

# Anàlisi del risc

Tema 8

**Anàlisi d'estats  
financers: la situació  
econòmica de  
l'empresa**

# ÍNDEX

<b>ANÀLISI ECONÒMICA</b> .....	<b>3</b>
<b>ANÀLISI DE LES VENDES</b> .....	<b>3</b>
EXPANSIÓ .....	4
MADURESA DELS PRODUCTES I ELS MERCATS .....	5
QUOTA DE MERCAT .....	5
<b>ANÀLISI DE LES DESPESES</b> .....	<b>6</b>
<b>PUNT MORT (PM)</b> .....	<b>7</b>
DESPESES VARIABLES I FIXES .....	7
EXEMPLE DE CÀLCUL DEL PUNT MORT .....	8
REPRESENTACIÓ GRÀFICA DEL PUNT MORT .....	9
EL PUNT MORT DAVANT CANVIS D'ESTRUCTURA .....	10
FACTORS DE DISMINUCIÓ DEL PUNT MORT .....	11
COBERTURA DEL PUNT MORT .....	12
<b>DETERMINACIÓ DEL CASH FLOW</b> .....	<b>13</b>
CASH FLOW ECONÒMIC .....	13
<b>ANÀLISI DE LA RENDIBILITAT</b> .....	<b>15</b>
EXEMPLE D'ANÀLISI DE COMPTE DE RESULTATS .....	15
RÀTIOS ESPECÍFIQUES DEL COMPTE DE RESULTATS .....	16
RÀTIO DE RENDIBILITAT ECONÒMICA .....	18
RÀTIO DE RENDIBILITAT FINANCERA .....	20



## ANÀLISI ECONÒMICA

L'anàlisi de la situació econòmica o anàlisi econòmica se centra bàsicament en el compte de pèrdues i guanys (o compte de resultats), que permet avaluar, entre d'altres, els següents aspectes de l'empresa:

- Vendes: expansió de les vendes, maduresa dels productes i, amb dades externes, quota de mercat.
- Despeses: variables i fixes, i adequació de les diferents despeses a la xifra de vendes de l'empresa.
- Nivell de vendes necessari per cobrir totes les despeses (punt mort) i marge de seguretat davant un descens de vendes (cobertura del punt mort).
- *Cash flow* (flux de caixa) que genera l'empresa per atendre les seves necessitats de liquiditat.
- Rendibilitat: marge brut i rendibilitat neta de les vendes, rendibilitat de l'actiu, i adequació de la rendibilitat al risc que assumeix l'empresa.
- *Economic Value Added* (EVA) indicatiu dels recursos generats per l'empresa després de deduir el cost d'oportunitat dels fons propis.

Així com el balanç és la fotografia de l'empresa en un moment determinat (ofereix una visió estàtica), podem dir que el compte de resultats és una pel·lícula del que ha passat a l'empresa durant un exercici econòmic (ofereix una visió dinàmica). Per això, el balanç es refereix a una data (per exemple, 31 de desembre de 20X9), mentre que el compte de resultats es refereix a un període (per exemple, l'exercici 20X9).

Per analitzar el compte de pèrdues i guanys és convenient transformar-lo en un format més manejable, com s'ha vist en un tema anterior, i analitzar-lo conjuntament amb el balanç, així com realitzar l'anàlisi amb les xifres de diversos exercicis consecutius, per deduir tendències.

## ANÀLISI DE LES VENDES

La xifra de vendes és el millor exponent de l'acceptació de l'activitat de l'empresa per part del mercat. L'empresa mercantil és una organització amb ànim de lucre, i no hi ha lucre sense vendes. Per això considerem que les vendes constitueixen la primera variable de l'anàlisi econòmica.



L'anàlisi de les vendes ha de descendir a nivell de productes i serveis, i a nivell de mercats. Els principals punts que cal considerar són els següents:

- Expansió
- Maduresa dels productes i els mercats
- Quota de mercat

## EXPANSIÓ

En primer lloc, per establir la tendència de la penetració comercial de l'empresa, cal calcular el coeficient o ràtio d'expansió de les vendes globals en un període de tres/cinc anys.

$$\text{Ràtio d'expansió de les vendes} = \frac{\text{Vendes de l'exercici N}}{\text{Vendes de l'exercici N-1}}$$

Aquesta ràtio indica quants euros ven l'empresa en l'exercici N per cada euro que va vendre en l'exercici anterior. Per exemple, una ràtio d'1,075 indica una expansió de vendes del 7,5 % ( $1,075 - 1 = 0,075$ , o sigui, 7,5 %); un resultat inferior a 1, per exemple de 0,9, indica una caiguda de vendes del 10 % respecte a l'exercici anterior ( $0,9 - 1 = -0,10$ ).

En analitzar l'expansió de les vendes, cal tenir present la taxa d'inflació del període, per poder discernir així la part d'expansió que correspon a més vendes efectives i la que correspon a una simple actualització de preus a causa de la inflació.

L'anàlisi de les vendes s'ha de realitzar a nivell global de l'empresa i també de forma desagregada per producte o, com a mínim, família de productes. Per cada nivell de desagregació s'ha de calcular la seva ràtio d'expansió. També es pot calcular a nivell de mercat.

Quan la ràtio d'expansió de les vendes es redueix significativament s'ha de considerar com un senyal d'alerta per revisar el pla de màrqueting per al producte o mercat en qüestió. Aquesta revisió és necessària amb més motiu si la ràtio és inferior a 1 (disminueixen les vendes respecte a l'exercici anterior).

En qualsevol cas, és útil comparar les ràtios d'expansió de les vendes amb la mitjana del sector al qual pertany l'empresa i també amb empreses benchmark, objectiu o de referència.



## MADURESA DELS PRODUCTES I ELS MERCATS

L'anàlisi de l'expansió de les vendes a nivell de producte (o mercat) posa en relleu la capacitat d'innovació i diversificació de l'empresa:

- L'empresa demostra bona capacitat d'innovació si en l'anàlisi d'expansió de les vendes van apareixent nous productes amb ràtios altes d'expansió.
- Quan apareixen nous mercats (geogràfics o sectorials) amb bones ràtios d'expansió de les vendes, tenim l'evidència de la importància que dóna l'empresa a la diversificació i internacionalització, cosa que l'enforteix davant una crisi en determinats sectors o àrees geogràfiques.
- En els productes i/o mercats tradicionals de l'empresa cal estar especialment atent a la ràtio d'expansió de les vendes. Quan és propera a 1 o fins i tot inferior, demostra que han aconseguit la seva maduresa; amb la qual cosa, caldrà vigilar per encertar el moment d'abandonar la seva venda.
- Per descomptat, també cal estar atent davant un possible fracàs en un nou producte o mercat; i estudiar les seves causes i les accions que cal adoptar.

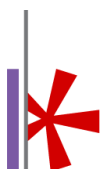
## QUOTA DE MERCAT

Per determinar la quota de mercat necessitem conèixer les vendes del sector.

$$\text{Quota de mercat} = \frac{\text{Vendes de l'empresa}}{\text{Vendes del sector}}$$

La quota de mercat també s'ha de calcular a nivell desagregat.

Una reducció de la quota de mercat indica que l'empresa perd competitivitat en el producte i/o mercat en qüestió, de la qual cosa també ha d'extreure les conclusions oportunes (pla de màrqueting, política de preus, costos, qualitat del producte, etcètera).



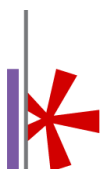
## ANÀLISI DE LES DESPESES

L'empresa ha d'incórrer, forçosament, en les despeses necessàries per aconseguir una xifra de vendes adequada; però, amb freqüència, incorre en despeses innecessàries o excessives. L'anàlisi de despeses serveix per detectar-les.

A la taula següent indiquem:

- A la columna de l'esquerra, els 10 subgrups del grup 6. Compres i despeses del quadre de comptes del Pla General de Comptabilitat (PGC).
- A la columna de la dreta, algunes mesures de reducció de despeses que cal tenir en compte en cas de despeses excessives.

Subgrups de comptes de despeses	Mesures de reducció de despeses
60. Compres	En cas que el marge brut sigui insuficient, cal posar en marxa les polítiques de compres oportunes (planificació, ràpels, associació amb competidors per aconseguir millor preu, cerca de nous proveïdors, etcètera).
61. Variació d'existències	Racionalització de magatzems, compra i producció <i>just in time</i> .
62. Serveis exteriors	Polítiques d'estalvi d'energia, racionalització de la superfície ocupada, manteniment preventiu, optimització d'enviaments, control de transports urgents, negociació en bloc d'assegurances, substitució del telèfon pel correu electrònic, contractació de tarifa plana telefònica, control de trucades, etcètera.
63. Tributs	Aprofitament de desgravacions i deduccions fiscals. Planificació fiscal.
64. Despeses de personal	Política salarial basada en incentivar la productivitat i l'eficiència, anàlisi del temps per tasca, automatització de processos, control d'hores extraordinàries, reducció d'absentisme, preparació i optimització de reunions de feina, substitució de viatges per videoconferències, etcètera.
65. Altres despeses de gestió	Supervisió de condicions de venda, control d'incidències i d'impagats, vinculació de les comissions de venda al cobrament de clients, utilització del <i>factoring</i> i l'assegurança de crèdit, etc.



66. Despeses financeres	Política d'autofinançament; utilització de pòlissa de crèdit amb preferència al préstec sempre que es tracti de cobrir necessitats transitòries de tresoreria. No obstant això, no s'ha d'utilitzar la pòlissa de crèdit a curt termini per cobrir necessitats permanents de capital fix.
67. Pèrdues procedents d'actius no corrents i despeses excepcionals	Control intern per a la salvaguarda d'actius i la correcta política d'assegurances contra riscos.
68. Dotacions per a amortitzacions	Racionalització dels actius no corrents.
69. Pèrdues per deteriorament i altres dotacions	Gestió d'existències, control d'ajornaments de factures, sistemes de cobrament, seguiment de saldos, etcètera.

## PUNT MORT (PM)

El Punt Mort (PM) és la xifra de vendes que l'empresa necessita realitzar per no incórrer en pèrdues, i quedar, per tant, en resultat zero. En aquest punt les vendes (ingressos) igualen a les despeses.

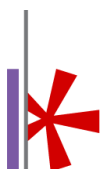
El punt mort també s'anomena *punt d'equilibri* o *llindar de rendibilitat*.

$$\text{Punt mort (PM)} = \frac{\text{Despeses fixes}}{\text{Marge brut \%}}$$

## DESPESES VARIABLES I FIXES

Per calcular el punt mort, cal dividir les despeses de l'empresa en dos grups, les variables i les fixes:

- *Despeses variables*: varien en proporció a les vendes (l'exemple més significatiu és el consum o cost de les vendes). Si restem les despeses variables dels ingressos obtenim el resultat brut.
- *Despeses fixes*: són independents de les variacions de vendes (per exemple, els arrendaments, les primes d'assegurances i els salaris en la seva part fixa). En el punt mort, les despeses fixes són iguals al resultat brut (per això, el resultat net de l'exercici és zero).



**EXEMPLE DE CÀLCUL DEL PUNT MORT**

Per entendre millor el càlcul del punt mort, presentem un exemple de compte de resultats simplificat:

	IMPORT	% <sup>1</sup>
+ Vendes	600.000	100
- Cost de les vendes <sup>2</sup>	- 420.000	70
= Resultat brut	= 180.000	30
- Despeses fixes (despeses generals)	- 120.000	20
= Benefici net	= 60.000	10

1 Tots els % es calculen sobre les vendes. Els % corresponents a resultats es denominen marge.

2 És el cost variable per excel·lència, encara que pot haver-hi uns altres de menor quantia, que no tenim en compte per raons de simplificació i perquè l'estructura de costos de cada empresa és diferent. Les vendes de l'exemple anterior deixen un marge brut del 30%. Com que les despeses fixes de l'empresa ascendeixen a 120.000 EUR, per calcular el seu punt mort hem de trobar la xifra de vendes netes el seu 30% de les quals sigui 120.000 EUR.

$$\text{Punt mort (PM)} = \frac{120\,000}{30\%} = \frac{120\,000}{0,30} = 400\,000 \text{ EUR}$$

En aconseguir la xifra de vendes de 400.000 EUR l'empresa arribaria al punt mort, és a dir, a la situació de resultat zero (el resultat brut seria igual a les despeses fixes).

	IMPORT	%
+ Vendes	400.000	100
- Cost de les vendes	- 280.000	70
= Resultat brut	= 120.000	30
- Despeses fixes (despeses generals)	- 120.000	30
= Benefici net	= 0	0

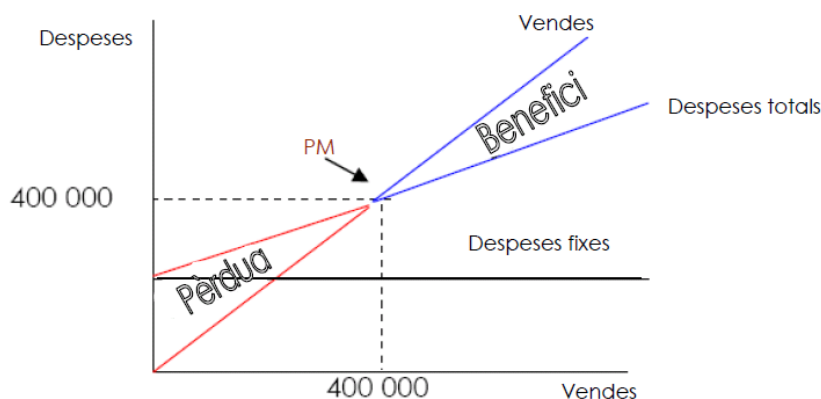
En el punt mort les vendes són iguals a les despeses (variables i fixes), per tant, el resultat brut és igual a les despeses i el resultat net és zero.





## REPRESENTACIÓ GRÀFICA DEL PUNT MORT

En l'exemple anterior, xifres de vendes per sobre de 400.000 EUR ja comencen a deixar benefici a l'empresa, com es pot apreciar en aquest gràfic:

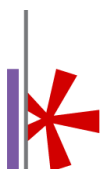


Les despeses fixes són independents del volum de vendes; per això es representen mitjançant una línia horitzontal. Les despeses totals augmenten a mesura que augmenten les vendes, a causa del component de despesa variable:

$$\text{Despeses totals} = \text{Despeses variables} + \text{Despeses fixes}$$

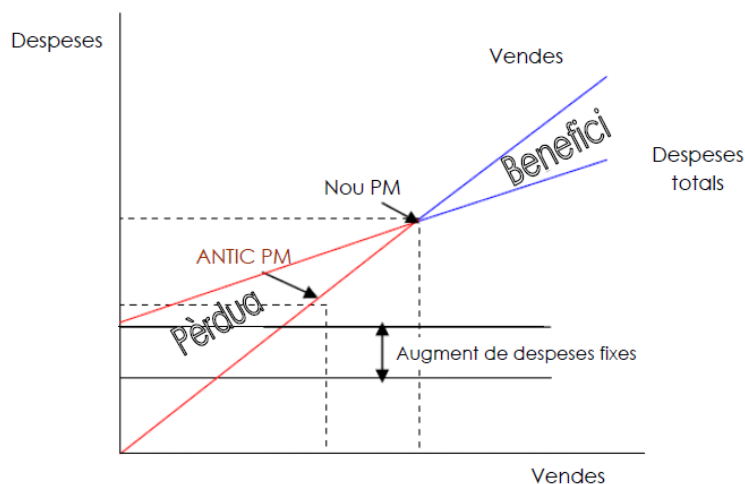
En la xifra de vendes de 400.000 EUR es creuen la línia de vendes i la de despeses totals, amb la qual cosa estem en el Punt Mort (PM) de l'empresa.

Les vendes que sobrepassin el punt mort ja deixaran beneficis, concretament el marge brut (el 30 %), ja que en el punt mort totes les despeses fixes o generals ja estan cobertes, o sigui, s'han recuperat.



## EL PUNT MORT DAVANT CANVIS D'ESTRUCTURA

Cal tenir en compte que, malgrat la denominació admesa de *despeses fixes*, si la variació de vendes (augment o disminució) és molt important es produirà una modificació en l'estructura (despeses fixes); és a dir, variaran tot i que, en qualsevol cas, serà una modificació no proporcional a la variació de vendes.

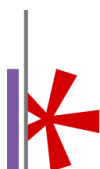


Així doncs, a partir del punt mort, el marge brut passa a ser marge net (ja no hi ha més costos fixos), tret que l'increment de vendes fos tal que calgués modificar la dimensió de l'empresa i, per tant, augmentar les seves despeses fixes. En aquest cas, el punt mort serà més gran que abans en augmentar el volum de despeses fixes.

Gràficament, el desplaçament cap amunt de la línia horitzontal de despeses fixes provocarà que la línia de despeses totals talli la línia de venda en un punt situat més a la dreta (més allunyat de l'eix vertical).

L'augment de les despeses fixes significa més vulnerabilitat de l'empresa davant el risc de contracció de vendes; per això, davant augments d'activitat, les empreses solen recórrer a la subcontractació (despesa variable) abans d'afrontar un increment de despeses d'estructura.

L'empresa és molt menys vulnerable com més baix és el seu punt mort.



## FACTORS DE DISMINUCIÓ DEL PUNT MORT

Els següents factors disminueixen el punt mort:

- Disminució de les despeses variables (bàsicament, comprant a preus més competitius), cosa que augmenta el marge brut.
- Augment del preu de venda,  $i$ , per tant, del marge brut.
- Reducció de l'estructura,  $i$ , per tant, de les despeses fixes.

Respecte a l'últim punt, reducció de l'estructura, la disminució del punt mort pot ser deguda a la conversió de despeses fixes en variables (encara que això suposa la reducció del marge brut).

EXEMPLE:

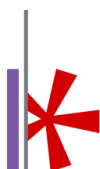
L'empresa anterior tenia el següent compte de resultats simplificat:

	IMPORT	%
+ Vendes	600.000	100
- Cost de les vendes	- 420.000	70
= Resultat brut	= 180.000	30
- Despeses fixes (despeses generals)	- 120.000	20
= Benefici net	= 60.000	10

El seu punt mort era 400.000 euros.

$$\text{Punt mort (PM)} = \frac{120\,000}{30\%} = \frac{120\,000}{0,30} = 400\,000 \text{ EUR}$$

Si l'empresa converteix 30.000 EUR de despeses fixes en despeses variables, el seu compte de resultats tindrà el mateix benefici net (60.000 EUR) per al mateix nivell d'activitat (vendes de 600.000 EUR):



	IMPORT	%
+ Vendes	600.000	100
- Cost de les vendes	- 450.000	75
= Resultat brut	= 150.000	25
- Despeses fixes (despeses generals)	- 90.000	15
= Benefici net	= 60.000	10

I, tot i que el seu marge brut baixarà del 30 % al 25 %, el seu punt mort descendirà a 360.000 EUR gràcies a la disminució de despeses fixes.

$$\text{Punt mort (PM)} = \frac{90\,000}{25\%} = \frac{90\,000}{0,25} = 360\,000 \text{ EUR}$$

## COBERTURA DEL PUNT MORT

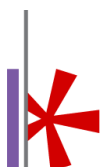
La *cobertura del punt mort*, o *marge de cobertura sobre el punt mort*, és el percentatge de vendes de l'empresa que excedeixen del punt mort.

S'expressa amb la ràtio següent:

$$\text{Ràtio de cobertura del punt mort} = \frac{\text{Vendes} - \text{punt mort}}{\text{Vendes}}$$

Aquesta cobertura ve a indicar un marge de seguretat en les vendes, en el sentit que és el coeficient en el qual aquestes haurien de descendir per arribar al punt mort.

Òbviament, com més gran sigui la ràtio de cobertura menys perill té l'empresa de caure a la zona de pèrdues per un hipotètic descens de vendes.



## DETERMINACIÓ DEL CASH FLOW

Per a qualsevol analista dels comptes anuals, un dels punts clau és el *cash flow* (flux de caixa, en el sentit de força promotora de recursos) que genera l'empresa durant un exercici. Amb aquest flux atindrà les seves necessitats d'expansió en el proper exercici (via autofinançament) i/o reemborsarà els crèdits a llarg termini que ha obtingut per avançar aquesta expansió.

## CASH FLOW ECONÒMIC

Existeixen diversos nivells de *cash flow* i una certa dispersió terminològica entorn d'aquest concepte. Un dels més divulgats per la premsa econòmica, per la seva facilitat d'obtenció, és el *cash flow* econòmic (*cash flow* comptable, o simplement *cash flow*).

$$\text{Cash flow econòmic} = \text{Benefici} + \text{Amortitzacions} + \text{Deterioraments} + \text{Provisions}$$

El benefici de l'exercici és la diferència entre ingressos i despeses. Per tant, cal fer la distinció que el *cash flow* econòmic només té validesa si estíem que els ingressos i despeses coincidiran aproximadament amb els cobraments i pagaments que, en principi, es deriven dels mateixos.

En el càlcul del *cash flow* econòmic, al benefici se li sumen les amortitzacions, i determinats deterioraments i provisions, atès que són una despesa (que, com a tal, ha rebaixat el benefici) però no impliquen un pagament o sortida de diners.

Del *cash flow* econòmic i de la política de dividends es deriva una altra magnitud important per a l'anàlisi economicofinancera: el *cash flow* econòmic net (o simplement *cash flow net*).

$$\text{Cash flow econòmic net} = \text{Cash flow econòmic} - \text{Dividends}$$

Els dividends es dedueixen del *cash flow* econòmic, ja que impliquen un pagament o sortida de diners per remunerar als socis o accionistes pel capital aportat a l'empresa.

Per avaluar la importància del *cash flow* econòmic net, es poden aplicar les ràtios següents:

- Ràtio d'autofinançament sobre vendes
- Ràtio d'autofinançament sobre l'actiu



La ràtio d'autofinançament sobre vendes indica el cash flow net, després dels dividends, que reté l'empresa per cada euro que factura o ven.

$$\text{Ràtio d'autofinançament sobre vendes} = \frac{\text{Cash flow econòmic net}}{\text{Vendes}}$$

La ràtio d'autofinançament sobre l'actiu és semblat a la ràtio anterior, però posa en relació el cash flow net, després dels dividends, amb la inversió total realitzada (actiu).

$$\text{Ràtio d'autofinançament sobre l'actiu} = \frac{\text{Cash flow econòmic net}}{\text{Actiu}}$$

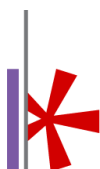
Finalment, relacionada amb la política de dividends (també coneguda amb l'expressió anglesa *pay out*), podem mostrar una altra ràtio útil per a l'anàlisi economicofinancera: la ràtio de política de dividends (més coneguda com a *pay out*).

$$\text{Ràtio de política de dividends (pay out)} = \frac{\text{Dividends}}{\text{Benefici}} \cdot 100$$

Si el *pay out* fos 1, tot el benefici es destinaria al pagament de dividends, amb la qual cosa l'empresa no s'autofinançaria (les reserves no augmentarien).

El cash flow també es pot veure com la interacció de tres fluxos procedents de tres àmbits:

- Activitats de l'explotació (cobraments per vendes i altres ingressos corrents i pagaments per compres i despeses d'explotació).
- Activitats d'inversió (cobraments per desinversions i pagaments per inversions, d'actius no corrents).
- Activitats de finançament (cobraments i pagaments per instruments de patrimoni i per instruments de passiu financer, pagaments per dividends i remuneracions d'altres instruments de patrimoni).



## ANÀLISI DE LA RENDIBILITAT

La rendibilitat és una mesura relativa, representada matemàticament per una ràtio que sol expressar-se en percentatge: és a dir, el càlcul de la rendibilitat implica la comparació d'un resultat (positiu o negatiu) amb l'esforç realitzat per aconseguir-ho (normalment, l'import de la inversió —sigui l'actiu, que és la inversió de l'empresa, o els fons propis, que és la inversió dels socis— o de les vendes realitzades).

Dir que una empresa guanya molt o poc, en valor absolut, és una dada inútil si no ho comparem amb l'actiu, els fons propis o les vendes. Per tenir una informació més útil, s'han d'utilitzar mesures relatives, com la rendibilitat.

Per analitzar la rendibilitat d'una empresa hem de disposar del seu compte de resultats en un format manejable per al nostre objectiu.

## EXEMPLE D'ANÀLISI DE COMPTE DE RESULTATS

Com a exemple pedagògic podem analitzar el compte de resultats de:

COMpte DE RESULTATS				
Recambios Tuning SL, 31-12-20X2				
Concepte	Exercici 20X2		Exercici 20X1	
	Import	%	Import	%
+ Vendes	11.104.575,77	100,00	9.248.027,12	100,00
– Consum o cost de les vendes	7.336.521,53	66,07	5.806.715,18	62,79
= Resultat brut	3.768.054,24	33,93	3.441.311,94	37,21
+ Altres ingressos d'explotació	18.350,08	0,17	29.521,83	0,32
= Resultat brut d'explotació	3.786.404,32	34,10	3.470.833,77	37,53
– Despeses generals	3.374.915,81	30,39	3.109.889,59	33,63
± Deterioraments i resultats per alienacions de l'immobilitzat <sup>1</sup>	+ 102.297,23	0,92		
= Benefici abans d'Interessos i Taxes (BAIT)	496.788,74	4,63	360.944,18	3,90
+ Ingressos financers	31.688,17	0,29	30.858,85	0,33
– Despeses financeres	50.416,36	0,45	56.908,61	0,62
= Benefici abans Impostos (BAI)	477.057,05	4,47	334.894,42	3,61
– Impost de societats	123.516,85	1,11	105.659,19	1,14
= <b>Benefici net</b>	<b>371.540,70</b>	<b>3,36</b>	<b>229.235,23</b>	<b>2,47</b>

<sup>1</sup> L'import d'aquest concepte correspon íntegrament al compte 771. Beneficis procedents de l'immobilitzat material. No hi ha pèrdues per deteriorament



Tots els percentatges es calculen sobre les vendes. Els percentatges corresponents a resultats es denominen marge. Així, a un resultat brut de 3.768.054,24 EUR correspon un marge del 33,93 %.

De les xifres anteriors, podem destacar el següent:

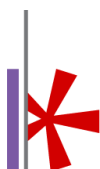
- Les vendes netes han augmentat en un 20 %, però el marge brut (marge comercial, en tractar-se d'una empresa de distribució) ha descendit en més de 3 punts (de 37,21 % a 33,93 %).
- El descens del marge brut es deu a un augment del cost de les mercaderies (consum), que ha passat de 62,79 % a 66,07 %. Aquest és el principal punt negatiu de l'evolució del resultat ordinari de Recambios Tuning.
- La reducció de marge s'ha compensat parcialment per la contenció de les despeses generals, que, en termes relatius, s'han reduït al 30,39 %.
- Les plusvàlues de 102.297,23 EUR en la venda d'immobilitzat material incideixen de forma molt favorable en el resultat (i en el BAIT en particular). Però cal pensar que aquests resultats no es tornaran a repetir en els propers exercicis (són atípics). Així, el resultat d'explotació o benefici abans d'interessos i taxes (BAIT) augmenta en valor absolut i marge (percentatge sobre vendes netes); però només augmentaria en valor absolut si l'empresa no hagués tingut les plusvàlues (el marge hauria disminuït).
- S'han reduït les despeses financeres, la qual cosa pot ser a causa d'un endeutament menor i/o a un descens dels tipus d'interès del mercat.
- Els ingressos financers han augmentat en valor absolut, encara que han disminuït en percentatge sobre vendes, probablement per un descens dels tipus d'interès del mercat.

## RÀTIOS ESPECÍFIQUES DEL COMPTE DE RESULTATS

El compte de resultats també es pot analitzar mitjançant algunes ràtios específiques (algunes d'elles ja es desprenen directament de l'estructura percentual del compte).

Vegem-ne les següents:

$$\text{Ràtio de consum o cost de les vendes (\%)} = \frac{\text{Cost de les vendes}}{\text{Vendes}} \cdot 100$$





Aquesta ràtio indica el cost de les mercaderies per cada 100 euros facturats; en altres paraules, indica quin percentatge de les vendes correspon al cost dels productes venuts.

Com més baixa sigui la ràtio més competitiva serà l'empresa, en igualtat d'estructura (despeses generals o despeses fixes). L'interessa comprar als millors preus perquè el cost de les vendes sigui reduït.

$$\text{Ràtio de marge brut (\%)} = \frac{\text{Resultat brut}}{\text{Vendes}} \cdot 100$$

Aquesta ràtio indica el marge brut que obté l'empresa per cada 100 euros facturats. Està directament relacionada amb la ràtio de consum o cost de les vendes. El resultat brut —en euros— és igual a les vendes netes menys el cost de les vendes.

$$\text{Ràtio de rendibilitat de les vendes (\%)} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{Vendes}} \cdot 100$$

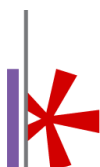
La ràtio de rendibilitat de les vendes expressa el benefici net que obté l'empresa per cada 100 euros que ven.

$$\text{Ràtio de despeses financeres (\%)} = \frac{\text{Despeses financeres}}{\text{Vendes}} \cdot 100$$

Aquesta ràtio expressa el percentatge que representen les despeses financeres sobre la xifra de vendes.

Per analitzar les despeses financeres també es pot utilitzar aquesta ràtio:

$$\text{Ràtio de cobertura de despeses financeres (\%)} = \frac{\text{BAll}}{\text{Despeses financeres}} \cdot 100$$



La ràtio de cobertura de despeses financeres ha de ser superior a la unitat, ja que, en cas contrari, l'empresa tindria pèrdues, perquè el benefici abans d'interessos i taxes (BAIT) no cobriria les despeses financeres.

$$\text{Ràtio de morositat (\%)} = \frac{\text{Deteriorament de crèdits per operacions comercials}}{\text{Vendes}} \cdot 100$$

El numerador d'aquesta ràtio és el saldo del compte 694. Pèrdues per deteriorament de crèdits per operacions comercials. Lògicament, convé que aquesta ràtio sigui el més reduïda possible.

És útil comparar les ràtios anteriors amb la mitjana del sector al qual pertany l'empresa i també amb empreses benchmark, objectiu o de referència.

## RÀTIO DE RENDIBILITAT ECONÒMICA

La rendibilitat econòmica, també coneguda com ROI, per les sigles *Return On Investments*, compara el resultat d'exploració (benefici abans d'interessos i taxes, BAIT) amb les inversions realitzades per aconseguir-ho (actiu).

La rendibilitat econòmica es calcula amb una ràtio que combina magnituds de dos documents dels comptes anuals: el compte de pèrdues i guanys i el balanç.

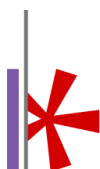
$$\text{Ràtio de rendibilitat econòmica (\%)} = \frac{\text{Resultat d'exploració (BAI)}}{\text{Actiu}} \cdot 100$$

Es pren el resultat d'exploració per avaluar el benefici generat per la totalitat de l'actiu de l'empresa, amb independència de com aquesta es finansi i de l'efecte de l'impost sobre beneficis. Per tant, la rendibilitat econòmica és la rendibilitat abans de computar les despeses financeres i la despesa per l'impost de societats.

La rendibilitat econòmica s'ha de comparar amb el cost mitjà del deute financer, per a això també hem de recórrer al compte de pèrdues i guanys i al balanç.

$$\text{Cost mitjà del deute financer (\%)} = \frac{\text{Despeses financeres}^1}{\text{Deutes amb entitats de crèdit}} \cdot 100$$

<sup>1</sup> Interessos i comissions vinculats al deute.



Perquè l'empresa segueixi creixent, pugui obtenir diners a crèdit i retribuir millor als accionistes, s'ha de donar la següent condició:

$$\text{Rendibilitat econòmica} > \text{Cost mitjà del deute financer}$$

Quan la situació anterior es compleix, les inversions de l'actiu generen beneficis amb els quals es pot atendre el pagament d'interessos i impostos, i queda un excedent per a l'autofinançament i/o la remuneració als accionistes.

La rendibilitat econòmica es descompon en dos factors que són estratègics per a l'empresa: rotació (de l'actiu) i marge (d'explotació).

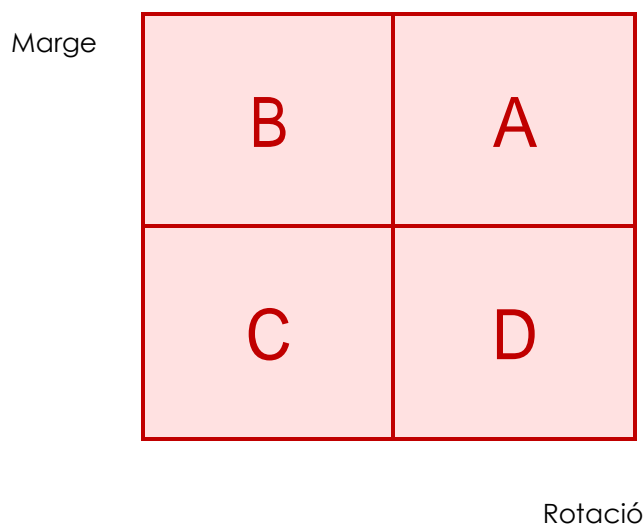
$$\text{Rendibilitat econòmica} = \frac{\text{Vendes}}{\text{Actiu}} \cdot \frac{(\text{BAI})}{\text{Vendes}} = \text{Rotació} \cdot \text{Marge}$$

La rendibilitat econòmica d'una empresa depèn simultàniament de l'eficiència amb què utilitzi els seus actius (rotació de l'actiu) i del marge net d'explotació. La rotació de l'actiu és un indicador global que, per a la presa de decisions, convé desglossar en diferents rotacions: bàsicament, d'existències i deutors, perquè són les que solen deteriorar-se més ràpidament.

La inversió òptima en actiu és difícil de determinar. Si la inversió és massa elevada, l'empresa és poc eficient en la gestió dels seus actius (les rotacions són baixes), però si la inversió és insuficient, pot córrer el risc de perdre vendes per no poder donar el servei adequat als clients (compliment de terminis, qualitat de fabricació, diversitat de productes, xarxa comercial, etcètera); no obstant això, amb una combinació adequada de propietat i lloguer (per exemple, mitjançant renting), l'empresa pot atendre els compromisos del seu programa comercial i aconseguir l'objectiu de servei al client.



El gràfic següent mostra el posicionament de l'empresa respecte als dos components de la rendibilitat econòmica:



Zona A: empreses amb marge alt i rotació alta (rendibilitat elevada)

Zona B: empreses amb marge alt i rotació baixa

Zona C: empreses amb marge baix i rotació baixa (rendibilitat escassa)

Zona D: empreses amb rotació alta i marge baix

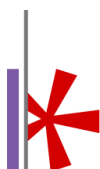
Les empreses poden especialitzar-se en marge o en rotació. Per exemple, una joieria o un restaurant de luxe obtindran la rendibilitat bàsicament via marge (treballaran amb marges alts i una escassa rotació dels seus actius); en l'altre extrem, un basar o un restaurant de menjar ràpid obtindran la rendibilitat bàsicament via rotació (treballaran amb uns marges reduïts, però amb elevada rotació en els seus actius).

També és possible que una empresa dominant en un nínxol de mercat tingui un marge alt i una rotació alta.

## RÀTIO DE RENDIBILITAT FINANCERA

La rendibilitat financera, també coneguda com a rendibilitat dels fons propis, o com ROE, per les sigles de *Return On Equity*, compara el benefici net generat per l'empresa amb els seus fons propis.

De la mateixa manera que la rendibilitat econòmica, la rendibilitat financera es calcula amb una ràtio que combina magnituds de dos documents dels comptes anuals: el compte de pèrdues i guanys i el balanç. És una de les ràtios principals



de referència, tant per als socis actuals com per als potencials, i, per descomptat, per a l'analista.

La rendibilitat financera es calcula amb la ràtio següent:


$$\text{Ràtio de rendibilitat financera (\%)} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{Fons propis}} \cdot 100$$


Els accionistes, i socis en general, són inversors que arriquen els seus diners en l'empresa a canvi d'obtenir una determinada rendibilitat. Aquesta rendibilitat ha de ser equiparable a la que proporcionen inversions alternatives de risc similar.


Perquè una empresa sigui atractiva per a inversors potencials, la seva rendibilitat financera ha de ser, com a mínim, equiparable al cost d'oportunitat d'aquests inversors.

La rendibilitat financera es descompon en tres ràtios:

$$\text{Rendibilitat financera} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{Vendes}} \cdot \frac{\text{Vendes}}{\text{Actiu}} \cdot \frac{\text{Actiu}}{\text{Fons propis}}$$

  
 Rendibilitat  
de les  
vendes

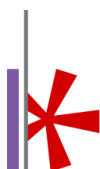
  
 Rotació de  
l'actiu

  
 Palanquejament  
financer

L'empresa ha de ser conscient que la rendibilitat de les vendes, la rotació de l'actiu i el palanquejament financer són tres factors estratègics sobre els quals ha de prendre una posició. La denominació palanquejament financer significa que l'empresa utilitza els recursos aliens com a palanca per aconseguir majors resultats.

La rendibilitat financera pot augmentar, mitjançant aquestes actuacions:

- La rendibilitat de les vendes: intervenint sobre els components del compte de resultats.
- La rotació de les inversions: millorant l'eficiència de les inversions de l'actiu.



- El palanquejament financer: utilitzant el deute quan la rendibilitat econòmica que proporcioni sigui major que el seu cost; d'aquesta manera, l'empresa aconseguirà un diferencial de rendiment (es crea valor per als socis o accionistes).

Rendibilitat econòmica obtinguda amb fons aliens	-	Cost dels fons aliens	=	Rendiment del palanquejament financer
--	---	--------------------------	---	---

Des del punt de vista econòmic (sense valorar el risc financer), la rendibilitat dels fons propis es pot incrementar si l'empresa utilitza fons aliens. La condició que s'ha de donar és que la rendibilitat econòmica de les inversions sigui superior al cost del seu finançament; d'aquesta forma els accionistes, sense posar diners, veuen el benefici de l'empresa augmentat i, en conseqüència, la rendibilitat financera.

**Exemple:**

CONCEPTE	EXERCICI	EXERCICI N-1
Fons propis	60,00	60,00
Fons aliens	60,00	40,00
Resultat d'explotació (BAIT)	12,00	10,00
Rendibilitat econòmica <sup>1</sup>	10 %	10 %
Cost mitjà del deute financer (6 %)	- 3,60	- 2,40
Benefici abans d'impostos (BAI)	8,40	7,60
Impostos (30 % s/benefici)	- 2,52	- 2,28
Benefici net (després d'impostos)	5,88	5,32
Rendibilitat financera (després d'impostos) <sup>2</sup>	9,80 %	8,87 %

- <sup>1</sup> És la raó entre el resultat d'explotació i l'actiu, el qual, vist pel costat del patrimoni net i passiu, és igual als fons propis més el deute.
- <sup>2</sup> És la raó entre el benefici net i els fons propis.

En l'exemple, gràcies als fons procedents del deute (que passen de 40 a 60) i a la seva inversió en l'actiu de forma rendible (la rendibilitat econòmica supera al



seu cost financer), l'empresa aconseguix un increment del benefici net de 5,32 EUR a 5,88 EUR.

Encara que la rendibilitat econòmica s'ha mantingut constant (10 %), com els socis no han aportat nous fons propis, la seva rendibilitat financera augmenta del 8,87 % al 9,8 % a causa de l'increment en el benefici net de l'empresa.

En el cas que les vendes de l'empresa de l'exemple fossin de 900 per a l'exercici N, la rendibilitat financera es desglossaria de la manera següent:

$$\begin{array}{c}
 \text{Rendibilitat financera} = \frac{\text{Benefici net}}{\text{Vendes}} \cdot \frac{\text{Vendes}}{\text{Actiu}} \cdot \frac{\text{Actiu}}{\text{Fons propis}} \\
 \begin{array}{ccc}
 \uparrow & \uparrow & \uparrow \\
 \text{Rendibilitat} & \text{Rotació} & \text{Palanquejament} \\
 \text{de les vendes} & \text{de l'actiu} & \text{financer}
 \end{array} \\
 \text{Rendibilitat financera} = \frac{5,88}{900} \cdot \frac{900}{120} \cdot \frac{120}{60} = 0,006533 \cdot 7,5 \cdot 2 = 9,80\%
 \end{array}$$

Amb una rendibilitat de les vendes del 0,6533 %, una rotació de l'actiu de 7,50 i un palanquejament financer de 2, la rendibilitat que obtenen els socis de l'empresa ascendeix al 9,80 %.

Però l'ús del deute té uns límits quant al risc financer i la solvència de l'empresa. El palanquejament financer, encara que proporcioni rendibilitat financera, és un risc, ja que suposa una càrrega financera i uns compromisos de pagament que caldrà afrontar, mentre que els beneficis mai són segurs. Per això, els bancs seran molt reticents a finançar empreses amb un endeutament exagerat (recordem que el valor adequat del ràtio d'endeutament està entre el 40 % i el 60 %).

