



Universidad de Navarra

FN-530
0-205-019

Finanzas operativas (I). Análisis y diagnóstico

1. Introducción

Con el término *finanzas operativas* nos referimos a la financiación de las operaciones corrientes de la empresa o, en otras palabras, a la financiación del activo circulante. Con el término *finanzas estructurales* nos referimos a la financiación del activo fijo y a la estructura financiera a largo plazo (deuda frente a capital). Los activos fijos, la deuda a largo plazo y el capital son bastante estables y forman lo que podríamos llamar la estructura financiera de la empresa. Por el contrario, el activo circulante puede variar mucho de año a año (o de mes a mes) como consecuencia de cambios en las operaciones de la empresa.

En las dos notas técnicas dedicadas a finanzas operativas (FN-530 y FN-531) pretendemos:

- a) Ofrecer un modelo sencillo de análisis y diagnóstico financiero, es decir, entender la cuenta de resultados y el balance. Este es el objetivo de esta nota técnica FN-530.
- b) Conocer la financiación necesaria para las operaciones corrientes de la empresa o, en otras palabras, cómo financiar el activo circulante.
- c) Realizar previsiones de cuentas de resultados y balances y tomar decisiones para resolver los posibles problemas si los hubiera. Esto lo abordaremos en la nota técnica FN-531.

Nota técnica preparada por el Profesor Eduardo Martínez Abascal. Diciembre de 2004.

Copyright © 2004, IESE. Para pedir otras copias de este documento, o un documento original para reproducirlo, llame a IESE PUBLISHING al 34 932 534 200, envíe un fax al 34 932 534 343, escriba a Juan de Alós, 43 - 08034 Barcelona, España, o a iesep@iesep.com

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Última edición: 6/11/07



Por análisis financiero, en un sentido amplio, entendemos el análisis de la cuenta de resultados y el balance. En un sentido más estricto, la palabra «financiación» se refiere a cómo la empresa se financia y cómo invierte. En esta nota técnica abordaremos el análisis de la cuenta de resultados y del balance, pero pondremos más énfasis en el balance. De hecho, éste es uno de los objetivos principales de esta nota: mostrar que el balance existe y es importante, aun cuando la mayoría de la gente sólo se preocupe de la cuenta de resultados.

Ahora ya podemos empezar con la explicación de este sencillo modelo de análisis financiero. Para ilustrar la explicación, utilizaremos el ejemplo de una empresa ficticia: *e-computerl@nd*¹.

e-computerl@nd es una empresa que vende ordenadores a través de Internet. Ha crecido mucho gracias a una generosa política de crédito –ofrece a sus clientes plazos de pago de entre 60 y 180 días–, la calidad de sus productos y la entrega rápida de los mismos. Su sitio web es sencillo, completo y rápido. Los estados financieros de la empresa se muestran a continuación. Hemos incluido –en cursiva– una serie de ratios y otras informaciones que se analizarán en esta nota técnica.

2. Análisis del negocio

Antes de analizar los números, lo primero es intentar entender un poco el negocio. Sólo si entendemos el negocio seremos capaces de analizar los estados financieros, que, al final, son un reflejo de las políticas y el comportamiento de la empresa². A continuación propongo algunas preguntas sobre el negocio que nos deberíamos formular:

- *Ventas y clientes*
 - ¿Qué vende?, ¿cuánto vende? o ¿qué tamaño tiene la empresa?
 - Las ventas, ¿son estacionales o uniformes durante todo el año? ¿Cíclicas o estables en tiempos de crisis?
 - ¿A quién vende? Clientes: ¿muchos o pocos? ¿Pequeños o grandes?

¹ En esta nota técnica usaremos tamaño de letra más pequeño para ilustrar los ejemplos o para tratar temas menos relevantes.

² Un análisis de los estados financieros de una empresa sin conocer el negocio sería puramente teórico y ciego, y probablemente sacaríamos conclusiones equivocadas. Sólo un analista experimentado, simplemente examinando los estados financieros de una empresa, podría adivinar de qué negocio se trata y cómo funciona, pero para ello se requiere mucha experiencia.

Tabla 1
Estados financieros de e-computerl@nd

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	Cuenta de Resultados							
2	(miles de euros)	2000	2001	2002		2000	2001	2002
3	Ventas	10.000	20.000	30.000		100%	100%	100%
4	CMV	8.000	16.200	24.600		80%	81%	82%
5	Margen bruto	2.000	3.800	5.400		20%	19%	18%
6	Salarios	200	1.000	1.800		2%	5%	6%
7	Gastos generales	100	385	470		1%	2%	2%
8	EBITDA	1.700	2.415	3.130		17%	12%	10%
9	Amortización	500	550	600		5%	3%	2%
10	EBIT o BAIT	1.200	1.865	2.530		12%	9%	8%
11	Gastos financieros	300	370	536		3%	2%	2%
12	EBT o BAT	900	1.495	1.994		9%	7%	7%
13	Impuestos (30%)	270	448	598		3%	2%	2%
14	BN Beneficio neto	630	1.046	1.396		6%	5%	5%
15								
16	Ratios de cuenta de resultados							
17	Crecimiento de ventas	150%	100%	50%				
18	Margen in %	20%	19%	18%		Margen bruto / ventas		
19	EBITDA / ventas	17%	12%	10%				
20	ROS, rentabilidad s/ ventas	6,3%	5,2%	4,7%		Beneficio neto / ventas		
21	ROE, rentab. recursos propios	21%	29%	30%		Beneficio neto / recursos propios		
22	ROA, rentabilidad activo	10%	12%	12%		EBIT / activo neto		
23	CFO cash flow operaciones	1.130	1.596	1.996		Beneficio neto + amortización		
24	EBIT/ intereses	4,0	5,0	4,7				
25								
26								
27	Activo	2000	2001	2002		COAF 2000-02		
28	Caja	286	50	50		-236		
29	Clientes	1.667	3.333	6.667		5.000		
30	Existencias	667	1.350	1.367		700		
31	Activo circulante, AC	2.620	4.733	8.083				
32	Activo fijo neto, AF	5.000	5.500	6.000		1.000		
33	Activo total	7.620	10.233	14.083				
34								
35	Pasivo							
36	Proveedores	720	1.407	2.051		1.332		
37	Impuestos a pagar	270	448	598		328		
38	Crédito bancario	0	1.202	3.362		3.362		
39	Pasivo circulante	990	3.057	6.011				
40	Préstamo bancario	3.000	2.500	2.000		-1.000		
41	Recursos propios	3.000	3.630	4.676		1.676		
42	Beneficio del año	630	1.046	1.396		766		
43	Total pasivo	7.620	10.233	14.083				
44								
45	Compras	8.637	16.883	24.617				
46	Nueva inversión bruta		1.050	1.100		Variación de activo + amortización		
47								
48	Balance resumido	2000	2001	2002		COAF 2000-02		
49	Caja excedente	236	0	0		-236		
50	NOF o circulante neto	1.394	2.878	5.434		4.040		
51	AF o activo fijo neto	5.000	5.500	6.000		1.000		
52	AN o activos netos	6.630	8.378	11.434				
54	Deuda (a largo y corto)	3.000	3.702	5.362		2.362		
55	Recursos propios + Beneficio	3.630	4.676	6.072		2.442		
56	Total financiación	6.630	8.378	11.434				
57								
58	Extracto del balance usado en finanzas operativas							
59	NOF	1.394	2.878	5.434		4.040		
60	FM	1.630	1.676	2.072		442		
61	Caja excedente (+)	236	-1.202	-3.362		-3.598		
62	o crédito necesario (-)							
63								
64	Ratios de balance							
65	Días de cobro	60	60	80				
66	Días de existencias	30	30	20				
67	Días de pago	30	30	30				
68	NOF / Ventas en %	14%	14%	18%				
69	Apalancamiento	1,1	1,2	1,3				
70	Deuda / Ebitda	1,8	1,5	1,7				
71								



- *Operaciones y producción.* ¿Producción estacional o uniforme durante todo el año? ¿Producción bajo pedido o en serie? ¿Proceso de producción largo o corto?
- *Dirección.* ¿Quién es el responsable? ¿Tiene experiencia? ¿Es fiable como persona y como directivo?
- *Estrategia.* Ventajas competitivas de la empresa o puntos cruciales de su estrategia.

En el caso de *e-computerl@nd*, disponemos de la siguiente información:

e-computerl@nd vende ordenadores a través de Internet a individuos y pequeñas empresas, la mayoría en el área metropolitana de Buenos Aires, pero también en el mercado Mercosur (Argentina, Uruguay, Paraguay, Brasil y Chile). En el año 2002 las ventas fueron de unos 30 millones de pesos, equivalente a 30 millones de euros.

La compañía subcontrata la fabricación de ordenadores a ensambladores asiáticos, que montan las diferentes partes del ordenador según las especificaciones de *e-computerl@nd*. La gama de productos es pequeña, pero de alta calidad. La empresa se esfuerza en vender productos dotados con los mejores componentes. El sitio web es sencillo, muy informativo y rápido, y requiere mucha inversión.

El equipo de dirección está compuesto por los tres fundadores de la compañía –dos ingenieros informáticos y una graduada MBA, Carmen Acosta, que ejerce de directora general. Pusieron en marcha la compañía en 1998, aprovechando el «boom» del «e-business».

Hasta la fecha, *e-computerl@nd* ha experimentado un crecimiento considerable, gracias a los siguientes aspectos clave de su estrategia: calidad del producto a un precio muy bajo; entrega fiable y rápida; muy buenas condiciones de pago ofrecidas a los clientes, y calidad de su sitio web.

Armados con esta información, ya podemos abordar el análisis de los estados financieros. Empezamos por la cuenta de resultados.

3. Análisis de la cuenta de resultados

Clarificación de la terminología

Frecuentemente, la cuenta de resultados («*profit & loss statement*»)³ tiene muchos epígrafes, difíciles de entender y de tamaño pequeño, es decir, irrelevantes para el análisis. Nuestra primera recomendación es reducir la cuenta de resultados a sus elementos más significativos (por tamaño), típicamente los que aparecen en la Tabla 1, líneas 3-14. Los conceptos más raros y pequeños de tamaño se pueden agrupar bajo el epígrafe «otros»⁴. Como regla general, cuantos menos epígrafes en la cuenta de resultados, más sencillo será el análisis. Repasemos ahora los principales epígrafes de la cuenta de resultados para asegurarnos que todos les damos el mismo significado⁵.

³ Se ha extendido mucho el uso del acrónimo inglés *P&L* para referirnos a la cuenta de resultados.

⁴ Si hubiera un epígrafe de importante tamaño cuyo resultado no entendemos, hay que preguntar al contable. Si el tamaño es pequeño, no compensa molestarse, pues ese epígrafe no cambiará nuestro análisis.

⁵ Un problema frecuente para los no financieros es que en finanzas se suelen usar muchos términos que son sinónimos para referirnos al mismo concepto. Otras veces se emplean los mismos términos para referirnos a conceptos ligeramente distintos. El resultado de todo esto es... confusión. Mi recomendación, cuando encuentres un término financiero que no entiendas, pregunta por su significado y pide que te expliquen con claridad cómo lo calculan.

- *Coste de mercancías vendidas (CMV)*, en inglés, «*cost of goods sold*» (COGS). El coste variable de las ventas es, pues, un porcentaje sobre ventas. En euros, el CMV sube o baja con las ventas.
- *Margen bruto («gross margin»)*. Por definición, también un porcentaje de ventas. Si la competencia es dura, el margen se irá erosionando, pues tendremos que bajar precios y no siempre podemos bajar el CMV.
- *Gastos operativos («operating expenses»)*. Salarios y otros gastos fijos (luz, agua, etc.). En teoría son un gasto fijo, pero la experiencia demuestra que cuando suben las ventas también suben los gastos fijos⁶.
- *EBITDA*, «*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*». Es el beneficio operativo calculado como margen menos gastos operativos. Es un término muy utilizado hoy en día, especialmente en multinacionales. La razón es que el director de división o de unidad de negocio raramente tiene poder de decisión sobre inversiones en activo fijo y sobre financiación, por ello es lógico medirle por el resultado operativo antes de gastos financieros y amortizaciones (sobre los que no tiene poder de decisión). El EBITDA es el «cash flow» producido por la empresa antes de gastos financieros⁷.
- *Amortización («depreciation»)*. Es un coste fijo, pero sin desembolso de caja. Habitualmente es un porcentaje del activo fijo definido por ley.
- *EBIT*, o «*earning before interest and taxes*». En castellano se usa indistintamente EBIT o BAIT, beneficio antes de intereses e impuestos.
- *EBT*, o «*earning before taxes*» o BAT, beneficio antes de impuestos.
- *Beneficio neto («net income or net profit»)*.

Análisis de la cuenta de resultados

Para el análisis nos concentraremos sólo en los «números gordos» o apartados principales de la cuenta de resultados. Estos serán los elementos relevantes a la hora de diagnosticar la situación de la compañía y preparar un plan de acción.

1. *Ventas*. Ver el *crecimiento de ventas*. Unas ventas crecientes significarán probablemente unas necesidades financieras crecientes (crédito creciente). El crecimiento también puede ser un indicador del potencial del negocio. Comprobar el *tamaño* de las ventas para tener una idea del tamaño del negocio. Algunas soluciones posibles en grandes empresas no lo son en pequeñas empresas, y viceversa. Observar si las ventas son *estacionales* (concentradas en

⁶ En empresas industriales es frecuente incluir los salarios y otros gastos fijos dentro del CMV. Se incluye la parte de salarios y costes fijos que son costes directos de producción. El objetivo es conocer cuál es el coste de cada pieza producida.

⁷ Teóricamente, el EBITDA debería ser suficientemente grande para pagar las nuevas inversiones, devolver deuda y pagar a los socios (accionistas y Gobierno).



pocos meses) o uniformes, y si son *cíclicas* (muy sensibles a crisis económicas) o no.

2. *Margen*, calculado como margen / ventas. Mira la evolución de este ratio y compáralo con el promedio del sector (aunque frecuentemente no es fácil encontrar este dato). A menudo los problemas empiezan con un deterioro del margen. Si no haces nada, tu ventaja competitiva irá desapareciendo y el margen bajará poco a poco. Un margen grande (en porcentaje) suele indicar que no hay muchos competidores.
3. *Ebitda / Ventas*. Ver su evolución y compararlo con el sector. Este ratio nos da una idea de cuán rentable es la empresa en sus operaciones ordinarias o, en otras palabras, cómo gestiona su margen y sus gastos operativos.
4. *Gastos financieros*. Ver su tamaño y evolución, como porcentaje de ventas. Hoy en días los bancos piden un ratio *EBIT / Gastos financieros* superior a 2,5.
5. *ROS*, «*return on sales*» o *rentabilidad de las ventas*, calculado como beneficio neto / ventas. De nuevo, ver su evolución y compararlo con el sector.
6. *ROE*, «*return on equity*» o *rentabilidad de los recursos propios*, calculado como beneficio neto / recursos propios del año anterior. (Tabla 1, línea 40, ROE = 630/3.000). El ROE nos proporciona una idea de la rentabilidad que la empresa da a sus accionistas. El ROE debería ser similar al del sector, o al ROE promedio de las empresas cotizadas en bolsa. El ROE debería ser superior al coste de la deuda «*risk*» que los prestamistas obtienen cuando prestan a la empresa. Los accionistas corren más riesgo que los prestamistas y, por tanto, deberían obtener más rentabilidad⁸. La diferencia entre ROE de la empresa y «*risk free rate*» se conoce con el nombre de «*risk premium*» o *prima de riesgo*. Así pues, fíjate en la prima de riesgo para ver si vale la pena invertir en la empresa.

Puedes calcular también el *ROA* («*return on assets*» o *rentabilidad de los activos*) = *EBIT / Activo neto*. El ROA nos dice la rentabilidad que producen los activos si se financian exclusivamente con capital y sin deuda. Comparar el ROA con la rentabilidad de otras inversiones alternativas, como la bolsa, otros sectores, etc. Otros sinónimos de ROA son el *ROCE* («*return on capital employed*») y *ROI* («*return on investments*»).

7. *Ver el tamaño del beneficio, en euros, y su evolución*. Los porcentajes pueden engañar. Recomiendo también calcular el «*cash flow*» operativo (*CFO*) = *beneficio neto + amortización*. Comparar el tamaño del CFO con el de la deuda y con las inversiones previstas. Esto nos dará una idea de si la empresa produce suficiente dinero para hacer frente a la devolución de deuda y las nuevas inversiones y, por tanto, si queda algo para los accionistas.
8. Por último, trata de *identificar los riesgos* o qué puede ir mal (por ejemplo, bajada de ventas, de márgenes, subida de costes, etc.). Hay dos tipos de riesgo:

⁸ Esta es una ley habitual en finanzas, pero que no sucede cuando los tipos de interés son muy altos, como suele ocurrir en economías emergentes.

- *Riesgo operativo*, o cuán sensible es el BAIT a cambios en ventas, margen o gastos generales. Haz un análisis de sensibilidad para ver cómo afectan estos cambios al EBIT.
- *Riesgo financiero*, o qué tan grandes son los intereses comparados con el EBIT. En otras palabras, cuán cerca estás de las pérdidas debido a los gastos financieros. Por ejemplo, una bajada del X% en ventas te pone en pérdidas, debido a los intereses. Este análisis de sensibilidad nos dará una idea –a veces vaga– del *riesgo operativo* y *riesgo financiero* de la compañía, es decir, la variabilidad del beneficio neto debida a la variabilidad de ventas o costes⁹.

Al finalizar nuestro análisis debemos ser capaces de responder a estas preguntas: *¿es la empresa rentable?, ¿invertiría yo en ella?, ¿tiene mucho riesgo?*

Apliquemos este modelo de análisis *e-computerl@nd*. Ver Tabla 1, líneas 3-14 y 16-22.

1. Ventas. Gran crecimiento en los últimos tres años (promedio 100% por año), pero bajando. Esto es razonable en una «start-up». Positivo.
2. Margen. Baja del 20 al 18%, probablemente debido a la competencia. Con todo, el declive es moderado. La empresa está aumentando mucho las ventas sacrificando poco margen, lo que es muy positivo.
3. Ebitda / Ventas. Gran descenso del 17 al 10%, debido al fuerte incremento de salarios. Tendríamos que preguntar a la empresa la razón. Signo negativo.
4. Gastos financieros. Han crecido mucho, pero la cifra es manejable. Ebit / intereses es superior a 2,5. Positivo.
5. ROS en torno al 5% y bajando moderadamente. Debería haber subido por el crecimiento de ventas. Con todo, es un buen ROS. Positivo.
6. ROE, crece del 21 al 30%. Buen resultado, sobre todo comparado con el tipo de interés del 10%.
7. *El beneficio neto* aumenta de 630 a 1.396 euros. Buen síntoma. El CFO es de casi 2.000 euros, cifra importante comparada con la deuda y las inversiones. Positivo.
8. *Riesgo operativo*. El EBITDA es grande comparado con los gastos operativos y financieros. La variable clave es el margen. Si el margen baja hasta el 12%, el beneficio será cero. Pero hay un largo camino todavía desde el 18%, margen actual, hasta el 12%. En otras palabras, el riesgo es razonable.

Resumen. Una empresa que crece, tiene buen margen, buen beneficio y buena rentabilidad (ROE), ¡La clave es el margen!

⁹ Por ejemplo, un servicio público (una compañía de electricidad) normalmente tendrá unos ingresos y costes muy fijos, y su beneficio neto será también bastante estable, por tanto tiene poco riesgo operativo y puede permitirse el lujo de tener más riesgo financiero. Por el contrario, un fabricante de automóviles puede tener unas ventas más volátiles y, por tanto, más riesgo operativo, y por ello debería tener poco riesgo financiero (poca deuda en su balance).

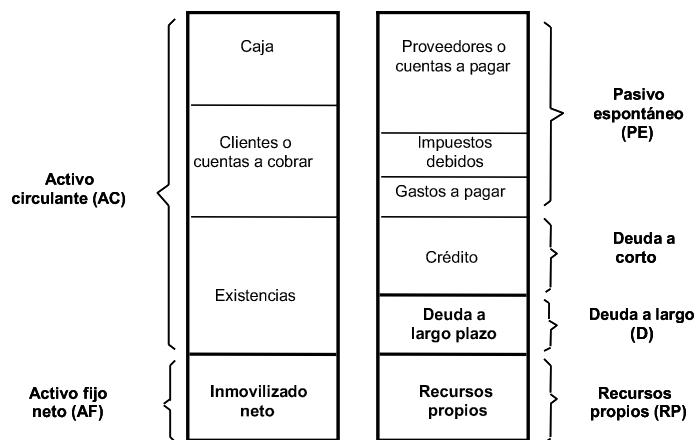
Ahora hay que analizar el balance, pero antes intentaremos clarificar los términos fundamentales del balance y explicar los dos conceptos fundamentales en finanzas operativas: NOF y FM, necesidades operativas de fondos y fondo de maniobra.

4. Principales conceptos en el balance

Clarificación de la terminología del balance

Como se sabe, los activos son las inversiones de la empresa o el lugar adonde va el dinero. Son «usos de fondos». El pasivo y el capital o recursos propios representan la financiación de la empresa, o el lugar de donde procede el dinero. Son «fuentes de fondos». La Figura 1 muestra un balance en su forma más simple. Distinguimos seis bloques claros en el balance.

Figura 1
Elementos principales del balance



Activo circulante, AC («current assets», CA) o activos más líquidos (que se pueden transformar en dinero fácilmente):

- *Caja («cash»)*: en forma de efectivo (dinero en caja), cuentas corrientes en el banco e inversiones financieras temporales (letras del Tesoro y similares). Todo esto es, de hecho, dinero líquido o caja.
- *Cientes o cuentas a cobrar («receivables»)*: facturas que representan el dinero que los clientes deben a la empresa.
- *Existencias, inventario o stocks («inventory or stocks»)*: existencias que hay en el almacén necesarias para las operaciones. El inventario puede ser de materias

primas (MP) necesarias para la producción, de productos en curso o en proceso (PC) en la planta, o de productos acabados (PA) listos para ser vendidos.

Todos estos elementos son inversiones que tienen que financiarse. Son percibidos como líquidos en el sentido que, en teoría, incluso aquellos que no son caja podrían convertirse fácilmente en caja. Pero siempre van a estar ahí, pues una vez cobrado un cliente, tendremos pendiente de cobro otro nuevo. Finalmente, el activo circulante varía enormemente en función de la política comercial o de fabricación de la empresa.

Activo fijo neto, AF («fixed assets net», FA): activos a largo plazo menos amortización acumulada. Cada empresa precisa de un mínimo de inversión en edificios, fábrica, maquinaria, mobiliario, ordenadores, etc. Estos activos no suelen cambiar mucho de año en año, por eso se les llama fijos.

El pasivo nos dice quién está financiando la empresa (las fuentes de fondos). Distinguimos tres grandes grupos: pasivo espontáneo o financiación sin interés, deuda (a corto o largo plazo) y capital (véase el lado derecho de la Figura 1). Dentro del pasivo se distingue entre pasivo a corto (hay que devolverlo enseguida) y pasivo a largo.

Pasivo espontáneo (PE). Financiación gratuita que la empresa recibe sin que tenga que pagar un coste o interés explícito. Procede automáticamente del mero hecho de que la empresa compra, vende, paga impuestos, etc. Habitualmente, el pasivo espontáneo procede de:

- *Proveedores o cuentas a pagar («payables»):* dinero que debemos a los proveedores porque hemos comprado a crédito.
- *Impuestos a pagar («accrued taxes»):* dinero que debemos a Hacienda o a la Seguridad Social.
- *Gastos a pagar («accrued expenses»):* dinero que debemos a otra gente por alguna razón (como reparaciones en la fábrica, compra de ordenadores, etc.) y sin coste explícito. Suelen ser cantidades pequeñas.

Deuda a corto o crédito, habitualmente una línea de crédito o cualquier otra forma de deuda a corto plazo con los bancos o con el mercado de capitales¹⁰. Esta es una financiación a corto plazo negociada con los bancos, y obviamente pagamos intereses por ella.

Deuda a largo plazo, (D), o financiación negociada con los bancos con un largo plazo de vencimiento y pago de intereses. Suele adoptar la forma de préstamos, hipotecas, etc.

Recursos propios, RP, capital o patrimonio neto de la empresa («equity», E). Es el dinero invertido por los accionistas más el beneficio retenido de ejercicios anteriores. Algebraicamente es igual a activos menos pasivo.

¹⁰ Pagarés de empresa, efectos descontados, letras, etc.



Por último, una clarificación de la terminología. Cuando hablamos de «deuda» nos referimos a la financiación –a largo y a corto– que paga intereses. Normalmente es financiación bancaria, pero en grandes empresas puede ser también una emisión de bonos o de pagarés.

Necesidades operativas de fondos (NOF)

*Las NOF son los fondos requeridos para financiar las operaciones de una empresa*¹¹. Si se opera, se tendrá que invertir dinero en:

- Clientes o cuentas a cobrar, puesto que se vende, pero los clientes no pagan inmediatamente.
- Existencias o inventario para ventas futuras.
- En algunos casos (cada vez menos) la empresa tiene que mantener una caja mínima o caja necesaria para las operaciones. En grandes empresas o en economías desarrolladas, esa caja mínima necesaria para las operaciones suele ser cero.

Estos tres apartados requerirán financiación. Pero las operaciones ayudarán a financiar parte de este activo circulante, ya que la empresa tendrá:

- Proveedores o cuentas a pagar: se compra, pero no se paga inmediatamente; es decir, los proveedores ayudan a financiar las operaciones.
- Otros pasivos espontáneos (sin coste), como otros gastos pendientes de pago, impuestos a pagar, etc. Estos son fondos que se obtienen gratuitamente y que ayudan a financiar las operaciones.

Por tanto, la financiación requerida por las operaciones será la caja mínima necesaria para las operaciones o caja necesaria, más las cuentas de clientes, más las existencias, menos los pasivos espontáneos (proveedores, impuestos y gastos a pagar).

$$NOF = \text{Caja necesaria} + \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores} - \text{Otros pasivos espontáneos}$$

A efectos prácticos, si asumimos que la caja mínima es cero y que los otros pasivos espontáneos son pequeños, las NOF son:

$$NOF = \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores}$$

Las NOF son un «uso de fondos» y deben estar en el lado de los activos. Son un activo (una inversión) tan importante como la inversión en inmovilizado, y frecuentemente más importante. De hecho, podemos dividir los activos de cualquier empresa en dos componentes principales: activo fijo neto (AF) y NOF. En la **Figura 2** se restan del activo circulante los pasivos espontáneos o financiación gratuita (proveedores,

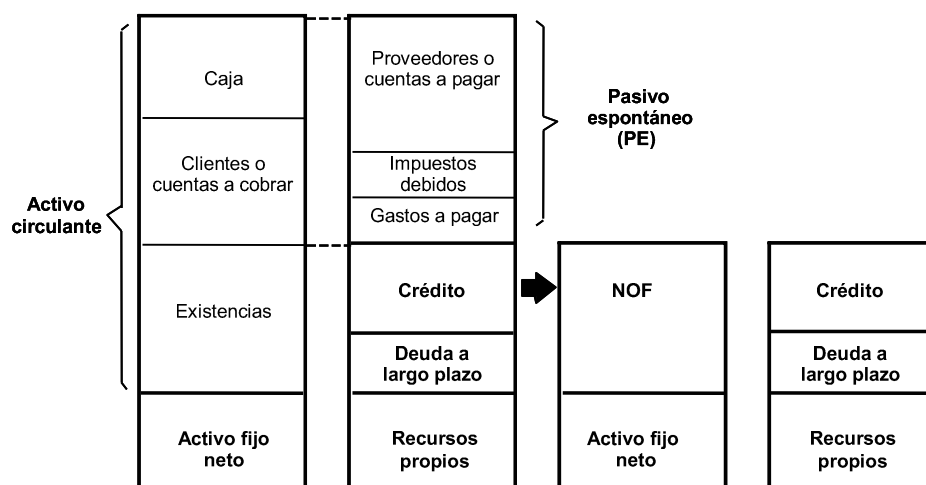
¹¹ Otro nombres posibles son circulante neto y fondo de maniobra neto, pero no se suelen usar. En inglés, «working capital requirements», «net working capital».

impuestos debidos y gastos a pagar) y obtenemos la financiación requerida para las operaciones, o NOF.

En toda empresa hay dos categorías principales de activos: *activo fijo neto (AF)* y *necesidades operativas de fondos (NOF)*. La suma de ambos se denomina *activo neto (AN)*. El activo neto se financia exclusivamente con deuda y capital. De hecho, todo balance se puede reducir al «balance corto» con sólo estos cuatro elementos: NOF + AF en el lado del activo y deuda + recursos propios en el lado de la financiación (véase Figura 2).

El AF requiere decisiones estratégicas por parte de la dirección, y rara vez cambia. Las NOF no requieren ninguna decisión de la alta dirección y proceden directamente de las operaciones diarias de la empresa. Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa. Si una empresa cambia su período de cobro, o de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Figura 2
Balance corto



Ejemplo. Supongamos que una empresa vende 10 millones de euros al mes, o 120 millones de euros al año. Si su política de cobro es de 30 días, tendrá 10 millones de euros en clientes, lo que significa que necesitará 10 millones de euros de financiación para cubrir esas cuentas a cobrar. Si, para incrementar las ventas, aumenta su política de cobro a 60 días, necesitará inmediatamente otros 10 millones de euros de financiación, ya que sus cuentas a cobrar serán ahora de 20 millones de euros en vez de 10. Lo mismo sucede si mantiene su política de 30 días pero sus clientes demoran los pagos hasta 60 días por causa de una crisis económica o cualquier otra razón. En resumen, cualquier cambio en la política de crédito a sus clientes tendrá un efecto sobre el balance, en concreto, cambios en las NOF y en la financiación necesaria.

Las NOF pueden ser modificadas por los mandos intermedios. Por ejemplo, un representante de ventas que decide dar a un cliente mejores condiciones de pago puede incrementar las NOF significativamente. Otro ejemplo: retrasos en el proceso de



fabricación pueden también incrementar las NOF, ya que aumentan las existencias de producto en curso. En algunos casos, estos incrementos de las NOF pueden ser mucho más importantes que un incremento del inmovilizado decidido por la alta dirección después de una cuidadosa deliberación.

El principal objetivo del curso de Finanzas Operativas es ver las consecuencias financieras de decisiones operativas, es decir, calcular los cambios de las NOF debidos a decisiones operativas (tales como cambios en la política de crédito a clientes, cambios en el proceso de producción, la política de inventario, etc.). En este curso intentaremos ver cómo se comportan las NOF y, por tanto, la financiación necesaria para las operaciones normales.

Las NOF están directamente relacionadas con las ventas, ya que todos sus componentes lo están. De hecho, podríamos expresar las NOF de una empresa como un porcentaje de ventas. Por ejemplo: Si las ventas anuales = 1.200 euros, y las cuentas a cobrar = 100 euros, entonces las cuentas a cobrar = $100 \text{ euros} / 1.200 \text{ euros} = 8,3\%$ de las ventas. Y si el período de cobro es de un mes, entonces tendré $1/12 \times$ ventas, u $8,3\%$ de las ventas en cuentas a cobrar. El mismo razonamiento se aplica a los otros apartados de las NOF (excepto otros pasivos espontáneos, distintos de proveedores, que pueden no estar relacionados con las ventas). Una consecuencia crucial es que las NOF seguirán las mismas pautas que las ventas. Si tenemos unas ventas crecientes, tendremos unas NOF crecientes; si tenemos unas ventas estacionales (por ejemplo, una empresa de helados), tendremos unas NOF estacionales.

Apliquemos este concepto a *e-computerl@nd*. El cálculo de las NOF es sencillo. En los balances de los años 2000-2002 sumamos caja, clientes y existencias, y restamos proveedores e impuestos. Estamos asumiendo que la caja que hay en el balance es la mínima para las operaciones. También podríamos haber puesto caja cero. Como se ve, las NOF se han incrementado mucho, especialmente durante el último año, pasando de 2.878 a 5.434 euros. En teoría, deberían haber aumentado al mismo ritmo que las ventas, es decir, un 50%; pero de hecho han aumentado más rápidamente. Esto significa que algunos de los componentes de las NOF crecieron más de lo previsto. Sabemos por un punto anterior que la compañía amplió su período de cobro de 60 a 80 días, y esto condujo a un incremento de las NOF de más del 50%.

Ahora intentaremos clarificar una cuestión típica que se suele plantear durante el curso. ¿Qué «caja» debemos utilizar para calcular las NOF?: ¿la caja que figura en el balance o la caja necesaria para las operaciones? Es una cuestión importante, ya que la caja del balance puede ser una caja excedente debido a una acumulación de beneficios y no el mínimo de caja necesario para las operaciones. Hay que recordar que las NOF son los fondos «necesarios» para las operaciones. Así pues, la respuesta es fácil: utilizar sólo la caja necesaria para las operaciones. Pero entonces, ¿cómo sé cuánta caja es necesaria? Tres respuestas:

- Utilizar caja cero como caja mínima para las operaciones; en la actualidad, éste es el supuesto más realista.
- Si la empresa tiene crédito, se puede deducir la caja mínima necesaria para las operaciones: será la caja que figure en el balance, ya que no tiene sentido tener caja extra y crédito al mismo tiempo.
- Preguntar a la empresa por su política de caja (por ejemplo, 5, 10, etc. días de gastos).

Una última advertencia al calcular las NOF. Las NOF nos dicen los fondos necesarios para financiar las operaciones, suponiendo que la empresa observa sus políticas en materia de cobro, existencias y pagos. Si lo hace, tendremos las NOF «reales». Pero, ¿y si nuestra

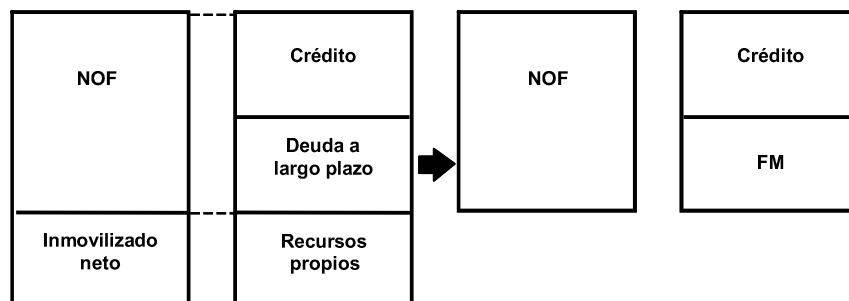
política de pago es de 30 días, pero de hecho demoramos los pagos y los efectuamos a 90 días? En este caso estaremos obteniendo una financiación extra de nuestros proveedores. Esta financiación extra no es «pasivo espontáneo», sino «pasivo forzado», que es una cosa muy diferente. Cuando calculamos las NOF directamente a partir de las cifras del balance, lo que obtenemos tal vez no sean las «NOF reales», sino las «NOF forzadas». ¿Qué hacer? Calcule las NOF suponiendo que la empresa paga a sus proveedores en el plazo convenido. Obviamente, se obtendrá una cifra más alta de NOF, es decir, la empresa necesita más dinero del que figura en el balance.

Fondo de maniobra (FM)

El FM son los fondos a largo plazo disponibles para financiar las NOF una vez que se ha financiado el inmovilizado. Con los fondos a largo plazo (recursos propios + deuda a largo plazo) financiamos el inmovilizado, y los fondos que sobren están disponibles para financiar operaciones (para financiar las NOF). Estos fondos restantes se llaman FM. El FM es una fuente de financiación y debe estar en el lado del pasivo del balance. En la **Figura 3** sustraemos el inmovilizado neto de los recursos propios + deuda a largo plazo, y el resultado es el FM.

$$FM = \text{Recursos propios} + \text{Deuda a largo plazo}^{12} - \text{Inmovilizado neto}$$

Figura 3
NOF frente a FM



Como se ve, el FM es una fuente de fondos que ayuda a financiar las operaciones (las NOF). Obsérvese que, habitualmente, los elementos del FM (inmovilizado neto, recursos propios y deuda a largo plazo) son bastantes estables. De hecho, constituyen lo que podría denominarse la estructura financiera de la empresa. Y sólo cambian como resultado de decisiones estratégicas, tomadas normalmente por la alta dirección. De un año para otro, los cambios en el FM serán normalmente pequeños y debidos a beneficios retenidos, devolución de deuda y a pequeñas variaciones en el inmovilizado neto.

¹² En la deuda a largo plazo, (D), se incluye también la parte a corto plazo de la deuda a largo plazo, o la parte de la deuda a largo plazo que tendrá que pagar pronto.



Ahora intentaré clarificar un punto que suelen plantear las personas con formación financiera. En la mayoría de los libros de textos, el FM se define como:

$$FM = \text{Activo circulante} - \text{Pasivo circulante, o también}$$

$$FM = \text{Caja} + \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores} - \text{Impuestos} - \text{Gastos a pagar} - \text{Crédito}$$

Esta definición es correcta, pero el lector recibe la impresión de que el FM es un activo circulante (ya que se define como activo circulante menos pasivo circulante) y, por tanto, muy variable por naturaleza. Esto es incorrecto, ya que el FM es, de hecho, muy estable. Muchos libros de texto dicen también que el activo circulante debe ser más alto que el pasivo circulante¹³ (FM positivo), para asegurar que la empresa tenga suficientes activos líquidos para pagar su pasivo circulante. Según este punto de vista, cuantas más cuentas a cobrar se tengan, mejor. Estamos totalmente en desacuerdo con este enfoque, ya que cuanto más activo circulante tengamos, más financiación necesitaremos para respaldarlo. Estamos de acuerdo con que un FM alto significa más estabilidad financiera, pero no debido al excedente de activo circulante, sino porque un FM alto significa muchos recursos permanentes disponibles para financiar las operaciones. Nosotros vemos el FM desde el ángulo opuesto al tradicional; lo vemos como una fuente de fondos, no como un uso de fondos.

Financiación de operaciones: NOF frente a FM

En la **Figura 3** hemos visto que las NOF se financian con el FM. Si el FM no es suficiente, necesitaremos crédito. Así pues:

$$NOF = FM + \text{Crédito}$$

Si el FM es mayor que las NOF, tendremos más fondos de los necesarios, y este excedente estará como excedente de caja (no como la caja necesaria para las operaciones). Así pues:

$$NOF + \text{Excedente de caja} = FM$$

De aquí sacamos la siguiente enseñanza importante: las NOF se financian siempre con el FM y el crédito. Así pues, cuanto mayor es el FM, menos crédito necesitaremos. Si el FM es muy grande, no tendremos crédito y sí un excedente de caja.

Apliquemos ahora estos conceptos a *e-computerl@nd*. El cálculo del FM es bastante sencillo; simplemente sumamos recursos propios + beneficio del año + deuda a largo plazo - inmovilizado. El FM no ha aumentado mucho (véase el cuadro de origen y aplicación de fondos -COAF-: el incremento del capital y los beneficios se ve compensado por un incremento del inmovilizado neto y una disminución de la deuda). También podemos ver que las NOF crecen más rápidamente que el FM, lo que significa que la necesidad de crédito crece también rápidamente.

En la Tabla 1, líneas 48-56, podemos ver el balance corto con los dos tipos de activo (NOF y AF) y las dos fuentes de financiación con coste (deuda y capital). La versión más breve del balance, que usamos en finanzas operativas, está en las líneas 58-61 y explica la evolución de las NOF y el FM y, por tanto, la evolución del crédito necesario.

Armados con estos conceptos, ya podemos lanzarnos al análisis del balance.

¹³ El ratio de liquidez (activo circulante/pasivo circulante) expresa la misma idea. Este ratio se suele mencionar en los libros de texto con la indicación de que cuanto mayor es, mejor.

5. Análisis del balance

El primer paso es elegir el mes del año adecuado para analizar el balance. Habitualmente recibiremos el balance de diciembre, pero puede ser que este mes no sea representativo de la situación financiera de la empresa. Si las ventas son uniformes a lo largo del año, el balance de diciembre es adecuado. Pero si las ventas son fuertemente estacionales –muchas ventas en unos meses y muy pocas en el resto–, entonces necesitarás el balance de dos meses, el de máximo crédito y el de máxima caja. Estos balances nos darán una fotografía de los meses en que la empresa está peor y mejor financieramente.

1. Primero identificamos los *grandes números del balance, los números «gordos»*. Estos números «gordos» nos indican las principales inversiones y fuentes de financiación de la empresa. Si ésta tiene problemas financieros, probablemente estarán en estos números «gordos». Recomiendo calcular el balance corto (en el lado del activo, NOF + AF, en el lado del pasivo, deuda + capital).

Algunas «señales de alarma» ayudan a identificar problemas en un primer vistazo. Por ejemplo, un descenso de la caja¹⁴ en los últimos años –o meses–, o un incremento de proveedores, pueden ser una señal de dificultades financieras. Puede haber excepciones a esta regla –¡no hay reglas fijas en el análisis financiero!–, pero suele merecer la pena empezar el análisis echando un vistazo a estas dos partidas. Pero, cuidado: ¡se trata de síntomas, no de causas de los problemas financieros de la empresa!

2. *Cuadro de origen y aplicación de fondos (COAF)*. Esta es probablemente la herramienta más útil para comprender la evolución financiera de una empresa. El COAF lo obtenemos por diferencia entre el balance de este ejercicio y el del ejercicio anterior. Si la empresa tiene problemas financieros, compararemos el balance más reciente con el último en el que la empresa estaba en una buena posición financiera.
 - Un incremento del activo representa una utilización de fondos y puede indicar por qué la empresa necesita más dinero. Además, el uso de fondos nos da una idea de la estrategia de la empresa o en dónde está invirtiendo su dinero. A la inversa, un descenso de los activos representa una fuente u origen de fondos, o fondos disponibles para otros usos (devolución de deuda, dividendos, etc.)¹⁵.
 - Un incremento del pasivo o de los recursos propios significa una entrada o fuente de fondos e indica de dónde obtiene la empresa su dinero. A la inversa, un descenso del pasivo indica un uso de fondos (por ejemplo, un descenso de la deuda es un uso de fondos porque pagamos la deuda).
 - Miraremos los números «gordos» en el COAF, es decir, las partidas que más se incrementan en el balance, porque ahí puede estar la causa de los problemas.

¹⁴ Si la caja es grande, la empresa no tiene problemas financieros, es decir, no tiene problemas de financiación. Puede tener problemas de cuenta de resultados, porque pierde dinero, o puede que no sea eficiente en el uso de sus recursos, pero raramente tendrá problemas financieros si tiene mucha caja.

¹⁵ La diferencia de balances nos da la misma información que el cuadro de financiación. De hecho, el «cash flow» generado por la empresa para sus accionistas es la diferencia entre la caja de este año y la del año pasado. Este «cash flow» es la consecuencia de variaciones en las NOF, el AF, la deuda y los recursos propios. En otras palabras, no necesitas el cuadro de financiación si sabes analizar adecuadamente el balance.

Pero además es necesario averiguar por qué se han producido esos incrementos. Por ejemplo, supongamos que identificamos:

- Un gran incremento de las cuentas a cobrar. Pero, ¿este incremento se debe a que cobramos peor?, es decir, ¿hay que responsabilizar al departamento de cobro de nuestros problemas financieros?
 - Un gran incremento del inventario. Pero, ¿este incremento se debe a un empeoramiento de la política de compras?, es decir, ¿tenemos demasiadas existencias? ¿Hay que responsabilizar al director de compras de nuestros problemas financieros?
 - Un gran incremento de las cuentas a pagar. ¿Se debe a que nos aprovechamos de nuestros proveedores demorando los pagos? Para responder a estas preguntas, tenemos que calcular los llamados *ratios operativos*, que se explican en la siguiente sección.
3. *NOF frente a FM*. Si una empresa necesita dinero, es porque han crecido sus NOF o ha bajado su FM, o ambos a la vez. Ver la evolución del FM y de las NOF.

4. *Riesgos del balance*

- Para tener una idea del riesgo del balance miraremos el tamaño de la deuda. Calcular el *apalancamiento* como *recursos de terceros / recursos propios*. Este ratio nos da una primera indicación de la salud financiera de la empresa¹⁶. Teóricamente, más recursos propios (apalancamiento pequeño) significa una situación financiera más segura. Pero, insisto, no hay reglas fijas. El ratio de apalancamiento nos dice cuánto dinero han invertido los accionistas y cuánto han invertido otros participantes («stakeholders»). Recuerda que son muchos los participantes (proveedores, bancos, etc.) que contribuyen a la financiación de la empresa, no sólo los accionistas. Actualmente los bancos miran mucho el ratio *Deuda / Ebitda*, y suelen pedir un ratio máximo de 4 para conceder crédito.
- Mirar la calidad de los activos que la deuda está financiando. No es lo mismo tener invertido un millón de euros en existencias invendibles que en cuentas a cobrar. Y no es lo mismo que las cuentas a cobrar sean de clientes buenos o de clientes malos, etc.
- Finalmente, debe haber un equilibrio entre el riesgo operativo (variabilidad del beneficio debido a las operaciones) y el riesgo financiero (variabilidad del beneficio debido a la deuda). En general, a mayor riesgo operativo, menor riesgo financiero (menos deuda) debería haber, y viceversa.

Apliquemos este análisis al balance de *e-computerl@nd*. Ver Tabla 1, líneas 27-43.

¹⁶ Hay muchos otros ratios que expresan la misma idea del ratio de pasivo/capital propio. Entre ellos: ratio de solvencia (capital propio/pasivo); ratio de deuda (exigible/total activos); cobertura de activos fijos (deuda a largo plazo + capital propio/inmovilizado neto). ¿Cuáles debemos utilizar? Aquel con el que nos sentimos más cómodos, o el que entendemos mejor. Pero todos ellos dan la misma información.

1. *Los grandes números.* Vemos que las principales inversiones de la compañía en el año 2002 son en clientes e inmovilizado. Las principales fuentes de financiación son capital propio, crédito, préstamo y cuentas a pagar. *Alarmas.* La caja ha disminuido en los dos últimos años a 50 euros. También, lo que es más significativo, las cuentas a pagar han aumentado mucho, al igual que el crédito. Tendremos que investigar por qué, y ésta es precisamente la tarea del analista.
2. *Calculamos el COAF* entre los años 2000-2002 (ver G28-G42). Sólo examinamos los cambios principales –los números «gordos»–, ya que serán las causas de los problemas financieros de la compañía, de tener alguno. La compañía casi ha doblado sus activos, debido a un enorme incremento de clientes (5.000 euros) y un incremento más moderado del inmovilizado (1.000 euros). Tendremos que investigar por qué la compañía ha incrementado sus cuentas a cobrar a un ritmo tan espectacular. El otro uso de fondos ha sido un descenso del préstamo (1.000 euros). Las principales fuentes de financiación han sido crédito bancario (3.352 euros), capital propio (1.680 + 770 euros) –probablemente debido a beneficios retenidos, aunque también podría ser capital nuevo procedente de los accionistas– y proveedores (1.332 euros). Sacamos la conclusión de que la compañía puede tener problemas financieros (necesidad creciente de crédito), y puede que hayamos averiguado la razón: un incremento de las cuentas a cobrar. Intentaremos averiguar quién es el responsable de ese incremento.
3. *NOF frente a FM* (líneas 59-60). Las NOF han crecido mucho (4.040 euros) y el FM ha crecido muy poco (442 euros), y la diferencia tiene que ser financiada con crédito a corto.
4. Por último, el *apalancamiento* ha crecido ligeramente (1,1 a 1,3), no es para alarmarse. El *ratio Deuda / Ebitda* es 1,7, bastante bien, poca deuda.

Resumen. Gran incremento de NOF, debido al incremento de clientes. Crecimiento insuficiente de FM. Como consecuencia, la empresa necesita dinero. Ahora tenemos que identificar por qué ese aumento de clientes. Para ello necesitamos calcular los «días de clientes».

6. Ratios operativos

Clientes en días o días de cobro

Significado. Este ratio nos da el número de días que la compañía tarda, como media, en cobrar de sus clientes. Si cobro, en promedio, a 30 días, todo lo que he vendido en los últimos 30 días no lo he cobrado. Este ratio calcula cuántos días he tardado en vender la cifra que tengo en clientes.

Cálculo (aplicado a e-computerl@nd)

- Durante el año 2002 vendimos 30.000 euros, con unas ventas diarias de 30.000 euros /360 días, o 83,3 euros al día.
- Por tanto, los 6.667 euros que tenemos en cuentas a cobrar se han vendido en los últimos 80 días (6.667 euros /83,3 euros diarios = 80 días).



- Otra explicación: las ventas de 30.000 euros se han hecho en 360 días, así que los 6.667 euros que tenemos en cuentas a cobrar se habrán vendido durante «x» días $\Rightarrow 6.667 \text{ euros} / 30.000 \text{ euros} \times 360 \text{ días} = 80 \text{ días}$.

$$\begin{aligned} \text{Fórmula:} \quad \text{Días de cobro} &= \text{Clientes} / \text{Venta diaria} \\ &= \text{Clientes} \times 360 / \text{Ventas} \end{aligned}$$

Interpretación. Utilizamos el ratio de días de cobro para intentar averiguar quién es el responsable del incremento de la cantidad de euros invertidos en clientes. Si hay un incremento de los días de cobro, puede deberse a que el departamento de cobro no está haciendo su trabajo correctamente. Pero no nos precipitemos en cortar cabezas. También puede deberse a que ahora vendemos a peores clientes, que pagan peor, o a que la situación económica ha empeorado y todo el mundo demora sus pagos. Obviamente, las empresas intentan que su período de cobro sea muy corto, ya que esto significa una inversión pequeña en clientes. Pero, muy a menudo, la política comercial de la compañía, las prácticas del sector o la calidad de los clientes requieren un largo período de cobro, y la dirección debe ser consciente de que esto significa grandes inversiones en cuentas a cobrar.

Existencias en días o días de stock

Significado. Este ratio nos dice el número de días de ventas que la compañía mantiene, como media, en el almacén. O, dicho con otras palabras, si tenemos, por ejemplo, 30 días de stock, todo lo que vamos a vender en los próximos 30 días ya está en el almacén. Puedo calcular cuántos días tardarán en desaparecer las existencias. El ratio inverso se llama «rotación». Por ejemplo, si mantengo 30 días de ventas en el almacén, mi rotación es de $360 / 30 \text{ días} = 12 \text{ veces}$; es decir, cambio mi inventario 12 veces al año.

Cálculo (aplicado a e-computerl@nd)

- Ventas diarias en los próximos días = Ventas / 360 días = 30.000 euros / 360 días, u 83,3 euros al día. Véase una observación importante en la nota a pie de página¹⁷.
- El CMV diario en los próximos días = ventas diarias $\times (1 - \text{margen}) \Rightarrow 83,3 \text{ euros} \times (1 - 0,18) = 68,3 \text{ euros al día}$. Así pues, esperamos vender 83,3 euros al día, y el CMV de esta venta diaria es de 68,3 euros.
- Si tenemos existencias por valor de 1.367 euros, tenemos artículos para «x» días de ventas $\Rightarrow \text{Días de existencias} = \text{existencias} / \text{CMV diario} \Rightarrow 1.367 \text{ euros} / 68,3 \text{ euros} = 20 \text{ días}$.

¹⁷ En este ejemplo suponemos que las ventas al comienzo del próximo ejercicio (2003) serán las mismas que las del cierre del último ejercicio (2002). Esta es una hipótesis sensata. Pero en los casos de empresas con un crecimiento alto, tal vez fuera más preciso hacer una previsión de las ventas para el ejercicio próximo de la siguiente manera: Ventas próximo ejercicio = ventas último ejercicio $\times (1 + g)$, siendo g el índice de crecimiento de ventas. Ejemplo: si esperamos un crecimiento de ventas del 33% en 2003, las ventas futuras serán: 30.000 euros $\times (1 + 0,33) = 40.000 \text{ euros}$.

- Otra explicación: con un CMV de 24.600 euros cubrimos un año de ventas; por tanto, con 1.367 euros cubriremos las ventas de 20 días.

$$\begin{aligned}
 \text{Fórmula: Días de existencias} &= \text{Existencias} / \text{CMV diario} \\
 &= \text{Existencias} \times 360 \text{ días} / \text{CMV} \\
 &= \text{Existencias} \times 360 \text{ días} / \text{Ventas} \times (1 - \text{margen})
 \end{aligned}$$

Interpretación. Utilizamos el ratio de días de existencias para intentar averiguar quién es el responsable de que haya crecido la partida de existencias. Si las existencias aumentan, puede ser debido a un incremento de los días de stock como consecuencia de la mala gestión del departamento de compras. Pero, cuidado, puede haber otras razones; por ejemplo, si esperamos vender más, tendremos más existencias, aunque nuestros días de stock permanezcan constantes. Como en el caso de las cuentas a cobrar, menos días de existencias significan menos inversión en existencias y, por tanto, menos necesidades financieras. Esta es una de las razones por las que las empresas han adoptado la gestión de existencias «just in time».

Proveedores en días o días de pago

Significado. Este ratio nos da el número de días que la compañía tarda, como media, en pagar a sus proveedores. O, dicho con otras palabras, si los días de proveedores son sesenta, todo lo que hemos comprado durante los últimos 60 días aún no ha sido pagado. A partir de la cifra de compras y de proveedores, puedo calcular cuánto tardo en pagar.

Cálculo (aplicado a e-computerl@nd)

- Durante el año 2002 compramos 24.617 euros, con una compra diaria de 24.617 euros / 360 días, ó 68,4 euros al día.
- Por tanto, los 2.051 euros que tenemos en proveedores se habrán comprado durante los últimos 30 días (2.051 euros / 68,4 euros = 30 días).
- Otra explicación: las compras de 24.617 euros se efectuaron durante 360 días, así que los 2.051 euros que tenemos en proveedores habrán sido comprados durante «x» días $\Rightarrow 2.051 \text{ euros} \times 360 \text{ días} / 24.617 \text{ euros} = 30 \text{ días}$.

$$\begin{aligned}
 \text{Fórmula: Días de pago} &= \text{Cuentas a pagar} / \text{Compra diaria} \\
 &= \text{Cuentas a pagar} \times 360 \text{ días} / \text{Compras}
 \end{aligned}$$

Interpretación. Utilizamos el ratio de días de pago para ver si nos atenemos a nuestra política de pagos o demoramos los pagos. Una prolongación del período de pago significa normalmente –pero no siempre, recuerde: ¡no hay reglas fijas!– un deterioro de la situación financiera de la empresa. Un período de pago más largo nunca es causa de problemas financieros, sino muy a menudo una consecuencia y una señal de que los hay. Recuerde que los proveedores –cuentas a pagar– son una fuente de financiación. Si la empresa tiene dificultades financieras, puede estar tentada de aprovecharse de sus

proveedores alargando el período de pago para obtener una financiación extra. Esta estrategia puede funcionar en un número de casos muy limitado –si la empresa es poderosa–, pero en la mayoría de ellos no suele hacerlo.

En el caso de *e-computerl@nd*, el período de cobro era de 60 días, pero aumentó a 80 días en el último ejercicio. Esto, junto con el rápido crecimiento, ha provocado el gran incremento de 5.000 euros en cuentas a cobrar, lo que ha traído consigo una enorme necesidad de crédito. La compañía ha intentado reducir sus necesidades financieras acortando los días de stock de 30 a 20 días. De hecho, el incremento del inventario (700 euros) ha sido moderado. *e-computerl@nd* ha mantenido el período de pago en 30 días, probablemente para asegurar unas buenas relaciones con los proveedores. Así pues, el incremento de la cifra de proveedores no significa, en este caso, un empeoramiento de los plazos de pago. Con esto, ya tenemos un diagnóstico de los problemas financieros de la compañía: *e-computerl@nd* necesita cada vez más crédito debido al incremento de las ventas y al generoso período de cobro. Por el análisis del negocio sabemos que el incremento del período de cobro es parte de la estrategia de la compañía, pero tiene consecuencias financieras importantes.

Con estos tres ratios tenemos suficiente para identificar las causas de los problemas financieros de la compañía. A veces también utilizamos el ratio de días de caja, aunque hoy en día está perdiendo relevancia. Veamos cómo funciona, por si lo necesitaríamos en el futuro. Luego, en la siguiente sección, procederemos a explicar el diagnóstico de la situación.

Días de caja

En economías y mercados financieros desarrollados, las empresas procuran tener mínima caja o caja cero, debido a que la caja es un activo poco rentable. Esto hace que hoy en día el ratio de «días de caja» sea casi inservible. Sin embargo, algunas empresas pequeñas, o de economías emergentes, sí necesitan mantener un saldo mínimo de caja considerable, en cuyo caso el ratio «días de caja» sí puede ser útil. Lo incluimos aquí, por si acaso.

Significado. Con la caja que tengo puedo cubrir los gastos de los próximos «x» días. Este ratio me da una idea del volumen de caja comparada con los gastos diarios.

Cálculo (aplicado a e-computerl@nd)

- Los gastos de los próximos días serán las ventas de los próximos días – beneficio neto. Por tanto...
- Gastos diarios = ventas diarias (1 – ROS) $\Rightarrow 30.000 \text{ euros} / 360 \times (1 - 0,047) = 79,4$ euros. Véase la importante observación en la nota a pie de página¹⁸.
- Si tenemos 50 euros en caja, tenemos caja para «x» días $\Rightarrow \text{caja} / \text{gastos diarios} \Rightarrow 50 \text{ euros} / 79,4 \text{ euros} = 0,6$ días.

¹⁸ El mismo razonamiento que en el caso de los días de existencias. En este ejemplo suponemos que las ventas y los gastos al comienzo del siguiente ejercicio (2003) serán los mismos que las ventas al cierre del último ejercicio (2002). Pero podríamos calcular los días de caja basándonos en unas ventas futuras más altas. Ejemplo: si esperamos un crecimiento de ventas del 33% en el año 2003, las ventas futuras serán: $30.000 \text{ euros} \times (1 + 0,33) = 40.000 \text{ euros}$.

- Otra explicación: Los gastos totales de 28.600 euros (30.000 euros - 1.400 euros) se incurrirán durante los próximos 360 días, así que los 50 euros que tenemos en caja se gastarán durante los próximos «x» días => $50 \text{ euros} \times 360 / 28.600 \text{ euros} = 0,6 \text{ días}$.

$$\begin{aligned} \text{Fórmula: } \quad \text{Días de caja} &= \text{Caja} \times 360 \text{ días} / \text{Gastos} \\ &= \text{Caja} \times 360 \text{ días} / \text{Ventas} \times (1 - \text{ROS}) \end{aligned}$$

Interpretación. Cuanto mayor es la caja, más sólida es la situación financiera de la compañía. Pero más caja significa más activos que deben financiarse. Por eso hoy en día las empresas tratan de mantener sólo el mínimo de caja necesario para las operaciones. En la actualidad, con los programas de gestión de tesorería, esta caja necesaria para las operaciones es prácticamente cero, y el ratio de días de caja es irrelevante. Por razones de sencillez, muchas empresas calculan los días de caja como porcentaje de las ventas y no como porcentaje de los gastos. Esto es especialmente adecuado en empresas comerciales en las que la cifra de ventas es muy similar a la cifra de gastos. Ambos procedimientos dan similares resultados. Usa el más sencillo o el que más te guste.

7. Diagnóstico

Con las herramientas anteriores, el diagnóstico de los problemas financieros de la empresa puede ser sencillo. Si una empresa tiene dificultades financieras, pueden deberse sólo a una de las dos razones siguientes:

- Problemas económicos, o problemas de cuenta de resultados.* Básicamente, la empresa pierde dinero, y por tanto necesita dinero. Las pérdidas harán disminuir los recursos propios (fuente de fondos) y aumentar la necesidad de otras fuentes de financiación que reemplacen los recursos propios perdidos. Si el problema no es económico, debe ser necesariamente un problema financiero.
- Problemas financieros, o problemas de balance.* La compañía gana dinero, pero aún necesita más y por eso el beneficio no va a la caja, sino a otras partidas del balance. Los problemas «financieros» pueden ser:
 - *Operativos, o debidos a las operaciones.* Son problemas causados por un incremento de las NOF. Como sabemos, las NOF pueden incrementarse debido a un aumento de las cuentas a cobrar, un incremento del inventario o un descenso de las cuentas a pagar. La tarea del analista será identificar la causa principal de este incremento. Algunos ejemplos:

Un incremento de las cuentas a cobrar puede deberse a: más ventas, una política de crédito más generosa, peores clientes, una recesión económica, etc. Un incremento del inventario puede deberse a: más ventas, un proceso de fabricación diferente, materias primas más caras, un inesperado descenso de las ventas, etc. En cada uno de estos casos, la responsabilidad recaerá en diferentes departamentos de la empresa. La función del analista será averiguar qué departamento es responsable. Una enseñanza importante es que los beneficios de la empresa no van necesariamente a la caja; pueden ir también a las cuentas a cobrar, al inventario, al inmovilizado o a cualquier otro apartado del balance.



- *Estructurales, o debidos a que la empresa tiene una estructura financiera inadecuada.* Estos son problemas causados por una falta de FM. Como sabemos, el FM puede disminuir sustancialmente como resultado de una gran inversión en inmovilizado, pago de grandes dividendos o una gran devolución de deuda.

Veamos ahora el diagnóstico de la situación financiera de *e-computerl@nd*. La compañía necesita más y más crédito, así que de alguna manera tiene problemas financieros. La razón no es económica, ya que gana dinero. Por tanto, se trata de un problema financiero, en parte debido a las operaciones, ya que las NOF están aumentando mucho debido a la generosa política de cobro. Es también un problema financiero estructural debido a un pobre crecimiento del FM, insuficiente para cubrir el incremento de las NOF. ¿Se trata de un problema grave? No mucho, ya que *e-computerl@nd* está ganando mucho dinero (1.400 euros este año), y tan pronto como el crecimiento disminuya, las NOF dejarán de incrementarse, así es que la compañía no necesitará más crédito y podrá devolverlo. En última instancia, la financiación (el balance) es importante, pero lo primordial es la rentabilidad, o la capacidad para generar fondos.

Después de haber encontrado la causa de los problemas (el diagnóstico), debemos trabajar el plan de acción y hacer la previsión de cuenta de resultados y balance para asegurar que nuestro plan de acción produce resultados. Veremos éstos en la nota técnica FN-531, Finanzas operativas (II): Previsión financiera.



Ejercicios de autoevaluación

En la Tabla 2 tienes los estados financieros de Siemens. Rellena las celdas sombreadas y con esos números haz el análisis de la cuenta de resultados y del balance, siguiendo los apartados indicados a continuación. Las respuestas están en las páginas siguientes.

Análisis de la cuenta de resultados (del año 2003 y evolución reciente)

1. Ventas
2. Margen
3. Ebitda / Ventas
4. Gastos financieros
5. ROS
6. ROE. ROA
7. Beneficio neto y CFO
8. Riesgos

Resumen

Análisis del balance (del año 2003 y evolución reciente)

1. Números «gordos»
2. COAF o qué ha pasado recientemente
3. NOF frente a FM
4. Apalancamiento, Deuda / Ebitda

Resumen

Diagnóstico



Tabla 2
Cuenta de resultados y balance de Siemens
(a resolver)

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	Cuenta de resultados							
2	(millones de euros)	2001	2002	2003		2001	2002	2003
3	Ventas	87.000	84.016	74.233		100%	100%	100%
4	CMV	63.895	60.810	53.350				
5	Margen bruto	23.105	23.206	20.883				
6	Gastos de ventas y admón.	10.376	11.329	10.200				
7	Otros gastos operativos	6.782	5.819	5.067				
8	EBITDA	5.947	6.058	5.616				
9	Amortización	6.264	4.126	3.334				
10	EBIT	-317	1.932	2.282				
11	Ingresos financieros	2.995	1.543	1.090				
12	EBT	2.678	3.475	3.372				
13	Impuestos	781	849	867				
14	Minoritarios	191	-29	-60				
15	Beneficio neto	2.088	2.597	2.445				
16								
17	Ratios de cuenta de resultados							
18	Crecimiento de ventas							
19	Margen, en porcentaje					Margen bruto / ventas		
20	EBITDA / ventas							
21	ROS, rentabilidad s/ ventas					Beneficio neto / ventas		
22	ROE, rentab. recursos propios					Beneficio neto / recursos propios		
23	ROA, rentabilidad activo					EBIT / activo neto		
24	CFO «cash flow» operaciones					Beneficio neto + amortización		
25	EBIT/ intereses	n.d.	n.d.	n.d.				
26								
27								
28	Activo							
29	Caja	8.593	11.595	12.799		COAF 2003-2001		
30	Clientes	29.014	21.795	20.324				
31	Existencias	13.406	10.672	10.366				
32	Activo circulante, AC	51.013	44.062	43.489				
33	Activo fijo neto, AF	39.105	33.877	34.116				
34	Activo total	90.118	77.939	77.605				
35								
36	Pasivo							
37	Proveedores	10.798	8.649	8.404				
38	Impuestos a pagar	754	661	870				
39	Crédito bancario	32.972	25.402	22.754				
40	Pasivo circulante	44.524	34.712	32.028				
41	Préstamo bancario	17.762	19.165	21.228				
42	Recursos propios	25.744	21.465	21.904				
43	Beneficio del año	2.088	2.597	2.445				
44	Total pasivo	90.118	77.939	77.605				
45								
46	Compras							
47	Nueva inversión bruta					Variación de activo + amortización		
48								
49	Balance resumido							
50	Caja excedente					COAF 2003-2001		
51	NOF o circulante neto							
52	AF o activo fijo neto							
53	AN o activos netos							
54								
55	Deuda (a largo y corto)							
56	Recursos propios + Beneficio							
57	Total financiación							
58								
59	Extracto del balance usado en finanzas operativas							
60	NOF							
61	FM							
62	Caja excedente (+)							
63	o crédito necesario (-)							
64								
65	Ratios de balance							
66	Días de cobro							
67	Días de existencias							
68	Días de pago							
69	NOF / Ventas, en porcentaje							
70	Apalancamiento							
71	Deuda / Ebitda							
72								

Respuestas a las preguntas

Los números se presentan en la Tabla 3 (siguiente página). Algunas conclusiones a partir de los números son las siguientes:

Análisis de la cuenta de resultados (del año 2003 y evolución reciente)

1. Ventas

- Importante descenso de ventas. Mala señal. Quizá la empresa está reduciendo líneas de negocio (preguntar a la empresa).

2. Margen y evolución

- Margen estable (28%). Positivo.

3. Ebitda / Ventas

- Importante descenso de gastos operativos, en euros, pero no en porcentaje. Negativo.
- Ebitda / Ventas sube ligeramente.
- Hay un negocio operativo (EBIT) y un negocio financiero (ingresos financieros). El negocio operativo (EBIT) se ha recuperado gracias al descenso de las amortizaciones, pero el negocio financiero ha ido disminuyendo.

4. ROS

- El ROS aumenta gracias a la mejora en el EBIT (negocio operativo) debido al importante descenso en amortización.

5. ROE y ROA

- Aumento del ROE debido al incremento de beneficio neto y al descenso de recursos propios.
- El ROA es pequeño comparado con inversiones alternativas (como la bolsa).

6. Gastos financieros

- Ninguno. Los ingresos financieros superan los gastos financieros. Los ingresos financieros no son coherentes con la posición de caja. Preguntar a la empresa.

7. Beneficio neto y CFO

- CFO disminuye. EL CFO es una sexta parte de la deuda.

8. Riesgos



Resumen

- Parece que la empresa está en proceso de reestructuración, con importante reducción de gastos e ingresos. Parece que hay dos negocios, el operativo (producción) y el financiero.
- Dos negocios, producción (ahora mejorando) y financiero (ahora empeorando).
- El ROE es razonable.

Análisis del balance (año 2003 y evolución reciente)

1. Números «gordos»

- En el balance corto vemos que las inversiones son, en NOF, 34 millardos de euros, y en AF, 34 millardos de euros.
- Importante excedente de caja. Positivo.
- La deuda es el doble del capital (43 euros contra 24 millardos de euros).

2. COAF o qué ha ocurrido recientemente

- Usos de fondos: devolución de deuda y reducción de capital.
- Fuentes de financiación: importante descenso de NOF y AF.
- Como consecuencia, la caja ha aumentado en 4 millardos de euros.

3. NOF frente a FM

- Fuerte disminución de NOF debida a mejora de reducción de cuentas a cobrar.
- Aumento de FM debido a la disminución de AF.
- Como consecuencia, hay una fuerte reducción del crédito a corto.

4. Apalancamiento

- La deuda es todavía importante, pero en este caso no tan importante, ya que los ingresos financieros son mayores que los gastos financieros.

5. Resumen

- El balance mejora debido a la reducción de activo neto (NOF y AF) y a la reducción de deuda.
- Importante deuda, pero no peligrosa, pues los gastos financieros no son importantes.

Diagnóstico

- La empresa ha mejorado la cuenta de resultados y ya no tiene pérdidas en el negocio industrial.
- La empresa ha mejorado su situación financiera, disminuyendo sus NOF y mejorando el FM (menos financiación necesaria para las operaciones y mejor estructura financiera).

Tabla 3
Cuenta de resultados y balance de Siemens (resuelto)

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	Cuenta de resultados							
2	(miles de euros)	2001	2002	2003		2001	2002	2003
3	Ventas	87.000	84.016	74.233		100%	100%	100%
4	CMV	63.895	60.810	53.350		73%	72%	72%
5	Margen bruto	23.105	23.206	20.883		27%	28%	28%
6	Gastos de ventas y admón.	10.376	11.329	10.200		12%	13%	14%
7	Otros gastos operativos	6.782	5.819	5.067		8%	7%	7%
8	EBITDA	5.947	6.058	5.616		7%	7%	8%
9	Amortización	6.264	4.126	3.334		7%	5%	4%
10	EBIT	-317	1.932	2.282		0%	2%	3%
11	Ingresos financieros	2.995	1.543	1.090		3%	2%	1%
12	EBT	2.678	3.475	3.372		3%	4%	5%
13	Impuestos	781	849	867		1%	1%	1%
14	Minoritarios	191	-29	-60		0%	0%	0%
15	Beneficio neto	2.088	2.597	2.445		2%	3%	3%
16								
17	Ratios de cuenta de resultados							
18	Crecimiento de ventas		-3%	-12%				
19	Margen	27%	28%	28%		Margen bruto / ventas		
20	EBITDA / ventas	7%	7%	8%				
21	ROS, rentabilidad s/ ventas	2,4%	3,1%	3,3%		Beneficio neto / ventas		
22	ROE, rentab. recursos propios	8%	12%	11%		Beneficio neto / recursos propios		
23	ROA, rentabilidad activo	0%	4%	4%		EBIT / activo neto		
24	CFO «cash flow» operaciones	8.352	6.723	5.779		Beneficio neto + amortización		
25	EBIT/ intereses	n.d.	n.d.	n.d.				
26								
27								
28	Activo	2001	2002	2003		COAF 2003-2001		
29	Caja	8.593	11.595	12.799		4.206		
30	Clientes	29.014	21.795	20.324		-8.690		
31	Existencias	13.406	10.672	10.366		-3.040		
32	Activo circulante, AC	51.013	44.062	43.489				
33	Activo fijo neto, AF	39.105	33.877	34.116		-4.989		
34	Activo total	90.118	77.939	77.605				
35								
36	Pasivo							
37	Proveedores	10.798	8.649	8.404		-2.394		
38	Impuestos a pagar	754	661	870		116		
39	Crédito bancario	32.972	25.402	22.754		-10.218		
40	Pasivo circulante	44.524	34.712	32.028				
41	Préstamo bancario	17.762	19.165	21.228		3.466		
42	Recursos propios	25.744	21.465	21.904		-3.840		
43	Beneficio del año	2.088	2.597	2.445		357		
44	Total pasivo	90.118	77.939	77.605				
45								
46	Compras	63.895	58.076	53.044				
47	Nueva inversión bruta		-1.102	3.573		Variación de activo + amortización		
48								
49	Balance resumido	2001	2002	2003		COAF 2003-2001		
50	Caja excedente	8.593	11.595	12.799		4.206		
51	NOF o circulante neto	30.868	23.157	21.416		-9.452		
52	AF o activo fijo neto	39.105	33.877	34.116		-4.989		
53	AN o activos netos	78.566	68.629	68.331				
54								
55	Deuda (a largo y corto)	50.734	44.567	43.982		-6.752		
56	Recursos propios + Beneficio	27.832	24.062	24.349		-3.483		
57	Total financiación	78.566	68.629	68.331				
58								
59	Extracto del balance usado en finanzas operativas							
60	NOF	30.868	23.157	21.416		-9.452		
61	FM	6.489	9.350	11.461		4.972		
62	Caja excedente (+) o crédito necesario (-)	-24.379	-13.807	-9.955		14.424		
63								
64								
65	Ratios de balance							
66	Días de cobro	120	93	99				
67	Días de existencias	76	63	70				
68	Días de pago	61	51	57				
69	NOF / Ventas	35%	28%	29%				
70	Apalancamiento	2,2	2,2	2,2				
71	Deuda / Ebitda	8,5	7,4	7,8				
72								



Anexo 1

Vocabulario inglés-español. Cuenta de resultados

Cuenta de pérdidas y ganancias o cuenta de resultados		Income Statement or Profit and Loss Statement (or P&L)	
Ventas o ingresos		Net sales or Revenue	
Coste mercancías vendidas	CMV	Cost of good sold	COGS
Existencias iniciales		Beginning inventory	
Compras		Purchases	
Existencias finales		Ending inventory	
Margen bruto o beneficio bruto		Gross margin or gross profit	
Gastos de personal o salarios		Personnel expenses, or labor or wages	
Gastos de ventas		Selling expenses	
Gastos generales		Overhead	
Total gastos de explotación		Operating expenses	
EBITDA (1)	EBITDA	EBITDA (1)	EBITDA
Amortización		Depreciation	
Beneficio antes de intereses e impuestos	BAIT	Earnings before interest and taxes	EBIT
Intereses o gastos financieros		Interest expense or financial expenses	
Beneficio antes de impuestos	BAT	Net income before taxes	EBT
Provisión impuestos		Accrued taxes or income taxes	
Beneficio neto	BN	Net income or net profit or net earnings	
Otros términos y ratios		Other terms and ratios	
Crecimiento de ventas	g	Growth of sales	g
Crecimiento esperado	E(g)	Expected sales growth	E(g)
Margen bruto / Ventas	Margen%	Margin / Sales or gross margin in %	Margin%
ROS, beneficio neto / Ventas	ROS	ROS, return on sales (Net income / Sales)	ROS
ROA, rentabilidad s/activos (Ebit / Activo neto)	ROA	ROA, return on assets (EBIT / NA)	ROA or ROI
ROE, rentab. sobre recursos propios	ROE	ROE, return on equity (net income / equity)	ROE
ROCE, rentab. sobre capital empleado (2)	ROCE	ROCE, return on capital employed (Ebit / NA) (2)	ROCE
EBIT / Intereses		EBIT / Interest expense	
CFO «Cash flow» operativo (BN + amortizac.)	CFO	CFO, cash flow form operations (net inc + deprec)	CFO
Creación de valor		Value creation	
ROS o beneficio s/ ventas		ROS, net income / sales	
Rotación o ventas / activos		Turnover, sales / assets	
Apalancamiento o activos/ rec. propios		Leverage, assets / equity	

(1) Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. En español se usa el acrónimo EBITDA en lugar de BAAIT, beneficio antes de amortización, intereses e impuestos.

(2) ROCE has the same meaning as ROA or ROI. ROA, ROCE y ROI son sinónimos.



Anexo 2

Vocabulario inglés-español. Balance

Balance		Balance Sheet	
Activo		Assets	
Caja y bancos		Cash	
Inversiones financieras temporales		Marketable securities	
Cuentas a cobrar o clientes		Accounts receivable	
Existencias		Inventory, Stocks	
Materia prima	MP	Raw material	RM
Producto en curso	PEC	Work in progress	WP
Producto acabado	PA	Finished goods	FG
Activo circulante	AC	Current assets	CA
Activo fijo neto o inmovilizado neto	AF	Fixed assets net or property net	FA
Total activo		Total assets	
Pasivo		Liabilities and Equity	
Proveedores		Accounts payable	
Otros acreedores		Accrued expenses	
Impuestos a pagar		Accrued taxes	
Efectos a pagar - proveedores		Notes payable, trade	
Efectos a pagar - banco		Notes payable, bank	
Crédito o línea de crédito		Line of credit or credit	
Porción a corto de deuda a largo		Long-term debt, current portion	
Total exigible a corto		Current liabilities	
Préstamo bancario		Bank loan	
Hipoteca		Mortgage	
Deuda a largo plazo	D	Long-term debt	D
Total exigible		Total liabilities	
Capital		Common stock	
Reservas		Reserves	
Beneficio del año		Net income of the year	
Fondos propios	E	Equity or net worth	E
Total pasivo		Total liabilities and equity	
Otros términos y ratios		Other terms and ratios	
NOF, necesidades operativas de fondos	NOF	NFO, need of funds for operations	NFO
FM, fondo de maniobra	FM	WC, working capital	WC
Crédito bancario		Bank credit	
Caja excedente		Cash surplus	
Apalancamiento, recursos terceros / rec. propios	Lev	Leverage, liabilities / equity	Lev
Deuda / Ebitda		Debt / Ebitda	
Plazo cobro		Collection period	
Plazo pago		Payment period	
Plazo de existencias		Days of Inventory	