precios actuales. Por otro lado, un accionista contemplará también la rentabilidad operativa, pero principalmente estará interesado en la rentabilidad del capital que ha invertido en la empresa.

Veremos a continuación los principales ratios de rentabilidad operativa y financiera de una empresa.

2. Cuentas de estados financieros

El desempeño y situación patrimonial de una empresa se analiza con tres cuentas: la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance patrimonial y la cuenta de flujos de caja.

2.1. Cuenta de pérdidas y ganancias

Muestra el desempeño operativo de la empresa, concretándose en el beneficio neto, que es el valor contable que se ha creado para los accionistas durante ese periodo. Veamos una cuenta de resultados simplificada.

Ventas	100,0
– Coste de ventas	60,0
Beneficio bruto	40,0
<i>% margen bruto</i>	<i>40,0%</i>
S,G&A	15,0
Otros costes	2,0
EBITDA	23,0
<i>% margen EBITDA</i>	<i>23,0%</i>
Depreciación y amortización	6,0
EBIT	17,0
<i>% margen EBIT</i>	<i>17,0%</i>
Intereses	4,0
Beneficio antes de impuestos	13,0
Impuestos	4,2
Beneficio después de impuestos	8,8
<i>% margen neto</i>	<i>8,8%</i>

Beneficio bruto: Es el margen obtenido por la diferencia entre el precio de venta del producto/servicio y su coste. Es el beneficio que reporta la actividad básica de la empresa. El margen bruto, por tanto, mide la rentabilidad derivada de la venta del servicio/producto.

$$\text{margen bruto} = \frac{\text{beneficio bruto}}{\text{ventas}}$$

EBITDA: Para llevar a cabo su actividad, casi todas las empresas necesitan una infraestructura, es decir, incurrir en ciertos costes. Se suelen llamar S,G&A (*Selling, General and Administrative*) o costes de ventas, administración y otros costes generales. Incluyen casi todos los

demás costes de la empresa, como salarios, alquileres, seguros, marketing y publicidad, transporte, etc. Sustrayendo estos «costes de estructura» al margen bruto, obtenemos el EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), que seguramente es el indicador de rentabilidad más utilizado por los profesionales de la inversión.

$$\text{margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{ventas}}$$

EBIT: Sustrayendo las dotaciones al inmovilizado (elementos llamados de depreciación para bienes tangibles y de amortización para bienes intangibles), llegamos al beneficio operativo o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*). Este beneficio es el que la empresa destinará a remunerar a quienes han invertido en deuda de la empresa (papel normalmente desempeñado por los bancos), a pagar los impuestos sobre el beneficio y a remunerar a los accionistas.

$$\text{margen EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{ventas}}$$

Beneficio neto: Sustrayendo los intereses y los impuestos pagados (impuesto de sociedades), obtendremos el beneficio neto.

El beneficio neto se usa o bien para remunerar a los accionistas mediante dividendos o bien para aumentar las reservas (que en la práctica sería como reinvertir los beneficios en la propia empresa). Cabe mencionar aquí que algunas empresas anuncian ampliaciones de capital liberadas (es decir, acciones gratis) como sustituto del dividendo, pero la maniobra es irrelevante puesto que no cambia el valor patrimonial de la empresa, sólo divide el mismo valor entre más acciones. Para el accionista, no es más que una ilusión óptica.

2.2. Balance patrimonial

Analizando la cuenta de pérdidas y ganancias vemos simplemente cuánto gana o pierde la empresa. Conocemos su rentabilidad sobre

las ventas, pero eso sólo nos da una visión parcial. No sabemos cuánto capital ha requerido la empresa para conseguir ese resultado. En otras palabras, no sabemos lo rentable que resulta la empresa para sus accionistas, en términos de rentabilidad sobre el capital invertido. Para ello tenemos que analizar el balance.

Veamos un ejemplo de balance simplificado. El activo nos dice qué es lo que la empresa está usando para llevar a cabo su actividad y el pasivo cómo lo ha financiado. Simplificando, podemos decir que la empresa tiene que financiar el activo fijo más el capital circulante con fondos propios (*equity*) y deuda.

Activo	Pasivo
Activo fijo	Fondos propios
Maquinaria Edificios Vehículos etc.	Capital social Reservas Deuda
Activo circulante	Deuda a largo plazo Deuda a corto plazo
Clientes/Cuentas a cobrar Inventario/Stock	Pasivo circulante
Caja y bancos	Cuentas a pagar Impuestos a pagar

$$\text{activo fijo} + \text{capital circulante} = \text{fondos propios} + \text{deuda}$$

2.3. Cuenta de flujos de caja

Tras conocer el beneficio atribuible a los accionistas de la empresa a partir de la cuenta de pérdidas y ganancias y la situación patrimonial de la empresa a tenor del balance, falta saber algo de vital importancia para cualquier accionista: cuánta caja se ha generado y qué se ha hecho con ella. Bien es sabido que *cash is king*, a nadie le interesa una empresa que nunca genera caja.

Hay tres tipos de flujos de caja que, siguiendo el orden lógico, son:

- **Flujo de caja operativo:** Muestra cuánta caja han generado las operaciones de la empresa. Se obtiene añadiendo o restando al beneficio neto las partidas de gastos o ingresos que no suponen una salida o entrada de caja (como amortizaciones, depreciaciones, provisiones) y restando la inversión (positiva si ha aumentado o negativa si ha disminuido) en capital circulante.
- **Flujo de caja de inversión:** Muestra cuánta caja ha sido invertida en activo fijo (llamado *Capital expenditures* o simplemente *capex* en inglés) o en comprar otras empresas y cuánta caja ha sido generada por la venta de activo fijo o de otras compañías propiedad de la empresa.
- **Flujo de caja de financiación:** Restando la caja que ha generado la empresa a lo que se ha invertido obtendremos las necesidades de financiación. Por ejemplo, si las operaciones generan 100 euros pero ese año hemos invertido 150, habrá que financiar 50 (emitiendo acciones o captando deuda). Si hemos generado 100 pero hemos gastado 50, tendremos un excedente de 50 (que podemos usar para dividendos, devolver deuda o destinar a aumentar la caja disponible en la empresa).

La variación de la disponibilidad de caja de la empresa en el periodo será el flujo de caja generado por las operaciones más el generado (o necesario) por las actividades de inversión más el generado (o necesario) por las actividades de financiación.

Veámoslo en un ejemplo:

Beneficio neto	8,6
+ Depreciaciones	5,0
+ Amortizaciones	1,0
+ Otros (p. ej. provisiones)	1,0
– Aumento del capital circulante	–2,0
= Flujo de caja generado por las operaciones	13,6 A

(continúa)

- Inversión en activo fijo (<i>capital expenditures</i>)	-8,0	
- Compra de acciones/empresas	-3,0	
+ Venta de activo fijo	1,0	
+ Desinversiones de acciones	0,5	
= Flujo de caja generado por actividades de inversión	-9,5	B
- Amortización de deuda	-5,0	
- Dividendo	-4,0	
+ Emisión de bonos	10,0	
= Flujo de caja generado por actividades de financiación	1,0	C
Aumento en la partida de caja de la empresa	5,1	A+B+C

3. Indicadores de rentabilidad

Hemos visto que la cuenta de resultados nos indica simplemente cuánto gana o pierde la empresa y los diferentes márgenes que obtiene (bruto, EBITDA, EBIT, neto). Nos da a conocer la rentabilidad de las operaciones, pero para los accionistas eso es sólo una parte de la ecuación. Los accionistas han invertido su dinero en la empresa y quieren saber la rentabilidad de ese capital.

Imaginemos que comparamos dos empresas, un supermercado como Carrefour y una tienda de barrio propiedad del señor De Paciencia, el Colmado Depaciencia.

Carrefour vende 50 veces más que el Colmado Depaciencia. Sin embargo, comparando el margen bruto de ambas empresas, veríamos que seguramente el Colmado Depaciencia tendría un margen superior, ya que consigue cobrar precios bastante mayores debido a la comodidad que proporciona a sus clientes, que realizan en él pequeñas compras debido a la proximidad y conveniencia del establecimiento. Además, el señor De Paciencia compró el local hace dos años (por lo que actualmente ya no paga alquileres) y su margen de beneficio neto sobre las ventas es bastante elevado. Por otro lado, el local

de Carrefour es también propiedad de la empresa, pero fue financiado con una hipoteca, por la que paga intereses. Esos intereses, además de su menor margen bruto, hacen que Carrefour tenga un margen sobre las ventas muy inferior al del Colmado Depaciencia.

Para simplificar, supongamos que los dos negocios pagan un mismo importe por el impuesto de sociedades. Veamos cómo se compararían las dos cuentas de resultados.

<i>(en miles de euros)</i>	Colmado Depaciencia	Hipermercado Carrefour
Ventas	250	12.500
– Coste de ventas	150	10.000
Beneficio bruto	100	2.500
<i>% margen bruto</i>	<i>40,0%</i>	<i>20,0%</i>
- S,G&A y otros	50	1.625
EBITDA	50	875
<i>% margen EBITDA</i>	<i>20,0%</i>	<i>7,0%</i>
Depreciación y amortización	12,5	250
EBIT	37,5	625
<i>% margen EBIT</i>	<i>15,0%</i>	<i>5,0%</i>
Intereses	0,0	120
Beneficio antes de impuestos	37,5	505
Impuestos	12,2	164
Beneficio después de impuestos	25,3	341
<i>% margen neto</i>	<i>10,1%</i>	<i>2,7%</i>

Vemos que los márgenes del Colmado Depaciencia son mucho mayores ¿Cabría entonces decir que supone mejor negocio para sus accionistas que Carrefour? No lo sabemos todavía. Lo único que sabemos es que tiene márgenes brutos y netos mayores que Carrefour.

¿Qué habría que mirar a fin de determinar qué inversión es mejor? En otras palabras, ¿qué empresa obtiene una mayor rentabilidad del capital invertido por sus accionistas? Para ello, empecemos por comparar el resultado de cada empresa en relación a su tamaño. Lógicamente, para abrir un Carrefour se necesita un capital mucho mayor

que para un colmado. El primer elemento de rentabilidad que podemos analizar es la rentabilidad sobre los activos utilizados (sobre el activo total), es decir, sobre la inversión total. Para ello sustraemos al beneficio operativo el impuesto de sociedades y lo dividimos por el activo total, con lo que obtenemos la rentabilidad sobre los activos utilizados, o *Return on Assets* (ROA). O, dicho de otra forma, el beneficio neto más los intereses pagados, dividido por los activos totales.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT} - \text{impuestos}}{\text{activos totales}} = \frac{\text{beneficio neto} + \text{intereses}}{\text{activos totales}}$$

Pero los accionistas quieren saber la rentabilidad de su dinero, no la de los activos totales. Es decir, la rentabilidad sobre los fondos aportados por los accionistas, llamado capital social o equity. En términos financieros, quieren saber la rentabilidad sobre el *equity*, o *Return on Equity* (ROE).

$$\text{ROE} = \frac{\text{beneficio neto}}{\text{fondos propios}}$$

Veamos cómo se traducen estas cifras en nuestro ejemplo. Para ello tenemos que saber qué cantidad de capital utiliza cada empresa. Supongamos lo siguiente:

- **Activo fijo:** Carrefour ha construido su supermercado, por un coste total de 3 millones de euros, financiado parcialmente con una hipoteca de 2 millones a un interés del 6%. El Colmado Depaciencia tiene el local en propiedad, recién comprado por 250 mil euros. Para simplificar supongamos que otros activos fijos incluyen algo de maquinaria y vehículos.
- **Activo circulante:** Supongamos que Carrefour paga a sus proveedores a 50 días, tiene 30 días de *stock* y cobra a sus clientes en plazos de una media de 10 días (la mayoría de compras son en efectivo) y que el Colmado Depaciencia paga a sus proveedores a 30 días, tiene 45 días de *stock* y cobra a sus clientes en plazos de una media de 10 días.

Veámoslo numéricamente en un balance (en miles de euros):

Activo			Pasivo		
	Colmado Depa- ciencia	Hiper- mercado Carrefour		Colmado Depa- ciencia	Hiper- mercado Carrefour
Activo fijo					
Maquinaria	15	300	Fondos Propios	303	1.263
Edificios	250	3.000			
Vehículos	15	300	Deuda		
			Deuda a		
			largo plazo	0	0
Activo circulante			Deuda a		
Clientes/Cuentas			corto plazo	0	2.000
a cobrar	7	347			
Inventario/ Stock	31	1.042	Pasivo circulante		
Caja y bancos	11	110	Cuentas a pagar	21	1.736
			Impuestos a pagar	5	100
Total activo	329	5.099	Total pasivo	329	5.099

Con esta información podemos analizar ya qué rentabilidad sobre activos y sobre el *equity* está obteniendo cada negocio. Podemos ver que Carrefour, a pesar de tener márgenes menores, está haciendo mejor uso del capital que el señor De Paciencia en su colmado. Su ROA es algo mayor, pero su ROE es mucho mayor, por lo que, por cada euro que invirtieron los accionistas, obtienen una mayor rentabilidad.

	Colmado Depaciencia	Hipermercado Carrefour
EBIT - impuestos	25	461
Activos	329	5.099
ROA	7,7%	9,0%
Beneficio Neto	25	341
<i>Equity</i>	303	1.263
ROE	8,3%	27,0%

RINCÓN DEL INVERSOR: ANÁLISIS DE *DUPONT*

Como hemos visto, los accionistas se interesan por la rentabilidad de lo que han invertido. Y quién no. Sabemos también que, lógicamente, esto se va a reflejar en las operaciones de la empresa. Esta relación está resumida en el análisis de DuPont (llamado así porque se originó en la DuPont Corporation hace décadas).

Hemos visto que el Colmado Depaciencia, a pesar de tener mejores márgenes sobre ventas, tiene un ROA inferior y un ROE muy inferior, por lo que es una inversión mucho peor para sus accionistas que Carrefour. ¿Por qué sucede esto?

1. En proporción de la inversión total, el Colmado Depaciencia utiliza mucho más capital propio que Carrefour.

El Colmado Depaciencia no tiene deuda y además, al ser un pequeño negocio y no poder apretar mucho a sus proveedores, tiene que mantener dinero inmovilizado en capital circulante. Además, el señor Depaciencia compró el local, por lo que aún invirtió más dinero.

Por el contrario, sobre los 3 millones necesarios para la construcción del local de Carrefour, el director financiero decidió pedir 2 millones de hipoteca. Por otro lado, el tamaño de Carrefour le permite apretar a sus proveedores y pagar a 60 días, por lo que se está financiando a su costa, reduciendo la cantidad de capital propio que necesita para financiar sus operaciones.

En otras palabras, por cada 100 euros de activos, Carrefour financió una parte menor con capital propio. Teniendo 5,099 millones de euros en activos, sólo financió 1,263 millones con capital propio, mientras que el Colmado Depaciencia financió los 329 mil euros de activos con 303 mil de capital propio. Es decir, Carrefour obtiene un efecto multiplicador mayor por cada 100 euros que invierte.

$$\text{multiplicador de capital propio} = \frac{\text{activos}}{\text{capital propio}}$$

2. El Colmado Depaciencia tiene una rotación de activos mucho menor.

Es decir, por cada 100 euros que tiene de activos, sus ventas son mucho menores que en Carrefour. La gran superficie tiene márgenes sobre las ventas mucho menores, pero lo compensa con una rotación mucho mayor. En otras palabras, vende mucho más por cada euro que tiene invertido en activos ya que tiene mucha más circulación de personas comprando. Tiene sentido pues, ya que lo que cuenta no es el margen, sino el beneficio total (¿qué es mejor, vender 100 bolígrafos rápidamente con un beneficio de 1 euro cada uno o 10 con un beneficio de 3 cada uno?).

Esto nos lleva a otro indicador financiero, la rotación de activos:

$$\text{rotación de activos} = \frac{\text{ventas}}{\text{activos}}$$

Por consiguiente, vemos que no es suficiente con tener una buena rentabilidad sobre las ventas. Además de tener buenos márgenes netos, hay que vender el máximo posible en relación a los activos (mayor rotación de activos) y utilizar el menor capital propio posible.

En la fórmula del ROE (ROE = beneficio neto/capital propio), si lo multiplicamos por dos números equivalentes a 1 (ventas/ventas y activos/activos) y reagrupamos, vemos que:

$$\text{ROE} = \frac{\text{beneficio neto}}{\text{ventas}} \times \frac{\text{ventas}}{\text{activos}} \times \frac{\text{activos}}{\text{capital}}$$

que son los ratios que hemos visto anteriormente.

O, en otras palabras:

$$\text{ROE} = \text{margen neto} \times \text{rotación de activos} \times \text{multiplicador del capital propio}$$

	Colmado Depaciencia	Hipermercado Carrefour	
Beneficio neto	25	341	
Ventas	250	12.500	
Margen neto	10,1%	2,7%	A
Ventas	250	12.500	
Activos	329	5.099	
Rotación de activos	0,76x	2,45x	B
Activos	329	5.099	
<i>Equity</i>	303	1.263	
Multiplicador de equity	1,09x	4,04x	C
ROE	8,3%	27,0%	A×B×C

En nuestro ejemplo:

Es decir, que para tener una alta rentabilidad sobre nuestro capital, podemos o bien:

- 1) Vender una cantidad muy alta en relación a los activos usados (alta rotación de activos) aunque sea con un margen neto bajo (como Carrefour) o,
- 2) Recurrir a una actividad con márgenes altos y con una rotación de activos menor (como una joyería, por ejemplo) o,
- 3) Participar en negocios «aburridos», con márgenes netos normales y con rotación de activos normal pero con un multiplicador de capital alto (también llamado alto apalancamiento), como por ejemplo las compañías compradas con fondos de capital privado o *private equity* en operaciones de LBO (ver capítulo sobre el *private equity*).