

INDICADORES DE GESTIÓN - EL ANÁLISIS DEL PRIMER VISTAZO
MANAGEMENT INDICATORS - THE FIRST LOOK ANALYSIS

Gerardo Diez gdiez@udesa.edu.ar

Adriana M. Quintana

Agustín Gatto

Universidad de San Andrés

Artículo Científico

Una mirada rápida alcanza para conocer lo sustancial

Un negocio es tanto el resultado que de lo que se espera de él como la performance que efectivamente alcanza. Los números gobiernan también el mundo de los negocios, y según el tipo de negocio, hay números que particularmente resaltan a la vista del ojo experto.

Así existe una serie de datos que ordenados y comparados de alguna forma dada brindan una amplia visión del panorama de la industria que reflejan.

Aunque este conjunto de informaciones puede variar (y a veces bastante) entre los negocios de que se trate, podríamos enunciar, sin demasiadas pretensiones generalistas pero con razonable seguridad, una serie de indicadores que nos ayudarán a establecer las bases de la rentabilidad en una empresa, su capacidad de generar valor, de crecer y los riesgos implícitos.

A través del desarrollo de la capacidad de leer información económica – financiera de una forma rápida y estructurada, a partir de una pequeña selección de datos significativos podremos conocer de un golpe de vista las características fundamentales que delinean a una empresa.

¡Las comparaciones no son odiosas!

La foto a un determinado momento es la consecuencia de una evolución, la conjunción fáctica de decisiones explícitas y de factores diversos que afectaron al negocio. Por eso el panorama se completa cuando las cifras a un determinado momento se comparan con los registros históricos de la misma empresa, lo que permite ver la evolución del negocio, las tendencias que nos permitan comprender mejor el ahora.

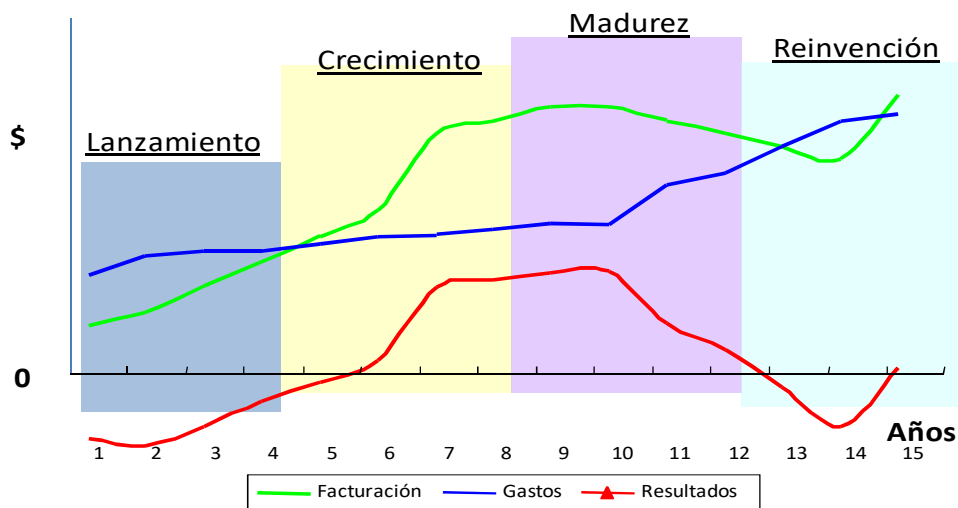
Un segundo plano de comparación es con el mercado, con otras empresas, preferentemente de la misma rama o industria. Comparar para entender, encontrar oportunidades de mejora y tomar dimensión relativa.

Nada más diferente que dos empresas iguales dice un adagio, de las diferencias se aprende y perfecciona la gestión.

Dime en qué etapa del ciclo del negocio estás y te diré cómo eres

Por lógica consecuencia de adaptación a la realidad circundante, otro aspecto a considerar y a dilucidar en el análisis es la cuestión del ciclo de vida del negocio y el posicionamiento de la empresa en él. Cada etapa genera una impronta tanto en las características como en los objetivos de la compañía y de su gestión. Comprender la lógica detrás de cada etapa y su impacto en el negocio es sustancial.

El ciclo de vida del negocio, generación de fondos y financiación



Generación interna de fondos	Negativa o baja	Baja en relación a las necesidades	Alta en relación a las necesidades	Mayor a las necesidades de fondos
Necesidad externa de fondos	Alta	Moderada	Declinante	Baja
Costos de la bancarrota	Muy alto	Muy Alto - alto	Moderado - Bajo	Bajo
Fuentes de financiación externa más viables	Aporte de los fundadores - Inversores	Emisión accionaria	Deuda	Deuda

Los primeros seis indicadores clave: la eficiencia del uso de recursos

El primer indicador es la facturación o volumen de negocios o ingresos anuales

Es un primer indicio del tamaño de la empresa que además permitiría dimensionar su participación de mercado en la medida que exista una estimación del volumen total de ese mercado.

El segundo punto de atención es el total de activos netos (*) involucrados en el negocio

Saldo o foto al momento del cierre de la información de balance. Los activos son los recursos o aplicaciones necesarios de fondos para generar la facturación en primer término y los resultados en segundo. Desde un punto de vista genérico (y probablemente obviando algunos detalles importantes para la técnica contable), por su naturaleza los activos necesarios para operar en un negocio pueden ser tres: Caja (o caja equivalente), Bienes de uso y Capital de trabajo. Cada uno es bien diferente tanto en su capacidad de generar valor como en las posibilidades de gestionarlos eficientemente.

El tercer indicador es la conjunción de los dos primeros, lo que llamaremos rotación de activos = Ventas / Activos netos (*).

Nos habla de la eficiencia con la que los activos que tenemos invertidos en el negocio logran generar ingresos. Aunque esta relación es relativamente estable dentro de una misma industria, la tensión competitiva o el nivel de actividad económica pueden afectar la ecuación y generar cambios necesarios en la configuración del negocio. Veremos mejor esta potencialidad luego de introducir los dos siguientes indicadores clave.

El cuarto indicador clave es el Margen = NOPAT (*) / Ventas.

El margen refleja la rentabilidad operativa del negocio relativa a los ingresos necesarios para generarla. Condensa desde el posicionamiento de precios, la tecnología invertida en el negocio que afecta los costos variables hasta la estructura de costos fijos y gastos (también llamado apalancamiento operativo del negocio).

El quinto indicador es la multiplicación del tercero por el cuarto, lo vamos a llamar ROIC (*) = NOPAT / Activos netos.

Es la “madre de todas las batallas”, el indicador de rentabilidad por excelencia. Refleja tanto la rentabilidad del negocio medida contra los recursos necesarios para generarla como el riesgo operativo que estamos corriendo por entrar en ese negocio.

El análisis conjunto del ROIC desentrañando margen y rotación nos permite comprender la génesis primaria en la generación de valor. Así podríamos postular 2 modelos extremos: el primero de un negocio con baja rotación (probablemente por una necesidad de fuerte inversión asociada a una escala mínima necesaria que la hace económicamente viable) y alto margen (dado posiblemente por las naturales barreras de entrada que genera la alta inversión); la industria pesada como la siderurgia o la cementera son ejemplos de este primer modelo. Los proyectos de estas características suelen repagarse en el mediano / largo plazo y los saltos tecnológicos suelen generar rupturas y fuertes cambios en las bases de la rentabilidad (cuando se verifican, cosa que no siempre ocurre).

El segundo tipo de negocio en cuanto a la conformación del ROIC es el configurado por un bajo margen y alta rotación. Los negocios de distribución minorista y atomizada suelen responder a estas características: un sinfín de operaciones muy pequeñas suelen potenciar el también bajo margen que aporta cada una de ellas. El retail o venta minorista es un clásico ejemplo de esta configuración.

Entender el ROIC significa muchas veces asumir con razonable seguridad el modelo de negocio que está detrás. Como ya mencionamos, dentro de cada industria existen patrones que tienden a repetirse aunque circunstancias dadas por cambios tecnológicos o innovaciones de procesos hacen que la ecuación cambie por completo y eso lleve a un reordenamiento competitivo.

El sexto indicador clave en nuestra búsqueda es el ROE (*) = Resultado Neto (*) / Patrimonio Neto (*).

Refleja la rentabilidad para el accionista, neta de todos los conceptos de costos operativos y financieros. El ROE es diferente del ROIC sí y sólo si la empresa está financiada con Deuda en lugar de estarlo sólo con Patrimonio Neto. En ese tema nos enfocamos en las próximas líneas.

Valor de mercado versus valor contable

El séptimo indicador surge de relacionar el valor de mercado con el valor del patrimonio neto contable: Valor de Mercado / Valor contable.

Independientemente de la forma en que obtengamos el valor del patrimonio neto de mercado, esta relación nos dice sobre la capacidad de valor futura de la empresa asociada a los proyectos que lleve a cabo en el futuro, respecto del valor hoy real de dichos activos. Cuanto mayor el indicador, mayor la capacidad que el mercado le asigna a la empresa de crecer y desarrollarse, más potencial de crecer sus resultados futuros. Cuanto menor el indicador, más probable que empresa está en plena madurez, con baja capacidad de crecimiento hacia adelante. Esto implicaría que la mayor parte del valor ya fue realizado en el pasado.

La diferencia entre los activos a valor de mercado y los activos reales (o activos del presente) son los activos del futuro (o activos del crecimiento).

El valor de mercado como referencia para el cálculo del rendimiento

Es recomendable calcular tanto el ROIC (y sus componentes) como el ROE utilizando la valuación de mercado de Activos, Deuda y Patrimonio Neto.

Incorporando los efectos de la financiación en el rendimiento del negocio

El octavo indicador propuesto en nuestra lista es el Endeudamiento = Deuda (*) / Activos Netos.

Incorporar deuda financiera a la financiación de nuestros activos implica agregar al riesgo operativo del negocio el riesgo financiero o riesgo de bancarrota. Este riesgo adicional debe venir de la mano de un mejor rendimiento para el accionista de la empresa. Esto es, porciones crecientes de Endeudamiento implican un crecimiento en general más que proporcional de la diferencia entre el ROE y el ROIC. A la relación entre ambos indicadores se la conoce como resultado del apalancamiento financiero ó apalancamiento financiero.

Que el apalancamiento financiero sea mayor que uno (1) significa que el accionista está obteniendo un rendimiento adicional (en porcentaje, en valores absolutos no) al rendimiento de los activos. Por lo tanto, que el endeudamiento agrega valor para el accionista. Debe quedar muy claro que ese mayor valor va de la mano de un mayor riesgo: riesgo y rendimiento usualmente van de la mano.

Sería posible calcular ex ante el efecto en la rentabilidad para el accionista (ROE) de un posible aumento en el endeudamiento. Los elementos que necesitaremos son: el costo de la financiación con deuda (tasa de interés), el porcentaje de impuesto a las ganancias con el que se podrán desgravar los intereses adicionales, el ROIC del negocio y el porcentaje de endeudamiento *target* u objetivo.

Sería necesario complementar el resultado de lo anterior con un análisis de sensibilidad de la capacidad de la empresa de generar FCF ante situaciones de estrés: aumento de la tasa de interés, reducción del nivel de actividad, reducción de los márgenes ante cambios la situación competitiva, necesidad de aumentos en las inversiones para adecuarse a cambios tecnológicos, etc.

Del trade off entre ambos puntos (efectos positivos y negativos de un endeudamiento mayor) será necesaria la decisión del máximo nivel de la compañía.

Con los indicadores que hemos recorrido hasta ahora hemos completado la columna vertebral del análisis. Lo que hagamos de aquí en adelante es de segundo orden. Los indicadores que incorporaremos implican sólo una profundización de lo anterior.

La profundización del modelo... perdón, del análisis...

Como guía de ruta del camino que vamos a emprender, vamos a clasificar los indicadores que recorreremos en 3 categorías:

- 1) Índices de rentabilidad desagregados
- 2) Análisis de la eficiencia en el uso del capital de trabajo
- 3) Estudio del riesgo en la estructura de financiación

Índices de rentabilidad desagregados:

El estado de resultados de una empresa es una desagregación de los diferentes niveles del resultado económico. Debido a que ya conocemos el Margen operativo del negocio luego de analizarlo más arriba como parte del ROIC, el paso siguiente es desentrañar algunos conceptos incluidos en ese resultado:

a) La contribución marginal, o margen de contribución que resulta de restar de los ingresos por ventas los costos variables (en el sentido que siguen proporcionalmente la evolución del volumen de ventas). Es usual y muy útil analizar el margen de contribución sobre ventas. Es ésta la palanca económica del negocio, la que permitirá cubrir en alguna medida aquellos costos fijos y gastos que en principio no tienen una relación con el volumen de ventas. En principio, en el margen de contribución se juega gran parte de la suerte del margen del negocio.

b) EBITDA o margen de EBITDA (como porcentaje sobre las ventas), resulta de restar los costos fijos y gastos (sin considerar las amortizaciones) de la contribución marginal. Este indicador es muy utilizado en el análisis de un negocio. Nos permite tener una aproximación a la capacidad de la empresa de generar flujos de fondos operativos (aunque no se trate de flujos de fondos por tratarse de resultados económicos).

c) Múltiplos de EBITDA: Es muy común relacionar el valor de una empresa en una transacción como una cantidad de EBITDAs anuales que genera la misma: llamamos habitualmente a esta relación múltiplos de EBITDA. De hecho conociendo el valor de mercado de la compañía podemos saber cuántas veces está contenido en dicho valor el EBITDA, comparar este valor con competidores y desentrañar posibles diferencias.

d) Apalancamiento Operativo. Otro concepto derivado del análisis del EBITDA, la relación entre el monto de costos fijos y gastos respecto del total de costos y gastos. En los negocios donde esta proporción es elevada (por encima del 50% para fijar un umbral) representa una marca registrada del riesgo operativo y de la exposición a variaciones en la capacidad de

generar ingresos (por caso en las empresas muy expuestas al ciclo económico general). El ejemplo típico de este tipo de industrias podemos citar el ferrocarril. A mayor apalancamiento operativo mayor riesgo ante situaciones de estrés financiero.

e) EBIT. Es el EBITDA menos las amortizaciones. Una vez más como una simplificación sería posible asociar en el largo plazo el EBIT con la capacidad de generar Free Cash Flows asumiendo que las inversiones futuras (o inversiones de mantenimiento) serían similares a las amortizaciones de hoy.

f) Tasa de impuesto a las ganancias: $\text{Impuesto a las ganancias} / \text{EBT} (*)$. Es la tasa efectiva que la empresa tributa al fisco. Difiere de la tasa nominal de impuesto a las ganancias por los distintos criterios de valuación de activos y pasivos que pueden presentarse en la elaboración de la base imponible de impuesto a las ganancias.

El análisis de la eficiencia en el uso del capital de trabajo

El capital de trabajo, capital de giro (Working Capital) es el nivel de activos corrientes necesarios para sostener un determinado nivel de operación. Es el monto necesario de fondos para completar el ciclo operativo o ciclo de caja.

Incluye conceptos activos (cuentas a cobrar, inventarios, gastos pagados por adelantado, etc.) y pasivos (deudas comerciales, sociales y fiscales).

Refleja el efecto en el balance de las necesidades financieras de los procesos de compra de insumos, producción de stocks, ventas a clientes y pago a proveedores. El capital de trabajo es una herramienta competitiva fundamental, entre otras cuestiones permite fidelizar clientes ayudándolos en la financiación de sus proyectos, convertir a nuestra empresa en proveedores preferidos por acompañar siempre sus necesidades sin quiebres de stocks que repercuten en la imagen de nuestros clientes, una conducta intachable de pagos de nuestras obligaciones con nuestros proveedores aseguran una provisión de insumos limpia, sin conflictos y sin riesgos para nuestra producción y atención al mercado.

Como cualquier activo es regla del buen arte gerenciarlo de forma de minimizar su necesidad y potenciar su rendimiento.

Siguiendo a un filósofo contable anónimo, los activos, y particularmente los activos del capital de trabajo constituyen la playa de estacionamiento de las pérdidas, en el sentido de que

tienen un potencial de destrucción de valor si no son gerenciados con un criterio de escasez y eficiencia.

Entre los riesgos implícitos del capital de trabajo están el riesgo de incobrabilidad, el riesgo de obsolescencia, pérdidas o hurtos de un inventario mal administrado o sobrecostos en la provisión de insumos por una política de pagos a proveedores, personal u organismos recaudadores

Los principales indicadores para medir la gestión del capital de trabajo:

a) Porcentaje de capital de trabajo / Ventas: es el indicador más agregado del análisis, dado que el capital de trabajo está íntimamente relacionado con el volumen de negocios, es el primer paso saber qué nivel de inversión requiere el negocio asociado a los volúmenes operados.

b) Días de clientes en la calle: Saldo de clientes / Ventas anuales * 365.

c) Anticuaación del saldo de cuentas a cobrar vencidas.

d) Porcentaje de incobrables sobre ventas.

e) Días de stock: Saldo de bienes de cambio / Costo de Ventas anuales * 365.

f) Porcentaje de material obsoleto del inventario.

g) Días de pago a proveedores: Saldo con proveedores / compras anuales * 365.

Estudio del riesgo en la estructura de financiación

Algunos indicadores adicionales para medir el riesgo de incorporar deuda a la estructura de financiación:

a) Porcentaje de financiación a largo plazo: (Deuda a largo plazo + P. Neto) / Activos netos.

b) Cobertura de intereses: EBITDA / Intereses.

c) Perfil de vencimientos de la deuda o maturity.

d) Costo promedio de deuda: Intereses pagados / Deuda financiera

Una propuesta modelo de indicadores

Los distintos indicadores que fuimos analizando a lo largo de estas páginas podrían resumirse de muchas formas seguramente. Vamos a proponer la siguiente:

Estado de Situación Patrimonial	\$ MM	Estado de Resultados	\$ MM	% / vtas	Flujo de fondos	\$ MM
Caja & Caja Equivalente	220	Ingresos	3.000	100%	NOPAT	517
Capital de Trabajo	275	Costos Variables	(670)	-22%	Amortizaciones	55
Activos Fijos	550	Contribución marginal	2.330	78%	Variación en cap de trabajo	(10)
Total activos netos	1.045	Costos fijos y gastos	(1.480)	-49%	Fondos de las operaciones	562
Deuda de corto plazo	110	EBITDA	850	28%	Capex	(70)
Deuda de largo plazo	275	Amortizaciones	(55)	-2%	Free Cash Flow	492
Patrimonio Neto	660	EBIT	795	27%	Intereses	(26)
Total Origenes	1.045	Impuesto a las ganancias	(278)	-9%	Variación deuda	(10)
Total Deuda	385	NOPAT	517	17%	Dividendos / Aportes	(106)
Patrim. Neto a valor de mercado	4.620	Intereses de deuda	(40)	-1%	Fondos de la financiación	(142)
Activos a Valor de Mercado	5.005	Escudo fiscal de intereses	14	0%	Flujo de fondos netos	350
		Resultado neto	491	16%		
R.O.I.C. (Valor de mercado)	10,3%	Endeudamiento	7,7%		Costo de deuda promedio	10,4%
Margin	17,2%	Financiación a Largo Plazo	97,8%		Tasa imp a las ganancias	35,0%
Turnover (x)	0,6	Capital de trabajo / Ventas	9,2%		Costo de deuda prom neto	6,8%
Financial leverage (x)	1,0	Múltiplos de EBITDA	5,9		Días de stocks	150,0
R.O.E. (valor de mercado)	10,6%	Amortizaciones / A. Fijo	-10,0%		Días en la calle de clientes	40,0
V de mercado / V. contable	7,0	Apalancamiento operativo	68,8%		Días de pago prom a proveed	60,0

Resumen final y conclusiones

- Recorrimos en estas páginas los indicadores más importantes a la hora de comprender un negocio a través de la información económico – financiera que genera. Lo hicimos con la intención de seleccionar unos pocos datos significativos que nos digan mucho.

- Propusimos un enfoque que priorice:

- Lo general sobre lo particular: 8 indicadores clave con la secuencia propuesta de análisis nos meten inmediatamente de lleno en los números importantes. El resto es una profundización de lo anterior.

- La noción de benchmarking o comparación consigo mismo o con competidores: El espíritu crítico y la pregunta capciosa aportan elementos indispensables a la hora de repensar la eficiencia y mejorar siempre en un ambiente competitivo que amenaza la supervivencia.

- La visión hacia futuro incorporando valores de mercado o al menos estimaciones razonables de ese valor que nos permita medirnos respecto de lo que pensamos que va a pasar y

no sólo sobre lo que ya pasó, asumiendo una probable divergencia generada por el proceso de cambio continuo en el que están involucrados los negocios.

Glosario

Activos Netos: Activos del negocio netos de: deudas comerciales, impositivas y sociales, obligaciones con terceros que no tienen costo explícito y que derivan de la operatoria comercial con proveedores, personal y entes recaudadores de impuestos y cargas sociales.

N.O.P.A.T.: Net Operating Profit After Taxes; resultado operativo después de impuestos.

R.O.I.C.: Return on Invested Capital.

Deuda: Deuda financiera con costo (interés) explícito.

Free Cash Flow: Flujo de fondos del negocio sin considerar los movimientos financieros de la Deuda (intereses, toma o devolución del principal de préstamos) ni los movimientos financieros con accionistas (dividendos, recompra de acciones, aportes de capital o emisión de acciones).

EBITDA: Earnings Before Interest Taxes Depreciations & Amortisations; resultados antes de intereses, impuesto a las ganancias y amortizaciones.

EBIT: Earnings Before Interest & Taxes; resultados antes de intereses e impuesto a las ganancias.

EBT: Earnings Before Taxes; resultados antes impuesto a las ganancias.

Market Value: Valor de mercado de una empresa.

Bibliografía

Amat Oriol. "El control de Gestión. Una perspectiva de dirección". Gestión 2000.

Amat Oriol. "Análisis de estados financieros". Gestión 2000.

Sallenave Jean Paul. "Gerencia y planeación estratégica". Editorial Norma.

Brealey R. A., Myers S. C. y Marcus A. J.: "Fundamentos de Finanzas Corporativas". 4° Edición. Mc Graw Hill, 2004.

Damodaran, Aswath; "Applied Corporate Finance: A User's Manual.", Wiley Series in Finance.

Finance for Executives; Managing for Value Creation. Gabriel Hawawini y Glaude Viallet. South-Western College Publishing.