

TEMA 4.- ANÁLISIS DE INDICADORES.

OBJETIVO.

Del amplio abanico de información que voluntariamente pueden presentar las empresas, en este capítulo nos vamos a centrar en los ratios o indicadores financieros más utilizados en los informes empresariales, como son el Ratio Valor Contable-Precio (PB), Ratio Precio- Ganancia (PER), Rentabilidad Financiera del Accionista y el Beneficio por Acción (BPA).

TEMA 4.- ANÁLISIS DE INDICADORES.

1	Introducción	1
2	Beneficio por acción básico y diluido	1
2.1	Beneficio por acción básico	4
2.2	Beneficio por acción diluido	7
2.3	Análisis del Beneficio por Acción	11
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.	17
6	otros indicadores en la información financiera de todas las empresas.	17
6.1	Ratio de distribución de Beneficio ó Pay-Out.	18
6.2	Ebitda	19

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 medios los datos que sean de su interés, sin guardar muchas veces criterios de uniformidad lo cual provoca falta de comparabilidad.

Del amplio abanico de información que voluntariamente las empresas pueden presentar, en este capítulo nos vamos a centrar en los ratios o indicadores financieros más utilizados en los informes empresariales, como son el Ratio Valor Contable-Precio (PB), Ratio Precio- Ganancia (PER), Rentabilidad Financiera del Accionista y el Beneficio por Acción (BPA). Este último es obligatorio para las sociedades cotizadas que presenten Cuentas Anuales Consolidadas, de acuerdo con la NIC 33.

2 BENEFICIO POR ACCIÓN BÁSICO Y DILUIDO.

El Beneficio por Acción (BPA) se define como el beneficio atribuible a cada acción ordinaria. Este ratio permite a los accionistas y analistas financieros evaluar los resultados que una sociedad ha tenido en el pasado, formarse una opinión sobre las

posibilidades futuras de la empresa, y así poder estimar su previsible comportamiento a efectos de 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. Por ello, no es de extrañar el interés de todas las organizaciones por adoptar criterios homogéneos para su evaluación. La Norma Internacional de Contabilidad 33¹ 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.

La NIC 33 define el ratio BPA 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 en dicho momento.

$$\text{BPA} = \frac{\text{BENEFICIO}}{\text{Nº Acciones Ordinarias}}$$

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

¹ La última versión incluye las modificaciones resultantes de las NIIF nuevas y modificadas emitidas hasta el 31 de diciembre de 2014.

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 los usuarios de la información suministrada por la matriz centrarán su interés 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 inferior al 100% en una filial, 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. De igual forma, el número de acciones a considerar vendrá determinado por el porcentaje de participación sobre el capital de la filial.

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

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

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.

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, esto es, si

sólo tienen acciones ordinarias. En cambio, cuando una sociedad tiene una estructura compleja de capital, porque posee acciones ordinarias potenciales, es decir, instrumentos financieros o contratos que otorgan a su titular el derecho a convertirlos en acciones ordinarias, deberá elaborar dos ratios: el BPA básico y el BPA 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, y participan en la ganancia del periodo sólo después de que lo hayan hecho otros tipos de acciones.
- Acción ordinaria potencial. Es un instrumento financiero u otro contrato que pueda dar derecho a su tenedor a recibir acciones ordinarias.

Son ejemplos de acciones ordinarias potenciales:

- ✓ instrumentos de pasivo o instrumentos de patrimonio, incluyendo acciones preferentes, que sean convertibles en acciones ordinarias;
- ✓ opciones y certificados de opciones para compra de acciones (warrants);
- ✓ acciones a emitir en caso de que se cumplan las condiciones de los acuerdos contractuales, tales como la compra de un negocio o de otros activos.

2.1 BENEFICIO POR ACCIÓN BÁSICO.

El **objetivo del 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 (numerador) entre la media ponderada de acciones en circulación durante el ejercicio (denominador).

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

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.

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 será el promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación 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.

Ejemplo: Cálculo del promedio ponderado de acciones 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 600 nuevas acciones en metálico	600	-	2.400
1 Octubre 20X1	Adquisición de 220 acciones propias	-	220	2.180
31 Diciembre 20X1	saldo final	2.600	420	2.180

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, con el propósito de garantizar la comparabilidad de la información.

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 una 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. Esto es, 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: 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 18 € siendo el ahorro fiscal derivado de dichos rendimientos de 5 €

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

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

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.

Si descomponemos el ratio BPA:

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

- 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.

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.

$$\text{Capitalización bursátil} = \text{Número acciones} \times \text{cotización}$$

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.

Normalmente el mercado se anticipa y considera determinados acontecimientos significativos en la valoración de las empresas antes de que tengan un reflejo contable. Por esta razón, valores reducidos del ratio se interpretan como un indicador que muestra las expectativas del mercado sobre los buenos rendimientos futuros de la empresa.

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:

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

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

$$\text{P.E.R.} = \frac{\text{Cotización x nº de acciones}}{\text{BPA x nº acciones}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio del Ejercicio}}$$

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, menor rendimiento obtiene un inversor en el ejercicio, y por tanto, mayor será el plazo necesario para recuperar la inversión realizada por el accionista y tendrá un PER superior.

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, por ejemplo, si la rentabilidad es del 5%, el tiempo que se tarda en recuperar es 20 años porque se ha pagado 20 veces el beneficio que genera al comprar el título.

Una práctica habitual en el mercado consiste en fijar la rentabilidad mínima exigida por el accionista y, teniendo en cuenta el beneficio generado en el ejercicio, establecer la cotización máxima que debería tener un título en el mercado.

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

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

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

El PER también depende de la evolución de los tipos de interés ya que, si son elevados, los inversores exigirán también una alta rentabilidad a las acciones, por lo que el PER disminuirá. Algo similar ocurre cuando la compañía pertenece a un sector con un elevado riesgo, bien por ser de nueva creación o bien por pertenecer a un sector incipiente, en los que el accionista exigirá una rápida recuperación de su inversión, y un PER reducido.

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.

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 efectuada a través de los beneficios de la empresa. En caso contrario, si el PER es bajo, lo interesante es comprar.

En condiciones normales, los precios de las acciones los fija el mercado de una manera eficiente. Sin embargo, un PER más alto que el conjunto de empresas del sector puede estar originado por expectativas erróneas de beneficios futuros, en cuyo caso, la acción estaría sobrevalorada.

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

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

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

La rentabilidad de los recursos propios, medida por el ROE (Return On Equity), dependerá de la rentabilidad que la empresa obtenga de sus activos junto con el factor apalancamiento financiero. Si el ROE aumenta, mayores serán las expectativas de crecimiento del beneficio de la compañía y mayor será el precio que los inversores estén dispuestos a ofrecer por ese título y crecerá la cotización.

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:

$$\text{Yield} = \frac{\text{Dividendo Total}}{\text{Capitalización bursátil}}$$

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, entendido como el porcentaje del resultado del ejercicio que se destina a reservas:

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

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).

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

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

6.2 EBITDA

El término EBITDA (Earnings Before interest, taxes, depreciation and amortization) puede traducirse como el beneficio antes (sin tener en cuenta) de intereses (gastos e ingresos financieros), impuesto sobre beneficios, depreciaciones (pérdidas de valor por deterioro) y amortizaciones. La finalidad de esta variable es medir el beneficio de la empresa con independencia de su estructura financiera, tasa impositiva, y política de amortizaciones, siendo su equivalente en castellano el resultado bruto de explotación o resultado operativo. El objetivo perseguido es conocer la capacidad que tiene la empresa para generar recursos con su actividad de explotación.

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
± correcciones por Deterioro y Amortizaciones
= EBITDA

Para alcanzar el objetivo de determinar el resultado bruto de explotación, y partiendo del resultado contable del ejercicio, en su cálculo se elimina la incidencia que tienen las variables que figuran en la “parte inferior” de la Cuenta de Resultados, de tal forma que únicamente tienen en cuenta las partidas del resultado de la explotación a las que les ajusta las correcciones por deterioro y las amortizaciones.

De forma simplificada:

Resultado de Explotación
± correcciones por Deterioro y Amortizaciones
= EBITDA

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 ciertos gastos sin incidencia en la tesorería, concretamente las amortizaciones y las correcciones por deterioro de la explotación. Se trata de una variable que muestra el excedente de los ingresos de la explotación sobre los gastos relacionados con dichos ingresos que la entidad debe atender en el ejercicio considerado. Para obtener dicha información se eliminan del resultado de la explotación aquellos gastos sin incidencia en tesorería más habituales en todas las empresas: la amortización y las correcciones por deterioro.

En definitiva, intenta mostrar la capacidad que tiene la empresa de generar recursos con su actividad, de forma recurrente, excluyendo todos los componentes que tengan carácter excepcional y no se repitan periódicamente.

Sin embargo, esta sencillez aparente en el cálculo desaparece cuando en la Cuenta de Resultados surgen determinados gastos e ingresos que son considerados de manera

diferente por parte de los elaboradores de la información financiera, dando lugar a una falta de uniformidad que provoca confusión al interpretar esta variable.

Con el fin solucionar este problema, la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)² publicó el documento “Concepto y usos del EBITDA como recursos generados en la explotación” cuyo objeto es ofrecer una opinión en lo relativo a la presentación y uso de esta magnitud, y que sirva como orientación en la construcción del EBITDA. En dicho documento se recomienda que:

1. Se defina o describa la versión del EBITDA empleada, detallando las hipótesis o suposiciones utilizadas para su cálculo.
2. Se presente el cálculo como una conciliación que tome como origen una partida, un subtotal o un total de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, explicando por separado cada concepto que aparezca en la conciliación, figure o no explícitamente en los estados financieros.
3. Se presenten las cifras comparativas de todos los periodos o ejercicios cubiertos por los estados financieros.

También se recomienda que, a la hora de proceder al cálculo del EBITDA, la entidad seleccione los ingresos y gastos de explotación que sean recurrentes, entendiendo por explotación la actividad o actividades de las que proceden los ingresos habituales de la empresa. De esta forma, las partidas de contenido financiero, tales como los intereses de las deudas o los ingresos financieros, así como el impuesto sobre los resultados, deben ser excluidos. Las partidas así seleccionadas deben tener la característica de la recurrencia, es decir, deben presentarse o poder presentarse periodo tras periodo.

² Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (2016): “Concepto y uso del EBITDA como recursos generados en la explotación”. Opinión emitida nº4, diciembre, Madrid. Disponible en: http://aeca.es/wp-content/uploads/2014/05/oinion_emitida4.pdf

AECA presenta un modelo de cálculo para que las empresas puedan confeccionar esta medida de rendimiento a partir de las partidas que aparecen en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Plan General de Contabilidad. El procedimiento elegido es el método indirecto, ajustando el resultado del ejercicio por el consumo de capital fijo, las partidas que no pertenecen a la explotación, o no son de carácter recurrente, de manera que los ingresos o beneficios se restan, mientras que los gastos o pérdidas se suman. La propuesta de AECA para el cálculo del EBITDA o también denominado Resultado Bruto de la Explotación (RBE) es la siguiente:

1) Resultado del ejercicio
2) Ajustes del resultado
± Resultado del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas neto de impuestos
± Impuestos sobre beneficios
± Resultado financiero
± Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado
- Imputación de subvenciones inmovilizado no financiero y otras
+ Amortización del inmovilizado
+ Amortización/Deterioro del fondo de comercio de combinación o consolidación
- Diferencia negativa en combinaciones de negocio
+ Trabajos realizados por la empresa para su activo (amortizaciones del inmovilizado utilizado).
± Otros resultados de carácter excepcional
= Resultado bruto de la explotación (RBE) o EBITDA

Como se puede apreciar, se realizan más ajustes al resultado del ejercicio que los inicialmente propuestos.

- Los tres primeros (\pm Resultado del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas neto de impuestos, \pm Impuestos sobre beneficios, \pm Resultado financiero) se eliminan del resultado del periodo para así obtener el resultado de la explotación.

- \pm Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado,
+ Amortización del inmovilizado,
+Amortización/Deterioro del fondo de comercio de combinación o consolidación, y
- - Imputación de subvenciones inmovilizado no financiero y otras y
- Trabajos realizados por la empresa para su activo (amortizaciones del inmovilizado utilizado).

Se eliminan unos ingresos contables sin incidencia en la tesorería de la empresa.

- - Diferencia negativa en combinaciones de negocio.

\pm Otros resultados de carácter excepcional.

Se eliminan por no ser de la explotación o no ser recurrentes.

Una vez construida la variable EBITDA, se puede relacionar con otras como pueden ser las ventas, los gastos financieros o las deudas.

EBITDA
$\text{Margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Importe Neto Cifra Negocios}}$

Este ratio muestra cuantos recursos es capaz de generar la empresa con su actividad por cada unidad monetaria obtenida por ventas.

Se utiliza para hacer comparaciones con otras empresas del mismo sector y nivel de facturación similar, y conocer qué capacidad tiene la compañía con sus ventas para absorber los intereses e impuestos y poder hacer frente al reembolso de la deuda, llevar a cabo nuevas inversiones o pagar dividendos.

Cuanto mayor es el margen EBITDA, menor peso tienes los gastos operativos en la cifra de ventas, y mayor es la capacidad de la empresa para generar recursos en la explotación que le permitan absorber las cargas financieras y reembolsar las deudas.

Con el objeto de conocer el potencial de la explotación para generar tesorería de forma recurrente, poder evaluar si la empresa va a ser capaz de hacer frente al pago de intereses y reembolsar las deudas, se construyen los ratios siguientes:

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

Este ratio indica por cada euro de intereses que la empresa debe pagar, cuanta tesorería va a ser capaz de obtener en su actividad de explotación. Muestra la capacidad de absorción de gastos financieros por parte del EBITDA.

Cuanto mayor es el ratio, más capacidad tiene para atender los gastos financieros y otro tipo de desembolsos. Si no alcanza el valor 100%, significa que con la tesorería que obtenga en su explotación no va a ser suficiente para hacer frente a todos los gastos financieros, y no va a poder reembolsar el endeudamiento.

Si lo relacionamos con el volumen de deuda:

$$\frac{\text{Deuda}}{\text{EBITDA}}$$

Este indicador muestra el número de años que tardaría la empresa en cancelar su deuda si utilizara exclusivamente su EBITDA.

Un valor alto del ratio podría indicar que la empresa está muy endeudada y que podría tener dificultades para reembolsar sus deudas, y por el contrario, un valor bajo indicaría que la empresa va a obtener recursos suficientes en su explotación para atender sus deudas.

Una vez presentada la construcción e interpretación de la variable EBITDA, debemos poner de manifiesto que, aunque tenga una gran aceptación es necesario ser prudentes en su utilización, puesto que cuenta con numerosos inconvenientes entre los que destacamos:

- 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.
- No se debe asimilar la variable EBITDA con el importe del efectivo generado en las actividades de explotación. Las empresas deben hacer frente al pago del gasto financiero y del impuesto sobre beneficios con un impacto negativo sobre el saldo de efectivo, que no se considera en la determinación de la variable EBITDA. Esto es, una empresa puede obtener un EBITDA elevado, y a su vez tener que afrontar un alto importe en concepto de gastos financieros o incluso del impuesto sobre beneficios, en cuyo caso, el potencial de tesorería que se genera se verá reducido considerablemente. Por este motivo, es mucho más precisa la variable Recursos Generados, que mide la capacidad de la empresa para generar tesorería en el corto plazo con su actividad.
- El EBITDA es una herramienta confusa para medir la liquidez de la compañía mediante su explotación. Además de considerar los ingresos y gastos con incidencia en tesorería, si el objetivo es medir la tesorería que genera la empresa a través de su actividad, debe tenerse en cuenta las modificaciones en capital circulante, donde se recogen los importes pendientes de cobro de los ingresos y pendientes de pago de los gastos, así como los cobros y pagos de operaciones realizadas en periodos anteriores. Para conocer esta información, debemos

acudir a la variable Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación del Estado de Flujos de Efectivo (EFE).