



Tema 3

Estados Financieros: El Balance

Bernardo Hernández, CFA

Marisa Mazo, CFA

ICADE E-2

Curso 2005

Tema 3. Estados Financieros: El Balance

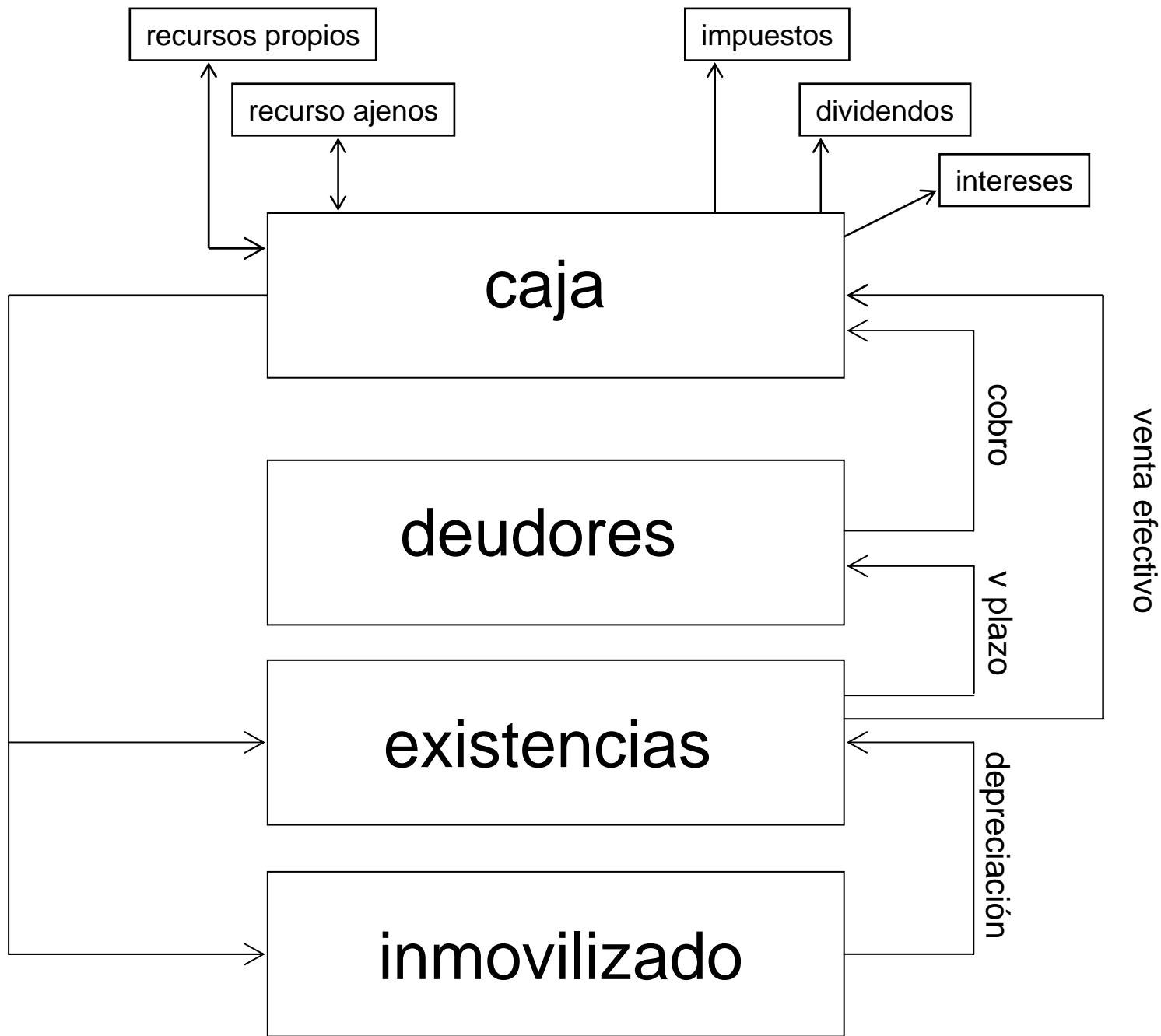
1. Concepto y finalidad del análisis financiero
2. Clases de análisis financiero
3. Fuentes de información
4. Características del analista financiero
5. Esquema del mercado de renta variable
6. Reflexiones finales

Tema 3. Estados Financieros: El Balance

1. **Estudio del Balance**
2. **Los Recursos Propios**
 - Ampliación de capital
 - Otras operaciones de capital
 - El coste de capital
3. **Los Recursos Ajenos**
 - Deuda a corto y a largo plazo
 - El coste de la deuda
4. **El coeficiente básico de financiación**
5. **El coste medio de los recursos**
6. **Tipos de recursos**







1. Estudio del balance

España

Activo

- líquido

Inmovilizado

Pasivo

- exigible

Recursos propios

+ líquido

caja

+ exigible

Recursos ajenos

USA

Activo

+ líquido

caja

Pasivo

+ exigible

Recursos ajenos

- líquido

Inmovilizado

- exigible

Recursos propios

1. Estudio del balance (I)

Estado financiero que refleja la situación de la empresa en una fecha determinada: **Una fotografía de la empresa**

Balance tradicional

Activo circulante

Caja y Bancos
Clientes
Inventario

Activo fijo

Total activo

Pasivo circulante

Proveedores
Deuda financiera a corto plazo

Pasivo a largo:

Deuda financiera a largo

Recursos propios

Total pasivo

Balance para análisis

N.O.F. Necesidades operativas de financiación

+ Clientes
+ Inventario
- Pasivos sin coste (proveedores)

Activo fijo

Total capital empleado

Deuda financiera neta

+ Deuda financiera a corto plazo
+ Deuda financiera a largo plazo
- Caja y Bancos

Recursos propios

Total capital empleado

1. Estudio del balance (II)

Decisiones empresariales

Decisiones de negocio u operativas

De inversión en activos fijos

De gestión del circulante

Decisiones financieras

Estructura de financiación



Activo

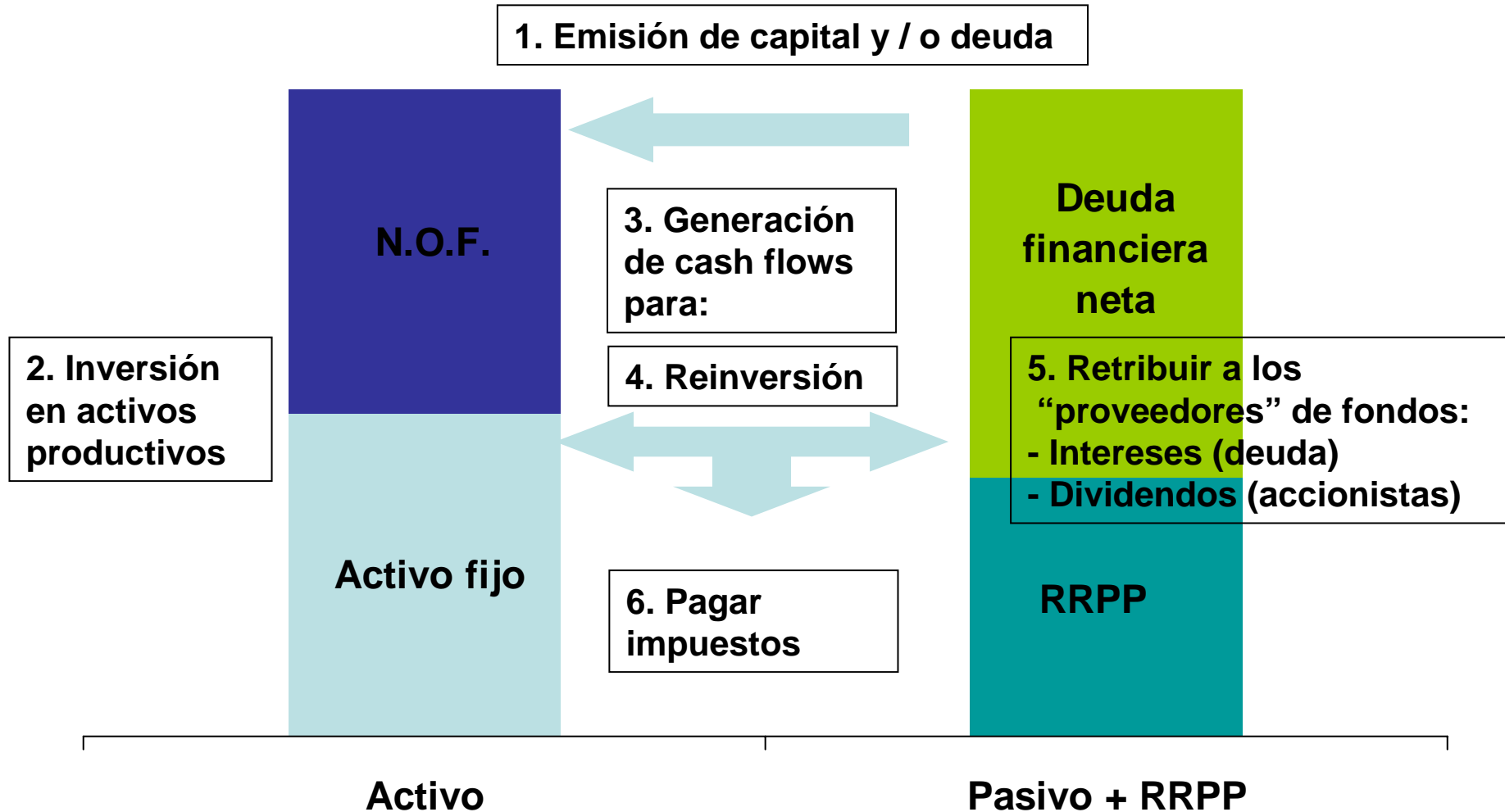
=

Pasivo + RRPP

Decisiones operativas

Decisiones financieras

1. Estudio del balance (III)



1. Estudio del balance (IV)

Estudio del binomio inversión - financiación

¿En qué invierto mis recursos?	vs.	¿De quién obtengo mis recursos?
¿Qué tengo?	vs.	¿Qué debo?
Activos productivos	vs.	Fuentes de financiación
Aplicaciones de fondos	vs.	Orígenes de fondos
↑ Activos o ↓ Pasivos		↑ Pasivos o ↓ Activos

La estructura de los activos y pasivos del balance depende de la actividad o negocio que desarrolle la empresa.

Estandarización de los estados financieros para compararlos con otras empresas y eliminar distorsiones por tamaño o moneda

- Balance “common-size”: consiste en representar las masas de balance en porcentaje del balance total
- Análisis de tendencia: cálculo del incremento de las masas de balance respecto al año anterior o al año considerado base.

1. Estudio del balance (V)

Activo: la inversión de mis recursos

Activo fijo

Suele ser reflejo de mi capacidad productiva

Necesidades operativas de financiación (N.O.F.)

Denominado también:

Fondo de maniobra operativo

Circulante neto de tesorería

Refleja, en general, mi actividad real bien del pasado reciente, bien del futuro cercano.

Clientes: proporcional a las ventas pasadas (asumiendo días de cobro constantes)

Inventario: proporcional a las ventas estimadas y según el coste de las mismas.

Proveedores: proporcional a las compras realizadas (asumiendo días de pago constantes).

Liquidez

Valor contable vs. valor de mercado

1. Estudio del balance (VI)

RRPP y Recursos ajenos: mis fuentes de financiación

Recursos propios

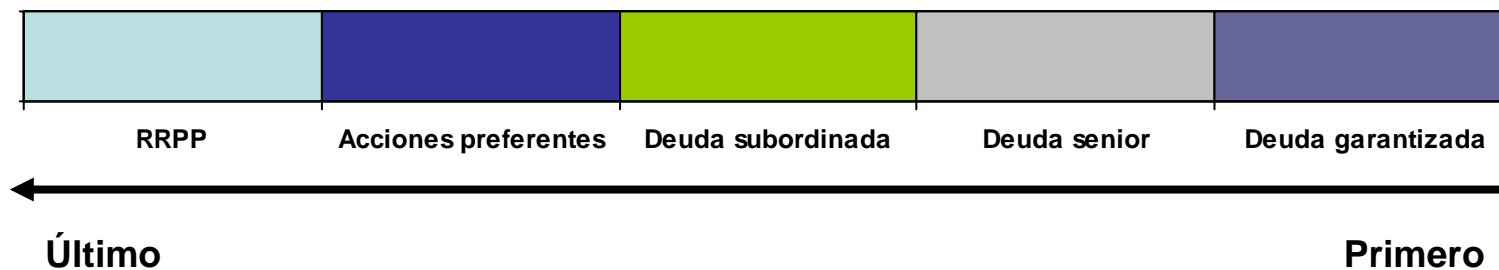
Valor que corresponde a los accionistas

Recursos ajenos

Consideraremos como recursos ajenos la deuda financiera neta o deuda con coste.

Existen empresas con posición neta de tesorería.

Orden de prelación sobre los activos de la sociedad en caso de insolvencia



\$ 000s

31-Dec-03

Assets

Current Assets

Cash And Cash Equivalents	1,102,273	21,770,000	681,000
Short Term Investments	292,550	11,872,000	-
Net Receivables	132,069	15,738,000	1,593,000
Inventory	293,917	9,181,000	1,094,000
Other Current Assets	-	-	282,000

Total Current Assets	1,820,809	58,561,000	3,650,000
-----------------------------	------------------	-------------------	------------------

Long Term Investments	14,831	151,378,000	-
Property Plant and Equipment	224,285	43,598,000	3,642,000
Goodwill	69,121	6,147,000	1,023,000
Intangible Assets	518	1,115,000	496,000
Accumulated Amortization	-	-	-
Other Assets	32,469	36,406,000	1,144,000
Deferred Long Term Asset Charges	-	7,389,000	-

Total Assets	2,162,033	304,594,000	9,955,000
---------------------	------------------	--------------------	------------------

Liabilities

Current Liabilities

Accounts Payable	1,210,641	50,011,000	2,799,000
Short/Current Long Term Debt	4,216	-	859,000
Other Current Liabilities	37,844	-	-

Total Current Liabilities	1,252,701	50,011,000	3,658,000
----------------------------------	------------------	-------------------	------------------

Long Term Debt	1,945,439	179,804,000	2,453,000
Other Liabilities	-	54,030,000	929,000
Deferred Long Term Liability Charges	-	8,439,000	626,000
Minority Interest	-	659,000	65,000
Negative Goodwill	-	-	-

Total Liabilities	3,198,140	292,943,000	7,731,000
--------------------------	------------------	--------------------	------------------

Stockholders' Equity

Misc Stocks Options Warrants	-	-	34,000
Redeemable Preferred Stock	-	-	-
Preferred Stock	-	-	-
Common Stock	4,034	19,000	1,368,000
Retained Earnings	(2,974,428)	8,421,000	6,077,000
Treasury Stock	-	(1,749,000)	(4,965,000)
Capital Surplus	1,899,398	5,374,000	1,094,000
Other Stockholder Equity	34,889	-414	(1,437,000)

Total Stockholder Equity	(1,036,107)	11,651,000	2,137,000
---------------------------------	--------------------	-------------------	------------------

2. Los Recursos Propios

Definición: valor de los recursos de los accionistas

- **Valor contable** = aportación inicial + ampliaciones de capital – reducciones de capital + beneficios generados – dividendos distribuidos

A valor histórico

- **Valor de mercado:** valor en los mercados organizados (Bolsa)

El objetivo de los analistas es tratar de determinar si ese valor de mercado coincide o no con el valor intrínseco de la compañía obtenido por los distintos métodos de valoración.

Derechos de los accionistas: (art. 48 TRLSA)

- **Derechos económicos:**

- Participar en el reparto de las ganancias sociales
- Participar en el patrimonio resultante de la liquidación

Reclamación residual sobre los activos de la compañía: recuperará “el sobrante” una vez satisfechas el resto de las deudas.

- Derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles

- **Derechos políticos:**

- Asistir y votar en las Juntas Generales y poder impugnar los acuerdos sociales
- Información

2.1. Ampliaciones de capital (I)

Aumento del capital social: (Art. 151 TRLSA).

- Por emisión de nuevas acciones: liberadas o no liberadas
- Por aumento del valor nominal de las ya existentes

Derecho de suscripción preferente:

- Derecho de cada accionista a mantener su participación proporcional en el control de la sociedad y en el patrimonio neto de la misma.
- Transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriva.
- La sociedad puede acordar la supresión total o parcial del DPS.

Valoración del DPS

$$\text{DPS} = \frac{\text{N}^{\circ} \text{ acciones nuevas}}{\text{N}^{\circ} \text{ acciones nuevas} + \text{N}^{\circ} \text{ ac. viejas}} \times (\text{Precio a. vieja} - \text{P. emisión} - \text{Dif. dividendos})$$

2.1. Ampliación de capital (II)

Ampliación de capital liberada

- Impacto económico en la empresa: **NULO**
- Impacto en la riqueza de los accionistas
 - Si no venden sus DPS: Nulo
 - Si venden los DPS:
 - Reducción de su participación en la sociedad
 - Similar a la venta de acciones pero con una ventaja fiscal porque la venta de DPS no tributan sino que minoran el precio de adquisición retrasando por tanto el pago de impuestos.
- **Ajustes necesarios**
 - Precio post-ampliación = Precio pre-ampliación – DPS
 - Magnitudes por acción = Magnitudes pre-ampliación x factor de ajuste
- **No crean valor para el accionista**
 - Práctica utilizada por las empresas para “contentar” al accionista minoritario que tendrá un mayor número de acciones.
 - Justificación en las “finanzas del comportamiento”: creencia de que las acciones “recuperarán” el precio anterior a la ampliación.

2.1. Ampliaciones de capital (III)

Ejemplo 1:

La Sociedad A tiene 100 acciones en circulación que cotizan a un precio de 50Euros por acción. Capitalización bursátil= 100 x 50 = 5.000

	2002	2003	2004(E)
Beneficio atribuible	400	450	500
% incremento		13	11
BPA (EPS)	4	5	5
% incremento		13	11
DPA	2	3	3.5
% incremento		50	17
PER	12.5	11.1	10.0
Rentabilidad por dividendo	4.0	6.0	8.0

Realiza una ampliación de capital liberada de 1 acción nueva por cada 4 antiguas (viejas) con fecha 1 de enero de 2004.

- $DPS = 25 / (100 + 25) \times (50 - 0) = 10$
- Factor de ajuste = Precio post-ampliación / Precio pre-ampliación = $(50 - 10) / 50 = 0.80$
- Nº acciones ajustadas $t-1 = \text{nº acciones en circulación } t-1 / \text{Factor de ajuste}$
- BPA_{t-1} y DPA_{t-1} ajustados = $BPA_{t-1} \times \text{Factor de ajuste}$

2.1. Ampliaciones de capital (IV)

Ejemplo 1 (sigue):

Capitalización bursátil post-ampliación= $125 \times (50 - 10) = 5.000$: **SIN CAMBIOS**

	2002	2003	2004(E)
Beneficio atribuible	400	450	500
% incremento		13	11
BPA (EPS)	3.2	3.6	4
% incremento		13	11
DPA	1.6	2.4	2.8
% incremento		50	17
Nº acciones en circulación	100	100	125
Nº acciones ajustadas	125	125	125
PER	12.5	11.1	10.0
Rentabilidad por dividendo	4.0	6.0	8.0

Ajuste a la baja de los datos por acción de los años anteriores

No hay cambios en los crecimientos de las magnitudes por acción

Sin cambios en los multiplicadores bursátiles

Ajuste al alza del número de acciones de los años anteriores

2.1. Ampliaciones de capital (V)

Ejemplo 1 (sigue):

Error habitual: no realizar los ajustes pertinentes distorsionando la evolución de las magnitudes por acción. Llegaríamos a conclusiones equivocadas como las que mostramos a continuación.

	2002	2003	2004(E)
Beneficio atribuible	400	450	500
% incremento		13	<u>11</u>
BPA (EPS)	4.0	4.5	4.0
% incremento		13	<u>-11</u>
DPA	2.0	3.0	2.8
% incremento		50	<u>-7</u>
Nº acciones en circulación	100	100	125
PER	10.0	8.9	10.0
Rentabilidad por dividendo	5.0	7.5	7.0

La ampliación provoca dilución: el BPA del 2004 cae un 11% mientras el beneficio crece un 11%

La remuneración al accionista en forma de dividendo cae respecto al año anterior.

¿Merece una empresa que en dos años no ha crecido su BPA estos multiplicadores?

2.1. Ampliaciones de capital (VI)

Ampliaciones no liberadas

- En la práctica, las ampliaciones de capital suelen ser parcialmente liberadas, esto es, a un precio inferior al precio de cotización.
- Las ampliaciones no liberadas tienen efectos económicos porque supone una entrada de fondos en la compañía.
- El impacto en el valor intrínseco por acción dependerá del destino de los fondos, es decir, de la rentabilidad del proyecto que dicha ampliación vaya a financiar.
- No debemos olvidar el efecto impositivo derivados de los mayores ingresos financieros (o menores costes financieros) por la inyección de nuevos fondos.
- Deberemos, como en el caso anterior, ajustar las magnitudes de los años anteriores.



2.1. Ampliaciones de capital (VII)

Ejemplo 2:

La Sociedad A tiene 100 acciones en circulación que cotizan a un precio de 50Euros por acción. Capitalización bursátil= $100 \times 50 = 5.000$

	2002	2003	2004(E)
Beneficio atribuible	400	450	500
% incremento		13	11
BPA (EPS)	4	5	5
% incremento		13	11
DPA	2	3	3.5
% incremento		50	17
Payout (%)	50	67	70
PER	12.5	11.1	10.0
Rentabilidad por dividendo	4.0	6.0	8.0

Realiza una ampliación de capital de 1 acción nueva por cada 4 antiguas (viejas) con fecha 1 de enero de 2004 a 25Euros por acción.

- Inyección de liquidez: $25\text{Euros} \times 25 \text{ acciones nuevas} = 625\text{Euros}$
- Ingresos financieros adicionales netos de impuestos (interés=5%) = 20.3 Euros
- $\text{DPS} = 25 / (100 + 25) \times (50 - 25) = 5$
- Factor de ajuste = $\text{Precio post-ampliación} / \text{Precio pre-ampliación} = (50 - 5) / 50 = 0.90$

2.1. Ampliaciones de capital (VIII)

Ejemplo 2 (sigue):

Capitalización bursátil post-ampliación= $125 \times (50 - 5) = 5.625$ Euros

El mercado podría ajustar a la baja el precio por acción para tener en cuenta el efecto dilutivo

	2002	2003	2004(E)
Beneficio atribuible	400.0	450.0	500.0
% incremento		12.5	11.1
Ingresos financieros adicionales (5%)		-	20.3
% sobre beneficio atribuible	-	-	4.1
B° atribuible post-amp.	400.0	450.0	520.3
% incremento		12.5	15.6
BPA (EPS)	3.6	4.1	4.2
% incremento		12.5	2.8
DPA	1.8	2.7	2.9
% incremento		50.0	7.9
Payout (%)	50	67	70
Nº acciones en circulación	100.0	100.0	125.0
Nº acciones ajustadas	111.1	111.1	125.0
Incremento nº acciones (%)	-	-	12.5
PER	12.5	11.1	10.8
Rentabilidad por dividendo	4.0	6.0	6.5

Disminución en el crecimiento del BPA: Dilución estimada del 8.3% (11.1% - 2.8%)

Si la compañía decide mantener el payout constante, el DPA será inferior que antes de la ampliación

Si el precio de mercado se mantiene, el PER será más alto (10x vs. 10.8x)

2.1. Ampliaciones de capital (IX)

EFECTOS	Capital social	RRPP	RRAA	Magnitudes por acción	Cotización
Ampliación de capital a la par	↑	↑ = KS	=	Dilución (en principio)	Ajuste a la baja
Ampliación de capital con prima	↑	↑ > KS	=	Dilución (en principio)	Ajuste a la baja
Ampliación de capital por conversión de obligaciones	↑	↑ > KS	↓	Dilución (en principio)	Ajuste a la baja
Ampliación de capital liberada	↑	=	=	Ajuste	Ajuste a la baja

2.2. Otras operaciones de capital

EFFECTOS	Capital social	RRPP	RRAA	Magnitudes por acción	Cotización
Devolución de nominal	↓	↓	=	Ninguno (salvo VTC)	Ajuste a la baja
Amortización de acciones propias	↓	↓	=	Aumento (en principio)	Depende
Devolución de prima de emisión	=	↓	=	Ninguno (salvo VTC)	Ajuste a la baja
Split	=	=	=	Ajuste	Ajuste a la baja

2.3. El Coste de los Recursos Propios (I)

Concepto:

- Retorno mínimo que los accionistas requieren por sus inversiones en la empresa: K_E .
- El retorno puede venir en forma de:
 - Dividendos
 - Apreciación de la acción
- **Problema:** no hay forma de observarlo directamente

Métodos para calcularlo:

- Modelo de descuento de dividendos
- CAPM

2.3. El Coste de los Recursos Propios (II)

Método del descuento de dividendos

$$P_0 = d_1 / (K_E - g)$$

$$K_E = d_1 / P_0 + g$$

Ventajas:

Simplicidad

Desventajas

- Sólo aplicable a empresas que pagan dividendos.
- Dificultad en la predicción del crecimiento de los dividendos:
 - ¿usar crecimientos históricos?
 - ¿usar estimaciones de crecimiento?
- Elevada sensibilidad de K_E a la tasa de crecimiento.
- No contempla el riesgo explícitamente.

Este método implica asumir que las acciones están correctamente valoradas y, por tanto, el precio de mercado equivale al valor intrínseco.

2.3. El Coste de los Recursos Propios (III)

CAPM (Capital asset pricing model)

$$K_E = K_D + \beta_E \times (K_M - K_D) \quad \text{Prima de riesgo}$$

Siendo:

K_D : Tasa libre de riesgo

K_M : Retorno exigido al mercado en su conjunto

β_E : Riesgo sistemático del activo en relación al mercado

Ventajas:

Incorpora explícitamente el riesgo

Se puede aplicar a todas las compañías

Desventajas

Hay que estimar el retorno de mercado y el coeficiente β

Inestabilidad de las β

3. Los Recursos Ajenos

Deuda financiera con coste:

A corto plazo: exigibilidad inferior a 12 meses

A largo plazo: exigibilidad superior a 12 meses

Clases de deuda: Por orden de prelación en caso de insolvencia:

Garantizada: Cédulas hipotecarias

Senior: Deuda sin garantías

Subordinada: Tier II: Recuperación del principal en caso de insolvencia después del resto de las deudas.

Acciones preferentes: Tier I: Deuda perpetua con opción de recompra al cabo de un periodo determinado.

Rating: calificación otorgada por agencias especializadas que determinan la capacidad de pago relativa de las empresas.



Moody's Rating Scale At A Glance

Category	LONG-TERM	SHORT-TERM
Investment Grade	Aaa	Prime-1
	Aa1	
	Aa2	
	Aa3	
	A1	Prime-2
	A2	
	A3	
	Baa1	Prime-3
	Baa2	
	Baa3	
Speculative Grade	Ba1	Not Prime
	Ba2	
	Ba3	
	B1	
	B2	
	B3	
	Caa1	
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	
C		

3.2. El Coste de la Deuda: K_d (I)

El retorno que los prestamistas exigen a la deuda de la compañía.

- A diferencia que el coste de los recursos propios, el coste de la deuda es observable:
 - Directamente: el tipo de interés en los nuevos créditos o de los mercados financieros.
 - Indirectamente: tipo de interés de empresas con rating similar

El coste de la deuda depende:

- **Del plazo:** relacionado con la estructura temporal de la curva de tipos
- **De la calidad crediticia del deudor:**
 - Estructura financiera: a mayor apalancamiento, mayor retorno exigido (en principio).
 - Volatilidad de los resultados de la compañía.
 - Probabilidad de impago (default rate)
- **Del tipo de deuda:** (senior, subordinada...)
 - Tasa de recuperación (recovery rate)
 - Pérdida esperada (Loss given default) = Probabilidad de impago x (1- Tasa de recuperación)



3.2. El Coste de la Deuda: K_d (II)

- **Diferencial crediticio (“spread”)**
 - La diferencia entre el coste de la deuda y la tasa libre de riesgo
- **Cuidado:** el **cupón** de la deuda, esto es, los intereses que paga por toda su deuda **no es el coste** de la misma a efectos de valoración.
 - deberemos utilizar los precios de mercado de la deuda que dependen
 - de la evolución de los tipos de interés
 - de la evolución del diferencial crediticio
 - para calcular la TIR de la deuda

5. El Coste medio de los Recursos

Estructura de capital:

Porcentajes relativos de recursos propios y deuda

WACC: Weighted average cost of capital

La media ponderada del coste de los recursos propios y del coste de la deuda después de impuestos:

$$\text{WACC} = (E/V) \times K_E + (D/V) \times K_D \times (1 - t)$$

Donde:

$V = E + D$ = recursos propios + deuda

t = tasa impositiva

Valores de mercado vs. valores contables

Coherencia: utilizar en todo valores de mercado