



“Centro Universitario de Sancti Spiritus José Martí Pérez”

Facultad de Contabilidad y Finanzas.

TRABAJO de DIPLOMA

Título: “La medición del Capital de Trabajo y el Análisis Económico Financiero en la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus”



Autor: Yobierquis Bernal Castillo

Tutor: MSc Ernesto Osés Torres.

Curso: 2007 - 2008



RESUMEN

El Trabajo de diploma titulado: "La Medición del Capital de Trabajo y el Análisis Económico Financiero en la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus" se enmarca precisamente en el estudio de los elementos que componen las partidas más importantes del Activo, Pasivo y Capital de los cierres de períodos correspondientes a los años 2005, 2006 y 2007; así como los registros de los resultados económicos y financieros de la entidad.

En el Capítulo 1 se realiza una revisión bibliográfica de los elementos más importantes en lo concerniente al análisis de la actividad económica y financiera y se profundiza en los aspectos más importantes de la valuación y determinación del Capital de Trabajo y Capital de Trabajo Operativo, como elemento renovador en los criterios de análisis de la disponibilidad de recursos para las operaciones corrientes.

En el Capítulo 2 se aplican las técnicas de evaluación de la actividad económica y financiera a través de la selección de un grupo de indicadores y ratios y se evalúa el comportamiento de los recursos más líquidos a través del Capital de Trabajo Operativo.

Posteriormente como resultado del desarrollo de la investigación se arriba a un grupo de conclusiones y recomendaciones.

INDICE

INTRODUCCION.....	1
CAPITULO I.....	6
Introducción.....	6
1.1- Generalidades.....	7
1.2- Los tres componentes básicos de las finanzas de una empresa.....	8
1.2.1- Ciclos financieros.....	10
1.2.2- Identificación de la finalidad del análisis.....	13



1.3- Indicadores contables: los coeficientes o “rátios”	22
1.4- Ajustes en la evaluación contable para el análisis.....	32
1.4.1- Componentes contables e impulsores del rendimiento patrimonial.....	34
1.5- Análisis del efecto palanca operativa (EPO).....	39
1.5.1- El efecto palanca del financiamiento (EPF).....	42
1.5.2- El efecto palanca total (EPF).....	42
1.6- Significado Financiero del capital de Trabajo.....	44
1.6.1- Composición y magnitud del capital de trabajo operativo.....	47
1.6.2- Capital de trabajo operativo a financiar.....	48
1.6.3- ACON (Activo Corriente Operativo Neto) y CTO (Capital de Trabajo Operativo): dos medidas de recursos.....	51
1.7 Cálculo de tendencias.....	52
CAPÍTULO 2: Aplicación y evaluación de las herramientas.....	56
2.1 Introducción.....	56
2.1.1 Caracterización de la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.....	56
2.2 Análisis de la Información Contable.....	57
2.2.1 Valuación del Estado de Situación y Estado de Situación Comparativo..	58
2.2.2 Valuación del Estado de Resultados.....	60
2.2.2.1 Análisis de tendencia de los ingresos. Determinación del pronóstico de ingresos.....	63
2.3 Análisis Financiero.....	67
2.3.1 Indicadores de Liquidez.....	67
2.3.2 Indicadores de Actividad.....	71
2.3.3 Indicadores de Apalancamiento.....	75
2.3.4 Indicadores económicos.....	76
2.4 Análisis del Capital de Trabajo.....	79
CONCLUSIONES	86
RECOMENDACIONES	87
BIBLIOGRAFÍA	88

Introducción



La economía cubana está inmersa en un proceso de transformaciones profundas. En busca de salida a la recesión de los '90, cambian conceptos y presupuestos, se descentralizan las estructuras empresariales y de mercado, se incorporan a la escena nuevos sujetos económicos y varían las reglas de la planificación. Por su parte, el análisis económico, como herramienta de control y de toma de decisiones, ha pesar de las políticas adoptadas por los Órganos Centrales del Estado, no ha sido utilizado como herramienta de dirección para evaluar los factores que inciden en los resultados de la empresa.

El perfeccionamiento empresarial exige de la introducción de nuevas técnicas de gestión que permitan obtener una mayor eficiencia económica, control y reducción de los costos y gastos, y, para el logro de tales objetivos se hace necesaria la implementación de presupuestos, métodos y técnicas de análisis y control para la toma de decisiones. La valoración de la calidad de los presupuestos, se logra a partir del análisis detallado de la actividad económica operativa de la empresa, donde se detectan los factores que ejercen influencia en los resultados de la actividad en la gestión económica y financiera.

Independientemente de que nuestro país se encuentra desde principios de los años 90 inmerso en profundas transformaciones socio – económicas, dado por el cada vez más indetenible proceso de globalización, caracterizado por la aceleración de los ciclos de crisis del capitalismo, más agresivo y turbulento que nunca; es que se hace imprescindible la aplicación de todas las técnicas de evaluación y control de los recursos económicos - financieros y de los niveles de Capital de Trabajo como herramientas de valoración para la toma de decisiones en función de la eficiencia económica.

La administración financiera busca identificar los cursos de acción que tienen el mayor efecto positivo en el valor de la empresa. Para esto es necesario establecer cuál es el valor de la empresa en el momento de la decisión y a través de que caminos puede aumentarse este valor (actuando sobre los recursos que se emplean y los medios de financiamiento que se utilizan). El análisis financiero y del capital de trabajo proporciona a los directivos una medida del efecto esperado que tienen las decisiones estratégicas y de gestión en el valor de la empresa. La necesidad de disponer de una información contable eficiente y oportuna resulta imprescindible para dirigir económicamente una entidad y con un adecuado Capital de Trabajo se elimina la cadena de impagos y se proyecta el desempeño futuro de una entidad, lo que representa un medio efectivo para la dirección el control de los recursos y su utilización eficiente, lo que implica que la información a un



determinado nivel de dirección sea adecuada a las funciones de éste y se reciba con tiempo suficiente para tomar decisiones y controlar su resultado.

Situación problemática:

La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus está obligada a rendir información contable y financiera de su actividad al final o cierre de cada período mensual y al cierre anual a la casa matriz, información que se basa en la elaboración de los estados contables fundamentales de la contabilidad, es decir el Balance General o Estado de Situación y el Estado de Resultados o de Ganancias y Pérdidas; conjuntamente se elabora un informe del cumplimiento de la realización de la actividad comercial de la entidad pero aún adolece del criterio evaluativo del comportamiento del capital de trabajo dentro del análisis económico financiero determinando que no exista una información oportuna y adecuada a la gerencia y colectivo de trabajadores; elemento cada vez más solicitado y necesario en la elaboración del documento valorativo de la actividad empresarial.

Debido a ello es que planteamos que no se logra una adecuada interpretación de la información económica financiera, producto a: falta de entrenamiento, poco dominio de las técnicas de análisis, incultura económica sobre los nuevos instrumentos de valuación; gestión financiera pasiva, no vinculada al análisis económico – financiero, desconocimiento de comportamientos ramales; carencias de memorias explicativas de los saldos.

Definición del problema científico de la investigación:

La necesidad que tiene la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus de contar con una herramienta de medición y valoración del Capital de Trabajo y su Análisis Financiero.

Objeto de estudio teórico: Estados financieros de situación, de resultado y eficacia empresarial.

Hipótesis.

Instrumentadas herramientas de medición del capital de Trabajo y el Análisis Económico Financiero la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus contará con criterios de valuación de su actividad económica y financiera.

Objeto de Estudio Práctico: Estados financieros de situación, de resultados y eficacia empresarial, en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.

Todo ello permitió formular como **objetivo general** implementar herramientas de medición y valoración del Capital de Trabajo y su Análisis Financiero para mejorar la eficacia empresarial en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.

Objetivos específicos.

- Estudiar y analizar los fundamentos teóricos relacionados con el proceso de análisis económico – financiero y las herramientas de medición y valoración del Capital de Trabajo en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.
- Diagnosticar el estado real del proceso de análisis económico – financiero y medición y valoración del Capital de Trabajo en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.
- Fundamentar teóricamente la elección de las herramientas elegidas de análisis económico – financiero y medición y valoración del Capital de Trabajo.
- Valorar beneficios de los resultados de la aplicación de las herramientas elegidas de análisis económico – financiero y medición y valoración del Capital de Trabajo en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.

Hipótesis de investigación: Si se implementa la aplicación de las herramientas de análisis económico – financiero y medición y valoración del Capital de Trabajo en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus, se podría satisfacer las necesidades informativas de la Casa Matriz que facilite el proceso de toma de decisiones.

La **novedad científica** que aporta la presente investigación radica en la selección por primera vez de herramientas para el análisis económico – financiero y medición y valoración del Capital de Trabajo en la Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus, para potenciar y agilizar el proceso de toma de decisiones, como acción necesaria para alcanzar los resultados eficaces, eficientes y competitivos que precisan, cada vez más, las empresas cubanas.

Para el desarrollo de la investigación se utilizaron métodos y técnicas de análisis, síntesis, deducción e inducción, métodos estadísticos, análisis comparativo, así como el procesamiento computacional de los resultados, sin excluir el análisis lógico, la analogía, la reflexión y otros procesos mentales que también le son inherentes a toda actividad de investigación científica.

La actualización e integración de los conocimientos universales alrededor de temas novedosos relacionados con el análisis económico-financiero y el Capital de Trabajo, la propuesta de herramientas de medición y valoración del Capital de Trabajo fundamentan el valor teórico de la investigación realizada.



La Significación práctica radica en la aplicación de herramientas de análisis económico - financiero y el capital de Trabajo que facilitara la efectividad en la eficacia empresarial y a su vez servirá de guía para la realización de este tipo de estudio.

Por su parte la significación económica se manifiesta en que se logrará una mejor utilización de los recursos, por lo que se obtendrá una mayor calidad en los resultados finales de la actividad de la Sucursal.

Por último la significación social se manifiesta en que se lograra una seguridad adecuada sobre la utilización de los recursos que dispone la entidad y por ende reducirá las incidencias negativas sobre los mismos y su impacto en la sociedad.

Tipo de investigación:

Exploratoria:

Por la necesidad de examinar aspectos inherentes al análisis económico - financiero y el capital de Trabajo que no han sido investigados con anterioridad.

Descriptivas:

Las herramientas seleccionadas y propuestas norman diferentes indicadores a tener en cuenta en estas entidades; así como explica las variables que influyen sobre la estrategia de dirección y la eficacia empresarial.

Correlacional:

Porque existe una relación entre la aplicación de las herramientas seleccionadas y la efectividad empresarial.

Explicativa:

Porque explica que la implementación correcta y adecuada de las herramientas seleccionadas, contribuye a la efectividad para mejorar la eficacia empresarial.

Resultados esperados:

La Gerencia Económica de La Sucursal CIMEX Sancti Spiritus atendiendo a las recomendaciones orientadas vinculadas al análisis económico – financiero y el capital de Trabajo: conocerá las causas que originan sus deficiencias, y aplicará las técnicas e instrumentos de análisis económico - financieros para mejorar su efectividad en la eficacia empresarial.

Estructura:

Introducción: Donde se relaciona el diseño metodológico.

Capítulo I: Marco Teórico Referencial.

Capítulo II: Aplicación y evaluación de las herramientas seleccionadas.

Conclusiones.



Recomendaciones.

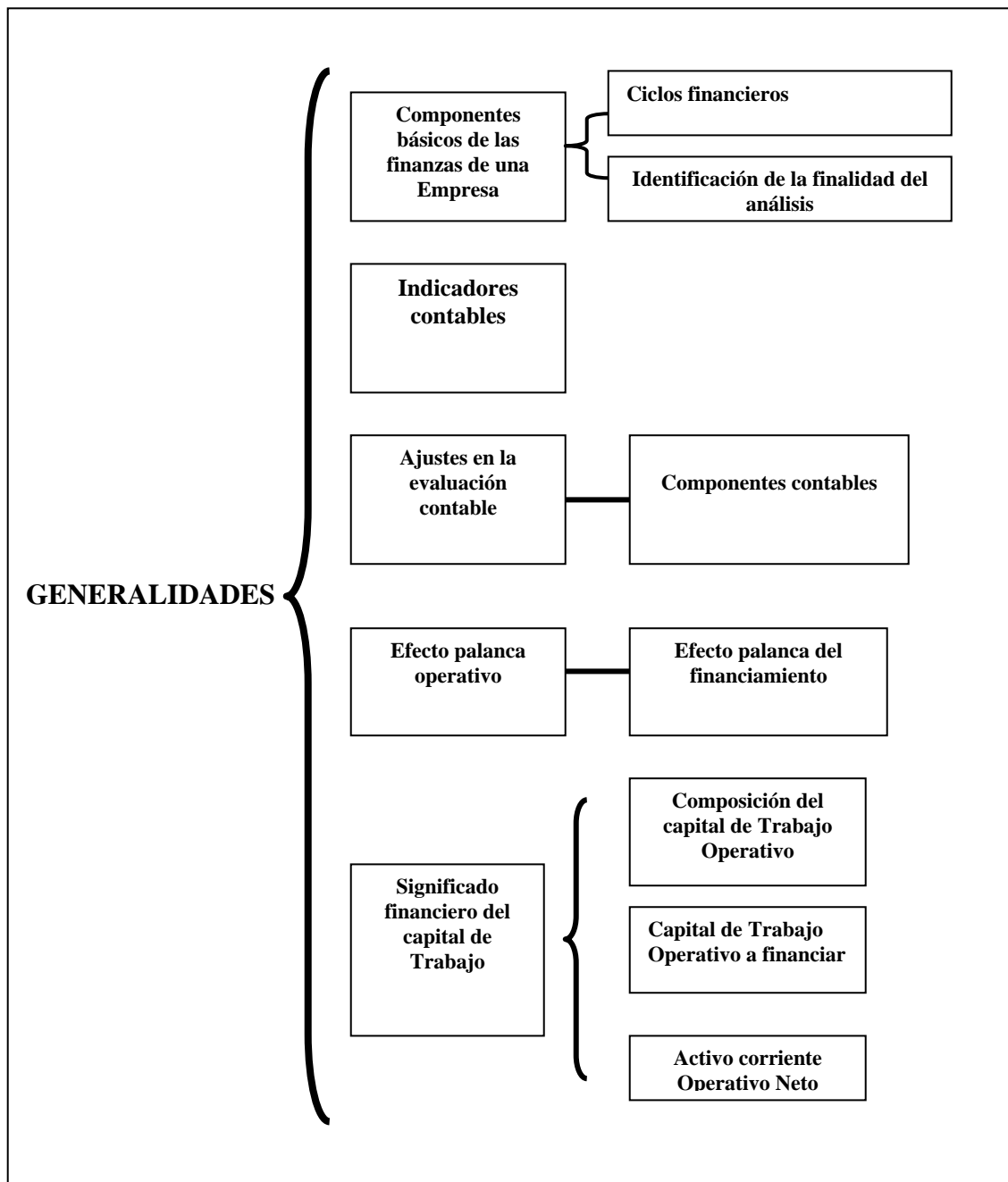
Bibliografía.

CAPÍTULO 1: MARCO TEÓRICO REFERENCIAL “BASES DEL ANÁLISIS FINANCIERO”.

INTRODUCCIÓN

Para la elaboración del marco teórico referencial, en el que se abordan los elementos esenciales referentes al análisis financiero y del capital de trabajo, las principales técnicas en el tratamiento de los elementos para la evaluación de la actividad de la empresa y la futura toma de decisiones en función del logro de una mayor eficiencia e incremento de los resultados finales, es que proponemos una guía a través del siguiente hilo conductor:

Hilo conductor:





1.1- Generalidades

¿Qué es el análisis financiero?

El análisis financiero es un método para establecer las consecuencias financieras de las decisiones de negocios, aplicando diversas técnicas que permitan seleccionar la información relevante, realizar mediciones y establecer conclusiones.

Las conclusiones son respuestas a preguntas tales como:

¿Cuál es el rendimiento de una determinada inversión que va a realizar la empresa?

¿Cuál es el rendimiento que actualmente tiene un negocio? ¿Resulta atractivo este rendimiento?

¿Qué grado de riesgo tiene una inversión?

¿El flujo de fondos de la empresa será suficiente para hacer frente a los pagos de interés y capital de los pasivos?

¿Esta empresa es atractiva como cliente? ¿En qué condiciones debería concederse crédito?

¿Para qué se realiza el análisis financiero?

La administración financiera de negocios busca identificar los cursos de acción que tienen el mayor efecto positivo en el valor de la empresa para sus dueños. Para esto es necesario establecer cuál es el valor de la empresa en el momento de la decisión y a través de qué caminos puede aumentarse este valor (actuando sobre los recursos que se emplean y los medios de financiamiento que se utilizan). El análisis financiero proporciona a los directivos una medida del efecto esperado que tienen las decisiones estratégicas y de gestión en el valor de la empresa.

Los inversores y prestamistas también usan el análisis financiero para evaluar el grado en que podrán alcanzar sus objetivos con las decisiones que tomen. Los inversores de capital examinan la conveniencia de aportar dinero a una empresa (ejemplo a través de la compra de acciones), por ello, están interesados en interpretar correctamente las ganancias actuales y las perspectivas de las ganancias futuras y de los fondos que estarán disponibles para dividendos.

Los acreedores comerciales y los prestamistas (acreedores financieros) buscan establecer de un modo adecuado la capacidad de pago de la empresa a la cual le conceden el crédito. Para ello también se interesan en las perspectivas de la generación de fondos de la empresa y en la evolución de sus condiciones patrimoniales y de desempeño competitivo.



Es importante que los directivos comprendan cuál es la evaluación de la empresa que realizan los inversores y acreedores, a fin de negociar mejor las operaciones de aporte de capital o contratación de pasivos. Es necesario, entonces, que analicen aquellos aspectos y explicaciones que afectan esa evaluación.

Una descripción financiera de la empresa: Una empresa es una unidad de intercambio de dinero y recursos que involucra en última instancia a los individuos (clientes, proveedores, personal, propietarios, prestamistas).

El dinero para financiar los activos de la empresa se obtiene de los individuos, directamente o con intermediarios en los mercados financieros. La existencia de mercados financieros facilita las transacciones con las que, finalmente, se financian las empresas.

Las operaciones con esos activos (que involucran transacciones con otras empresas y con individuos) implican cobros y pagos, y generan un excedente, el cual se destina a nuevas inversiones en activos, a intereses de las deudas y a pagos de las deudas e impuestos.

Los individuos cierran la circulación. Son los individuos los que reciben y entregan el dinero, como retribuciones de trabajo, pagos de productos y servicios, aportes de capital, préstamos, intereses e impuestos. En el circuito financiero de una economía existe una gran cantidad de etapas, en las que intervienen instituciones que son proveedores y clientes unas de otras. Los individuos actúan en esas organizaciones: es el trabajo directivo o el trabajo operativo, con el cual funciona el sistema.

Pero cada una de esas organizaciones nunca es tan completa como el conjunto de la economía: la gente no “vive” en ellas. Es claro que los consumidores y poseedores de capital (financiero y humano) son, en última instancia, los individuos. Las personas individuales, en unidades familiares, y no las instituciones. Los matices organizativos que tiene una economía resultan de la diversidad de formas jurídicas que pueden utilizarse para realizar las actividades.

1.2- Los tres componentes básicos de las finanzas de una empresa.

Una empresa implica inversión en recursos, cuya adquisición se financia con aportes de capital o deudas. Esos recursos se destinan a las actividades de los negocios de la empresa, por ejemplo: producción de alimentos, extracción de petróleo, prestación de servicios, etc.



Por estos se denominan recursos operativos; forman la capacidad operativa de funcionamiento (capacidad de producción y capacidad comercial); ésta es la que proporciona los excedentes estrictamente empresarios, aquellos que son resultado de los negocios a los que se orienta la empresa.

También hay recursos que se destinan a actividades conexas no relacionadas directamente con los negocios. Estas inversiones pueden existir o no en una empresa; no afectan el desempeño operativo (desempeño de los negocios de la empresa). Son recursos para renta fuera del negocio: inversiones financieras (tales como depósitos bancarios a interés) o reales (bienes para alquiler).

Las inversiones operativas forman el activo operativo, que es el medio para concretar la estrategia de los negocios. De esta resulta la magnitud del excedente operativo, el excedente por los negocios de la empresa. Las inversiones para renta forman el activo no operativo de la empresa, que se mantiene básicamente por su potencial de renta, y que puede venderse o liquidarse sin afectar el excedente operativo.

El activo total (operativo o no operativo) puede financiarse exclusivamente con capital. También se utilizan las deudas como forma de financiamiento, cuando esto resulta conveniente por el costo o por la disponibilidad de capital para el crecimiento de los negocios.

Las deudas implican un compromiso de retribución (intereses) y de devolución del importe prestado. En principio, una empresa puede seleccionar de un modo autónomo su forma de financiamiento (con qué parte de capital y qué parte de deuda financiará los recursos). Autónomo significa que la forma de financiamiento no afecta el desempeño de los negocios en los que está la empresa.

Retengamos estos tres componentes financieros:

- 1) Los recursos destinados a los negocios y el excedente que generan (activo operativo y excedente operativo)
- 2) Los recursos destinados a otras actividades y las rentas que producen esos activos no operativos
- 3) Las fuentes de financiamiento (capital y deuda)

Son los elementos que permiten realizar el análisis financiero de una manera nítida y coherente.



1.2.1- Ciclos financieros.

La circulación financiera implica ciclos sucesivos de dinero-a bienes-a dinero entre empresas e individuos. Las operaciones de un negocio se manifiestan en dos tipos de ciclos financieros, que difieren en su ritmo.

El ciclo financiero corto resulta del hecho de que se destinan fondos para insumos o productos, dinero que se recupera con el cobro de las ventas.

El ciclo financiero largo es el de los recursos “fijos”: el activo fijo (equipamiento e intangibles). Los fondos que se destinan a esos recursos retornan como dinero en sucesivos períodos, a través de las ventas que se realizan utilizando esa capacidad. Entonces, a diferencia de los fondos que se destinan a insumos, que se recuperan con la venta de los productos, la recuperación de las inversiones fijas no se produce principalmente con la venta de esos activos, sino a través de la generación operativa de fondos que resulta del uso del activo fijo. **(Ver Anexo A.)**

Herramientas del análisis financiero.

Para el análisis financiero de una empresa es preciso identificar la información pertinente y utilizar herramientas que permitan un tratamiento adecuado de esa información

En el análisis financiero se usan cuatro tipos de técnicas:

- 1) Técnicas de interpretación de datos
- 2) Técnicas de evaluación competitiva y estratégica
- 3) Técnicas de pronóstico y proyección
- 4) Técnicas de cálculo financiero.

En todas las situaciones en que se aplica el análisis financiero se realiza alguna forma de interpretación de la situación actual de la empresa (diagnóstico de la empresa) y de proyección de su desempeño esperado (considerando situaciones alternativas).

Diagnóstico: ¿qué excedente se obtiene actualmente? ¿es adecuado según el crecimiento y el financiamiento? *Proyección:* ¿cuál sería el excedente si se decide una inversión adicional, o se modifica el modo de gestión (por ejemplo si se modifican las condiciones de venta a los clientes o se cambia el proceso de producción).

La proporción de diagnóstico y de evaluación de alternativas que contiene el análisis depende de la decisión que se considera y de la posición del interesado (interno o externo a la empresa). Sin embargo, hasta la más simple interpretación de la situación actual implica algún juicio a cerca del desempeño esperado; en muchos casos, este juicio consiste en una sencilla extrapolación de la situación actual. (¿Qué pasa si se mantienen las condiciones actuales, tanto de los mercados como de la gestión de los recursos?).



Principales usos del análisis financiero.

El análisis financiero permite establecer las consecuencias financieras en todas las situaciones de la actividad empresarial. Hasta ahora podemos decir que las consecuencias financieras se manifiestan como la magnitud de los recursos necesarios y el efecto en el excedente económico que se produce con los negocios.

El análisis financiero de una empresa puede realizarse 1) para las decisiones de un tercero que va a relacionarse con la empresa o 2) para las decisiones de la dirección de la empresa en la adquisición o gestión de recursos. Por esto, los usos del análisis financiero pueden considerarse en dos grupos.

Con el análisis financiero se establece un diagnóstico para evaluar la decisión de crédito a un cliente, o la evaluación del crédito que realiza un prestamista, o para la decisión de realizar aportes de capital a una empresa, o en el acuerdo para el saneamiento financiero de una empresa. También se utiliza para la valuación de un activo específico (para su venta, o para la medición contable de su valor técnico).

El análisis financiero también se utiliza para establecer los efectos de alternativas de decisiones de inversión, de las políticas comerciales (margen o precio, promoción y publicidad, áreas geográficas, distribución) y de las políticas operativas y de recursos humanos (programas de desarrollo de procesos y productos, de remuneraciones), o de las alternativas de financiamiento.

Información para el análisis financiero.

Hay seis tipos de información para el análisis financiero de una empresa:

- 1) la contabilidad de la empresa
- 2) las estadísticas comerciales y operativas de la empresa (composición de ventas y costos, medidas de productividad)
- 3) el relevamiento de precios y composición de los mercados y sectores pertinentes (mercados de productos e insumos)
- 4) los pronósticos a cerca del desenvolvimiento de los mercados y los sectores
- 5) el relevamiento y las perspectivas de la tecnología (de procesos y productos) aplicable en la empresa y el sector en que compete
- 6) las condiciones legales, impositivas y de regulación de la empresa y el sector

La selección de la información depende del análisis que se requiere y de la posición del analista.

Posición del analista y perspectiva del análisis.

El tipo y la calidad de la información disponible dependen de la información, con respecto a la empresa, de la persona que realiza el análisis.

El análisis puede ser para uso interno de la empresa o para uso de terceros. En este último caso, puede existir, o no, relación con la empresa que se analiza.

Veamos como se pueden tipificar estas situaciones en términos de la disponibilidad de información, tanto histórica como de evolución de la empresa y el sector.

El análisis financiero con información contable (**AFIC**) es un método para utilizar de un modo congruente las cifras contables de la empresa. Al observar las cifras contables aparecen algunas preguntas iniciales:

- ¿Cómo se interpreta la situación de la empresa a partir de las cifras contables?
- ¿Qué información adicional se requiere para formular un juicio a cerca de esa situación?
- ¿Cómo se pueden identificar las limitaciones de las conclusiones de ese análisis?
- ¿Qué datos deben utilizarse?
- ¿Cuáles son las herramientas para asumir y obtener medidas con significado económico y financiero?

Cuadro No 1: *Análisis financiero para uso externo e interno.*

<p style="text-align: center;">ANÁLISIS PARA USO INTERNO <i>Diagnóstico o evaluación de alternativas.</i></p>	<p>Se dispone de todos los datos de la empresa, tanto contables como estadísticos, así como de las perspectivas de los directivos a cerca del sector (productos y tecnología), y de las consideraciones estratégicas que realizan.</p>
<p style="text-align: center;">ANÁLISIS PARA USO EXTERNO <i>Diagnóstico de la empresa</i></p>	<p>1) Cuando se mantiene comunicación con la empresa: Se dispones de los datos requeridos, pero en menor medida de información confiable a cerca de las perspectivas y estrategia de la empresa. Es el caso del análisis para crédito, o para avanzar en procesos de compra de la empresa, o para formular juicios de orientación a inversores financieros.</p> <p>2) Sin comunicación con la empresa: Solo se dispone de la información que es pública a cerca de la empresa y de los mercados en que actúa. Es el caso del análisis preliminar para la inversión en la empresa, que con su avance lleva a la situación 1).</p>

Fuente: "El análisis financiero con información contable"

El método está centrado en la información contable. Por ello, en muchos casos los resultados que se obtienen son parciales, ya que deben agregarse otras técnicas para



interpretar la información de los mercados reales (de insumos y de productos de la empresa) y financieros.

El AFIC permite obtener conclusiones a cerca de la situación de la empresa para diversas finalidades:

- Para un proveedor o prestamista: Concesión de crédito comercial o financiero.
- Para un inversor: Aporte de capital.
- Para la dirección general: desempeño de la empresa y medidas para alternativas estratégicas o de gestión.
- Para la dirección funcional: Medidas de desempeño comercial y operativo.

El AFIC no se refiere únicamente al pasado, al desempeño observado de la empresa. Siempre está implícito un juicio a cerca del futuro, a cerca de cómo será la situación y el desempeño de la empresa: cualquier análisis del pasado se realiza para formular una inferencia del posible futuro.

En este análisis también se utilizan herramientas de proyección, tanto de la situación general de la empresa como de políticas específicas de gestión (de clientes, de costos). Según sea la posición del analista (para uso interno o para uso externo) será el tipo de información que se refleja en las conclusiones.

El análisis para decisiones siempre tiene un componente de AFIC. Este es necesario para formarse un juicio a cerca de la representatividad de las cifras que describen los aspectos relevantes de la empresa, y como puede calificarse su desempeño.

La interpretación de la situación económica y financiera requiere un diagnóstico competitivo y directivo de la empresa. El AFIC utiliza las conclusiones de la evaluación competitiva de la empresa para formar una opinión a cerca del problema que se considera.

Si bien los usos del AFIC y la perspectiva que se tiene de la empresa son muy variados es posible establecer una secuencia de trabajo con las tareas a realizar, ver propuesta del **Anexo 1**.

La finalidad (el objetivo) proporciona el criterio para evaluar la intensidad de las correspondientes tareas. Será el primer paso para el estudio.

Es importante tener en cuenta que el análisis financiero nunca es neutral. Quién realiza el análisis llega a una conclusión a cerca de lo que es significativo en la situación de la empresa para la decisión que se considera. Es en virtud de ésta que se realiza el análisis, y el juicio formado (las “conclusiones”) pretenden persuadir a cerca del curso de acción adecuado. Este juicio es la convicción del analista a cerca de qué debe decidirse.



Por esto, una parte importante del análisis es la comunicación de los resultados. Esta debe ser persuasiva, en el sentido de convencer al destinatario de que ese juicio es correcto.

La secuencia de pasos para realizar el análisis solo es indicativa; cada uno llega a la conclusión siguiendo su camino. Pero el grado de persuasión depende de cómo se puedan responder las preguntas significativas; y la respuesta convincente depende de que se hayan cubierto todas estas instancias, aunque sea en un orden distinto.

Vale la pena reiterar: un análisis para decisiones que no es persuasivo es un análisis inútil. La persuasión requiere credibilidad, y esta depende de la familiaridad que tiene el analista con los aspectos fundamentales de la empresa, y de la aplicación de las técnicas correctas a los datos significativos, evitando los juicios apresurados (los prejuicios del analista a cerca de la empresa, el sector o el problema).

1.2.2- Identificación de la finalidad del análisis.

El AFIC es una metodología, y como tal no puede sustituir al criterio del analista. El análisis no es una tarea automatizable, ya que existe una gran variedad de información y es necesario seleccionar la que es relevante.

Además, no en todos los casos existen estándares explícitos a cerca de la situación económica y financiera de las empresas de un sector con los cuales pueden evaluarse los indicadores de una empresa en particular.

El método de trabajo ayuda a ordenar la tarea para obtener las conclusiones buscadas. El análisis financiero por lo general termina con algunas expresiones cuantitativas, pero su objetivo no es realizar cálculos sino responder a una o varias interrogantes importantes. Estas establecen con nitidez el objetivo del análisis, aquello que el análisis debe resolver.

Por ejemplo, para decidir la concesión de un préstamo de plazo corto (digamos, a 6 meses) destinado a financiar un requerimiento estacional de recursos (del cliente en un banco) las preguntas son: 1) se concede o no el préstamo, y 2) si se concede, asta qué monto.

De este objetivo surgen los aspectos del problema que se deben considerar: ¿cuál es la situación de la liquidez de la empresa? y ¿qué expectativas se pueden establecer a cerca del flujo de fondos en el período del préstamo?

Así se pueden aplicar las técnicas de análisis para responder a qué cuestiones técnicas tales como la liquidez corriente, la rotación del activo corriente, los compromisos no operativos en el período, el flujo de fondos proyectados, y la “historia” de cumplimiento



del cliente. Estos son aspectos específicamente cuantificables o que se pueden calificar de un modo nítido. De esta forma se decide cuáles son las técnicas de análisis que se utilizarán (indicadores, proyecciones) y que datos son necesarios (contables y de otro origen).

Finalidad y enfoque del análisis.

Al establecer el objetivo del análisis se dilucida el grado en que se comprende realmente el problema de decisión en el cual se van a utilizar las respuestas.

Mientras no se haya identificado con nitidez el objetivo, y por ello se pueda expresar en unas pocas preguntas básicas, posiblemente la definición del problema no será clara, o bien estará “contaminada” con consideraciones que son puramente técnicas del análisis. Por ejemplo, es frecuente que se tienda a avanzar demasiado rápido hacia la determinación de indicadores, la realización de proyecciones, etc., sin que esté clara la función de estos resultados en el análisis.

La claridad de las preguntas es una condición de la utilidad de las respuestas. Otras de las condiciones es que el propio trabajo técnico esté bien hecho.

La finalidad es el marco de aplicación de las técnicas y de interpretación de los resultados. Las técnicas de análisis facilitan la interpretación de la información; permite un cierto tipo de respuesta a las preguntas; pero de ninguna manera los resultados de las técnicas sustituyen a estas preguntas.

Para interpretar las respuestas se requiere calificar los factores analizados, estableciendo si los resultados (indicadores, flujos de fondos, posición competitiva) reflejan una cualidad de la empresa que puede juzgarse como positiva o negativa.

Solo es posible realizar esta calificación si se considera algún tipo de estándar. Los estándares pertinentes se establecen con el enfoque del análisis, qué es la respuesta a la pregunta ¿cuáles son las condiciones “sanas” o “deseables” de la empresa? Contra estas condiciones se comparan los indicadores y otros resultados observados o esperados de la empresa.

Observamos que la finalidad implica identificar el horizonte relevante de la decisión y la flexibilidad que tendrá el decidor. Estos es válido tanto en el análisis para uso externo (diagnóstico de la empresa) como en el análisis para uso interno (habitualmente orientado a evaluación de alternativas).

El trabajo del análisis comienza en el primer paso; no es solo un ‘receptor’ de ciertas preguntas, a la espera de que se aclaren lo suficiente, sino que tiene un rol activo en esta



dilucidación. Su experiencia, tanto en el análisis como en el problema de decisión que se considera, condiciona el grado en que será activo en este paso inicial.

Si bien esta metodología está centrada en el análisis financiero con información contable, ningún análisis puede basarse exclusivamente en información contable: el análisis no es útil para decisiones de negocios cuando solo se refiere a una situación pasada.

Las principales técnicas a aplicar en el análisis financiero con información contable permiten utilizar eficientemente esa información (medidas del flujo de fondos de la empresa y determinación de indicadores contables), en sí misma y en proyecciones económicas y financieras.

Para realizar proyecciones y evaluar e interpretar indicadores es necesario comprender el perfil competitivo de la empresa.

¿Qué amplitud competitiva debe tener esta comprensión competitiva?

Esto depende del tipo de problema. En algunos casos, es suficiente una visión somera de las características del sector y de la posición de la empresa en él; en otros es necesario identificar con claridad la evolución esperada del sector y los elementos de la estrategia de la empresa que deberían acompañar a la misma.

En resumen, la finalidad del análisis permite establecer 1) qué alcance deberá tener el uso de los elementos observados y proyectados, y 2) hasta qué punto es necesario avanzar en el estudio de la situación competitiva de la empresa para que las conclusiones sean relevantes en la decisión.

Información contable. Exposición en los estados contables.

La principal ventaja de la información contable en el análisis financiero es su carácter integral, ya que refleja de un modo estandarizados los efectos económicos y financieros de la actividad de la empresa.

Los estados contables son un resumen de de los recursos de la empresa según están registrados en la contabilidad y de los medios de financiamiento de esos recursos que utiliza la empresa. Estas cifras expresan un stock (o existencia, o saldo), que es la situación en un momento determinado.

Los estados contables también resumen los flujos que existen en cada período. El estado de resultados, en particular, es un compendio de las transformaciones que han afectado los stocks (activos y pasivos), a través de ventas y egresos. **(Anexo 2)**

En esta clasificación los subtotales de activo y pasivo se establecen según el plazo en que los activos se convierten en dinero y en que los pasivos deben cancelarse conforme a sus condiciones de contratación. Es decir, activo y pasivo corriente y no corriente. Los



resultados, por su parte, se exponen separando las partidas según su relación con las operaciones habituales de la empresa. La clasificación enfatiza el carácter ordinario o extraordinario de los elementos que han significado ingresos o egresos. Los resultados ordinarios son recurrentes en el tiempo. No obstante, se definen por exclusión de los que se consideran extraordinarios; estos últimos son aquellos resultados atípicos o infrecuentes.

La información de los principales componentes de la situación y los resultados se consigna en el Estado de Evolución del Patrimonio Neto (aportes de capital y distribuciones de resultados), el estado de Flujo de Efectivo, los anexos y las notas.

Dentro de las principales dificultades para el uso de la información contable en el análisis financiero están:

- Para que la información contable pueda considerarse adecuadamente en el análisis a veces requiere una dilucidación adicional de la valuación que no siempre es posible. Por ejemplo: contingencias, hechos ocasionales, activos intangibles.
- Los criterios con los que se estandariza la información contable (el plan de cuentas y la estructura de exposición de estados contables) no siempre proporcionan los datos significativos para el análisis financiero. Por ejemplo: inversiones en proyectos, recursos y resultados por tipo de negocios.
- La calidad de la información es muy discutible cuando la contabilidad refleja de modo incompleto el total de actividades de la empresa: es el efecto de las actividades informales, lo que provoca que pueda hacer inutilizables los datos contables.

En ocasiones la información del registro de las operaciones contables en los estados fundamentales de la contabilidad por la estructura de información se hace poco útil a los analistas financieros, por lo que se hace necesario, en una primera etapa, el reordenamiento de la misma para que tenga sentido en nuestro análisis, una propuesta de ello se puede observar en el reordenamiento del estado de situación patrimonial (**Anexo 3.**), que no es más que agrupar los componentes operativos y de fuentes financieras de fondos.

En el mismo los pasivos operativos son los compromisos directamente relacionados con la actividad de la empresa; son las cuentas relacionadas con los proveedores, o las remuneraciones, las cargas sociales y los impuestos devengados y no pagados.

Estos compromisos existen por el hecho de desarrollar las actividades operativas. Su magnitud está influida por las condiciones comerciales y las disposiciones regulatorias, y



fundamentalmente son intrínsecos al desenvolvimiento de la actividad comercial. Algunos se refieren a ellos como pasivos “espontáneos”, y con esto destacan que son pasivos que no requieren una negociación en particular, sino que evolucionan según lo hacen las actividades (por ejemplo: las ventas).

El pasivo operativo mide la cantidad de recursos utilizados que todavía no se han pagado. Por eso está relacionado directamente con el activo operativo.

El pasivo financiero es muy distinto; depende de cómo la empresa quiere o puede financiar los recursos que utiliza. Debe negociarse en términos financieros. Una empresa puede decidir no financiarse con deudas, sino solo con capital propio, y entonces no existirá pasivo financiero. Que contrate o no deudas es una cuestión estratégica, que depende de consideraciones financieras y no de su actividad (negocio).

Por el contrario, es prácticamente inevitable que existan pasivos operativos. En las contrataciones que subyacen a la circulación financiera siempre existen compromisos todavía no pagados por las operaciones de cada momento. Estos compromisos se originan, aunque no sea en otra cosa, en el trámite que habitualmente se aplica para pagar las facturas de los proveedores, o en los plazos para el pago de impuestos o leyes sociales.

Una nota a cerca de la denominación de activos y pasivos:

Los activos corrientes también pueden denominarse circulantes, con lo cual se presenta con más nitidez el hecho de que son activos individualmente “transitorios”: es la factura de un cliente que se cobrará, y desaparecerá, y aparecerá otra factura a cobrar, con el mismo o con otro cliente. Esto es distinto de lo que pasa con un activo fijo (no corriente): ese equipo de producción permanecerá, en sí mismo, en el tiempo.

Lo mismo puede aplicarse a los pasivos: hay pasivos que van cambiando (circulan), aunque los totales no cambien (las cuentas con proveedores). Y otros que permanecen: una deuda financiera tiene un vencimiento, por ejemplo, dentro de tres años, y hasta ese momento será “la misma”. Es un pasivo permanente. A partir de ello se pudieran incorporar las siguientes expresiones:

- activo operativo circulante
- activo operativo fijo
- pasivo operativo circulante
- pasivo operativo permanente
- pasivo financiero circulante
- pasivo financiero permanente



También se utilizará de modo indistinto los términos pasivo financiero, deudas y préstamos para referir los compromisos financieros de la empresa: compromisos por obligaciones negociables y por préstamos no seriados. No obstante, el término más conciso y correcto es deudas, pero utilizaremos pasivo financiero.

El término préstamo, referido a transacciones financieras, se utiliza para las dos partes de la operación. Se suele decir que se concede o se toma un préstamo (se da dinero en préstamo o se toma prestado). En estricta terminología financiera se dice que se realiza un préstamo cuando se entrega el dinero (se presta dinero); quien recibe el dinero (quien toma prestado el dinero) está contratando un empréstito, pero este último término a caído en desuso.

De manera general podemos determinar como característica básica de la circulación financiera que: cuando una empresa, para utilizar un recurso, no necesita financiarlo con deuda o con capital es porque otra empresa lo está financiando con deuda o con capital.

Si descendemos de esta perspectiva macro hacia una de sus participantes en el mercado (la empresa que se analiza) vemos que la magnitud de recursos que debe financiar mediante deuda o capital no es el activo que se mide contablemente, sino el activo neto de los compromisos operativos.

Activo y pasivo para el análisis financiero: En el análisis financiero hay que considerar el activo operativo neto (activo operativo – pasivo operativo). Esta es una cuantificación fundamental.

Lo que realmente interesa no es la magnitud del activo operativo (el total de los recursos que se utilizan según la medición contable), sino la magnitud de esos recursos que la empresa debe obtener en el mercado (como deuda o como capital). Dicho de otro modo: de los recursos requeridos para el desenvolvimiento de la actividad de la empresa, ¿cuánto debe financiar la empresa en el mercado financiero y cuánto deberían financiar otras empresas o individuos?

Esta expresión es distinta a la muy utilizada del activo corriente neto, el capital corriente o capital de trabajo: Activo corriente total – Pasivo corriente total.

Reordenando la información del estado de resultado.

Los componentes de resultado deben clasificarse de manera homogénea con los subtotales relevantes de activo y pasivo. La medición contable es una manera de reflejar la participación de una empresa en la circulación financiera.

El análisis de estas cifras requiere considerar las dos partes en que se muestra esta participación: en los stocks o saldos (estado patrimonial) y en los flujos (estado de resultados). Por tanto, ambos deben ordenarse de un modo compatible. **(Anexo 4.)**

Hay que reordenar los resultados para obtener la ganancia operativa. Este es el resultado atribuible al activo operativo neto, e incluye las ventas, los costos de actividades de la empresa y los intereses registrados por el crédito a clientes y por el pasivo operativo, considerando el efecto del impuesto sobre esta ganancia.

El costo del pasivo financiero incluye tanto los intereses como los restantes cargos relacionados con la contratación del pasivo y los impuestos específicos que existan.

De este modo, la ganancia neta (ordinaria) se puede sumar coherentemente con el costo del pasivo financiero. Se obtiene así un flujo atribuible a fuentes de financiamiento. Estas retribuciones de fuentes financieras se generan con los recursos operativos.

Tratamiento del impuesto a las ganancias.

Es claro que la magnitud del impuesto a las ganancias está influida por cada una de los componentes de ingresos y costos admitidos impositivamente. En una empresa, tal vez después de un arduo proceso de gestión, se reducen algunos costos operativos. Pero el efecto en el resultado no va a ser el total “ahorrado”, sino una parte. Porque al reducirse los costos aumenta la ganancia, y con esto el impuesto. Lo mismo pasa si se obtiene un mejor precio por los productos vendidos; esto aumenta la ganancia, y el impuesto a par en función de ella.

Si se contrata una deuda el costo de ese pasivo financiero será menor ya que los intereses reducen la ganancia, y por eso los intereses a pagar, entonces, cada uno de los totales que se establecen dentro del resultado del período tienen un efecto impositivo; como el impuesto a las ganancias se expone en el estado de resultados en una única cifra, para el total de las ganancias de la empresa, es necesario distribuir esa magnitud en los componentes operativos y del pasivo financiero. (Véase en el **Anexo 5**).

Finalmente se formula el estado de resultados reordenado incluyendo el impuesto a las ganancias en los dos escalones que estamos considerando: ganancia operativa y costo del pasivo financiero.

El margen sobre ventas.

Con la medición de la ganancia se puede establecer un indicador básico del desempeño de un negocio: el margen de ganancia sobre ventas.

El margen sobre ventas es un indicador del potencial del que tiene la empresa para generar ganancias en función del nivel de actividad, de su política de precios y del grado



de control que ejerce sobre sus costos. En general, la medición del margen sobre ventas se calcula con el cociente entre la Ganancia y las Ventas **{Ganancia / Ventas}**. Pero, ¿qué ganancia se debe utilizar?

La clasificación del estado de resultados analizada presenta tres candidatos para representar la ganancia: la ganancia bruta, la ganancia del activo operativo neto (que llamamos ganancia operativa) y la ganancia ordinaria.

El margen bruto sobre ventas es el porcentaje de excedente de las ventas en relación con el costo de los productos. El margen operativo sobre ventas es el porcentaje de ganancia de las operaciones comerciales de la empresa: y el margen ordinario (o neto) sobre ventas es el porcentaje de ganancias de todas las actividades de la empresa (inversión y financiamiento).

Tanto la ganancia bruta como la ganancia operativa son medidas del excedente que tienen una relación clara con las ventas: por esto, son las expresiones que deberían utilizarse para medir el margen sobre ventas.

La ganancia ordinaria incluye la ganancia operativa y el costo del pasivo financiero. Este ítem puede fluctuar en forma relativamente autónoma con respecto a las ventas; entonces, el margen ordinario (o neto) sobre ventas es una medida de difícil interpretación en cuanto a las causas de su cambio de un período a otro. Para utilizarlo como indicador debe compararse con el margen operativo sobre ventas.

El margen bruto sobre ventas puede ser una medida confusa, en especial cuando la política competitiva de la empresa implica diversos intercambios entre los costos de producción (reflejados en el margen bruto) y los costos de comercialización.

Además, Hay ventas que se realizan con los productos “puestos en el local del vendedor” y otras en que los productos son “puestos en el local del comprador”. Existe un componente de costo de transporte que suele influir en el precio. Cuando cambia la mezcla de uno y otro tipo de ventas de un año a otro el margen bruto sobre ventas puede aumentar o disminuir por la diferente composición de costo operativo total asociado a las ventas. En un año se está vendiendo una cantidad mayor o menor de fletes que en el anterior, éste es un ítem de costos que se incluye en los gastos de comercialización.

La ganancia operativa incluye todos los costos operativos, incluso aquellos que se exponen como resultados financieros (Intereses a clientes o de proveedores). Considerando esto podría decirse que la única medida inequívoca de desempeño de una empresa, cuándo se examina en términos del excedente en relación con las ventas, es el margen operativo sobre las ventas.



Análisis del margen sobre ventas.

Para completar el análisis del margen sobre ventas es imprescindible incluir la dimensión cantidad física. La evolución de ventas y costos totales puede enmascarar un comportamiento muy distinto de volúmenes y precios.

No es lo mismo que el margen de ventas aumente (o disminuya) por efecto precio o costo unitario, o por efecto del volumen de ventas. La identificación de posibles tendencias debe considerar ambos aspectos. ¿Existe una tendencia a la disminución de precio en el sector de la empresa? ¿Continuará con la misma intensidad? ¿Podrá la empresa continuar compensando esa tendencia con menores costos de producción? ¿El aumento del gasto comercial unitario tiene tendencia creciente, para mantener o aumentar el volumen de ventas? ¿O ha llegado al nivel que se requiere para llevar adelante una estrategia comercial congruente?

La respuesta a estas preguntas puede ser compleja, ya que requiere familiaridad con el sector en que se desenvuelve la empresa. Pero es prácticamente imprescindible para comprender la evolución observada del margen sobre ventas y formar un juicio a cerca de su posible comportamiento futuro. Aspecto a tratar más adelante.

La medición de volúmenes puede ser complicada en empresas que tienen líneas muy diversas de productos y actividades. Pero no debe exagerarse este efecto; con frecuencia la diversidad de productos puede reducirse a una expresión única de volumen que permite calcular valores unitarios significativos para el análisis financiero de la empresa (si bien puede parecer casi una herejía en la perspectiva de precisión detallista del cálculo contable).

Cuando esto no es posible se requiere la apertura de ventas y costos por segmento de actividad, y se analiza el margen de cada uno.

1.3- Indicadores contables: los coeficientes o “rátios”.

Además de los indicadores primarios porcentuales, como los porcentajes de participación y los porcentajes de cambio, existe una variedad de indicadores contables expresados como coeficientes o “razones” (por eso algunos se refieren a ellos como “ratios”).

Con estos indicadores se obtienen indicios importantes a cerca del desempeño de la empresa. Son medidas sumarias, algunos permiten examinar el funcionamiento total del negocio y otros reflejan algunos componentes específicos. Son útiles como medidas de interrelación entre las partes de una empresa que está representada en los activos, pasivos y los resultados.



¿Por qué estas medidas son tan utilizadas? ¿A caso no es suficiente observar las cifras de los estados contables?

Con los porcentajes verticales se identifican algunos aspectos importantes de la estructura del activo y del pasivo, siendo posible examinar los componentes del margen sobre ventas. Las cifras absolutas son más difíciles de analizar y comparar, de un año a otro, de una empresa a otra.

Hay indicadores que resumen los principales aspectos del desempeño, por ejemplo, relacionando la ganancia operativa con los recursos utilizados se obtiene una medida para responder una pregunta (aparentemente) tan simple como: ¿cuál ha sido el rendimiento de la empresa?

Los indicadores se utilizan en el análisis financiero para su uso externo (acreedores, inversores) y también como elementos de planeamiento y control de la empresa. Al plantearse un lenguaje normalizado, permite expresar los objetivos de la dirección.

La mayoría de los indicadores para su uso externo se extraen de los estados contables, a veces se requiere alguna información adicional. La expresión de los indicadores se hace en forma relativa y por eso se pueden hacer comparaciones en el tiempo y entre empresas, eliminando los efectos numéricos de las diferencias de tamaño.

A lo largo del tiempo se han ido desarrollando numerosos indicadores a partir de los datos de los estados contables, con variantes tanto en los nombres como en las formas de cálculo.

Análisis del rendimiento.

Para realizar sus operaciones una empresa necesita invertir en activos: puede realizarse un análisis de la actividad relacionando el nivel de operaciones con los activos utilizados para alcanzar ese nivel. Con esto se obtienen indicios a cerca de la eficiencia operativa; cada sector económico tiene características específicas con respecto a la magnitud y el tipo de recursos requeridos para competir de manera sostenible; el análisis de la actividad permite evaluar la posición de la empresa y sus perspectivas de desempeño.

Para financiar los activos requeridos en la empresa se pueden utilizar diversas fuentes de financiamiento, según cuales sean las fuentes que se utilicen se podrá evaluar el riesgo de largo plazo de la empresa, considerando sus perspectivas de rendimiento. Se realiza, entonces, un análisis de la solvencia, o perfil financiero en el largo plazo.

El nivel de actividad de la empresa, los recursos utilizados y su forma de financiamiento definen cual es el rendimiento de la actividad de la empresa. Con el análisis del rendimiento se establecen los componentes del rendimiento y los principales impulsores



económicos de la rentabilidad; se examina que efectos tiene el manejo de los activos y las fuentes de la empresa en el rendimiento y se observa de que manera los impulsores económicos del rendimiento afectan la posición que tiene la empresa en su sector.

La inversión en una empresa desde el punto de vista financiero es con el objetivo de obtener rendimiento. Alcanzar un determinado nivel es un requisito para que esta pueda desarrollarse y crecer, entonces, desde diversas perspectivas, el rendimiento es una dimensión importante del desempeño y algunos plantean que es la más importante.

El rendimiento se mide como rendimiento de la inversión (el activo o el patrimonio). Este coeficiente relaciona las ganancias con los recursos utilizados para obtenerla, y su expresión general es el cociente entre la ganancia y la inversión (Ganancia / Inversión).

La ganancia es el excedente que puede atribuírsele a la inversión, según cuál se la inversión que se considere deba utilizarse; habitualmente se distingue entre la inversión total en la empresa (el activo) y la de la empresa (patrimonio), por ello puede establecerse el rendimiento del activo y el del patrimonio.

Si el activo operativo neto es la medida de los recursos utilizados en la empresa que son relevantes para el análisis financiero, entonces la ganancia a considerar es la operativa (el excedente económico atribuible al activo operativo neto).

Dos aspectos importantes en el análisis del rendimiento lo son:

- El rendimiento operativo depende tanto del margen sobre ventas como de la rotación operativa. Entre ambos pueden existir intercambios: algunas políticas empresarias procuran aumentar el rendimiento a través de un mayor margen, y otras mediante el aumento de la rotación.
- El cálculo del rendimiento debe hacerse con un saldo (magnitud de activo) que sea representativo de los recursos utilizados durante el período al que corresponden las ventas y la ganancia. Por lo general el saldo promedio representa mejor esa magnitud de recursos que el saldo final, y la imagen del desempeño de la empresa puede ser distinta sólo por esta cuestión técnica del análisis (la medida del saldo).

Componentes de la rotación del activo: La rotación del activo debe también debe analizarse considerando sus componentes; los dos grandes componentes son el activo corriente y el activo fijo, cada componente se considera neto del pasivo operativo. Por lo general el pasivo operativo está relacionado con el activo corriente, y se calcula el activo corriente operativo neto (ACON). Cuando existe un pasivo operativo relacionado con el activo fijo (deudas comerciales por compra de bienes de uso o intangibles) el activo fijo operativo neto (AFON) es al activo fijo menos ese pasivo relacionado.



El AFON está relacionado con la formación de capacidad: es el total de recursos que deben financiarse con deuda o capital para disponer de la capacidad de producción y venta. El activo corriente operativo neto se compone de los recursos que deben financiarse para utilizar esa capacidad en cada período.

La rotación de ACON es $Ventas / ACON$, y resume los rubros más directamente relacionados con el nivel de actividad de la empresa (ventas): créditos por ventas, bienes de cambio y pasivo operativo. Para el cálculo del ACON se utiliza el pasivo operativo total (corriente y no corriente), excluyendo solo el pasivo operativo que está relacionado con el activo fijo.

De modo similar se calcula la rotación del activo fijo operativo neto (AFON): $(Ventas / AFON)$. Este indicador refleja el nivel de ventas que está generando la inversión en capacidad operativa que ha hecho la empresa.

La relación entre la rotación de los componentes y del total es de magnitudes inversas: para sumar las rotaciones de ACON y AFON deben expresarse en forma inversa.

Rotación del activo operativo =

$$\{1 / [(1/\text{Rotación ACON}) + (1/\text{Rotación AFON})]\}$$

Coefficiente de activación. Este indicador es la inversa de la rotación, se calcula por $[\text{Activo operativo neto} / \text{ventas}]$ y es una expresión del activo como proporción de las ventas.

Del mismo modo se calcula el coeficiente de activación circulante $[\text{ACON} / \text{Ventas}]$ y de activación fija $[\text{AFON} / \text{Ventas}]$.

Cuando las ventas aumentan, si no cambian las condiciones operativas de la empresa el coeficiente de activación indica qué proporción del aumento de ventas quedará invertida en el activo. El análisis de la rotación de ACON y AFON permite establecer las consecuencias que tienen en el rendimiento las políticas de manejo de los recursos circulantes y de la capacidad operativa (de producción y comercial) de la empresa.

Interpretación del rendimiento operativo.

El margen sobre ventas y la rotación operativa son los dos componentes del rendimiento operativo. La magnitud del rendimiento operativo surge de la respuesta a estas dos preguntas: ¿cuál es la ganancia por peso perdido? y ¿cuánto se vende por peso invertido?

Un rendimiento bajo del activo puede originarse en una pobre rotación, o un bajo margen sobre ventas, o ambos a la vez. A su vez, se puede obtener un rendimiento similar de la



inversión con distintas combinaciones de margen y rotación, los cuales son elementos de la estrategia de mercado de la empresa.

Es importante advertir el efecto multiplicador. Un margen de 20% con una rotación del activo de 0,5 implica el mismo rendimiento del activo que un margen de 4% sobre ventas y una rotación de 2,5. La primera es una empresa intensiva en activo fijo (teléfonos, químicas) y la segunda es una empresa cuyo rendimiento depende de operar con un activo pequeño en relación con la cifra de negocio (supermercados). El rendimiento en un caso es más sensible al margen y en el otro a la rotación.

Los sectores de la economía operan con distintos márgenes sobre ventas y también son distintas las rotaciones. Una magnitud puede compensarse con otra, y esto no es casual, sino que pone de manifiesto las características fundamentales del sector competitivo. Hay sectores en los que la inversión en capacidad permite alcanzar márgenes sobre ventas más altos (comunicaciones, siderurgia, químico, farmacéutico), y otros en los que la inversión en capacidad principalmente se manifiesta en volúmenes de venta más grandes (gran comercio minorista, alimentos y bebidas).

Por la competencia en los mercados, el margen sobre ventas tiene un comportamiento inverso. En un extremo, el margen alto se fundamenta justamente en las grandes inversiones en capacidad industrial (las que reducen la rotación). En el otro extremo, para que realmente se utilice la capacidad desarrollada (principalmente capacidad de gestión comercial, que no significa grandes inversiones, al menos tangible) es necesario reducir el margen por peso vendido. En ambos, las empresas pueden alcanzar el “nivel de rendimiento” con el que podrán crecer y permanecer.

La formación del rendimiento operativo. El rendimiento operativo se analiza en sus dos componentes, el margen sobre ventas y la rotación operativa. Margen y rotación se analizan considerando sus principales componentes: evolución de volumen, precios y costos, y los recursos destinados a capacidad y los requeridos para la utilización de la capacidad. Así se tiene una estructura significativa del rendimiento operativo. El análisis financiero utiliza esta estructura para interpretar las decisiones de la empresa y el impacto de los hechos externos. Ambos condicionan la magnitud de cada componente. La rotación operativa se describe en términos de los coeficientes de activación. **(Anexo 6.)**

Los porcentajes de participación de los costos están influidos por la evolución de volumen, precios y costos. Un aumento del volumen de venta de un año a otro (sino cambia el precio promedio) puede disminuir los porcentajes de costos con respecto a ventas



(disminuye el costo unitario promedio, por efecto de costos fijos). Pero esta disminución del porcentaje será mayor en los costos de estructura que en los costos de operación.

El otro componente del rendimiento, la rotación operativa, está influida por la estructura de los activos; esto significa que si existe capacidad disponible, un aumento de ventas significa un mejor uso de los recursos fijos (disminuye el coeficiente de activación fija) y, si se mantiene el coeficiente de activación circulante, se requiere un mayor por ciento de las ventas adicionales para aumentar los recursos necesarios para la utilización de la capacidad.

Rendimiento del patrimonio (ROE):

El rendimiento al que, en última instancia, apunta la empresa es al rendimiento del capital invertido. Es el rendimiento comprometido en la empresa, medidos con el patrimonio neto contable.

Se calcula: *Rendimiento del patrimonio = Ganancia ordinaria / Patrimonio neto*

Endeudamiento financiero y su costo.

El activo operativo neto puede financiarse en parte con deuda. El endeudamiento financiero es una medida de la intensidad con que se utilizan deudas para financiar el activo operativo neto.

Se expresa por: *Pasivo financiero / Patrimonio neto*

El costo del pasivo financiero, calculado en el estado de resultados después del efecto impositivo puede expresarse en forma porcentual. El costo porcentual del pasivo financiero se calcula por: *Costo del pasivo financiero / pasivo financiero*

Con esto se obtiene un coeficiente comparable con el rendimiento operativo (que es la expresión porcentual de la ganancia operativa en relación con el activo operativo neto). Al igual que en las medidas de rendimiento, se puede utilizar el pasivo financiero final del año o el promedio.

Por lo general el costo del pasivo financiero tiene más relación con el pasivo financiero promedio que con el pasivo financiero final: los intereses se han generado durante el año, sobre los saldos existentes en cada momento.

Algunos factores que influyen en el endeudamiento. La magnitud del endeudamiento financiero está influida tanto por el sector en que compite la empresa (por ejemplo, cuáles son las perspectivas de crecimiento de las ventas y de oscilaciones en ventas, etc.) como por los mercados a los que puede acceder.



Rendimiento patrimonial. Consideremos la fórmula de este rendimiento: *Rendimiento del patrimonio = Ganancia ordinaria / Patrimonio neto.*

Abriendo la ganancia ordinaria en sus dos partes principales (ganancia operativa y costo del pasivo financiero) la ecuación resulta:

$$\text{Ganancia ordinaria} / \text{Patrimonio} = \text{Ganancia operativa} / \text{Patrimonio} - \text{Costo pasivo financiero} / \text{Patrimonio}$$

El término de la ganancia operativa se puede escribir:

$$\text{Ganancia operativa} / \text{Patrimonio neto} = (\text{Ganancia operativa} / \text{Activo operativo neto}) / (\text{Patrimonio neto} / \text{Activo operativo neto})$$

El numerador en la expresión de la derecha es el rendimiento del activo operativo neto (rendimiento operativo). Entonces:

$$\text{Ganancia operativa} / \text{Patrimonio} = \text{Rendimiento operativo} * (\text{Activo operativo neto} / \text{Patrimonio neto})$$

El término del costo del pasivo financiero se escribe:

$$\text{Costo pasivo financiero} / \text{Patrimonio} = (\text{Costo pasivo financiero} / \text{pasivo financiero}) * (\text{Pasivo financiero} / \text{Patrimonio})$$

El primer factor es el costo porcentual del pasivo financiero y el segundo es el coeficiente del endeudamiento financiero. Si se reúnen estas equivalencias para obtener una expresión del rendimiento patrimonial:

$$\text{Rendimiento del patrimonio} = \text{Rendimiento operativo} * (\text{Activo operativo} / \text{Patrimonio neto}) - \text{Costo \% pasivo financiero} * \text{Endeudamiento financiero}$$

El cociente (Activo operativo neto / Patrimonio neto) se puede escribir considerando que: [Activo operativo neto = Pasivo financiero + Patrimonio neto], entonces:

$$\text{Activo operativo} / \text{Patrimonio neto} = 1 + \text{Endeudamiento financiero}$$

La expresión final del rendimiento patrimonial se obtiene sustituyendo este factor en la ecuación anterior y operando sobre los términos que contienen el coeficiente del endeudamiento financiero.

$$\text{Rendimiento del patrimonio} = \text{Rendimiento operativo} + (\text{Rendimiento operativo} - \text{Costo \% del pasivo financiero}) * \text{Endeudamiento financiero}.$$

Esta es la ecuación fundamental de componentes del rendimiento patrimonial. El rendimiento del patrimonio se expresa en función del rendimiento del activo y de la diferencia entre ese rendimiento y el costo del pasivo financiero; el impacto de esta diferencia varía según el coeficiente de endeudamiento financiero. **(Anexo 7.)**



La ganancia ordinaria, que es la ganancia operativa menos el costo del pasivo financiero, también puede entenderse como la proporción de ganancia operativa que corresponde al patrimonio más la diferencia entre la proporción de ganancia operativa que corresponde al pasivo financiero y el costo que este pasivo tiene realmente para la empresa. Si el costo del pasivo financiero aumenta la ganancia ordinaria es menor.

Una precaución para calcular los componentes del rendimiento: La expresión de los componentes del rendimiento patrimonial y de los componentes del rendimiento del activo debe ser numéricamente congruente. Cuando se utilizan saldos promedio para medir el rendimiento, tanto la rotación del activo operativo como el costo del pasivo financiero y el coeficiente de endeudamiento deben calcularse con saldos promedios del período. La ecuación del rendimiento patrimonial es válida para componentes calculados con saldos iniciales, finales o promedio. La única condición es que todas las medidas de los componentes se establezcan con la misma base.

Interpretación del rendimiento patrimonial.

El modelo de componentes del rendimiento permite comprender la estructura del rendimiento del patrimonio, y así identificar los factores que producen los cambios en el rendimiento.

Está basado en las relaciones que existen entre las cifras contables que expresan los distintos aspectos de las inversiones y el financiamiento de la empresa. Estos aspectos (margen sobre ventas, rotación operativa, endeudamiento financiero y su costo) no deben considerarse de modo separado.; cada uno es una parte del conjunto que forman los recursos invertidos, los excedentes que generan estos recursos y el modo en que se financian.

El rendimiento del patrimonio es el excedente en relación con los fondos que se han comprometido en la empresa, por esto depende de cuanto rinden los recursos que utiliza la empresa y de su financiamiento.

El rendimiento del activo es consecuencia de la política *competitiva* (la efectividad comercial y técnica). El costo del pasivo financiero depende del mercado al que puede acceder la empresa.

Si el costo del pasivo es persistentemente mayor que el rendimiento del activo esto significa que la empresa enfrentará dificultades; en este caso es necesario reducir el endeudamiento, el endeudamiento (y su costo) es una parte de la política financiera de la empresa.



La relación de estos componentes puede producir efectos que se compensan o se potencian, si el costo del pasivo aumenta más que el rendimiento del activo, el rendimiento del patrimonio tal vez permanezca estable aunque aumente el rendimiento operativo.

Si el rendimiento del activo disminuye esto tiene dos efectos en el rendimiento del patrimonio: 1)- Por sí mismo, como base del rendimiento patrimonial, la disminución del rendimiento del activo se traslada como disminución del rendimiento del patrimonio. Y 2)- por la relación entre el rendimiento del activo y el costo del pasivo, si éste no cambia, ni tampoco el coeficiente de endeudamiento, al disminuir el rendimiento operativo se reduce la diferencia de rendimiento, y por ello disminuye el rendimiento del patrimonio.

A su vez, mientras la diferencia de rendimiento sea positiva (el rendimiento del activo es mayor que el costo del pasivo) un aumento del endeudamiento tiene impacto positivo en el rendimiento del patrimonio.

Al estudiar los componentes del rendimiento del activo se observó que un cambio en el margen sobre ventas puede quedar compensado por un cambio en la rotación operativa, y con esto el rendimiento del activo no cambia. Por ejemplo, un gran esfuerzo para mejorar el margen operativo sobre ventas (con mayores ventas o menores costos) puede verse totalmente anulado en términos de rendimiento si implica una mayor cantidad de activos para llevar adelante esa política.

Del mismo modo, un aumento en el rendimiento del activo puede quedar compensado si, por la política financiera de la empresa o la situación de los mercados, aumenta el costo del pasivo o se reduce el endeudamiento financiero.

El rendimiento del patrimonio es el resultado de todas estas relaciones, que reflejan decisiones de la empresa o fuerzas del ambiente. No puede comprenderse considerando cada uno de los componentes de modo aislado, porque esos componentes expresan, cuantitativamente, la estrategia de la empresa, que influye en todos ellos de modo simultáneo.

Cada uno de los componentes muestra las consecuencias de las decisiones de la dirección. Su efecto neto debe ser interpretado considerando las perspectivas que existen para la empresa (por el lado operativo) y para la magnitud y el costo (por el lado financiero).

Un resumen de manera esquemática del análisis del rendimiento patrimonial se puede observar en los **Anexos 8 y 9**.

Nota técnica: ¿Cómo se mide el saldo para calcular el rendimiento?

Cuando se calcula el rendimiento sobre la inversión se relaciona un flujo (la ganancia) con un saldo (la inversión). Se ha planteado que el rendimiento puede calcularse con el saldo final, con el inicial o con el promedio. ¿Qué muestra cada una de estas medidas de rendimiento?

El saldo final (activo o patrimonio) debe descartarse, porque se busca medir el rendimiento de los recursos que han sido utilizados, que han estado invertidos durante el período.

Esto depende de la extensión del período en que se mide el activo. Si es un mes: ¿Cuál es el activo que generó la ganancia en ese mes? La respuesta más clara es: el activo inicial, ya que en un mes no existan demasiadas variaciones en el activo, y por eso es posible utilizar esta cifra. En períodos más extensos (en un año) las variaciones pueden ser importantes, con lo cual se distorsiona la medida del rendimiento.

Entonces, para el cálculo del rendimiento el saldo inicial de un año no es representativo. Cuando solo se dispone de saldos al fin de cada año, se debe utilizar el saldo promedio (del inicial y final del año).

Esta es la medida del saldo más adecuada; y no solo por las posibles diferencias entre el activo inicial y final. Hay que considerar también que la ganancia que se genera durante el período (el flujo) en parte se utiliza para financiar las operaciones en ese período; y también hay que considerar que las variaciones secativo o de deudas en el período afectan la ganancia del mismo.

Entonces, la ganancia, ha estado *invertida*, y debe incluirse en la medida del saldo. Esto es justamente lo que se hace, al menos de modo aproximado, utilizando un promedio.

Sin embargo, ésta no es la forma más difundida para medir el saldo promedio; por lo general se aplica el promedio de los saldo inicial y final, sin realizar correcciones. Quizá porque la precisión que este ajuste aporta a la medida es más aparente que real. Todo depende del momento de la distribución de las utilidades, y de la magnitud de la misma. Esta observación también puede hacerse a los aportes de capital en el período, que están “contenidos” en el saldo final.

En todo caso, si se busca una medida más precisa del rendimiento anual deberían utilizarse directamente los saldos mensuales o trimestrales para establecer el saldo promedio anual de activo y patrimonio.

El criterio general para medir el saldo en el cálculo en el rendimiento es procurar una medida razonablemente precisa de los recursos invertidos (activo) o comprometidos



(capital propio y deudas). El saldo inicial en períodos breves (un mes) es una aproximación. Pero no lo es en períodos más extensos.

Pero, cuando se lleva al extremo, esta perspectiva del saldo inicial puede producir recomendaciones técnicas no adecuadas. Por ejemplo: Flower Newton (1996,págs. 170) plantea que para calcular el promedio debe excluirse el resultado del período. Esto es válido si la ganancia no se ha utilizado durante el período para financiar las actividades (es decir, supone que se ha mantenido en efectivo o sin generar ninguna renta).

¿Qué significa saldo inicial? ¿Es el saldo inicial de cada año, o de cada mes, o de cada día? Puesto que las magnitudes en las actividades que realiza la empresa son continuas, debería ser el inicial de cada día; y ese saldo incluye la ganancia del día anterior.

Dicho de otra forma: si la ganancia de cada día se ha utilizado para financiar la base de recursos, la ganancia del año es la suma de las ganancias justamente porque se han utilizado de ese modo. Si se hubieran distribuido día a día, la empresa debería haber buscado otra fuente de financiamiento de sus actividades. Por ejemplo, tendría mayores deudas, y con ello más intereses, y así menos ganancia total en el año.

Puesto que a lo sumo se tiene una medida mensual del saldo (activo o patrimonio), el promedio del saldo inicial y final del mes es una aproximación razonable del promedio de saldos diarios. El promedio de saldos mensuales supone que la ganancia se ha generado de forma uniformemente en el mes, (si no existen otros cambios, implica que al saldo inicial se suma la mitad de la ganancia). Lo mismo es válido para el promedio de saldo inicial y final de un año.

Entonces, la ganancia debe ser incluida en la base de cálculo del rendimiento del activo y del patrimonio. Lo contrario supone una política de financiamiento distinta a la que aplicó la empresa, y que está reflejada en sus cifras de activo, pasivo, patrimonio y ganancia.

Esta es casi la única interpretación financieramente correcta de las cifras contables. Tiene el valor agregado de que con ella los analistas pueden evitar, sin cargos de conciencia al menos en esto, los complicados cálculos que se requieran para “extraer” del total de activo la ganancia “contenida en él” (cálculos estipulados en Flower Newton, 1996, págs 178/182).

1.4- Ajustes en la evaluación contable para el análisis.

El análisis financiero con información contable debe realizarse con información que describa adecuadamente la situación de la empresa. Como punto de partida metodológico



se explicó la necesidad de reordenar las cifras de los estados contables para disponer de totales de recursos, fuentes y resultados que sean comparables.

La ganancia operativa que surge de este reordenamiento es la magnitud relevante para el análisis financiero. Para esto debe procurarse, además, que en esta magnitud no queden incluidos ítems que corresponde considerar como no recurrentes para el análisis del rendimiento.

Estas reclasificaciones no implican cambios en la valuación contable. Sin embargo a veces es necesario realizar algunos ajustes en la valuación, modificando las cifras patrimoniales y de resultados que se exponen en los estados contables. Mediante estos ajustes el analista busca que las cifras que utilizará representen la realidad de la empresa que es pertinente para su valuación.

Algunos de los aspectos a los que se debe prestar atención para realizar ajustes de valuación son:

- 1)- Existencia de activos o pasivos contingentes. A) Cuando están mencionados en las notas y no han sido reconocidos en los saldos patrimoniales; el analista puede considerar más adecuado incluirlos en el activo o en el pasivo, con el consiguiente efecto en el estado de resultados. B) Cuando existe reversión de un año al otro de activos o pasivos (por ejemplo, una previsión que se constituye en un ejercicio y se cancela en el siguiente, sin que se hayan producido las contingencias que lo originaron); si en el análisis se utilizan estados contables de varios años debe eliminarse este efecto. En el caso de una previsión se elimina el efecto en el resultado y en el estado patrimonial de los dos años.
- 2)- En algunas situaciones los intereses del pasivo financiero pueden imputarse como costos de los bienes de uso. Esto implica que esos intereses no se incluyen en el estado de resultados como costo del pasivo financiero, y por eso se subestima el costo porcentual del pasivo. Si es un efecto significativo debe eliminarse esa porción activada, incluyéndola en el estado de resultados del año correspondiente. Esto tiene como consecuencia que en los ejercicios siguientes las depreciaciones de bienes de uso a considerar para el análisis serán menores que las expuestas en los estados contables respectivos.
- 3)- Existencia de ítems que han sido reconocidos en los estados contables como gastos, y que realmente pueden considerarse activos intangibles (costos de marketing, de desarrollo de productos, egresos por compra de tecnología, etc.) Si se considera adecuado incluirlos en el activo debe considerarse no sólo el efecto en el año correspondiente, sino también los cargos por amortización en los ejercicios siguientes.

4)- Los ajustes de resultados de ejercicios anteriores, que se exponen directamente en el patrimonio de año en que se realizan. Cuando se utilizan para el análisis los estados contables de varios años deben incluirse estos ajustes en los resultados del ejercicio al que corresponden, modificando de modo congruente los saldos patrimoniales.

Entonces, la adecuación de las cifras de los estados contables para el análisis financiero puede implicar un reordenamiento o un ajuste.

El reordenamiento no modifica la magnitud del resultado ni el total del pasivo financiero y patrimonio; se realiza para obtener totales significativos para el análisis.

1.4.1- Componentes contables e impulsores del rendimiento patrimonial.

Al análisis del rendimiento permite la identificación de cuatro componentes básicos: el margen operativo sobre ventas, la rotación operativa, el endeudamiento y el costo del pasivo financiero. Además, a veces es importante segregar un componente no recurrente del rendimiento. Gráficamente se pueden ver como una estrella del rendimiento patrimonial. **(Anexo No 10).**

La explicación del rendimiento requiere establecer en qué se origina su magnitud y su evolución, para lo que hay que observar los impulsores económicos del rendimiento:

- la escala y la utilización de la capacidad (productiva y comercial) existente
- impacto de la experiencia (técnica y de mercado) en costos y precios
- oportunidad (tanto de entrada al mercado como de atención del mismo)
- intensidad de servicios contenidos en el producto
- recursos humanos
- tecnología de proceso
- organización de las operaciones (de producción y venta)
- configuración de producto
- localización
- entorno económico (empresas de servicio, distribución, etc.)
- infraestructura
- políticas gubernamentales (regulaciones, impuestos, incentivos, etc.)

Indicadores fundamentales del rendimiento.

El rendimiento patrimonial debe interpretarse utilizando indicadores no estrictamente contables. Con estos indicadores se identifican algunas relaciones entre los componentes contables y los impulsores económicos del rendimiento. Hay cinco tipos de indicadores fundamentales:



- crecimiento de ventas
- estructura de costos
- utilización de activos actuales
- distribución de utilidades
- situación del mercado

Y se consideran fundamentales porque remiten al fundamento del rendimiento observado y permiten detectar los impulsores económicos más significativos en una situación dada.

En el **Anexo 10-A** se introducen estos indicadores como sustento de la estrella del rendimiento, mostrándose gráficamente que los componentes son las puntas exteriores de la estrella (la descripción directa del rendimiento contable) y los indicadores fundamentales son las puntas interiores (la base a partir de la cual se producen esas manifestaciones contables y con la cual se puede interpretar las medidas contables). Los indicadores fundamentales muestran las principales consecuencias de las políticas de la empresa; por esto no existen medidas únicas que lo representen (como se han estudiado los componentes del rendimiento); se utilizan aquellas medidas que mejor reflejen la situación de los resultados de la actividad de la empresa. Los principales aspectos para el análisis del rendimiento son:

Crecimiento de ventas: El crecimiento de ventas observado y su posible evolución debe considerarse en relación con la participación de mercado de la empresa y de ahí con las condiciones de los mercados relevantes (tamaño, precio, margen). Se pueden utilizar medidas tales como:

- Variación porcentual de ventas, total y por rubro, en valores y en unidades.
- Magnitud de los mercados relevantes (local, regional, nacional, etc).
- Participación porcentual en los mercados.

Estructura de costos: La estructura de costos de modo genérico designa la composición de costos y las características de los costos relacionados con las operaciones. Según el sector de la empresa y su estrategia en el mismo debe considerarse:

- a) La intensidad de los costos para las diversas actividades: producción, comercialización, administración, y sus componentes por tipos de recursos utilizados.
- b) El grado en que los costos responden a los cambios en el nivel de actividad en un período (medido generalmente por el volumen producido o vendido): respuesta inmediata (costos variables), respuesta relacionada con la capacidad existente



(costos fijos de capacidad), y respuesta relacionada con el nivel de utilización de la capacidad prevista para el período (costos fijos de operación).

Las medidas de la estructura de costos resultan de la descripción de los costos de cada período clasificados con ese doble enfoque. Más adelante se presenta en el **cuadro 2** una división aproximada de los costos fijos y variables, y los costos variables representan un valor cercano al 33%, por esto, ante pequeños cambios en la cifra de ventas, el margen sobre ventas puede mejorar, si los costos fijos de operación están dimensionados para un rango de operación; más allá de ese rango el efecto en el margen operativo sobre ventas es similar al de los costos variables, puesto que ambos representan el resto del costo total y el margen de ventas no aumentará significativamente sólo por un mayor uso de la capacidad.

Es importante tener en cuenta que la clasificación de los costos en fijos y variables siempre es aproximada, ya que requiere considerar el impacto de volumen y precio de los costos observados, además, es necesario establecer la relación de los ítems de costos fijos observados con la capacidad o con el funcionamiento (la operación de la capacidad).

Utilización de activos actuales: La utilización de los activos actuales considera la capacidad disponible con la inversión realizada en activos. Puede existir subutilización de la capacidad en un período por las características del proceso de inversión (una inversión debe hacerse con una escala que se utilizará plenamente en varios años, y no desde el comienzo) o por las oscilaciones de la demanda del mercado y de la empresa.

Las medidas relevantes de capacidad disponible y utilizada son muy variadas, según el sector en que opera la empresa. Por lo general se mide como volumen de producción que se puede alcanzar, considerando una mezcla aceptable de productos, cuando hay varios y cada uno utiliza con distinta intensidad la capacidad disponible.

Distribución de utilidades: Está en dependencia de las regulaciones de la casa matriz y de lo establecido por el Ministerio de Finanzas y Precios para el sector.

Mercados financieros: El mercado financiero, para las condiciones de nuestra economía influye en la forma de obtención de fondos externos (deuda); por lo que tiene efecto en el nivel de endeudamiento y por tanto en el costo de la deuda. Las medidas que se utilizan son las tasas de interés relevantes.

Relaciones entre los impulsores del rendimiento: Los grupos de indicadores tienen muchos puntos de conexión; el crecimiento de ventas implica requerimientos de inversión (fija y circulante). Estos se relacionan con el grado de utilización de los recursos existentes (activos actuales): si existe capacidad disponible no se requiere una



significativa inversión en activo fijo para un aumento de ventas. Existirá un aumento de la rotación operativa. Cuando la capacidad está plenamente utilizada un aumento de ventas requiere un aumento tanto del activo fijo como del circulante: no se puede inferir una mejora en la rotación operativa.

Además, mantener o aumentar la participación de mercado tiene efectos en el tipo y la intensidad de los recursos destinados a comercialización (costos comerciales).

La utilización de los recursos existentes implica calificar realmente la capacidad realmente disponible con los activos actuales. Además, el efecto del mantenimiento de capacidad (un componente de los costos) permite inferir el impacto que la utilización de esa capacidad tendrá en los costos operativos y su composición.

El destino de las utilidades relaciona el rendimiento con los requerimientos de inversión y el coeficiente de endeudamiento, y de ahí con el crecimiento de ventas posible ante la disponibilidad de fondos para invertir y la existencia de recursos no utilizados plenamente.

Cuadro No 2: Composición de los costos operativos (generalidad).

Tipo de costo	
Costos fijos de capacidad	Costos de espacio físico Depreciaciones (lineal) Mantenimiento preventivo de equipos Costos de personal de estructura Capacitación de personal Energía eléctrica (iluminación) Servicios profesionales Servicios de comunicación Publicidad permanente
Costos fijos de operación	Costos de personal de funcionamiento Materiales de funcionamiento Mantenimiento correctivo Mantenimiento de reacondicionamiento Publicidad periódica
Costos variables	Insumos y embalajes Materiales de operación Electricidad de operación Depreciación cargada según producción Transporte Gastos de despacho Costos de personal según producción o venta

Fuente: Elaboración propia.

Nivel de actividad y rendimiento

Para completar la interpretación del rendimiento es necesario comprender el impacto que tienen los cambios en el nivel de actividad (ventas) en los indicadores de rendimiento.

El rendimiento del activo que se establece para un período (expresado como Margen sobre ventas ?Rotación operativa) es válido para el nivel de ventas y las condiciones de ese período. No puede extrapolarse de modo simple para otros niveles de ventas, ya que habitualmente existen costos fijos (al menos, de capacidad).

La estructura de costos operativos (magnitud relativa de costos fijos y variables) depende de las características del sector de negocios de la empresa y de decisiones acerca de su estrategia competitiva. La magnitud relativa de costos fijos es un indicador de riesgo, en el



sentido de variabilidad de las ganancias frente a cambios en las condiciones económicas; si las ventas disminuyen (por ejemplo, por una recesión) las ganancias disminuirán proporcionalmente más que las ventas. La contrapartida es que un aumento de ventas, dentro de los límites de la capacidad disponible, lleva a un aumento de las ganancias en un porcentaje mayor que las ventas.

Esto se denomina *efecto palanca* (frecuentemente mencionado en inglés, leverage, que proviene de lever, palanca) por la representación lineal proporcional de los resultados frente a cambios en el nivel de actividad.

1.5- Análisis del efecto palanca operativa (EPO).

El efecto palanca operativa, EPO, se expresa formalmente como la relación entre el margen de contribución y la ganancia operativa:

$$\text{EPO} = \text{Margen de contribución} / \text{Ganancia operativa}$$

Conceptualmente EPO es la sensibilidad de la ganancia operativa a un cambio en la magnitud de las ventas. Permite cuantificar la noción intuitiva de que un aumento de 10% en las ventas, si existen costos fijos y no cambia la estructura de costos, implica un aumento de más de 10% en la ganancia operativa. Por tanto, se puede expresar una relación en términos porcentuales:

$$\text{Cambio \% de Gop} = \text{EPO} \times \text{Cambio \% de Vn}$$

La ecuación se establece considerando que el cambio relativo de la ganancia operativa es:

$$[\text{Cambio \% Gop} = (\text{Gop1} - \text{Gop2}) / (\text{Gop1})]$$

En el numerador se sustituye la ganancia operativa de cada año por su equivalente:

$$\text{Gop} = \text{Vn} \times \text{Razón de contribución} - \text{Costos fijos}$$

En el denominador se sustituye la ganancia operativa del año 1 por su equivalente:

$$\text{GOp} = \text{Vn} \times \text{Margen operativo sobre venta}$$

Operando se obtiene la ecuación:

$$[\text{Cambio \% Gop} = [(\text{Vn1} \times \text{rc1}) / (\text{Vn1} \times \text{mo1})] \times [(\text{Vn2} - \text{Vn1}) / (\text{Vn1})]$$

El primer factor es EPO calculado en el año 1; el segundo factor es el cambio en ventas en el año 2 con respecto a las ventas del año 1.

Es importante destacar que EPO se calcula con las cifras de un período (por ejemplo, el año 3) para el futuro (el año 4) *si se mantienen los impulsores de la ganancia operativa* (razón de contribución y costos fijos) en los valores del año 3. Esto significa que el



margen operativo sobre ventas cambiará (en relación con el margen sobre ventas del período base) por efecto de los costos fijos.

El efecto palanca operativa se puede extender fácilmente al rendimiento operativo *si el activo operativo no cambia ante el cambio de las ventas*. La expresión es similar a :

$$\text{Cambio \% de RAop} = \text{EPO} * \text{Cambio \% Vn}$$

Con la condición de activo constante el cambio relativo en el rendimiento es igual al cambio en la ganancia operativa:

$$[\text{Cambio \% de RAOpN} = (\text{GOp2} - \text{Gop1}) / (\text{GOp1})]$$

Condiciones de validez de la fórmula de EPO.

La utilización de EPO en el análisis implica suponer que existen *relaciones lineales simples entre ventas, ganancias y activo*: el cambio en ventas impacta en las ganancias según la razón de contribución (que se mantiene constante), y el cambio en la ganancia tiene un impacto directo en el rendimiento operativo, ya que se supone que el activo operativo neto no cambia. Veamos la razonabilidad de estos supuestos.

El indicador se utiliza como medida de sensibilidad de la ganancia (y el rendimiento) frente a *cambios imprevistos en las ventas*. Por esto no es demasiado extremo pensar que los costos fijos no se pueden adecuar en un horizonte corto, ni tampoco la razón de contribución. En este sentido, supone pasividad (o impotencia) de la dirección frente a esos cambios.

Los costos fijos tienen distinto grado de flexibilidad. Como se planteó, al menos deben considerarse los costos fijos de capacidad y de operación. Una vez que se formulan los planes para el nivel de ventas esperado ambos tipos de costos son bastante constantes ante cambios del volumen de ventas. Pero la adecuación de los costos al nivel de actividad puede ser más rápida en los costos fijos de operación. Posiblemente algunos deberán considerarse variables, al menos en períodos anuales.

El efecto del impuesto a las ganancias es menos grave. Mientras el entorno de cambio de las ventas mantenga la situación dentro de la zona de ganancias el EPO no se modifica. En el cálculo de EPO se ha expresado el margen de contribución después del impuesto, y con esto es comparable con la ganancia operativa (después de impuesto). Porque el impuesto a las ganancias se manifiesta como un cambio de pendiente de la línea de resultado operativo, entre la zona de pérdida y la de ganancia.

Finalmente, la aplicación de EPO al rendimiento supone que los recursos no cambian cuando lo hacen las ventas. Cuando existe cierto grado de respuesta en algunos activos (en especial los activos que se consideran circulantes o corrientes) la ecuación

[**Cambio % de RAOpN = (GOp2 – GOp1) / (GOP1)**] no es válida. No existe simetría en el impacto que tiene en el rendimiento un cambio de las ventas, ya que se modifica la base de recursos.

¿Cuándo se puede utilizar EPO como un indicador válido? En resumen, con la ecuación

$$\text{Cambio \% Gop} = [(Vn1 * rc1) / (Vn1 * mo1)] * [(Vn2 - Vn1) / (Vn1)]$$

se puede medir la sensibilidad de la ganancia operativa frente a los cambios en ventas sólo en las siguientes situaciones:

- Si el cambio en ventas es exclusivamente por volumen, y no cambian el costo variable unitario, el costo fijo total ni la tasa de impuesto a las ganancias.
- Si el cambio en ventas se produce por una combinación de volumen y precio (por ejemplo, las ventas disminuyen por un menor precio con el mismo volumen físico), y el costo variable unitario tiene el mismo comportamiento que el precio de venta; y no cambia el costo fijo total ni la tasa de impuesto a las ganancias.
- Si el cambio en ventas se produce por una combinación de volumen y precio, y existe una combinación de cambio del costo variable unitario y del costo fijo total que compensa la variación por efecto precio de venta.

De este modo, si el cambio en ventas implica un cambio de la razón de contribución (por ejemplo, el precio promedio de venta disminuye y el costo variable lo hace en una proporción mayor), y los costos fijos no compensan este efecto, el cambio en la ganancia operativa será mayor que el que se calcula con EPO según la ecuación.

A su vez, la ecuación [**Cambio % de RAOpN = (GOp2 – GOp1) / (GOP1)**] permite medir la sensibilidad del rendimiento operativo en un período futuro frente a cambios en las ventas (y la ganancia):

- Si no cambia el activo operativo neto con los cambios en ventas (se modifica la rotación operativa en sentido inverso al cambio en ventas).
- Si el activo operativo neto cambia, pero este cambio es menos que proporcional a las ventas y compensa el cambio de la razón de contribución y de los costos fijos.



1.5.1- El efecto palanca del financiamiento (EPF).

EPO muestra el impacto de los costos fijos en la transmisión de los cambios en ventas al rendimiento operativo. Pero también los intereses del pasivo financiero producen un impacto en la ganancia ordinaria que es más que proporcional al cambio en la ganancia operativa.

Esto se denomina *efecto palanca financiera*, EPF, y se expresa:

$$\text{EPF} = \text{Ganancia operativa} / \text{Ganancia Ordinaria}$$

Básicamente la diferencia entre la ganancia operativa y la ganancia neta es la magnitud de intereses del pasivo financiero. (Recordemos que tanto la ganancia operativa como los intereses financieros se expresan después del efecto del impuesto a las ganancias).

La magnitud del efecto palanca operativa depende de las decisiones acerca de la capacidad y su utilización. En ese sentido manifiesta la asunción de un riesgo: la variabilidad de la ganancia operativa frente a cambios no esperados en ventas.

Al financiar los recursos operativos con pasivo financiero (que implica una carga relativamente fija de intereses) también se asume un riesgo. Con la ganancia operativa esperada se obtendrá un mayor rendimiento patrimonial (para los propietarios) después de esos intereses.

Pero la ganancia operativa no viene dada en condiciones de certeza: puede fluctuar, y ser menor que la magnitud esperada. De ahí el riesgo: cuando existen intereses financieros la ganancia ordinaria tiene más variabilidad que la ganancia operativa.

Al igual que el efecto palanca operativa, el efecto palanca financiera se puede expresar como impacto relativo:

$$\text{Cambio \% de RN} = \text{EPF} * \text{Cambio \% de GOP}$$

Si no existe pasivo financiero no existe EPF (el cociente es igual a 1, ya que GN = GOP). Cuando existe pasivo financiero su costo implica que los cambios en la ganancia operativa tienen un efecto multiplicado en la ganancia ordinaria; de ahí que EPF mide la sensibilidad del rendimiento patrimonial.

1.5.2- El efecto palanca total (EPT).

El efecto palanca total de la empresa, EPT, es una acumulación de los dos efectos:

$$\text{EPT} = \text{Margen de Contribución} / \text{Ganancia ordinaria}$$

El efecto palanca (operativa y financiera) proporciona un encuadre bastante potente para considerar las características del rendimiento que resulta de la estrategia de la empresa. Así como vimos que puede existir un intercambio entre margen y rotación en el



rendimiento operativo, también existe un intercambio entre los cargos (operativos y financieros) que son relativamente fijos y el nivel de actividad que se considera en los planes. Estas decisiones acerca de la composición de los recursos utilizados y su financiamiento tienen consecuencias en la sensibilidad del resultado a cambios en el nivel de actividad. La variabilidad del rendimiento operativo tiene un impacto amplificado en el rendimiento patrimonial.

El efecto palanca operativa es una combinación de las características del sector (intensidad de inversión y, por ende, de costos fijos) y de la estrategia competitiva de la empresa. Cuando existe un EPO “grande” (mayor que 1,5 por ejemplo) debería compensarse con un menor efecto palanca financiera (un coeficiente de endeudamiento pequeño), a fin de que las circunstancias potencialmente negativas que pueden existir en algunos períodos en la economía y el sector no tengan un impacto demasiado grande en el rendimiento patrimonial.

La combinación de dos efectos palanca grandes (operativo y financiero) puede verse casi como una apuesta de la empresa a que acertará plenamente en el nivel de actividad y de margen operativo que espera.

El rendimiento patrimonial, entonces, se puede analizar tanto en su magnitud y composición como en su sensibilidad al nivel de actividad: ambas son dimensiones complementarias.

Al estudiar los componentes del rendimiento se considera el efecto del endeudamiento en el rendimiento observado; así, se identifica un aporte del endeudamiento al rendimiento patrimonial (aporte que puede ser positivo o negativo). El efecto palanca permite evaluar el riesgo que lleva asociado este aporte.

El análisis del efecto palanca también ayuda a interpretar el impacto que han tenido en el rendimiento observado las circunstancias favorables o desfavorables que afectaron el nivel de actividad del período. Y la sensibilidad del rendimiento a cambios en esas condiciones. Con esto es posible inferir si el rendimiento observado en un período es una buena representación del potencial de desempeño de la empresa.

Es claro que la validez de este indicador está limitada por los supuestos acerca de inamovilidad de los costos fijos en el período que se considera; vimos que esto puede ser correcto en períodos cortos, hasta que se produce la respuesta en las decisiones de la empresa a las condiciones de mercado.



Aún así, subsisten las dificultades para obtener una separación aceptable de los costos en fijos y variables, dentro del total de elementos de costo de la empresa en el período que se analiza.

En la práctica esta separación suele hacerse atendiendo a la naturaleza del costo (insumos, personal, servicios, depreciaciones, etc.) más que a la efectiva variabilidad de su comportamiento. Se distorsionan, entonces, los indicadores que se calculan con esas cifras.

1.6- Significado Financiero del capital de Trabajo.

El ciclo financiero corto se describe como flujo de fondos (generación operativa); cada ciclo tiene una duración, que está relacionada con la magnitud de recursos requeridos para la operación. Esta magnitud también es consecuencia de del nivel de actividad del negocio.

Los recursos requeridos para el ciclo financiero corto son una parte del capital de trabajo, conociéndose como la definición más difundida de capital de trabajo a la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante. Por esta relación con la circulación de los recursos que compra y vende habitualmente la empresa el capital de trabajo a veces se denomina “capital de jiro”, “fondo de maniobra” o “capital corriente”.

Es importante tener presente desde el comienzo que el capital de trabajo es una medida financiera: es la cantidad de recursos de liquidación relativamente rápida que esta financiada con fondos permanentes (por lo general deudas o capital propio).

El nombre de capital de trabajo no tiene el sentido habitual de bienes de capital (como a veces se denomina al activo fijo), sino que marca esta relación con las fuentes de financiamiento.

La magnitud del capital de trabajo responde a la pregunta: ¿qué cantidad de fondos permanentes (financiamiento de largo plazo) está disponible para el “trabajo” o el giro del negocio?

Es un fondo de maniobra, un amortiguador financiero de las oscilaciones en el flujo de dinero por compras y ventas. La magnitud de fondos permanentes que financian el activo circulante es justamente el amortiguador: aunque existan demoras en la conversión en dinero de esos activos, ese dinero no es requerido perentoriamente para atender los compromisos inmediatos de pago.

¿Qué significa recursos de liquidación relativamente rápida? En principio. La rapidez de esa liquidación depende de las características del ciclo financiero corto del negocio: el



plazo en que pueden venderse los bienes de cambio y cobrarse los créditos por las ventas. Y esto con relación con el plazo en que deben pagarse las cuentas con proveedores y los préstamos con vencimiento próximo.

El capital de trabajo es la suma de partidas operativas y financieras. (Ver Anexo No 11).

El capital de trabajo operativo (**CTO**) está vinculado de modo directo con las condiciones operativas. Su magnitud es consecuencia del ciclo financiero corto del negocio.

Se puede pensar que hay una relación de variabilidad relativamente estrecha entre el nivel de actividad y el capital de trabajo operativo: aumenta o disminuyen según lo hacen, por ejemplo, las ventas. Esta característica de activos y pasivos “variables” también se manifiesta en el efecto “palanca”.

Las decisiones que afectan a estos activos y pasivos se toman continuamente en las distintas áreas de la empresa (comercial, producción). Si bien el resultado de ellas es una figura del ciclo financiero corto, la gestión del mismo (disponible en caja y bancos, inversiones transitorias) y los pasivos negociados de corto plazo. Es un concepto de *buffer stok* que “absorbe” los movimientos de las restantes partidas: los que se originan en activos y pasivos operativos y en fuentes e inversiones permanentes (Mondito y Pendás, 1994, pág. 135).

En el esquema de los dos componentes del capital de trabajo el fondo circulante financiero es negativo. Esto significa que existen más pasivos financieros de vencimiento próximo que activos estrictamente líquidos. Es claro que se puede observar la situación inversa.

Lo mismo ocurre con el capital de trabajo y el capital de trabajo operativo. En los esquemas 1 y 2 del **Anexo No 11** se muestran con signo positivo, pero puede existir un capital de trabajo negativo. Esto último no significa necesariamente que el capital de trabajo operativo también sea negativo (que el pasivo corriente operativo sea mayor que el activo corriente operativo).

Entonces, al separar los dos componentes del capital de trabajo se resuelve una de los problemas de interpretación que tiene esta medida. En general se interpreta que la magnitud del capital de trabajo equivale a los fondos que pueden obtenerse en el corto plazo liquidando los activos corrientes y cancelando los pasivos corrientes.

Pero esto en realidad depende de la estructura de vencimientos; una deuda (que es un *ítems* financiero) de corto plazo puede tener un vencimiento mucho más corto que el plazo de realización de los activos corrientes. Al separar los componentes operativos del



capital de trabajo de los componentes financieros se pueden sumar elementos que son comparables.

El capital de trabajo operativo depende de decisiones comerciales y de producción, y está relacionado con el nivel de actividad. Podría decirse que es la parte del capital de trabajo que es “variable” con las condiciones operativas; y los cambios en él muestran los cambios en el ciclo financiero corto del negocio.

El fondo circulante financiero tendrá una estructura de vencimientos que debe analizarse para realizar un diagnóstico financiero de corto plazo. Esta estructura no tiene una relación directamente identificable con el nivel de actividad del negocio o con las decisiones operativas y comerciales (plazos a clientes, forma del proceso de producción, modalidades de compra, etc.). Esto es, debe interpretarse con un enfoque distinto al del ciclo financiero corto del negocio.

¿Cuán líquidos son los activos corrientes? Hay que considerar con cuidado la expresión “fondos que pueden obtenerse en el corto plazo”. Con esto se alude exclusivamente al hecho de que cualquier decisión a cerca de las decisiones operativas de ventas y compras se refleja rápidamente en los fondos netos (la rapidez depende de la extensión del ciclo financiero corto).

Para obtener realmente el total de los fondos representados en la medida del capital de trabajo es preciso liquidar todos los activos corrientes y cancelar los pasivos corrientes. Esto supone que se comienza a comprar y vender al contado y que se opera sin existencia de bienes de cambio. Tal situación no suele ser frecuente.

Esta imagen de liquidez, entonces, puede ser engañosa. Por la asociación que existe entre el capital de trabajo operativo y el nivel de actividad, si las ventas crecen (y no cambia la duración del ciclo financiero) no sólo se dispondrá de esos fondos “relativamente más líquidos”, sino que habrá que destinar más recursos para las mayores necesidades operativas de bienes de cambio y crédito a clientes. Hace falta más capital que, aún siendo corriente, se moviliza en el sentido de no estar disponible como dinero.

Finalmente, a veces se define el capital de trabajo como el activo corriente operativo (que es una parte del capital de trabajo en términos de financiamiento). Y entonces se hace una distinción entre “el capital de trabajo bruto” (que equivale al activo corriente operativo) y el capital de trabajo neto (Activo corriente – Pasivo corriente).

Esta noción del capital de trabajo bruto se refiere más a los recursos necesarios para el funcionamiento corriente que a la cuestión financiera implícita en el capital de trabajo; el plazo de los fondos con los que se financian esos recursos.



Cuando se dice que una empresa tiene “un problema de capital de trabajo” (en el sentido que le falta capital de trabajo para las actividades que realiza) esto no significa que tenga pocos activos operativos corrientes, sino que no cuenta con los suficientes fondos permanentes (pasivo permanente y patrimonio neto) para financiar con alguna holgura los activos operativos que requiere para funcionar (o crecer en ventas). La magnitud de esta holgura es precisamente el capital de trabajo.

1.6.1- Composición y magnitud del capital de trabajo operativo.

La actividad en cada sector de negocios implica una composición específica de los recursos operativos. Hay sectores en los cuales el principal componente del activo corriente operativo son los créditos por ventas, y en otros los bienes de cambio.

A su vez, el capital de trabajo operativo en algunos sectores puede ser más de 50% del activo corriente operativo, y en otros es negativo.

Esta última situación es característica de los mercados (bodegas, tiendas) al detalle, y los efectos financieros de los cambios en ventas son muy importantes. Cuando las ventas crecen el impacto es financieramente muy favorable, pero cuando se produce una disminución de ventas repentina el impacto financiero puede ser muy negativo.

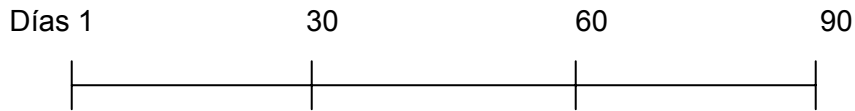
Características operativas que influyen en el capital de trabajo.

Los recursos circulantes requeridos para las operaciones dependen de:

- la duración del ciclo financiero corto
- la cantidad de ciclos que se superponen (cada cuánto se inicia un nuevo ciclo)
- los costos operativos (fijos y variables)
- el nivel de actividad (volumen involucrado en cada ciclo)

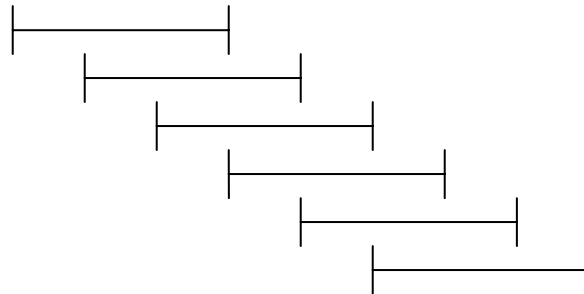
La relación de capital de Trabajo Operativo (CTO) con estos factores es positiva: un aumento del factor, si permanecen constantes los demás, implica un capital de trabajo operativo más grande.

La superposición de ciclos depende del tiempo que media entre el inicio de cada uno. Si el ciclo dura 30 días, y se inicia una cada 30 días, no hay superposición de ciclos. Supongamos que en cada ciclo quedan comprometidos 100 unidades monetarias (UM) en CTO (pagos de insumos que se realizan hasta el cobro del producto). Entonces, el CTO que requiere la empresa es de 100.



Si se inicia un ciclo cada 10 días existen siempre tres ciclos superpuestos, y el capital de trabajo operativo que se requiere es $100 \text{ UM} \times 3 = 300 \text{ UM}$.

Días 1 10 20 30 40 50 60 70 80



El primer ciclo se inicia el día 1ro y se cobra el 30; el segundo el día 11 y el dinero se cobra el 40; el tercero el día 50. El día 31 se inicia el cuarto ciclo, pero ahí ya ha concluido el primer ciclo (se ha recuperado el dinero comprometido en ese ciclo). El número de ciclos que están superpuestos es 3, para todo el tiempo en que se mantenga este ritmo de inicio.

Consideremos que cada ciclo involucra el equivalente de 20 unidades, con un costo operativo de 5 unidades monetarias cada una. Si el costo aumenta a 6 UM, el CTO será $20 \times 6 \text{ UM} \times 3 = 360 \text{ UM}$.

Con el costo de 5 por unidad, para aumentar las ventas es necesario aumentar la cantidad de unidades por ciclo, o aumentar el número de ciclos por período (disminuir el tiempo entre el inicio de cada ciclo). Si el volumen aumenta a 25 unidades por ciclo el capital de trabajo operativo que se requiere es $25 \times 5 \text{ UM} \times 3 = 375 \text{ UM}$.

1.6.2- Capital de trabajo operativo a financiar.

El capital de trabajo operativo que debe financiarse no es el capital de trabajo que se mide con las cifras contables. Se requieren fuentes financieras (préstamos o capital) para los costos operativos erogables que existan en el período en que no han concluido los ciclos financieros iniciados.

Hay dos aspectos a considerar. 1) El saldo de bienes de cambio está medido con el costo de productos vendidos, que incluye la depreciación de bienes de uso; y estas no son



erogables (no intervienen en el ciclo financiero corto). 2) El saldo de créditos por ventas está medido con el precio de venta, que incluye la ganancia operativa (después de considerar las depreciaciones); pero el margen de ganancia no debe considerarse en las necesidades de fondos para capital de trabajo operativo.

Indicadores contables de “liquidez”.

Existen indicadores de liquidez de la empresa con los cuales se busca evaluar la posibilidad de que existan dificultades financieras en el horizonte cercano.

Dos indicadores muy difundidos de liquidez contable son la liquidez corriente y la liquidez inmediata. Estas medidas establecen la liquidez mediante saldos; recursos disponibles y compromisos cercanos; no se consideran los flujos de dinero correspondientes. Estos indicadores pretenden ser una representación aproximada de la capacidad que tiene la empresa para afrontar sus compromisos inmediatos.

Si se evalúan la liquidez corriente y la inmediata entre períodos consecutivos y sus resultados reflejan crecimiento en el segundo con respecto al tercero, y estabilidad en el tercero con respecto al segundo, ¿qué pudiera significar esto?, la liquidez corriente se establece con los dos componentes del capital de trabajo. Por tanto, la magnitud del indicador y su evolución en el tiempo depende de la cuantía del capital de trabajo en cada año.

Cuando analizábamos los componentes del capital de trabajo se observó que él aumentaba por la cancelación de préstamos corrientes. Entonces, el indicador de liquidez corriente es otra forma de expresar la magnitud del capital de trabajo en relación con el pasivo corriente.

La liquidez corriente es 1 cuando el capital de trabajo es 0. Si la liquidez corriente es 2 señala que el capital de trabajo es igual al pasivo corriente: el activo corriente está financiado en partes iguales por pasivo corriente y fuentes permanentes.

Las medidas contables de liquidez son muy poco nítidas como indicadores de la posibilidad de dificultades financieras de la empresa. Suelen variar mucho entre empresas y entre períodos, sin que se pueda llegar a un juicio adecuado de la situación financiera de corto plazo. Estos indicadores reflejan la magnitud y la composición del capital de trabajo; de ahí que dependen de la forma de financiamiento de la empresa.

Sin embargo, su uso está bastante difundido, en especial entre los analistas de crédito, y por eso es conveniente conocer sus características.

Ya se explicó que los activos corrientes no son líquidos en el sentido de que pueden transformarse en dinero para cancelar compromisos (por ejemplo, préstamos). Para



continuar operando se requieren ciertos niveles de activos circulantes. La medida de la liquidez corriente, entonces, solo representa adecuadamente la posibilidad de afrontar los compromisos de corto plazo en una perspectiva de liquidación de la empresa.

Para interpretar los indicadores de liquidez deben utilizarse los plazos del activo y el pasivo operativo, y la estructura de vencimiento del pasivo corriente financiero.

Los plazos de los componentes del activo corriente operativo permiten comprender la liquidez que puede atribuirse a esos recursos: mientras más extenso sea el plazo, menos líquido es el recurso. La duración es un aspecto básico para comprender la liquidez. Los bienes de cambio deben primero consumirse y venderse (el plazo de consumo) y recién serán dinero después del plazo de crédito a clientes. Este hecho es el que se reconoce en el coeficiente de liquidez inmediata.

Pero no es posible reducir la descripción de la situación financiera de la empresa a un solo número. La situación financiera de corto plazo es una consecuencia de los requerimientos operativos de fondos en el negocio y de la forma en que son financiados. El análisis de la situación financiera requiere varias mediciones, para reconocer las diversas dimensiones que tiene; y en este análisis los coeficientes de liquidez contables son medidas demasiado borrosas. De ninguna manera son un resumen de la situación financiera; ni siquiera pueden considerarse una medida aproximadamente adecuada.

¿Que representa cada medida del ciclo financiero corto?

El ciclo financiero corto es consecuencia del uso de la capacidad productiva y comercial de la empresa. Por tanto, la generación productiva de fondos muestra el ritmo con que se van recuperando las inversiones fijas.

En la generación operativa también está contenida la ganancia que está realmente disponible para pagos financieros (intereses y dividendos).

Por ejemplo: si su empresa ha invertido en capacidad, capacidad que actualmente utiliza al 70%. Al aumentar las ventas aumenta el Activo Corriente Neto (ACON). Pero por las políticas de crédito a clientes, inventarios y pasivo operativo que aplica, ACON aumenta tan significativamente que implica la inmovilización de buena parte de la ganancia. Por ello no tiene generación operativa de fondos. No podrá reponer la capacidad, menos aún continuar aumentándola, ni atender los compromisos financieros. Su crecimiento, entonces, tiene un freno estructural.

Las mediciones del ciclo financiero corto establecen las distintas dimensiones de estas consecuencias financieras de las actividades de la empresa.



La duración del ciclo corto se manifiesta en los recursos requeridos (capital de trabajo operativo). Frente a cambios en el nivel de actividad, la duración del ciclo corto afecta la generación operativa. Las políticas de inversión en capacidad deben ser congruentes con las políticas de gestión de esta capacidad. De lo contrario no existirá el excedente financiero de las operaciones al que debe apuntar la empresa para asegurar su supervivencia próspera.

1.6.3- ACON (Activo Corriente Operativo Neto) y CTO (Capital de Trabajo Operativo): dos medidas de recursos.

Se han planteado dos medidas de los recursos requeridos para el uso de la capacidad: el activo corriente operativo neto y el capital de trabajo operativo.

Cada una tiene un papel distinto en la medición. El activo corriente operativo neto es comparable con la ganancia contable; incluye todo el pasivo operativo relacionado con el ciclo corto, aunque esté calificado como no corriente. En éste el ítem más habitual son las provisiones de origen operativo. Estas provisiones tienen su contrapartida en la medición del resultado contable. Justamente por eso la generación operativa se mide de un modo consistente utilizando la ganancia operativa (sin depreciaciones) y el cambio en ACON.

El capital de trabajo operativo es una medida de recursos requeridos en el ciclo corto que es congruente con la forma en que se establece la duración de ese ciclo. Por tanto, no incluye los ítems no corrientes del pasivo operativo, y tampoco el saldo de caja y bancos (que sí se considera dentro del ACON).

Flujo de fondos, rendimiento y liquidez. Con el análisis del flujo de fondos se identifica el perfil financiero de la empresa. De este modo se puede considerar una respuesta a la pregunta: ¿Cuáles son las consecuencias financieras de las políticas de inversión, de gestión y financieras?

Los componentes del flujo de fondos son congruentes con los componentes del rendimiento visto en el estudio de la relación entre la dimensión económica del desempeño que mide la contabilidad y la dimensión financiera del desempeño de la empresa.

La perspectiva financiera está basada en la liquidez, entendida en el sentido de dinero que se inmoviliza en recursos y después se libera.

El flujo de fondos operativo muestra estas características de liquidez, representando el continuo dinero-a bienes-a dinero.



Entonces, la liquidez en los ciclos financieros no debe confundirse con la medida contable de la liquidez, que es más bien un indicador de la magnitud en que pueden cancelarse los pasivos corrientes liquidando los activos corrientes.

Podría decirse que liquidar es exprimir toda la liquidez de un activo: se vende y se cobra, y no se sustituye.

Se liquida un activo fijo cuando se vende y no se repone; en vez de recuperar los fondos a través de la generación operativa por su uso; se recobran de una sola vez.

Se liquidan activos corrientes cuando, por ejemplo, se venden bienes de cambio y no se reponen totalmente. Tal vez esto se origina en una mayor eficiencia de la gestión de compras, producción o logística. En este caso la liquidez en términos financieros aumenta por la menor duración del ciclo financiero corto.

La descripción de los ciclos financieros mediante el flujo de fondos, la duración del ciclo corto y los recursos requeridos para la operación del negocio permite evaluar cuáles son las características relevantes de la liquidez de una empresa.

1.7 Cálculo de tendencias.

La determinación de las tendencias a partir de los datos de utilización recopilados puede ser una tarea ardua. El análisis preciso de las tendencias necesita los datos históricos adecuados y una comprensión de la naturaleza cíclica de los datos que son objeto de análisis, así como de cualquier suceso especial que se pueda encontrar en los datos históricos.

- Con frecuencia, las tendencias son valores pequeños, del orden de porcentajes o fracciones de un porcentaje al mes.
- Los datos cíclicos pueden ser fácilmente clases de magnitudes mayores que la tendencia (cálculos grandes realizados el día antes de la distribución de los salarios, riadas de usuarios que se conectan después del trabajo en la costa este de EE. UU., etcétera).
- Los sucesos especiales también pueden ser clases de magnitudes mayores que la tendencia (promociones de temporada, cálculos anuales como, por ejemplo, impuestos, etcétera).

Cualquier análisis algorítmico debe poder abordar estos problemas. HP Integrity Essentials Capacity Advisor combina la agregación de puntos basada en ciclos empresariales conocidos para abordar patrones cíclicos con la exclusión de puntos para abordar eventos especiales, a fin de aportar datos para una regresión lineal.



Agregación de puntos en depósitos de periodos comerciales.

Para reducir el impacto de los cambios cíclicos sobre los datos históricos, se utiliza un periodo comercial definido por el usuario para desglosar los datos en depósitos basados en intervalos de tiempo y, posteriormente, cada depósito se representa mediante un punto único. El punto puede ser la media, el punto máximo o el percentil nonagésimo de los datos (el 90 % de los puntos son menores que el valor). No se utilizará un depósito a menos que el porcentaje de los puntos válidos dentro del depósito supere el umbral especificado por el usuario.

Exclusión de puntos.

Un usuario puede establecer el periodo de informe para excluir un suceso especial o marcar el periodo de tiempo no válido para excluir los puntos recopilados durante dicho periodo de un análisis de tendencias.

Regresión lineal.

La regresión lineal se basa en un ajuste de mínimos cuadrados que reduce al mínimo la suma de los cuadrados de las desviaciones verticales entre cada uno de los puntos agregados y la línea de tendencia que los describe.

Análisis de errores.

El usuario puede optar por incluir el análisis de errores en el informe. Se facilita el siguiente valor de error:

r cuadrado: El coeficiente de correlación de la regresión llevada a cabo para calcular la tendencia. Una medida del acierto con que la regresión representa los puntos agregados. Se expresa en forma de valor decimal; los valores que se acercan a 1 o -1 indican la regresión que representa los datos de forma más exacta.

Pronóstico de Ventas - Métodos Cuantitativos para Pronosticar.

Los métodos cuantitativos para pronosticar, ampliamente utilizados por las empresas, son métodos matemáticos de análisis de información.

En general, estos métodos son utilizados para pronosticar las ventas, basándose en la información histórica, ya sea de la propia empresa o del mercado en general.

La elección del método a utilizar es fundamental a los fines de obtener un resultado razonable que muestre un futuro factible de ser cumplido.

En general pueden encontrarse estos métodos en cualquier bibliografía referida al tema, razón por la cual nos abocaremos a explicar cómo utilizar dos de los métodos más



comúnmente usados en las empresas: Método de los Promedios Móviles y el Estudio de la Tendencia.

Estudio de la Tendencia:

Basándonos en la información de cómo han venido evolucionando las ventas durante los últimos años, podemos llegar a estimar el volumen de ventas del próximo período.

Considerando dicha evolución en el largo plazo, ésta está representada por una recta, razón por la cual deberemos trabajar con la ecuación de la recta y los mínimos cuadrados para encontrar los distintos coeficientes: ordenada al origen y pendiente:

Ecuación de la recta: $y = a + bx$

Sin entrar en demostraciones matemáticas, si aplicáramos el método de los mínimos cuadrados llegaríamos a las fórmulas que finalmente necesitamos:

$$a = \Sigma y / n \quad b = \Sigma Xy / \Sigma X^2$$

siendo:

y = Ventas de períodos anteriores

n = Número de períodos

X = Coeficiente

Cantidad de años a considerar impar

El coeficiente X, dado que la cantidad de años a analizar “n” es impar (n = 11), se obtiene de la siguiente forma:

- para el año que se encuentra exactamente a la mitad

Para cada año anterior se resta 1 (uno) y para cada posterior se suma 1 (uno).

El analista será el responsable de decidir la cantidad de períodos a considerar en función no sólo de las ventas en sí sino de todas las variables que han tenido influencia en las variaciones de las ventas año a año (períodos de recesión, hiperinflación, cambio de regulaciones, desregulación de mercados, devaluaciones, etc.).

Cantidad de años a considerar par

El coeficiente X, dado que la cantidad de años a analizar “n” es par (n = 10) se obtiene de la siguiente forma:

En este caso no existe un año medio. El año que corresponde al total de años dividido dos (2), llevará coeficiente -1 mientras que el que le sigue llevará coeficiente 1.

El resto de los años, hacia atrás y hacia adelante, llevarán el coeficiente menos dos o mas dos, según corresponda.

Como se mencionara anteriormente, siempre se debe contrastar el resultado de esta proyección con la realidad de la empresa y los posibles factores, tanto internos como



externos, que pueden influir en el desarrollo y operatoria de la misma. Si bien toda estimación no deja de ser justamente una estimación, la empresa tendrá un excelente dato para planificar sus acciones futuras.

Conclusiones parciales.

- 1- El estudio bibliográfico efectuado permite crear una concepción teórica sobre una base científica sólida, que coadyuve positivamente al desarrollo de la presente investigación.
- 2- Los elementos revisados y analizados permiten corroborar la importancia de la aplicación de las técnicas de análisis financiero con información contable, así como del capital de trabajo operativo y la determinación del pronóstico de ventas.



CAPÍTULO 2: Aplicación y evaluación de las herramientas.

2.1 Introducción.

En el capítulo precedente hemos realizado una valoración de los criterios y aspectos más tratados sobre la evaluación de la actividad económico – financiera, específicamente dirigido al sector comercial, elementos que nos permitieron adoptar caminos a seguir el la aplicación de un grupo de herramientas que permitan la consecución de la investigación, así como el demostrar de su importancia de aplicación en la entidad objeto de estudio, pero para una mejor comprensión del sector al que nos estamos refiriendo consideramos menester reseñar brevemente los aspectos más importantes que caracterizan la Sucursal CIMEX SS.

2.1.1 Caracterización de la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.

La Sucursal de la Sociedad anónima cubana Corporación CIMEX S.A. en Sancti Spiritus se constituyó en diciembre del 2004 y luego de varios años hoy su gerencia se ubica en la intersección de la Avenida de los Mártires y Circunvalante Olivos I, teniéndose que señalar que no posee personalidad jurídica propia.

Como objeto social tiene en resumen los siguientes aspectos:

- Comercialización de forma mayorista y minorista de mercancías en general en MLC, que incluye la de productos alimenticios y no alimenticios.
- Comercialización mayorista y minorista en MLC de materias primas, componentes, accesorios, piezas de repuesto, insumos y mercancías con destino a entidades nacionales y extranjeras.
- Comercialización Mayorista en MLC de productos Tecnológicos tales como equipamiento técnico de oficina, sistemas de climatización y de generación de energía.
- Comercialización mayorista y minorista en MLC de modalidades de soporte de información en cualquier formato, como equipos y medios audiovisuales.
- Comercialización mayorista y minorista en MLC de combustible, lubricantes, accesorios para vehículos automotores, sus partes y piezas y demás productos.
- Comercialización mayorista y minorista en MLC de medios de publicidad gráfica y para televisión, cámaras, rollos y otros artículos fotográficos y de reproducción de imágenes, así como de publicaciones tales como libros y revistas.



- Comercialización de películas extranjeras y cubanas, así como documentales con diferentes temáticas, venta de casetes para grabaciones de video y audio en diferentes formatos.
- Producción y comercialización Espejos y cristales, muebles y toldos. Procesamiento de espejos y cristales, grabado y serigrafía de los mismos, distribución especializada de cristales o espejos en huáchales o formatos. Producción de cuadros en madera y aluminio. Montaje de enchapes en espejos
- Prestación de servicios gastronómicos, fotográficos, de revelado y montaje de diapositivas.
- Prestación de servicios de reparación y mantenimiento energético y de bienes muebles e inmuebles.
- Prestación de servicios de garantía y posventa de las producciones y mercancías que comercializa.
- Prestación de servicios relacionado con Western Unión.
- Prestación de servicios de señal de Televisión por Cable.
- Prestación de servicios de talleres automotores.
- Fungir como centro de procesamiento de tarjetas en divisas.
- Gestionar y administrar las remesas de ayuda familiar desde el extranjero hacia Cuba.
- Prestación de servicios de promoción y venta de moda cubana e internacional.
- Prestación de servicios de cerrajería profesional integral, y de alta seguridad bancaria.
- Prestación de servicios de recreación y de arrendamiento de activos dedicados a tales fines.

El peso fundamental de los ingresos por ventas recae en la actividad minorista, la que está conformada por una extensa red integrada por 19 tiendas, 12 servi-centros, 6 rápidos, 2 photo-services y 39 puntos de venta para un total de 78 unidades en las que laboran 558 trabajadores, téngase en cuenta que estamos refiriéndonos a aquellos que más directamente intervienen en el resultados fundamental de la actividad de la sucursal.

2.2 Análisis de la Información Contable.

Para la realización del análisis de la información contable se nos hace necesario determinar un período o grupo de ellos en que podamos valorar el comportamiento de los diferentes grupos de partidas que se estructuran en los estados fundamentales de la



contabilidad a llevar por la entidad objeto de estudio, que para el caso de la Sucursal CIMEX SS veremos fundamentalmente los correspondientes a los cierres de período de los años 2005, 2006 y 2007 de los Estados de Situación y Estados de Resultados, incluyendo dentro de los mismos un análisis comparativo en función de la variación absoluta y porcentual, que para el caso del de resultados incluiremos la tendencia del comportamiento para el período o cierre del 2008 de aquellos ingresos fundamentales de la entidad.

2.2.1 Valuación del Estado de Situación y Estado de Situación Comparativo.

El acceso a la información contable perteneciente al cierre de los períodos 2005, 2006 y 2007 nos permitió corroborar la uniformidad en la estructura y organización de los diferentes grupos de partidas en dependencia de los subgrupos a que pertenecen, es decir, de manera general por ejemplo, dentro del Activo Circulante los diferentes grupos del efectivo o de los inventarios, lo que nos permitió realizar el siguiente análisis comparativo:

En el **Anexo 12** se puede observar la variación del 2007 con respecto al 2005 y con respecto al 2006 lo que nos proporciona un criterio de crecimiento o no en el transcurso de los últimos tres años de la actividad de la sucursal, y se aprecia que dentro del Activo Corriente, específicamente las partidas dentro de las relacionadas al grupo de efectivo las de variación más significativa están:

- Las Remesas en Tránsito crecen en el 2007 con respecto al 2005 en 92 363 pesos que representa un 25% y con respecto al 2006 en 264 903 pesos que representa el 138%, que a simple vista refleja un comportamiento de tendencia creciente y a su vez puede representar un incremento en la actividad de la sucursal o de manera negativa el incremento de dichas operaciones.
- De manera positiva se puede calificar la disminución en el incremento de los Efectos al Cobro de un 75% respecto al 2005 a un 15% con respecto al 2006, lo que a nuestro criterio refleja una considerable mejoría en la realización de los cobros y por tanto en la disponibilidad del efectivo.
- Por su parte es muy significativa la forma de comportarse la disponibilidad de efectivo en banco, ya que si con respecto al 2005 se observa una desviación superior en el 176% por el valor de 3.66 MP disminuye sustancialmente con respecto al 2006 en un 29% al cerrar con 2.37 MP de menos. Esta situación puede estar asociada a que al cierre del 2007, como veremos posteriormente, existe una

considerable disminución en los compromisos con terceros al corto y largo plazo y variaciones en las disponibilidades de inventarios.

- Dentro del subgrupo de Cuentas y documentos por cobrar se refleja un comportamiento que podemos evaluarlo de muy positivo en lo relacionado a su variación ya que si con respecto al 2005 había disminuido en el 34% con respecto al 2006 lo hizo aun más hasta el 68%, lo que refleja una muy buena tendencia en dicha actividad, cuestión a corroborar posteriormente en la evaluación a través de indicadores de la actividad.
- Los inventarios de manera general reflejan crecimiento respecto a ambos períodos, pero debemos llamar la atención al comportamiento específico de ellos, a lo que nos referiremos más adelante.
- A manera de resumen general del Activo Circulante debemos reseñar que existe una disminución en el 2007 en la variación con el 2006 respecto al 2005, lo que puede significar una disminución en la capacidad operativa de la entidad.

Como elemento más significativo del resto de las partidas que se recogen en el Activo los Fijos manifiestan una disminución ya que si con respecto al 2005 era superior en el 66 % disminuye hasta el 24% con respecto al 2006, esto puede significar un decrecimiento de la puesta en servicio de instalaciones para la generación de servicios o venta de productos.

Dentro de los Pasivos es muy significativa la disminución de las cuentas y documentos por pagar que si con respecto al 2005 significaron un crecimiento en el 51% para con respecto al 2006 reflejan una disminución en el 29%, elemento que a nuestro criterio puede reflejar una mejoría de la realización de los compromisos al corto con terceros, pero esto será evaluado más minuciosamente al evaluar los indicadores de actividad.

Referente a los pasivos al largo plazo se comprueba un incremento con respecto a los dos períodos precedentes en análisis, no obstante a que los datos contables de manera positiva manifiestan positivamente la disminución sustancial de las partidas correspondientes a sobrantes en investigación.

Hasta aquí nos hemos referido a grandes rasgos sobre el comportamiento de las principales partidas o grupos de partidas que conforman el Estado de Situación, pero en el análisis bibliográfico se hacía referencia a la conveniencia para la realización del AFIC del reordenamiento o agrupación de los componentes operativos y de las fuentes financieras de fondos.

Reordenando el Estado de Situación quedaría como se observa en el **Anexo 13**, y aquí se observa como realmente para el tratamiento o análisis del capital operativo existe variación sustancial en el pasivo corriente operativo con respecto al pasivo circulante, lo que está dado por, fundamentalmente, el saldo de los préstamos que se consideran como fuentes de financiamiento.

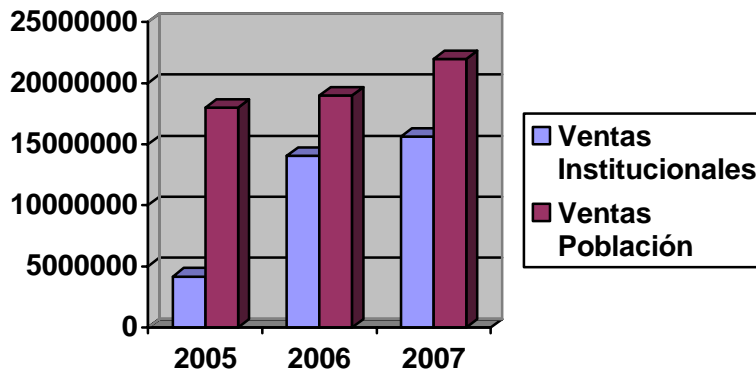
2.2.2 Valuación del Estado de Resultados.

En aras de un mejor análisis de los resultados generados por la actividad fundamental, las ventas o ingresos por ventas, durante los cierres de información correspondiente a los períodos 2005, 2006 y 2007 consideramos oportuno realizar un resumen de la actividad agrupando por los diferentes subgrupos fundamentales según la información que se genera del estado de resultados de la sucursal objeto de análisis, ya que de trabajar con la misma y por su extensión a más de 10 páginas, (ver estados anexados) consideramos que se podría disipar la información.

En la tabla 2.1 se refleja el comportamiento de los ingresos, costos y gastos por los dos principales grupos y los resultados o utilidad neta en cada cierre del 2005, 2006 y 2007 de la actividad por las ventas institucionales, ventas a la población, ventas de servicios, ingresos por servicios financieros e ingresos de afiliadas.

A partir de los datos compilados se puede verificar que el peso fundamental de los ingresos por venta que se obtienen proviene de las Ventas Institucionales y de las Ventas a la Población. Veámoslo gráficamente:

Gráfica 2.1: Ingresos por Ventas Institucionales y a la Población.



Fuente: Elaboración propia



Como se puede observar ambos rubros experimentan incremento desde el 2005 hacia el 2007, las ventas institucionales crecieron con respecto al 2005 en aproximadamente 11.5 MMP en un 275% y con respecto al 2006 en 1.6 MMP para el 11%; por su parte las ventas a la población en 3.9 MMP para el 22% y 2.9 MMP para un 16% respectivamente. No obstante es significativo referirse a la composición de ellos dentro del total de ingresos ya que si en el 2005 los ingresos institucionales constituían cerca del 20% y los de población el 79% varían su composición para periodos posteriores dado a que los primeros ascienden al cerca del 41% dentro del total y los segundos descienden al orden del 56%, lo que brinda una medida de la contracción de dicha actividad independientemente al incremento experimentado.

Del resto de los ingresos los más significativos son los que corresponden a servicios ya que se incrementan del 0.5% en el 2005 al 1% en el 2006 y continúan ascendiendo hasta el 2% en el 2007, si bien en valores absolutos no significan grandes valores si reflejan un comportamiento positivo ascendente, elemento a tener en cuenta para la toma de decisiones en períodos futuros.



Tabla 2.1: Estado de Resultados comparativo. (Resumen)

Estado de resultados (RESUMEN)	Saldo			VARIACIÓN			
	2005(1)	2006(2)	2007(3)	ABSOLUTA		RELATIVA	
				(3) - (1)	(3) - (2)	(3) / (1)	(3) / (2)
Ingresos							
Ventas Institucionales	4166115.90	14045119.21	15639119.63	11473003.73	1594000.42	375	111
Ventas a la Población	17961568.45	18982573.73	21961246.61	3999678.16	2978672.88	122	116
Ventas de Servicios	114202.54	363644.36	736178.11	621975.57	372533.75	645	202
Ingresos por servicios financieros	70973.68	113465.30	141302.85	70329.17	27837.55	199	125
Ingresos de Afiliadas	181685.10	213565.15	158569.61	-23115.49	-54995.54	87	74
Total Ingresos	22494545.67	33718367.75	38636416.81	16141871.14	4918049.06	172	115
Costos de ventas							
Costos de ventas institucionales	2937217.43	10025611.92	11144353.81	8207136.38	1118741.89	379	111
Costos de ventas a la población	7972071.90	8459970.54	9730808.51	1758736.61	1270837.97	122	115
Costo de servicios	53451.86	222043.07	485386.41	431934.55	263343.34	908	219
Costo de afiliadas	106900.89	98451.79	58381.10	-48519.79	-40070.69	55	59
Costo de venta afiliadas	43348.84	99235.76	102914.35	59565.51	3678.59	237	104
Total Costos	11112990.92	18905313.08	21521844.18	10408853.26	2616531.10	194	114
UTILIDAD BRUTA	11381554.75	14813054.67	17114572.63	5733017.88	2301517.96	150	116
Total Gastos 1 y Gastos 2	5235193.37	7204925.58	7876314.41	2641121.04	671388.83	150	109
Utilidad en Operaciones	6146361.38	7608129.09	9238258.22	3091896.84	1630129.13	150	121
Total otros ingresos	191195.60	291831.34	212651.89	21456.29	-79179.45	111	73
Total otros gastos	97000.98	241466.63	622388.52	525387.54	380921.89	642	258
Resultado del Año	6240556.00	7658493.80	8828521.59	2587965.59	1170027.79	141	115

Fuente: Estado de Resultados Corporación CIMEX S.S.



Otro elemento a tener en cuenta es el análisis histórico del comportamiento de los mismos, como criterio valorativo para el análisis del pronóstico hacia el próximo período, o dicho de otra manera, el análisis de su tendencia.

Por su parte los costos asociados a cada subgrupo de ingresos se comportan de manera similar en composición y resultados reflejándose que la variación tanto absoluta como relativa de manera descendente puede calificarse de positivo, aunque debemos significar que dentro del grupo de costos los cambios más significativos corresponden a los de servicios por disminuir su relación de un 800% con respecto al 2005 a un 119% con respecto al 2006.

2.2.2.1 Análisis de tendencia de los ingresos. Determinación del pronóstico de ingresos.

Para la determinación del pronóstico de ventas para el próximo período, es decir al correspondiente al año 2008, se tuvo primeramente en cuenta el comportamiento de los ingresos a cada uno de los subgrupos evaluados: es decir, institucionales, a la población, por servicios financieros y el de afiliadas. En la **tabla 2.2** se relacionan sus resultados en el período desde el 2002 hasta el 2008, y agregándosele a la última columna, a manera de ejemplo, el valor del pronóstico calculado.

La tendencia o pronóstico de los ingresos por Ventas Institucionales se determinó de la siguiente manera:(**Ver Tabla 2.2**)



Tabla 2.2: Cálculo del pronóstico de Ventas Institucionales.

**Tendencia
Ventas.
Inst.**

t	Yt	t'=2(t - Ot)	Ot	Yt * t'	t' ²	a'	b'	Yt = 2008
2002	5207644.88	-5	2004.5	-26038224	25	537121875.4	261019.5193	12994680.62
2003	31601518.22	-3	2004.5	-94804555	9			
2004	12789975.81	-1	2004.5	-12789976	1			
2005	4166115.90	1	2004.5	4166116	1			
2006	14045119.21	3	2004.5	42135358	9			
2007	15639119.63	5	2004.5	78195598	25			
Σ	83449494	0		-9135683	70			

a= 13908248.94

N= 6

b= -130509.7597

537121875 -

Yt' = 261020 t'

t' = 2(t - Ot) = 2t - 2 Ot

(-2) * Ot = -4009

a' = 537121875.4

b' = -261019.5193

(-2) * Ot = -4009

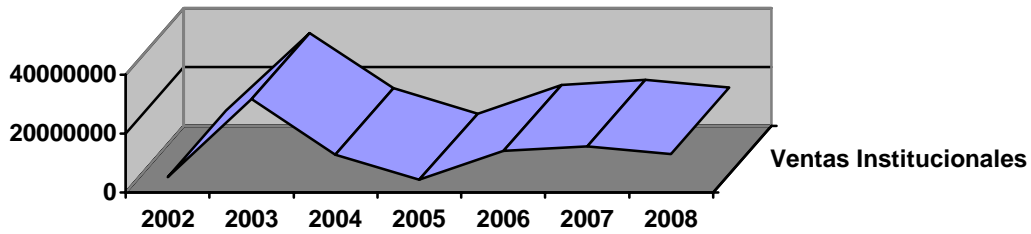
a'= 537121875

b'= -261020

Fuente: Elaboración propia.



Gráfica 2.2: Pronóstico Ventas Institucionales.



Fuente: Elaboración propia.

De manera similar se determinan las previsiones del resto de los subgrupos de ingresos arrojándose un comportamiento de tendencia decreciente e incluso los pronósticos determinados en ocasiones, como habíamos explicado para los institucionales, se prevén menores al período precedente, es cierto que los costos reflejan un comportamiento similar, pero téngase en cuenta que los precios de venta están sujetos a determinadas regulaciones directivas de la casa matriz, que al final, tergiversan el resultado real de la entidad.



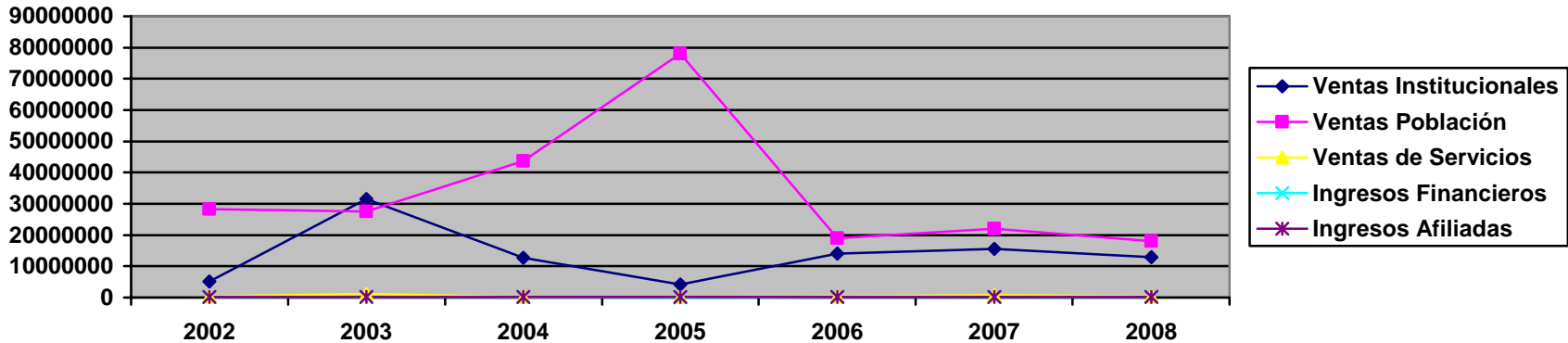
Tabla 2.3: Determinación del pronóstico de ingresos.

Comportamiento de las Ventas	Saldo						TENDENCIA
Ingresos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Institucionales	5207644.88	31601518.22	12789975.81	4166115.90	14045119.21	15639119.63	12994680.62
Ventas a la Población	28199662.47	27524731.91	43646611.33	17961568.45	18982573.73	21961246.61	18129039.41
Ventas de Servicios	302636.73	1109115.30	178155.96	114202.54	363644.36	736178.11	454056.2328
Ingresos por servicios financieros	114977.36	141831.63	142657.10	70973.68	113465.30	141302.85	118352.4906
Ingresos de Afiliadas	168967.14	160173.86	170783.99	<u>181685.10</u>	<u>213565.15</u>	<u>158569.61</u>	<u>187532.8736</u>
Total Ingresos	<u>33993888.58</u>	<u>60537371</u>	<u>56928184.2</u>	<u>22494546</u>	<u>33718368</u>	<u>38636417</u>	<u>31883661.63</u>

Fuente: Elaboración propia.

Gráficamente se obtiene el siguiente comportamiento:

Gráfica 2.3: Pronóstico de ingresos.



Fuente: Elaboración propia.



2.3 Análisis Financiero.

Es preciso señalar que el análisis financiero no parte desde este momento porque ya desde la evaluación del comportamiento de las partidas que componen los estados financieros, así como la variación de los mismos con respecto al año precedente nos da criterio del curso financiero que han venido experimentando; no obstante aceptamos los criterios generalmente utilizados para la valuación a través de indicadores de la actividad financiera de una entidad, en el que se relacionan dos o más elementos que brindan su relación.

2.3.1 Indicadores de Liquidez.

Los indicadores fundamentales de liquidez evaluados para los períodos 2005, 2006 y 2007 son:

- Solvencia.
- Prueba Acida.
- Tesorería, y
- Capital Neto de Trabajo.

Solvencia.

Recordemos que la solvencia no es más que la relación que existe entre el Total del Activo Circulante y el Total del Pasivo Circulante, o dicho de otra manera expresa en cuanto están financiados los recursos más rápidamente convertibles en efectivo por los compromisos con terceros.

Los resultados de su determinación son:

Tabla 2.4

	2005	2006	2007
Solvencia (AC / PC)	2.01	1.58	1.59

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Como se puede observar en los tres períodos en estudio la Sucursal mantiene su comportamiento dentro de los parámetros generalmente aceptados, entre 1.5 y 2.0, siendo más estable en los últimos dos.

El hecho de que el indicador para el 2005 se comportara en el orden de 2.0 está dado porque en el 2005 como elementos más significativos, dentro de los pasivos circulantes no se registraron nóminas por pagar y prácticamente cobros anticipados, manteniéndose una proporción relativamente constante en el resto de sus partidas para el resto de los períodos con un crecimiento aproximado del 110%.



Estos resultados demuestran estabilidad en el financiamiento por compromisos con terceros al corto, lo que da un criterio de liquidez sin riesgo, elemento fundamental en la evaluación financiera de la entidad para grupos de períodos de tiempo, pudiéndose definir una tendencia sin riesgo.

Prueba Acida.

La acidez de este indicador se refleja porque en la relación que se establece entre los Activos Circulantes y los Pasivos Circulantes se deduce de los primeros aquellos que precisamente son los de menor convertibilidad en efectivo o que generalmente en su realización se incurre en pérdidas de valor, independientemente de los costos que se incurren por su mantenimiento; generalmente se aceptan valores entre 1.5 y 1.0, aunque algunos prestigiosos autores más contemporáneos aceptan para economías de países subdesarrollados valores más cercanos a 1.0.

Los resultados de su evaluación son:

Tabla 2.5

	2005	2006	2007
P Acida (AC - Inv - Pagos anticipados) /			
PC	1.13	1.02	0.85

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Una observación a priori de los estados de situación de los períodos del 2005 al 2007 demuestran que los inventarios constituyen en los tres años más del 45% dentro del total de los activos circulantes; de ahí que el resultado de la evaluación de este indicador refleje que rondan el valor de 1.0, bajando en el 2007 a 0.85 centavos por cada peso de deuda, mostrando así una tendencia a la disminución en la disponibilidad de recursos altamente líquidos para afrontar los compromisos con terceros al corto, los más apremiantes. Esta situación, independientemente de que para entidades de este sector, la disponibilidad de altos inventarios y más para las condiciones de la economía cubana que está en dependencia de los stocks de reservas para contingencias de mercado, constituye de profundo análisis por el poder a conllevar a una situación de riesgo por incapacidad de pago a terceros, elemento que podremos evaluar más de cerca en la determinación de la Tesorería.



Tesorería.

Tabla 2.6

	2005	2006	2007
Tesorería (Efectivo / PC)	0.95	0.67	0.77

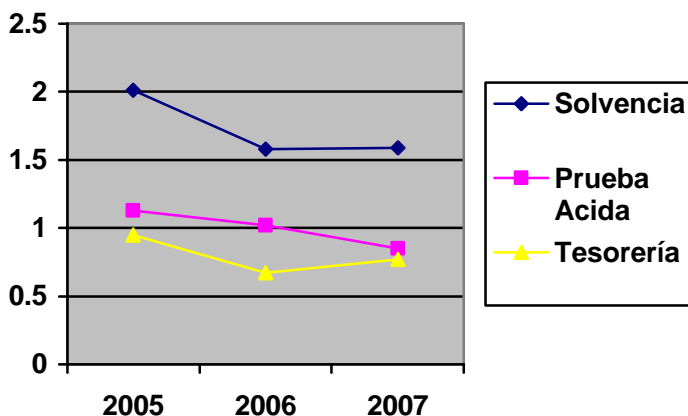
Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Los resultados en la determinación de este indicador reflejan un comportamiento con tendencia a la disminución en la capacidad de disponibilidad de efectivo para afrontar los compromisos con terceros al corto.

Revisando el Estado de Situación Comparativo observamos que las partidas que sufren mayor decrecimiento son las relacionadas al efectivo en caja, el que disminuye en el 2007 con respecto al 2005 en 29 475 pesos para el 14% y con respecto al año base es en 111 012 pesos para el 42%, pero la determinación de este índice refleja que si bien en el 2005 manifestó un comportamiento cercano a los parámetros generalmente aceptados, sufre una sustancial disminución en el 2006, dado no sólo por la disminución en la disponibilidad de efectivo sino por el incremento de los pasivos circulantes fundamentalmente los concernientes a las retenciones por pagar, las cuentas por pagar a proveedores por inversiones y los cobros anticipados, como los más significativos.

Como último elemento evaluativo de la liquidez y de importancia como criterio valorativo de la actividad de la sucursal consideramos la determinación del capital Neto de Trabajo.

Gráfica 2.4: Indicadores de Liquidez.



Fuente: Elaboración propia

Capital Neto de Trabajo.



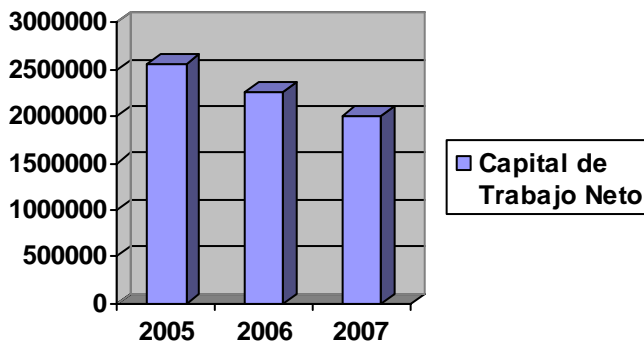
La administración de capital de trabajo abarca todos los aspectos que el capital el trabajo requiere; una comprensión de las interrelaciones entre los activos circulantes y los pasivos circulantes, y entre el capital de trabajo, el capital y las inversiones a largo plazo. Suele emplearse como medida de riesgo de insolvencia de la empresa, cuando más solvente o líquida sea menos probable será que no pueda cumplir con sus deudas en el momento de vencimiento. Si el nivel de capital de trabajo es bajo indicara que su liquidez es insuficiente por lo tanto dicho capital representa una medida útil del riesgo. Otra definición menciona que es la parte del activo circulante de la empresa financiado con fondos a largo plazo. Una empresa debe mantener un nivel satisfactorio de capital de trabajo. El activo circulante debe ser lo suficientemente grande para cubrir el pasivo a corto plazo, con el fin de consolidar un margen razonable de seguridad. El objetivo de este tipo de administración es manejar cada uno de los activos y pasivos a corto plazo de la empresa de manera que se alcance un nivel aceptable y constante de capital neto de trabajo.

Tabla 2.7

	2005	2006	2007
Capital Trabajo Neto (AC - PC)	2556251.05	2259940.33	1996194.12

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Gráfica 2.5: Capital de Trabajo Neto.



Fuente: Elaboración propia.

Al determinar este indicador se verifica que en los períodos analizados la sucursal cuenta con suficientes recursos líquidos para cubrir el pasivo a corto plazo, no obstante se observa un comportamiento a su disminución en una proporción de decrecimiento en el 2006 con respecto al 2005 en el 13% y del prácticamente del 100% en el 2007 con



respecto al 2006. Ya en momentos anteriores nos referíamos a los cambios experimentados no sólo en el Activo Circulante, sino también a las partidas más significativas del Pasivo Circulante.

Independientemente de que aún la entidad se encuentra en un margen razonable de seguridad, en momentos posteriores nos referiremos a las necesidades de capital de trabajo, específicamente al último período de análisis, así como a la previsión de su comportamiento para el próximo, como elementos sustentadores o no de la seguridad de la empresa y como criterio de proyección para el futuro.

2.3.2 Indicadores de Actividad.

Miden el grado de efectividad con el que la empresa está utilizando sus recursos. Este grupo de razones mide la efectividad con que la empresa está administrando sus activos. Si se tienen muchos activos, los gastos de interés serán altos y las utilidades serán deprimidas. Por otra parte, si los activos son demasiado bajos, se podrán perder ventas productivas. En esencia el objetivo de estos ratios es **evaluar la eficiencia con la que opera la empresa.**

Dadas las condiciones de trabajo de la sucursal consideramos evaluar la actividad a través de los siguientes indicadores:

- Rotación de caja.
- Rotación del Capital neto de trabajo.
- Rotación del Activo Fijo.
- Ciclo de Cobros.
- Ciclo de Pagos.
- Ciclo de Inventarios.

Rotación de caja.

Tabla 2.8

	2005	2006	2007
Rotación Caja (Vtas Netas / Efectivo)	1.39	1.77	1.99

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Ya en la evaluación del estado de situación comparativo hacíamos referencia el comportamiento del efectivo durante los tres períodos en análisis, no obstante la medición de este indicador refleja que realmente existió una baja rotación del efectivo disponible por la sucursal, aunque refleje un ligero crecimiento en el 2006 2007 con el año



precedente respectivamente. Analizando críticamente este indicador podemos resumir que su comportamiento refleja una muy baja rotación de caja, máxime si se considera que al menos debe rotar una vez por mes, es decir, se generan bajos ingresos por la disponibilidad de efectivo por la sucursal, lo que lleva a concluir que existe poca eficiencia en la generación de efectivo y visto desde otro punto de vista, lo que sustenta lo analizado anteriormente, las altas existencias del mismo reflejan inmovilización de efectivo, lo que a la postre incide en su multiplicación.

Rotación del capital neto de trabajo.

En esencia nos da a conocer cuan eficientemente se utiliza el capital neto de trabajo en la generación de ingresos por la actividad fundamental de la entidad.

Tabla 2.9

	2005	2006	2007
Rotación CT Neto (Vtas Netas / Capital Trabajo Neto)	1.30	2.06	2.60

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Generalmente se acepta que la rotación del capital neto de trabajo debe reflejar una tendencia creciente en el tiempo, lo que indicaría que se están generando más ingresos por los recursos financiados al largo plazo. La evaluación de este indicador para los tres últimos períodos refleja que si bien de manera positiva crece ascendentemente desde el 2005 hasta el 2007 no podemos evaluarlo de una rotación eficiente, ya que si existe inmovilización del efectivo, como grupo de partidas más líquidas en disponibilidad de la operatividad de la sucursal, ello incide directamente en el resultado de que seacategorizado de muy bajo específicamente por su baja rotación, téngase en cuenta que para entidades como las que se tratan en este estudio no contamos con un parámetro indicador de buen comportamiento pero si se acepta que al menos rote una vez por mes.

Rotación del Activo Fijo.

La valuación de este indicador tiene suma importancia porque muestra cuanto generan los activos generalmente financiados por los recursos propios de la entidad de ingresos por ventas, siendo más eficiente en la medida que refleje crecimiento.

Tabla 2.10

	2005	2006	2007
Rotación del Act. Fijo (Vtas netas / Act Fijo)	0.77	0.90	0.86

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S



Como se puede observar tras la determinación del indicador los resultados no reflejan que se generen altos ingresos por los activos fijos disponibles y en función de la actividad principal por la sucursal. Si se tiene en cuenta que el peso fundamental de los activos fijos está en función de la generación de ingresos por ventas, es decir, las instalaciones de venta: sean mercados, tiendas, súper tiendas o los llamados puntos de venta, entonces podemos calificar de bajo el comportamiento y sin poder establecer un criterio de tendencia.

Es importante recordar que en el análisis del comportamiento de los ingresos, específicamente los concernientes a ventas presentan un comportamiento tendencial lineal y a su decrecimiento y por su parte la disponibilidad de recursos propios se ha incrementado a partir de las nuevas inversiones en entidades, lo que sustenta los resultados obtenidos, es decir que se genera en los últimos tres períodos en análisis menos de un peso por cada peso de activos fijos.

Ciclo de cobros.

La medición de este indicador es de suma importancia porque da un criterio de en cuanto tiempo o cuantas veces se realizan las cobranzas, no obstante, independientemente de que no exista para nuestro conocimiento un indicador específico para la actividad comercial en las condiciones de la economía cubana, ello está sujeto a regulaciones del Ministerio de Finanzas y Precios y el Banco Central de Cuba que establecen un período no mayor a 30 días, como política de control de la circulación monetaria y regulador del índice inflacionario.

Tabla 2.11

	2005	2006	2007
Ciclo de Cobro (Costo Vtas / C*C Promedio) * Días			
Período	8	8	8

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

El comportamiento de este indicador puede calificarse de sumamente positivo ya que la sucursal realiza las gestiones de cobros documentados en el lapso de ocho días durante los últimos tres años; es importante rectificar que por no contarse con una información de las ventas que se realizan de manera documentada los valores determinados se tienen que asociar a los costos.

Consideramos importante que independientemente a que se refleje un comportamiento estable si debemos significar, como se registra en el estado de situación comparativo, que las cuentas por cobrar manifiestan un comportamiento creciente, elemento sobre el cual la



sucursal debe llamar su atención porque como quedó analizado los ingresos por ventas no manifiestan tendencia a su crecimiento como tampoco el pronóstico para el próximo período.

Ciclo de pago.

Este indicador de actividad no sólo refleja en cuanto período se están realizando los compromisos con terceros al corto, sino que su importancia radica precisamente en su correlación con el de cobros definiendo a su vez el ciclo de efectivo.

Tabla 2.12

	2005	2006	2007
Ciclo de Pago (Costo Vta / C*P Promedio) * Días			
Período	34	39	40

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Los resultados de la determinación de este indicador reflejan que para los tres períodos de análisis la actividad concerniente a los pagos se excede de las regulaciones establecidas a no más de 30 días, reflejando además un comportamiento a su extensión en el tiempo en 10 días desde el 2005 hasta el 2007, no obstante a nuestra consideración si esto no afecta grandemente los resultados de la sucursal, lo más importante se refleja en el incremento del ciclo del efectivo por la diferencia entre los períodos de cobros y pagos de documentos y efectos documentados.

A nuestra consideración se avista la necesidad de realizar un estudio encaminado a determinar el ciclo de pagos ideal para este sector, para así contar con un criterio más preciso y evaluativo de la actividad, ya que en la medida que se recupera la economía nacional se hace más imperiosa su determinación.

Por último nos referiremos a uno de los indicadores de actividad que más directamente está asociado a la realización de la actividad fundamental, el ciclo de inventarios.

Ciclo de Inventarios.

A nuestra consideración la importancia en la determinación de este índice radica precisamente en que nos da un criterio de en cuanto tiempo están renovándose los inventarios, asociados directamente por su rápido movimiento a la generación de ventas.

Tabla 2.13

	2005	2006	2007
Rotación Inventarios (Costo Vta / Inv Promedio) *			
Días P	67	42	39

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S



Nuestro análisis lo centramos en la cantidad de días en que rotan los inventarios ya que para la generalidad de las empresas comercializadores se acepta en que roten en no más de 30 días, y los resultados de su evaluación reflejan en los tres períodos que se excede de este plazo, no obstante a que se manifiesta un comportamiento positivo a su disminución ya que de 67 días en que rotaban como promedio en el 2005 baja hasta 39 días en el 2007. No obstante si consideramos que la entidad debe proyectarse en su aceleración a través de una mejor gestión de ventas en lo que debe incluirse lógicamente un estudio de mercado y productos, fusionado al nivel de precios, elemento crucial en las condiciones de la economía particular de la sociedad cubana.

2.3.3 Indicadores de Apalancamiento.

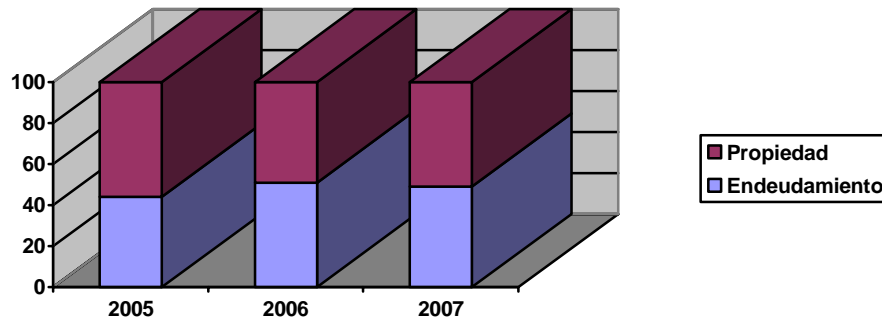
Al referirnos a los indicadores de apalancamiento lo hacemos sobre en cuanto está financiada la empresa por recursos ajenos o recursos propios, es decir en cuanto están financiados nuestros activos por los compromisos con terceros, sea al corto y/o largo plazo o en cuanto por la inversión o patrimonio de la entidad. Un alto endeudamiento por deudas puede reflejar riesgo, independientemente de que no exista un valor predeterminado de hasta donde endeudarse pero por el contrario un alto nivel de apalancamiento con recursos propios puede reflejar inmovilización de recursos financieros.

Tabla 2.14

APALANCAMIENTO	2005	2006	2007
Endeudamiento (Total Pasivo / Total Activo)	44.17	50.96	49.33
Propiedad (Total Patrimonio / Activo)	55.83	49.04	50.67

Fuente: Estados de Situación Sucursal CIMEX S.S

Gráfica 2.6: Apalancamiento.



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados que se obtienen en la determinación del apalancamiento, como se pueden observar tanto numérica como gráficamente, reflejan en los tres períodos objeto de análisis que existe prácticamente equilibrio entre el financiamiento a través de los compromisos con terceros y el financiamiento a través de la inversión propia, manifestándose así un equilibrio financiero lo que conlleva a un estado de seguridad.

Si observamos los criterios sobre el apalancamiento para empresas de este sector, el comercial, se refleja que generalmente son empresas con altos niveles de endeudamiento, justificado por la gran movilidad de sus inventarios que a la vez refleja la alta generación de ingresos en corto plazo de tiempo por lo que le permite a la entidad esta posición. Para la Sucursal Sancti Spiritus la realidad demuestra que está muy lejos pero se debe tener en cuenta que ella depende de planes y coberturas económicas nacionales, entonces este análisis sólo nos sirve de referencia como criterio de cómo se cumplimentan los compromisos con terceros y en cuanto se realiza la inversión de la entidad.

2.3.4 Indicadores económicos.

Consideramos importante señalar que el análisis financiero de la actividad económica sólo lo circunscribimos a tres elementos fundamentales, por ser estos, a nuestro criterio, los que dan la valoración general de dicho comportamiento por su actividad de la sucursal; los determinados son:

- Razón costo por peso.
- Rentabilidad económica.
- Rentabilidad financiera.



Un indicador muy importante en la medición de la eficiencia económica lo constituye la razón Costo por peso ya que da un criterio de cuanto se incurre en costos por cada peso de venta, parámetro que no debe excederse de 0.60 para entidades comerciales de este tipo. Como se refleja en la determinación del indicador en los años de análisis se mantiene en niveles inferiores, que si bien en el 2005 sólo se alcanzó el 0.49 este valor ascendió para los períodos posteriores hasta 0.56, resultado que aun se califica de satisfactorio.

Analizando los costos correspondientes al último período en estudio observamos que, por ejemplo, los costos incurridos en mano de obra exceden los 6 MMP que dentro del total de los costos constituyen aproximadamente el 30% lo que refleja el peso significativo dentro de la incidencia de los mismos en la generación de beneficios; así podríamos referirnos a otros costos sobre los que la entidad pudiera actuar en función de su reducción y que al final incrementaría la relación con los beneficios.

Tabla 2.15

INDICADORES ECONÓMICOS	2005	2006	2007
Razón de Costo por Peso(Cto Vta / Vtas Netas)	0.49	0.56	0.56
Rentabilidad Económica(Utilidad Neta / Act Totales)	0.87	0.86	1.01
Rentabilidad Financiera (Utilidad Neta / Patrimonio)	1.55	1.76	1.99

Fuente: Estados de Situación y de resultado Sucursal CIMEX S.S

Por su parte los análisis de la rentabilidad nos brindan el criterio de cuanto se genera de beneficios tanto por los recursos disponibles (Activos) y propios (patrimonio).

La determinación de la rentabilidad económica, capacidad de generación de utilidades por los activos totales, refleja un crecimiento de el 2005 al 2006 y 2007; si se considera que un buen comportamiento debe rondar a los 0.30 pesos por cada peso de activo, los resultados demuestran el alto nivel de rentabilidad alcanzada en lo períodos de análisis con una tendencia estable, elemento muy positivo como resultado de la actividad principal de la entidad. Así mismo se comportan los resultados de la generación de beneficios por el patrimonio invertido en la entidad ya que excede de 0.80 pesos por cada peso invertido o de patrimonio, un comportamiento que incluso se incrementa en el 2007 hasta más de uno, por lo que puede calificarse para las condiciones de este tipo de entidad de positivo.

Es importante que reconozcamos que los precios de venta están sujetos a un índice multiplicador sobre el costo de adquisición, que a simple vista puede dar a entender que



siempre se generarán utilidades, pero la realidad es que las entidades de este tipo asumen determinadas actividades, servicios y aportaciones que encarecen los resultados, y que si no es objeto de nuestra investigación, no debemos dejar de mencionar.

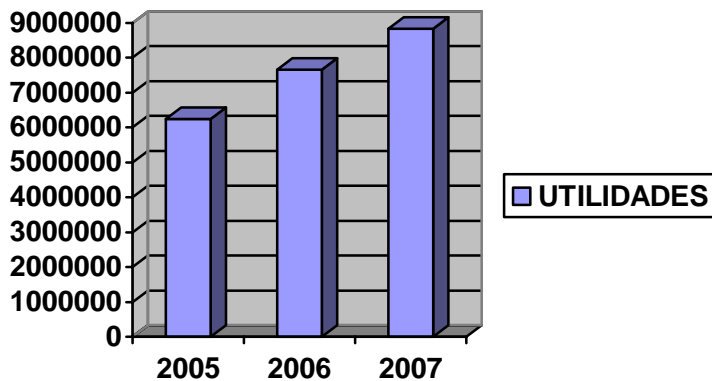
No quisiéramos concluir esta parte sin referirnos al comportamiento de la Utilidad Neta, elemento de resultado sobre el que siempre se preocupan los directivos y que los resultados de la actividad reunidos a nivel de sucursal reflejan que en los tres últimos períodos ha venido experimentando crecimiento de un año a otro.

Tabla 2.16

	2005	2006	2007	V. Absoluta	V. Relativa
UTILIDADES	6240556	7658494	8828522	2587966	1170028

Fuente: Estados de Situación y de resultado Sucursal CIMEX S.S

Gráfica 2.7: Comportamiento de las Utilidades.



Fuente: Estados de Situación y de resultado Sucursal CIMEX S.S

En el 2007 creció con respecto al 2005 en el 41% y con respecto al 2006 en el 15%, que en valores absolutos representan 2 587 966 pesos y 1 170 028 pesos respectivamente. A nuestro criterio, independientemente de que en niveles absolutos se reducen los valores de utilidades respecto a la proporción de crecimiento de las ventas, si tenemos en cuenta el comportamiento del mercado internacional y más aun el recrudecimiento del bloqueo comercial a nuestro país, estos niveles de utilizad pueden considerarse de satisfactorios para la sucursal espirituana.

Si tenemos en cuenta que la ganancia operativa es la parte asociada a la parte de la utilidad que se obtiene directamente de las actividades operacionales de la empresa, entonces su comportamiento es:

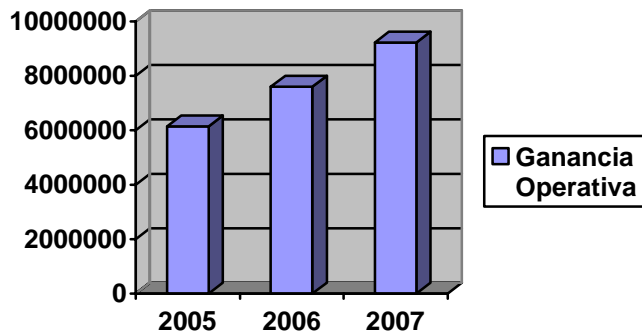
Tabla 2.17

	2005	2006	2007
Ventas	22494546	33718368	38636417
Costos Productos Vendidos	-11112991	-18905313	-21521844
Gastos Operativos	-5235193	-7204926	-7876314
Ganancia Operativa	<u>6146361</u>	<u>7608129</u>	<u>9238258</u>

Fuente: Elaboración propia.

En resumen podemos definir que la ganancia operativa tiene un comportamiento similar al de la utilidad en los tres períodos de análisis, ya que crece con respecto al año base, aspecto positivo en la actividad comercial y operativa de la entidad porque muestra el incremento de beneficios para la operatividad de la sucursal.

Gráfica 2.8: ganancia operativa.



Fuente: Elaboración propia.

2.4 Análisis del Capital de Trabajo.

Como se declara en el marco metodológico de nuestra investigación un elemento de suma importancia para la gerencia de la Sucursal CIMEX de Sancti Spiritus lo constituye la evaluación del capital de Trabajo y para ello consideramos que se hace obligatoria la determinación del capital de trabajo necesario (óptimo) como criterio comparativo con el capital de trabajo neto.



Determinación del Capital de Trabajo Necesario.

La determinación del Capital de Trabajo Necesario permite el logro en la eficiencia de la administración del efectivo y para ello se tienen que tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Ciclo de inventario (Período promedio de inventario).
- Ciclo de cobro (Período promedio de cobranza).
- Ciclo de pago (Período promedio de pago).
- Ciclo comercial o ciclo operativo.
- Ciclo de efectivo o ciclo de caja o ciclo de conversión del efectivo.
- Días del período (360).
- Sumatoria de los desembolsos (Total de gastos).
- Consumo promedio diario de efectivo.

Determinar la rotación de los elementos que conforman el ciclo del efectivo.

Ciclo de inventario (2006)= 42 días

(2007)= 39 días

Ciclo de cobro (2006)= 4 días

(2007)= 4 días

Ciclo de pago (2006)= 39 días

(2007)= 40 días

Cálculo del ciclo de efectivo.

Tabla 2.18

No	Partidas	2004	2005	Tendencia Valor	Tendencia %
1	Ciclo de cobro	4	4	-	-
2	Ciclo de inventario	42	39	-3	93
3	Ciclo comercial	46	43	-3	93

Fuente: Elaboración propia.

Ciclo de efectivo = Ciclo comercial – Ciclo de pago

(2006)= 46 – 39 = 7 días

(2007)= 43 – 40 = 3 días

Cálculo del capital de trabajo necesario.

Capital de trabajo necesario = *CicloEfectivo* * *Consumo Promedio Diario Efectivo*

(2006)= 7 días x 20013.68 = 140095.76 pesos

(2007)=3 días x 21878.65 = 65635.95 pesos



$$\text{Consumo promedio diario de efectivo} = \frac{\text{TotalDesembolsos(Gastos)}}{\text{DíasPeríodo}}$$

Total de desembolsos (2006)= 7 204 925.58 pesos

Total de desembolsos (2007)= 7 876 314.41 pesos

$$\text{Consumo promedio diario de efectivo (2006)} = \frac{7204925.58}{360} = 20013.68 \text{ pesos}$$

$$\text{Consumo promedio diario de efectivo (2007)} = \frac{7876314.41}{360} = 21878.65 \text{ pesos}$$

Análisis del Capital de Trabajo Necesario.

Tabla 2.19

	2006	2007	V. Absoluta	V. %
Ciclo de Efectivo	7	3	-4	43
Consumo promedio diario de Efectivo	20014	21879	1865	109
Capital Neto de Trabajo	2259940	1996194	-263746	88
Capital de Trabajo Necesario	140096	65636	-74460	47

Fuentes: Elaboración propia.

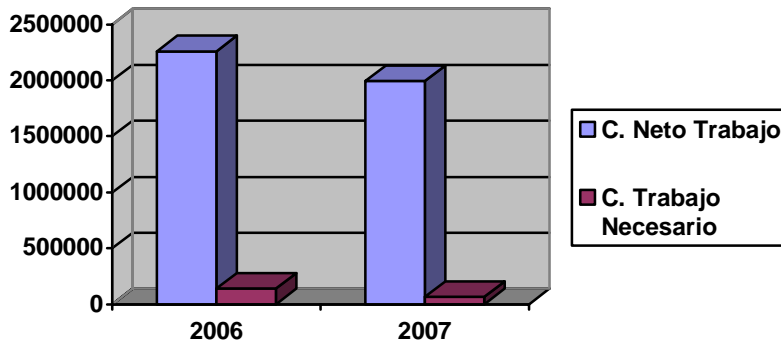
Como se pudo observar la determinación del capital de trabajo necesario está estrechamente ligado al ciclo de efectivo o período de disponibilidad de dinero para la operatividad corriente y al consumo promedio de efectivo a partir de los desembolsos generados por la entidad, por otra parte se conoce que el capital neto de trabajo se determina por la diferencia entre el activo y pasivo circulante, al comparar ambos elementos podemos verificar, en los dos últimos períodos de análisis, el exceso en la disponibilidad de recursos para operaciones corrientes en 2 119 844 pesos en el 2006 y en 1 930 558 pesos en el 2007; todo ello reafirma los análisis previos en que nos hemos referido al exceso de recursos líquidos para afrontar las operaciones corrientes y visto de otro punto de vista es el alto nivel de apalancamiento a través del compromisos al largo plazo de los recursos más líquidos. **(Ver Gráfica 2.4)**

De ello parte que tanto la gerencia provincial como a nivel nacional debe tener en cuenta el análisis puntual del comportamiento de estos indicadores para evitar la inmovilización de dichos recursos.

Lo anterior se reafirma en que si la entidad se traza dentro de su política comercial el reducir el ciclo comercial y llevar a termino dentro de los plazos establecidos el ciclo de

pagos, manteniendo el comportamiento proporcional de los desembolsos respecto a los períodos anteriores, entonces las necesidades de capital de trabajo se verían disminuidas y la realidad en los últimos períodos indica lo contrario.

Gráfica 2.9. Comparación Capital Neto de Trabajo y Capital de Trabajo Necesario.



Fuente: Elaboración propia.

Componentes del capital de Trabajo.

Al realizar el análisis bibliográfico vemos como el capital de trabajo es la suma de partidas operativas y financieras por lo que podemos establecer dos subtotales: el capital de trabajo operativo y el fondo circulante financiero. **(Anexo No 3 y 11)**

Partiendo de la información del estado de situación reordenado **(Anexo No12)** estamos en condiciones de determinar el capital de trabajo Operativo.

Como se puede observar en la **Tabla 2.4.3**, al determinar el capital de trabajo a partir de la subdivisión de sus elementos en Capital de Trabajo Operativo y Fondo Circulante Financiero se obtienen valores que difieren de los determinados en la evaluación clásica del Capital de Trabajo. Un aspecto relevante en su evaluación es que al determinar el Capital de Trabajo Operativo observamos que si bien se comportó de manera positiva en el 2005, cambia su signo al cierre del 2006 y el 2007; observemos a que se debió:

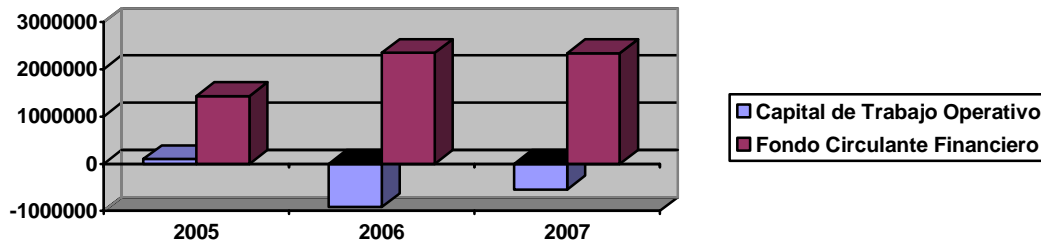
- Si bien las cuentas por cobrar se incrementan en el 2006 con respecto al 2005 en 36.8 MP para el 107%, como señalábamos en el análisis de la actividad respecto a las cobranzas sus saldos disminuyen hasta 22.9 MP en el 2007 que representa con respecto al período anterior el 68%.
- El comportamiento de los inventarios puede calificarse de errático su variación negativa en el 2006 con respecto al 2005 y posteriormente positiva en el 2007 con respecto al 2006 oscila en valores aproximados a 4.16 MP para el primero en sólo un 2% pero que para el segundo lo es en 33.6 MP para el 15%.

- Dentro de las deudas comerciales las cuentas por pagar a proveedores en el 2006 se incrementan negativamente en el 115% con respecto al año anterior sufriendo una sustancial contracción positiva en el 2007 con respecto al 2006 por el 56% que en valores absolutos representan aproximadamente 1.17 MMP.
- Otra de las partidas que sufren sustanciales cambios son las concernientes a los cargos fiscales, que si bien en el 2006 disminuyen con respecto al 2005 en 5.4 MP para el 100%, es decir que quedan saldados, al cierre del 2007 sufren un incremento negativo en 23.8 MP.

En esencia debemos decir que el saldo negativo del capital de Trabajo Operativo no necesariamente significa que existe déficit de recursos líquidos corrientes operativos, sino que está dado por el que ciclo de los pasivos corrientes que al ser mayor al de los activos provoca dicha situación.

La evaluación del Fondo Circulante Financiero muestra la necesidad por parte de la gerencia económica de la entidad de atender a la estructura de vencimientos de sus compromisos con terceros que tribute a un mejor diagnóstico financiero del corto plazo independientemente de que su estructura no tiene relación directamente identificable con el nivel de actividad de la entidad (su negocio) o con las decisiones operativas y comerciales.

Gráfica 2.8: Capital de Trabajo Operativo y Fondo Circulante Financiero.



Fuente: Elaboración propia



Tabla 2.20: Capital de Trabajo Operativo.

	2005	2006	2007	V:06-05	%	V:07-06	%
Activo Circulante	5081544	6174349	5406469	1092805	122	-767880	88
Pasivo Circulante	<u>2525293</u>	<u>3914408</u>	<u>3410275</u>	<u>1389116</u>	155	<u>-504134</u>	87
Capital de Trabajo	<u>2556251</u>	<u>2259940</u>	<u>1996194</u>	<u>-296311</u>	88	<u>-263746</u>	88
Cuentas y documentos por cobrar	345080	712810	229255	367731	207	-483556	32
Inventarios	2221620	2180061	2516293	-41559	98	336232	115
Cuentas por pagar proveedores	967445	2079246	913246	1111801	215	1165999	44
Vacaciones acumuladas por pagar	117623	183227	223368	65603	156	40141	122
Nóminas por pagar	0	258224	282279	258224	#jDIV/0!	24056	109
Retenciones por pagar	60	21355	35270	21295	35860	13915	165
Créditos provisionales mercancías	416	465	1640	48	112	1175	353
Imp. y contribuciones por pagar	98596	128194	138943	29598	130	10749	108
Finanzas y precios	54562	0	238587	-54562	0	238587	#jDIV/0!
Total Otros Pasivos Corrientes	1231166	1139410	1453531	-91756	93	314121	128
Capital Trabajo Operativo	<u>96831</u>	<u>-917250</u>	<u>-541316</u>	<u>-1014081</u>	<u>-947</u>	<u>375933</u>	<u>59</u>
Caja y bancos	2393387	2630678	2613005	237292	110	-17673	99
Activos fijos en almacén	372	0	46723	-372	0	46723	#jDIV/0!
Equipos y materiales p/ inversiones	1721	5738	0	4016	333	-5738	0
Anticipo para adq/ act. Fijos	0	112814	25306	112814	#jDIV/0!	-87508	22
Construcciones en proceso - Anticipo	944	0	69567	-944	0	69567	#jDIV/0!



Construcciones en proceso	655821	745705	1141789	89884	114	396083	153
Mejoras en propiedad arrendada	92316	92316	3919	0	100	-88396	4
Ctas p/pagar a proveedores por inver.	2131	45741	70957	43610	2147	25216	155
Créditos diferidos	6927	10511	21624	3584	152	11114	206
Ctas por pagar entre afiliadas	1055023	574809	558685	-480214	54	-16124	97
Otros Pasivos	650077	607316	908055	-42761	93	300739	150
Fondo Circulante Financiero	1430403	2348875	2340988	918471	164	-7887	100
CAPITAL de TRABAJO	<u>1527234</u>	<u>1431625</u>	<u>1799671</u>	<u>-95609</u>	<u>94</u>	<u>368046</u>	<u>126</u>

Fuente: Elaboración propia.

CONCLUSIONES

El desarrollo de la investigación en este informe mostrada permitió dar solución a la problemática planteada a través del cumplimiento de los objetivos trazados y dando así validez a la hipótesis planteada, lo que nos permitió arribar a las siguientes conclusiones:

- La elaboración y análisis del marco teórico referencial sobre el análisis económico financiero permite conceptualizar a cerca de los criterios generalmente aceptados y adoptar posiciones en cuanto las técnicas y herramientas más adecuadas a aplicar en una entidad como la Sucursal CIMEX Sancti Spiritus.
- El breve diagnóstico de la situación de la empresa a través de la evaluación de las principales partidas que componen los estados fundamentales de la contabilidad permitió crear las bases mediante la elaboración de los estados comparativos para la aplicación de las diferentes herramientas seleccionadas del análisis económico – financiero, así como de la aplicación de criterios de medición del capital de trabajo.
- Los criterios y herramientas utilizados corroboran la necesidad de la continuidad en el desarrollo de investigaciones de este tipo en las que se profundice sobre la aplicación de las técnicas de evaluación del comportamiento de la actividad económica y financiera y también sobre los elementos que componen el Capital de Trabajo

Consideramos oportuno reseñar que este informe investigativo es solo la base de un trabajo de mayor envergadura con perspectivas de Tesis de Maestrías y posible tema doctoral.

RECOMENDACIONES

- 1- Con la finalidad de realizar un análisis de la situación económica – financiera y la evaluación de los componentes del Capital de Trabajo consideramos que la aplicación y desarrollo de técnicas así como de herramientas como las aquí utilizadas contribuirán no solo a el logro de los objetivos finales de cualquier entidad económica, sino también a la eficiencia económica y el desarrollo del país.
- 2- Presentar el informe de esta investigación en marcos más abiertos que posibiliten el conocimiento de los criterios utilizados y su evaluación por otros expertos que avalen su aplicación.

BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, Oriol, Análisis de estados financieros, 5ª Ed., Gestión 2000, Barcelona, 1998
- AMAT, Oriol y BLAKE, John, Contabilidad creativa, Gestión 2000, Barcelona, 1997
- : Artículo El Estado de Origen y Aplicación de Fondos. Ministerio de la Agricultura. Manual del Contador
- Artículo Administración del Capital de Trabajo
- BENÍTEZ, Miguel Ángel. **Contabilidad y Finanzas para la Formación Económica de los Cuadros de Dirección**, Cuba 1997.
- BERSTEIN, Leopold, Análisis de estados contables. Teoría, aplicación e interpretación, Ediciones S, Barcelona, 1993
- BIONDI, Mario, Interpretación y análisis de los estados contables, 5ª Ed., Macchi, Buenos Aires, 1996
- BLUMENTAL, Robin Goldwyn, Por qué todavía tiene adeptos el modelo DuPont de 80 años de antigüedad, Ejecutivos de Finanzas, 1998, N° 143, 53/58
- BOLTEN, Steven E: **Administración Financiera**. Universidad de Houston. Editorial Limusa S. A. Balderas 95, México. DF.
- CASTRO, Fidel: **Ideología, Conciencia y Trabajo Político. 1959-1986**. Editora Política. La Habana 1986.
- CASTRO, Fidel: Informe Central. Tercer Congreso del PCC. Editora Política. La Habana 1986.
- DOMENECH, Silvia M: **Cuba, Economía en Período Especial**. Editora Política. La Habana 1996.
- FERRUZ, Luis: **Dirección Financiera**. Universidad Zaragoza. Primera Edición. Septiembre del 94.
- **Fundamentos de Financiación Empresarial**. Cuarta Edición.
- GITMAN, Lawrence. **Fundamentos de la Administración Financiera**.
- GUAFARDO, Gerardo: **Contabilidad Financiera**. Segunda Edición. México 1984.
- HONGREETH, Charles T: **La Contabilidad de Costo de Dirección de Empresa**. La Habana. Edición Revolucionaria 1971.
- KENNEDY, Ralf Dale: **Estado Financiero, Forma, Análisis e Interpretación**. México. Lemusa. Noriega Editores 1996.
- LAGE, Carlos: Balance del MINTUR. Periódico Granma. 5 de marzo de 1999.

- MARRERO, Damaris: La Información Económica Mensual para Gerencia del Hotel. TD UCLVC, 1995.
- MARTÍNEZ, Juan Antonio: Conferencia sobre el análisis económico financiero. Diplomado en Finanzas. Horizontes S.A.México 1996.
- MORENO, Joaquín: Las Finanzas en la Empresa. Cuarta Edición. México 1989.
- NAZCO, Berto M: El Análisis Económico en función de Dirección Empresarial. Tutor TDD UCLVC 1989.
- FORNERO, Ricardo A., Esquema de una crisis financiera en la empresa, *Administración de Empresas*, 1984, T. XIV, 925/947
- FORNERO, Ricardo A., *Proyecciones financieras determinísticas*, Serie Cuadernos Administración 98, FCE-UN Cuyo, 1992
- FORNERO, Ricardo A., Diagnóstico financiero de un plan de negocios, *Alta Gerencia*, 1994, T. VI, 115/136
- FOWLER NEWTON, Enrique, *Análisis de estados contables*, Macchi, Buenos Aires, 1996
- FRASER, Lyn M., *Understanding Financial Statements*, Prentice Hall, New Jersey, 1995
- FRIDSON, Martin S., *La interpretación de los estados financieros. Una guía para profesionales*, Deusto, Bilbao, 1996
- GOXENS, M. Angeles y GAY, José M., *Análisis de estados contables. Diagnóstico económico-financiero*, Prentice Hall, Madrid, 1999
- HAX, Arnoldo y MAJLUF, Nicolás, *Gestión de empresa con una visión estratégica*, 2ª Ed, Dolmen, Santiago (Chile), 1993
- MACARIO, Alberto J., El capital de trabajo: sus efectos económicos y financieros, *Administración de Empresas*, 1982, T° XIII, 11/30
- MONDINO, Diana y PENDAS, Eugenio, *Finanzas para empresas competitivas*, Granica, Buenos Aires, 1994