

TEMA 4.- ANÁLISIS DE INDICADORES.

1	Introducción	2
2	Beneficio por acción básico y diluido.....	2
2.1	Beneficio por acción básico.....	5
2.2	Beneficio por acción diluido.....	7
2.3	Análisis del Beneficio por Acción	10
3	Ratio Valor Contable sobre Capitalización Bursátil	11
4	El P.E.R. (Price to Earnings Ratio).....	13
5	Rentabilidad financiera del accionista ó Yield.	18
6	otros indicadores en la información financiera de todas las empresas.	19
6.1	Ratio de distribución de Beneficio ó Pay-Out.	19
6.2	Ebitda	21

1 INTRODUCCIÓN

La información suministrada por las empresas no se limita a los datos ofrecidos a través de los informes financieros. Las empresas disponen de otros cauces para proporcionar información adicional sobre la situación y evolución de los negocios:

- Informe anual. Documento orientado a los accionistas cuyo contenido no coincide con el de las CCAA obligatorias por la Legislación Mercantil
- Informe de Gestión.
- Información sobre gobierno corporativo
- Informes sobre responsabilidad social corporativa.

Sobre la información incorporada de manera voluntaria no existen los controles ordinarios similares a los de la Información de la CCAA. Las empresas tienen libertad para transmitir por estos medio los datos que sean de su interés, sin guardar muchas veces criterios de uniformidad que provoca falta de comparabilidad.

Del amplio abanico de información que voluntariamente las empresas pueden presentar, nos vamos a centrar en los ratios o indicadores financieros más utilizados en los informes empresariales, como el Ratio Valor Contable-precio (PB), Ratio precio-ganancia (PER), Rentabilidad financiera del Accionista y el beneficio por acción, si bien este último es obligatorio para las sociedades cotizadas que presentes Cuentas Anuales Consolidadas, de acuerdo con la NIC 33.

2 BENEFICIO POR ACCIÓN BÁSICO Y DILUIDO

El Beneficio por Acción se define como el beneficio atribuible a cada acción ordinaria. Este ratio es muy utilizado por los accionistas y analistas financieros para evaluar los resultados que una sociedad ha tenido en el pasado, y formarse una opinión sobre las posibilidades de la empresa, y así poder estimar su previsible comportamiento futuro para la adopción de decisiones sobre sus inversiones.

Como medida del rendimiento empresarial, es uno de los ratios más utilizados en la práctica por parte de los analistas financieros y, por ello, no es de extrañar el interés de todas las organizaciones por adoptar criterios homogéneos para su evaluación. La Norma Internacional de Contabilidad 33 cuya última versión fue publicada en 2012, tiene como objetivo establecer los principios para la determinación y presentación de la cifra de ganancias por acción de las entidades, cuyo efecto será el de mejorar la comparación de los rendimientos entre diferentes entidades en el mismo periodo, así como entre diferentes periodos para la misma entidad. Aunque el indicador de las ganancias por acción tiene limitaciones a causa de las diferentes políticas contables que pueden utilizarse para determinar las “ganancias”, la utilización de un denominador calculado de forma uniforme mejora la información financiera ofrecida. El punto central de esta Norma es el establecimiento del denominador en el cálculo de las ganancias por acción.

Basándonos en la NIC 33 vamos a calcular el ratio Beneficio por acción, que se puede definir como el importe del beneficio o de la pérdida que la empresa ha obtenido en un período y que es atribuible a cada acción ordinaria que haya estado en circulación durante el mismo. Su cálculo se realiza dividiendo el beneficio empresarial de un determinado ejercicio por el número de acciones ordinarias en circulación.

$$\text{BPA} = \frac{\text{BENEFICIO}}{\text{N}^\circ \text{ Acciones Ordinarias}}$$

Cuando se trabaje con datos consolidados, la NIC 33 especifica, que en aquellos casos en los que se presenten los Estados Financieros Individuales de la empresa matriz, junto con las Cuentas Anuales Consolidadas del grupo, únicamente será necesario calcular el Beneficio por Acción a partir de los datos consolidados. Esta postura está justificada, porque a los usuarios de la información suministrada por la matriz, estarán más interesados en conocer los resultados de las actividades del grupo tomado en su conjunto.

El problema fundamental que surge en el cálculo del beneficio por acción utilizando datos consolidados, es el tratamiento de los intereses minoritarios. Si una empresa posee una participación en una filial inferior al 100%, el importe del beneficio consolidado atribuible a los socios externos no se debe tener en cuenta en el cálculo de la variable, puesto que su objetivo, es medir el importe del beneficio o la pérdida que corresponde a los accionistas del grupo.

En consecuencia, el cálculo del BPA se llevará a cabo considerando en el numerador el resultado de la matriz, más el importe del resultado de la filial que le corresponda atendiendo al porcentaje de participación en el capital de la misma.

$$\text{BPA Consolidado} = \frac{\text{Resultado Consolidado} - \text{Resultado Socios Externos}}{\text{Número de Acciones Ordinarias de la Matriz}}$$

$$\text{BPA Consolidado} = \frac{\text{Resultado Atribuible a la Sociedad Dominante}}{\text{Número de Acciones Ordinarias de la Matriz}}$$

La sencillez inicial del mismo puede derivar en cálculos más complejos, dependiendo de la naturaleza de los diferentes valores que haya emitido la compañía y del tipo de operaciones que haya realizado en el período. Podemos clasificar a las sociedades entre aquellas con estructura de capital simple o compleja, y así establecer dos categorías de BPA: la básica y la diluida. Una sociedad tiene estructura compleja de capital cuando posee acciones ordinarias potenciales, esto es, instrumentos financieros o contratos que otorga a su titular el derecho a convertirlos en acciones ordinarias. Estas sociedades deberán elaborar dos subconjuntos de ratios: el BPA básico y el diluido.

De esta forma se diferencian las empresas con estructura de capital simple de otras que presentan una estructura compleja, en función de si sólo tienen acciones ordinarias o por el contrario, cuentan además con títulos convertibles en acciones. La NIC 33, define los diferentes títulos a considerar en el cálculo del BPA:

- Acción ordinaria es un instrumento de patrimonio que está subordinado a todas las demás clases de instrumentos de patrimonio.
- Acción ordinaria potencial es un instrumento financiero u otro contrato que pueda dar derecho a su tenedor a recibir acciones ordinarias.
- Opciones, certificados para compra de acciones (warrants) y sus equivalentes son instrumentos financieros que otorgan a su poseedor el derecho a adquirir acciones ordinarias

LA NIC 33 obliga a todas las sociedades que coticen o pretendan cotizar en un mercado de valores a elaborar un BPA básico, si tienen una estructura de capital simple, es decir, sin acciones ordinarias potenciales procedentes de obligaciones convertibles, opciones o warrants. Si una sociedad, por el contrario, tiene una estructura de capital compleja (acciones ordinarias potenciales procedentes de obligaciones convertibles, opciones o warrants), entonces deberá elaborar dos ratios: el BPA básico y el diluido.

2.1 BENEFICIO POR ACCIÓN BÁSICO

El **objetivo BPA básico** es medir la rentabilidad por acción correspondiente al periodo de tiempo al que se refieren las cuentas anuales, dividiendo el beneficio neto o la pérdida atribuible a los tenedores de instrumentos ordinarios de patrimonio para las acciones ordinarias por la media ponderada del número de acciones en circulación durante el ejercicio.

$\text{BPA Neto} = \frac{\text{Beneficio Neto - Dividendo Acciones Preferentes}}{\text{Media Ponderada del Número de Acciones}}$
--

Para el cálculo de los beneficios básicos por acción, la cifra a considerar como beneficio neto o pérdida neta del ejercicio atribuible a los accionistas ordinarios, debe ser el beneficio neto o la pérdida neta del periodo tras haber deducido los dividendos preferentes. Las acciones ordinarias tienen participación en el beneficio neto del ejercicio después de que se han satisfecho los derechos inherentes a otros tipos de

acciones, como por ejemplo las preferentes. El importe del beneficio neto del ejercicio atribuible a los accionistas preferentes, se deduce del beneficio neto (o se añade a la pérdida neta) para calcular el beneficio neto o la pérdida neta del ejercicio que son atribuibles a los accionistas ordinarios.

Además la NIC 33 exige que se calcule el BPA considerando el resultado del ejercicio, y en el caso de que hayan surgido resultados de operaciones interrumpidas, se calcule además el BPA considerando el resultado de las operaciones continuadas.

Respecto al denominador, el número de acciones ordinarias en circulación es el número medio ponderado de acciones ordinarias existentes a lo largo del ejercicio. El cálculo del promedio ponderado, refleja el hecho de que la cifra de capital atribuido a los accionistas puede haber sufrido modificaciones durante el mismo, como resultado de que en algún momento se han emitido o retirado acciones de la circulación. Se calcula como el número de acciones en circulación al principio del ejercicio, ajustadas por el número de acciones ordinarias retiradas o emitidas en el transcurso del mismo, ponderadas por el número de días que las acciones han estado en circulación.

		Acciones emitidas	Acciones en cartera	Acciones en circulación
1 Enero 20X1	saldo inicial	2.000	200	1.800
1 Mayo 20X1	Emisión de nuevas acciones en metálico	600	-	2.400
1 Octubre 20X1	Adquisición acciones propias	-	220	2.180
31 Diciembre 20X1	saldo final	2.500	300	2.200

Cálculo del promedio ponderado:

$$(1.800 \times 4/12) + (2.400 \times 5/12) + (2.180 \times 3/12) = 2.145 \text{ acciones}$$

O bien:

$$(1.800 \times 12/12) + (600 \times 8/12) - (220 \times 3/12) = 2.145 \text{ acciones}$$

El promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación, debe ser ajustado por cualquier operación, diferente de la conversión de acciones ordinarias potenciales, que hayan modificado el número de acciones ordinarias en circulación sin un cambio correlativo en los recursos de la entidad. Cuando se lleva a cabo una capitalización de beneficios, una emisión liberada de acciones, o una partición en dos o más títulos de las acciones existentes, se ponen títulos a disposición de los accionistas actuales sin exigir ningún desembolso, y los recursos no se modifican. Así el número de acciones ordinarias en circulación a considerar en el cálculo del BPA se debe ajustar por el cambio proporcional en el número de acciones ordinarias en circulación, como si la citada operación hubiera ocurrido al principio del primer período sobre el que se presenta información financiera.

Ejemplo: Acciones liberadas.

Beneficio neto 20X0	1.800
Beneficio neto 20X1	3.000
Acciones ordinarias en circulación hasta el 30 de septiembre de 20X1	300
Emisión de acciones liberadas a 1 de Octubre de 20X1	1 acción ordinaria por cada acción ordinaria en circulación a 30 de Septiembre de 20X1
Beneficio por acción 20X1	$3.000/(300+300) = 5,00$
Beneficio por acción ajustado para 20X0	$1.800/(300+300) = 3,00$

Puesto que la emisión es gratuita, se trata en los cálculos como si hubiera tenido lugar antes de comenzar el año 20X0, que es el primer período sobre el que se presenta información.

2.2 BENEFICIO POR ACCIÓN DILUIDO

Una vez presentado el Beneficio por acción Básico, debemos tener en cuenta que esta magnitud está expuesta al denominado **efecto dilución del beneficio por acción**, que es

el impacto, generalmente reducción, que sobre el mismo ocasiona la conversión de determinados valores en acciones ordinarias. Esto ocurre, cuando la empresa cuenta con una estructura de capital compleja. Recordemos que las acciones ordinarias potenciales son instrumentos financieros o contratos, que pueden dar derecho a su poseedor a recibir acciones ordinarias.

Para conocer cuál sería el valor del BPA en el supuesto que se convirtieran las acciones ordinarias potenciales en acciones ordinarias en circulación, se obtiene el BPA diluido.

El beneficio por acción básico está expuesto a que determinados valores que la compañía tenga en su modelo financiero le puedan afectar, dependiendo de las condiciones de su emisión. Si entre éstas se contemplaba la posibilidad de su conversión en acciones comunes, no sólo se debe informar en los estados financieros de la existencia de tal posible fenómeno sino que su mera existencia ya afecta, potencialmente, a los intereses actuales de los accionistas.

El **efecto dilución** del beneficio por acción es el impacto, generalmente reducción, que resulta de asumir que los instrumentos convertibles se van a convertir en acciones ordinarias, que las opciones o certificados para compra de acciones (warrants) van a ser ejercitados o que se emitirán acciones ordinarias, si se cumplen las condiciones previstas. Hay que considerar cualquier tipo de ampliación de capital que tuviera como objetivo crear acciones comunes para canjearlas por deuda convertible o por acciones preferentes o privilegiadas o por opciones de compra de acciones propias.

Cuando una sociedad tiene estructura compleja de capital, debe elaborar dos ratios: el BPA básico y el diluido, considerando en ambos, el resultado del ejercicio, y en su caso, el resultado de las actividades continuadas. El BPA básico es idéntico al que elaboran las sociedades con estructura de capital simple. Sin embargo para el cálculo del BPA diluido, deben ajustarse tanto el beneficio neto atribuible a los accionistas ordinarios, como el promedio ponderados de las acciones en circulación, por todos los efectos dilusivos inherentes a las acciones ordinarias potenciales.

$\text{BPA Diluido} = \frac{\text{Beneficio Neto Ajustado}}{\text{Media Ponderada Ajustada del Número de Acciones}}$
--

Las modificaciones que es preciso realizar, tanto en el numerador como en el denominador del ratio «Beneficio por Acción», aún no habiéndose producido en el momento del cálculo, tienen por objeto estudiar la situación que puede plantearse en el futuro para el posible inversor, es decir, establece cuál sería el Beneficio por Acción en el supuesto de que se ejercitasen tales derechos, y se conviertan tales títulos en acciones ordinarias.

a) El beneficio neto del ejercicio atribuible a las acciones ordinarias.

Se incrementa por el importe, computado teniendo en cuenta el efecto impositivo, de los dividendos e intereses reconocidos en el ejercicio para las acciones ordinarias potenciales con efectos dilusivos, y se ajusta por cualesquiera otros cambios en los ingresos y gastos que pudieran resultar de la conversión de las acciones ordinarias potenciales con efectos dilusivos.

Después de que las acciones ordinarias potenciales se conviertan en acciones ordinarias, no se incurrirá ya en los dividendos, intereses y otros ingresos o gastos asociados a las mismas. En lugar de lo anterior, las nuevas acciones ordinarias tendrán derecho a participar en el beneficio neto atribuible a los accionistas ordinarios. Por tanto, el beneficio neto del ejercicio atribuible a éstos, se incrementará por el montante de tales dividendos, intereses y otros ingresos o gastos (comisiones, descuentos o primas que se tratan como ajustes en el rendimiento de los títulos).

b) El promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación

Se incrementa con el promedio ponderado correspondiente a las acciones ordinarias adicionales que podrían haber estado en circulación en el supuesto de conversión de todas las acciones ordinarias potenciales con efectos dilusivos. A estos efectos se

debe considerar que el proceso de conversión ha tenido lugar al comienzo del ejercicio, o bien en el mismo momento de la emisión de las acciones ordinarias potenciales, si éstas se hubieran puesto en circulación durante el ejercicio.

Ejemplo de obligaciones convertibles:

Disponemos de los siguientes datos de la empresa “E”, correspondientes al ejercicio 20X3:

Beneficio Neto	3.000 €
Acciones ordinarias en circulación	2.500 €
Beneficio básico por acción =	$\frac{3.000}{2.500} = 1,20$

La empresa llevó a cabo hace dos años, una emisión de 200 obligaciones convertibles en acciones. La proporción de canje establecida fue de 5 acciones por cada 20 obligaciones. Sin embargo, en el ejercicio, no se ha convertido ninguna obligación. Dichas obligaciones le han generado un gasto por intereses en el ejercicio de 30 € siendo el ahorro fiscal derivado de dichos rendimientos de 9 €

$$\text{Beneficio Neto Ajustado} \quad 3.000 + 18 - 5 = 3.013$$

$$\text{Nº acciones ordinarias procedentes de la posible conversión} = 50$$

Se considera que la hipotética conversión ha tenido lugar al inicio del ejercicio, y por lo tanto habrán estado en circulación a lo largo de todo el año 20X3.

$$\text{Nº acciones ordinarias Ajustado} \quad 2.500 + 50 = 2.550$$

$$\text{Beneficio por acción diluido} = \frac{3.013}{2.550} = 1,18$$

2.3 ANÁLISIS DEL BENEFICIO POR ACCIÓN

Las empresas intentan maximizar el ratio Beneficio por Acción, y para conseguirlo, les interesa conocer los elementos que provocan alteraciones en el BPA.

$$\text{BPA} = \frac{\text{BENEFICIO}}{\text{N}^\circ \text{ ACCIONES}} = \frac{\text{BENEFICIO}}{\text{REC. PROPIOS}} \frac{\text{REC. PROPIOS}}{\text{N}^\circ \text{ ACCIONES}}$$

- El primer elemento nos indica la rentabilidad financiera del accionista: r_1 .
El análisis de rentabilidad nos indicará la existencia o no de apalancamiento financiero positivo, y en caso afirmativo, se recomienda a la empresa que aumente su nivel de endeudamiento para así aumentar la rentabilidad del accionista, pero sin olvidar que el límite al endeudamiento lo marca la solvencia.
- El segundo elemento muestra el valor contable de cada acción. Para aumentar este ratio la empresa puede:
 - tratar de fomentar la política de retención del beneficio, para así tener mayores recursos propios.
 - efectuar progresivas ampliaciones de capital.

3 RATIO VALOR CONTABLE SOBRE CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

De forma voluntaria, las empresas cotizadas y los analistas financieros construyen una serie de ratios en los que intervienen una o más magnitudes, bien generadas por el propio mercado o bien utilizadas en éste, y que se denominan “Ratios de Mercado”. La relación entre el precio y el valor contable de las acciones, es junto con el ratio PER, una de las variables que mayor atención ha recibido por parte de los analistas en la selección y evaluación de inversiones financieras

$$\text{Ratio V. Contable /V. Mercado} = \frac{\text{Valor contable del Patrimonio Neto}}{\text{Capitalización bursátil}}$$

Este indicador, muestra la proporción que representa el valor en libros de la empresa con relación al valor de mercado de la misma.

El valor contable de la compañía se refiere al Patrimonio Neto obtenido del Balance de Situación final. La capitalización bursátil por otro lado, refleja el valor en el mercado de la compañía, calculado al multiplicar el número de acciones por su cotización.

De esta manera, se trata de un ratio que refleja la proporción entre lo que los estados financieros, elaborados siguiendo principios y normas contables, consideran como el valor del patrimonio neto de la empresa y lo que el mercado estima es el valor de la sociedad.

Laínez y Cuellar (2002, pág.364) destacan su utilidad en el análisis de inversiones financieras, puesto que constituye una medida de las expectativas que tiene el mercado sobre la capacidad de la empresa para generar riqueza para sus accionistas en el futuro, de tal forma que un valor reducido del ratio se interpreta como una señal de que el mercado espera que la compañía obtenga en el futuro unos altos resultados. Además hay que tener en cuenta que, a la hora de justificar las diferencias entre la valoración contable de la empresa y la que efectúa el mercado, este último considera determinados acontecimientos relevantes en el valor de la empresa, antes que la contabilidad.

En la evaluación de este ratio, Fernández (1999, pág. 30-31) cree necesario considerar dos aspectos. Por un lado, la influencia que sobre él tienen las variaciones sufridas en los tipos de interés. Históricamente se puede comprobar cómo cuando éstos han subido, al disminuir el valor de mercado de las empresas cotizadas, el ratio ha crecido. Por otro lado, es necesario tener en cuenta que el valor contable de las acciones puede aumentar con las ampliaciones de capital, con los beneficios retenidos de las empresas y con las revalorizaciones de activos, provocando una reducción del ratio.

Es muy habitual que los analistas trabajen con el valor inverso de este ratio, también denominado ratio precio-valor contable o Price to Book Ratio (PB)

$$\text{Ratio PB} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor contable del Patrimonio Neto}}$$

Su significado es similar al ratio anterior, pues también mide la proporción entre el valor en el mercado de la empresa y el obtenido siguiendo principios y normas contables.

4 EL P.E.R. (PRICE TO EARNINGS RATIO)

Como ya hemos señalado, de entre las informaciones que utilizan los analistas financieros el PER es una de las más frecuentes. Muestra la relación que existe entre la cotización y el beneficio para una acción determinada, de tal forma que indica el precio de una acción en el mercado expresado como un múltiplo del BPA, o lo que es lo mismo, la cantidad de dinero que un inversor debe pagar por cada €de beneficio.

Su expresión genérica es:

$$\text{P.E.R.} = \frac{\text{Precio o valor bursátil de una acción (price)}}{\text{Beneficio por acción (earning)}}$$

Si en vez de expresar el ratio en valores por acción, lo hacemos en términos globales para la compañía, obtendremos:

$$\text{P.E.R.} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio del Ejercicio}} = \frac{\text{Cotización} \times \text{n}^\circ \text{ de acciones}}{\text{Beneficio del Ejercicio}}$$

El resultado del ratio indica el importe que el mercado está dispuesto a pagar por cada unidad monetaria de beneficio. Por la propia definición, este ratio no tiene sentido construirlo cuando la empresa tiene pérdidas, en cuyo caso el valor obtenido sería negativo.

El PER también se interpreta como el plazo de recuperación de la inversión efectuada por el accionista. Suponiendo un ritmo de obtención de beneficios por acción como el de este año, si un inversor comprara una acción en este momento pagando su valor en el mercado, el ratio nos muestra el número de años que tardaría en recuperar el importe de la inversión efectuada a través de los beneficios que obtenga la compañía. Es decir, si el PER de un título es 15, significa que su cotización es 15 veces el beneficio del año, y si los resultados se mantienen constantes, tardará 15 años en recuperar la inversión con los beneficios anuales de la empresa.

A partir del ratio PER, podemos obtener la tasa de rentabilidad económica del accionista, que trata de medir el beneficio generado por cada €de inversión realizada:

$$\text{Tasa rentabilidad anual} = \frac{\text{BPA}}{\text{Cotización}} = \frac{\text{Beneficio del ejercicio}}{\text{Capitalización bursátil}} = \frac{1}{\text{PER}}$$

Es decir, que la rentabilidad de la inversión y el ratio PER son términos inversos, de lo que se deriva que cuanto menor sea la tasa de rentabilidad, más se tarda en recuperar la inversión realizada, siendo su PER más elevado (González Pascual, 2010, pág. 598).

Por ejemplo:

PER	Tasa de rentabilidad
1 año	100%
2 años	50%
4 años	25%
10 años	10%
20 años	5%
50 años	2%

Si la rentabilidad de la inversión es del 100%, recuperamos dicha inversión en 1 año, mientras que si, por ejemplo, la rentabilidad es del 5%, el tiempo que se tarda en

recuperar es 20 años, porque he pagado al comprar el título 20 veces el beneficio que genera.

En este sentido, AECA (1996, pág 60) señala que una práctica muy habitual en el mercado es considerar que el inverso del PER nos proporciona una medida de la rentabilidad mínima exigida por los accionistas. De esta forma, se puede obtener el valor de una acción en el mercado de la siguiente manera: una vez definido el PER que se considera que la acción debe tener, se multiplica por el beneficio por acción de la misma.

$$\text{Precio de una acción} = \text{P.E.R exigido} \cdot \text{Beneficio anual por acción}$$

Si por ejemplo el accionista exige una rentabilidad del 12,5%, significa que está dispuesto a pagar como máximo un PER de 8.

$$\begin{aligned} \text{Tasa rentabilidad anual} &= \frac{1}{\text{PER}} \\ 12,5\% &= \frac{1}{8} \end{aligned}$$

En este sentido, Adserá y Viñolas (1998, pág 82) señalan que la rentabilidad que exigirán a la empresa los accionistas, puede aumentar si suben los tipos de interés, o si se incrementa el riesgo que perciben los inversores de la empresa. El tipo de interés representa el coste de oportunidad que compite con el rendimiento de la inversión, por esta razón, un aumento de los tipos de interés, provoca una reducción del PER. De forma similar, si crece el nivel de riesgo de la compañía, los inversores demandarán un menor plazo de recuperación de la inversión, o lo que es lo mismo, un PER inferior.

Un buen número de estrategias de inversión basan su sistema de selección de valores en la comparación del nivel de este ratio con el de otras compañías. En este sentido, en términos bursátiles si una acción tiene un PER alto comparado con la media de su sector, se identifica con una acción cara que conviene vender, puesto que hay otras alternativas mejores en las que se necesitan menos años para recuperar la inversión

efectuado a través de los beneficios de la empresa, y en caso contrario, si el PER es bajo lo interesante es comprar.

El PER sectorial se obtiene al agregar el valor bursátil de las empresas que figuran en el índice sectorial y dividir esta cantidad por los beneficios agregados de las citadas compañías. El PER de una bolsa representa todas las empresas incluidas en su índice general.

En condiciones normales, García-Ayuso y Rueda (2001, pág 132) señalan que se presume que los precios los fija el mercado de una manera eficiente, teniendo en cuenta el riesgo asociado a la empresa y el crecimiento esperado de los beneficios futuros. Sin embargo, Archel (2012, pág. 341) indica cómo en el análisis de este indicador es necesario tener en cuenta el efecto que la percepción de los inversores sobre la capacidad de la empresa para generar beneficios futuros, tiene sobre la cotización. De este modo, un PER más alto que el conjunto del mercado, puede justificarse por las siguientes razones:

- Porque el mercado cree que el beneficio va a crecer por encima de la media del mercado, lo cual implicaría que el título está correctamente valorado.
- Porque los precios reflejan expectativas erróneas del mercado en relación con la capacidad de generación de riqueza de la empresa, lo que implica que el título está sobrevalorado (Laínez y Cuellar, 2002, pág 144), (García-Ayuso y Rueda, 2002, pág. 1015).

Además, debemos considerar que la diferencia se puede producir entre la cotización y el beneficio de una acción, puede venir motivada porque el mercado lleva a cabo la valoración de la empresa teniendo en cuenta determinados acontecimientos, que contablemente tienen un efecto más tardío. Un claro ejemplo es la caída brutal del PER en Septiembre de 2001, a partir del atentado en Estados Unidos. Fabregat y Palau (2002, pág.16), justifican que el PER de las empresas del IBEX 35 pasara de un 30,25 en Marzo de 2000, a un 15,78 después del 11 de Septiembre de 2001, por las perspectivas

de menores beneficio futuros y una progresiva sensación de que Estados Unidos iba a terminar en una fase de recesión. Asimismo señalan como factores explicativos adicionales, la inseguridad respecto a las empresas tecnológicas y la sensibilidad ante las consecuencias de la crisis en los países latinoamericano, especialmente Argentina.

Podemos relacionar el PER con el ratio capitalización bursátil / valor contable de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Precio}}{\text{V. Contable}} = \text{PER} \times \text{Rentabilidad de los Recursos propios (ROE)}$$

$$\frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Recursos Propios}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio del ejercicio}} \times \frac{\text{Beneficio del ejercicio}}{\text{Recursos Propios}}$$

Teniendo en cuenta los datos aportados por Fabregat y Palau (2002, pág19), los Per medios de la Bolsa española en la actualidad, se sitúan entre 25 y 30 veces el beneficio, y los niveles del ROE son variables, pero oscilan normalmente entre el 10% y el 15%. Con estos datos, el ratio B/M oscilará entre dos y cinco, aproximadamente. Sin embargo, en los casos en los que la empresa no tiene beneficios u obtiene un ROE muy bajo, el valor de mercado de la empresa será inferior al valor contable.

La rentabilidad de los recursos propios, medida por el ROE (Return On Equity), dependerá según Fabregat y Palau (2002, pág. 14) de la rentabilidad que la empresa obtenga de sus activos junto con el factor apalancamiento financiero. Cuanto mayores sean las expectativas de oportunidades de crecimiento rentable por parte de la empresa, mayor será el precio que los inversores estén dispuestos a ofrecer por ese título. Por lo tanto, si el ROE aumenta, también lo hará el valor bursátil de la compañía.

Si analizamos los datos de Endesa para el periodo 1993-1997, podemos observar cómo se cumple la igualdad anterior:

		1993	1994	1995	1996	1997
Endesa	Precio/V.Contable	2,6	1,8	2,0	1,6	1,9
	PER	15,1	10,5	11,9	14,6	16,9
	ROE	17,1%	17,1%	17,0%	11,3%	11,0%

Fuente: Expansión, 14 de Mayo de 1999.

Es necesario señalar que Endesa en 1996, revalorizó sus activos y, como consecuencia de esa revalorización el valor contable de sus acciones aumentó un 52,78%. Además, a partir de 1995, se produjo un descenso en los tipos de interés, provocando un aumento en el valor de mercado de la compañía.

5 RENTABILIDAD FINANCIERA DEL ACCIONISTA Ó YIELD.

Otro ratio utilizado por el mercado es el que muestra la rentabilidad que obtiene el accionista a través del dividendo, también denominado Yield. Establece la relación entre la remuneración directa de la inversión a través del dividendo repartido, con respecto a su valor de mercado.

$$\text{Yield} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Cotización de la acción}}$$

Si lo expresamos en términos globales de la compañía:

$$\text{Yield} = \frac{\text{Dividendo Total}}{\text{Precio de la empresa}}$$

En la actualidad, ante los bajos tipos de interés, las acciones que proporcionan una alta rentabilidad acaparan el interés de los inversores. Cuanto mayor sea el ratio, mayor será el rendimiento de la inversión, y por lo tanto, siempre que se mantengan políticas de dividendos estables, más rápidamente recuperará el accionista el coste de la inversión.

6 OTROS INDICADORES EN LA INFORMACIÓN FINANCIERA DE TODAS LAS EMPRESAS.

Los indicadores que pueden presentar las empresas que no cotizan en bolsa son el “pay-out”, y el EBITDA.

6.1 RATIO DE DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIO Ó PAY-OUT.

El Pay-Out es un indicador de la política de distribución de dividendos de una compañía, al mostrar la parte del beneficio obtenido por la empresa en el ejercicio que supone una remuneración directa para el accionista.

$$\text{PAY-OUT} = \frac{\text{Dividendo activo}}{\text{Resultado Neto}}$$

Como es lógico, su valor estará comprendido entre el 0 y el 100%.

Cuando una empresa obtiene un pay-out bajo, significa que destina un elevado importe de su resultado a Reservas, En cambio, valores elevados de este ratio, pueden significar que la empresa no necesita financiación a través de los recursos propios, o necesitando financiación le resulta más conveniente la utilización del endeudamiento, y de esta forma, consigue contentar a su accionariado.

De forma complementaria, a partir del Pay-out podemos obtener el valor porcentual de retención de beneficios:

$\text{Tasa de Retención de beneficios} = 1 - \text{Pay-Out.}$
--

Las empresas deben buscar un equilibrio adecuado entre la parte del beneficio que se reparte y la que se destina a autofinanciación. En este sentido, este indicador se utiliza para calcular el crecimiento intrínseco de la empresa, también llamado crecimiento máximo sostenible (CMS). Esteo (1996, pág. 555) lo define como la financiación vía beneficios no distribuidos y deuda que pueda contraer una compañía, para financiar su crecimiento o expansión respetando dos condiciones:

- 1ª. No ampliar su capital social.
- 2ª. No alterar el ratio de endeudamiento.

De tal forma, el crecimiento máximo sostenible vendría calculado a través de la siguiente fórmula:

CMS = rentabilidad Económica x tasa de retención de beneficios

$$\frac{\text{Beneficio}}{\text{Activo Total}} \times \text{tasa de retención de beneficios}$$

$\text{CMS} = \frac{\text{Importe del Beneficio Retenido}}{\text{Activo Total}}$
--

De esta forma, un valor del CMS = 6%, significa que los beneficios retenidos por la empresa a través de las reservas, le permiten aumentar sus inversiones en un 6%, sin necesidad de solicitar nuevas aportaciones a los accionistas ni acudir al endeudamiento.

Por ejemplo, los bancos pertenecen a un sector en el que generalmente se encuentran las compañías con un “pay-out” más alto. Por el contrario, en el sector de la construcción se encuentran las sociedades que dedican menor parte de sus beneficios a repartir entre los accionistas, justificado por la necesidad de afrontar costosas inversiones para poder generar recursos.

Según datos publicados por la Bolsa de Madrid, El Banco Santander Central Hispano repartió a sus accionistas un total de 1.329 millones de euros a lo largo de 2001, por delante de los 1.103 millones de euros entregados por el BBVA en dividendos. A continuación se situaron Endesa, Repsol e Iberdrola. Como apunta Jimenez (2002), las primeras empresas por reparto de dividendos son aquellas que más beneficio obtienen, siendo la excepción Telefónica que, pese a ser la empresa líder por beneficios en España, decidió en 1998 suprimir el dividendo con el argumento de que podría crear más valor para el accionista reinvertiendo los beneficios que repartiéndolos.

Lo habitual es que las empresas adopten una política de distribución del dividendo constante, puesto que como señala Sanz (1999, pág.56), un dividendo insuficiente provocaría una caída de su valor en el mercado, mientras que, en caso contrario, aumentaría el riesgo.

6.2 EBITDA

El término EBITDA (Earnings Before interest, taxes, depreciation and amortization) puede traducirse como el beneficio antes de intereses, impuesto de sociedades, depreciaciones y amortizaciones, siendo su equivalente en castellano el resultado bruto de explotación.

La finalidad de esta variable, es medir el beneficio de la empresa con independencia de su estructura financiera, tasa impositiva y política de amortizaciones. No incluye conceptos extraordinarios como la eliminación y reestructuración de activos, a menos que la compañía tenga frecuentes cargos únicos que indicarían que dichos conceptos no son inusuales.

Una de las ventajas de esta variable, que ha facilitado su rápida difusión y utilización, es la sencillez de su cálculo. Partiendo del resultado del ejercicio, se eliminan los importes correspondientes a intereses, impuesto sobre beneficios, depreciaciones y amortizaciones.

Resultado del ejercicio.
+ Intereses
+Impuesto sobre beneficios
+ Depreciaciones y Amortizaciones
= EBITDA

Sin embargo, los datos publicados por la Bolsa de Madrid, vienen calculados partiendo del modelo de Cuenta de Resultados del Plan General de Contabilidad (PGC), de la siguiente forma:

Resultado de la Explotación
+ Amortizaciones
± Variación Provisiones del tráfico
= EBITDA

Independientemente de que se calcule a partir de una Cuenta de Resultados elaborada siguiendo NIIF o el PGC, el objetivo del EBITDA es conocer el potencial que tiene la empresa para generar liquidez en su actividad, al considerar todos los ingresos y gastos de la explotación excepto aquellos que no supongan flujos de tesorería, esto es, las amortizaciones y las variaciones en las provisiones del tráfico.

Asimismo, Esteo (2002, pág. 11) destaca su utilidad para evaluar los resultados ordinarios de una compañía al compararlo con empresas del mismo sector económico. Como señala Archel (2012, pág. 340), al no considerar los intereses, se elimina la distorsión que puede provocar el nivel de endeudamiento sobre el beneficio final. De igual forma, no se tienen en cuenta los efectos de las diferentes políticas de amortización que pueden llevar a cabo las empresas.

La lectura e interpretación del EBITDA se debe llevar a cabo relacionándolo con otras variables como pueden ser los intereses o las ventas, mediante la construcción de los oportunos ratios.

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses Netos}}$$

Al relacionar el EBITDA con intereses, se puede medir la capacidad de la empresa para atender los pagos de intereses mediante los flujos de tesorería provenientes de la actividad principal. De esta forma, el ratio nos indica por cada euro de intereses que la empresa debe pagar, el importe de la tesorería obtenida en su actividad de explotación.

Los intereses netos están constituidos por los gastos por intereses incluidos aquellos que están capitalizados, deducidos los ingresos por intereses. En el caso de que existieran, también habría que considerar los pagos de dividendos de acciones preferentes, ya que son pagos líquidos obligatorios.

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ventas}}$$

Este ratio es útil para establecer la rentabilidad relativa de compañías de un mismo sector y con la misma presión de la competencia. Nos indica el importe de la tesorería obtenida por la compañía en su actividad de explotación por cada euro de ventas.

Sin embargo, es necesario ser prudente en la utilización de esta magnitud, puesto que como señalan diferentes autores (Stump (2002, pág 5 – 22) Esteo (2002, pág. 3) y Archel (2012, pág 340)), cuenta con numerosos inconvenientes, entre los que destacamos:

- No debe confundirse con la variable Recursos Generados por la empresa, que miden la capacidad de la empresa para generar tesorería en el corto plazo con su actividad, pero teniendo en cuenta además los flujos monetarios derivados de los ingresos y gastos financieros.

- Es una herramienta confusa para medir la liquidez de la compañía, al considerar que todos los ingresos se cobran, y todos los gastos que incluye se pagan. Si el objetivo es medir la capacidad de la empresa para generar tesorería a través de su actividad, es mucho más precisa la variable Efectivo de las Actividades de Explotación del Estado de Flujos de Tesorería.
- Al eliminar el efecto del gasto de amortización, puede distorsionar la realidad si se aplica a empresas con fuertes necesidades de renovación de sus inmovilizados derivadas de los avances tecnológicos.
- Puede ser objeto de manipulación por parte de los administradores, en los casos en los que sea más conveniente mostrar el importe del EBITDA que el resultado del ejercicio. Esto puede suceder, en compañías con un alto volumen de inmovilizado o con un fuerte nivel de endeudamiento, que ocasionan importes elevados en los gastos de amortización o intereses sobre el resultado del ejercicio.