

Ràtios que menteixen

JOAN MASSONS
ESADE

Data de recepció: 6/5/2015
Data d'acceptació: 1/6/2015

RESUM

Aquest treball analitza quatre ràtios que, malgrat la seva popularitat, presenten importants deficiències. Es tracta de l'EBITDA sobre el Deute Financer, el FREC, l'EBITDA sobre els Interessos i l'EBITDA sobre les vendes netes.

Tal com es demostra en una anàlisi dels conceptes i amb diversos exemples pràctics, molts analistes haurien de revisar els seus models d'anàlisis per no caure en els errors als quals pot conduir la utilització d'aquestes ràtios.

PARAULES CLAU

EBITDA, Ràtios, ROCE.

ABSTRACT

This paper analyzes four ratios, despite its popularity, have major shortcomings. These are EBITDA Financial Debt, ROCE, EBITDA/Interest and EBITDA on net sales.

The paper demonstrates analyzing the concepts and using some examples, that analysts should review their analysis models to avoid falling into errors.

KEYWORDS

EBITDA, Ratios, ROCE.

1. Introducció

És cert que cap ràtio és axiomàtica. La canviant situació de moltes empreses i del seu entorn fa que les ràtios hagin de ser manejades amb molt tacte i coneixement de la realitat de l'empresa que s'analitza. També és cert que no es tracta de "*ser més papistes que el Papa*" i que admetent les limitacions en la pràctica de qualsevol ràtio, els analistes financers i professors pensem que les ràtios d'alguna cosa valen i que un conjunt de ràtios, així com la seva evolució temporal, acaben orientant-nos sobre la qualitat econòmica i financera d'una empresa.

Una altra cosa diferent és que d'entrada una ràtio sigui molt feble conceptualment. Ja se sap: el què és conceptualment feble acaba rebentant en la pràctica. El sorprenent és com una ràtio feble arriba a popularitzar-se.

En aquest treball s'analitzen quatre ràtios que, malgrat la seva popularitat, presenten importants deficiències. Es tracta de l'EBITDA sobre el Deute Financer, el FREC, l'EBITDA sobre els Interessos i l'EBITDA sobre les vendes netes.

2. EBITDA sobre Deute Financer

Vegem la ràtio *EBITDA/Deute Financer* (o si es vol la versió molt emprada de *Deute Financer/EBITDA*) que se segueix utilitzant per bancs que encara no han obert els ulls als errors que conté i per agències de ràting que ho han convertit en rutina.

El que es fa i el que es diu

No invento res nou quan dic que aquesta ràtio és una ràtio escombrària. Despatxant amb directius bancaris he sentit freqüentment: "*A aquesta empresa la ràtio no li surt malament, però li hem negat la reestructuració del seu deute perquè al cap i a la fi aquesta ràtio no diu gran cosa, però bé, cal incloure-la en l'informe...*"

En compra-venda d'empreses, he sentit freqüentment: "...Bé...bé... d'aquesta ràtio cal fer un cas relatiu, però s'aplica generalment, nosaltres ens fixem en altres coses, el que aquesta ràtio pugui dir és molt relatiu."

Se segueix usant aquesta ràtio malgrat que acaba rebentant en la pràctica. Faré en primer lloc una aproximació a les seves abundants deficiències conceptuals i després desenvoluparé alguns supòsits numèrics il·lustratius dels errors als quals ens pot conduir en la pràctica. Partim de la base que la

finalitat de la ràtio és analitzar la capacitat de resposta al deute a partir de la generació de caixa mesurada per l'EBITDA.

El deute financer: mil colors

Parlem, en primer lloc, de què significa un deute financer. Hi ha disparitat de criteris, ja que hi ha qui diu que es refereix exclusivament al deute bancari, cíclic (*revolving*) i exprés. En si, això ja seria un error, ja que hi ha un deute procedent de proveïdors industrials o d'empreses del grup a pagar a llarg termini. Hi ha qui defineix el deute financer com solament el que té interès explícit, amb la qual cosa s'elimina el deute comercial amb proveïdors (no d'equipament). És també una definició pobre, ja que si el compte de proveïdors no és efectivament deute a comparar amb l'EBITDA, no ho és per la simplista raó que no sol tenir interès explícit sinó perquè és *revolving* i no es paga amb EBITDA sinó amb el cobrament normal de clients, independentment que l'EBITDA sigui alt o baix.

Altres eliminen del total de deutes, el deute bancari a curt termini amb interès explícit òbviament quan és deute estacional. Això ja és suficient per parlar de la vaguetat del denominador de la ràtio. Les companyies de *factoring* poden estar o no en l'òrbita bancària, però són una font significativa de finançament. No obstant això, el *factoring* amb assegurança de cobrament no és deute sinó venda de drets contra clients i si el *factoring* és sense assegurança de crèdit, és deute *revolving* com també ho és el descompte bancari de pagarés sigui com sigui, el crèdit de proveïdors i el *factoring* o el descompte bancari de pagarés, són deutes que se satisfan amb el cobrament de clients i poc o res tenen a veure amb l'EBITDA... per més que en un contracte de *factoring* o de descompte de pagarés s'expliciti el tipus d'interès. Per detectar el deute comparable amb l'EBITDA no ens serveix ni l'exclusiva remissió al deute bancari ni la definició a partir de l'explicitació del cost d'interessos.

Quina classe de deute cal tenir en compte?

Ens queda solament parlar del deute a llarg termini bancari i/o... per què no?... deute atorgat per altres empreses del grup o alienes com el finançament a diversos anys de termini atorgat per proveïdors industrials. Si ens ancoréssim en les maldestres definicions del deute financer com a deute bancari o deute amb interès explícit, ens quedaria també parlar de deute bancari a curt termini no *revolving* (de venciment exprés).

El deute bancari a 5, 6 o 9 mesos, vaja... el que es vulgui, però menor que l'any, ha d'estar destinat a la cobertura de puntes estacionals o actuant com a crèdit pont per a operacions a llarg termini que estan en fase de concreció. El retorn del deute estacional no depèn en absolut del volum de l'EBITDA, sinó de la remissió de la punta de Circulant estacional (inventaris o deutes de clients) que van motivar la necessitat financera solucionable amb el crèdit estacional de venciment exprés. El retorn d'un crèdit pont a curt termini, no depèn de l'EBITDA, sinó de la felicitat consecució de l'operació principal que estava en tràmit.

D'acord amb l'exposat, sembla que l'únic deute que tindria sentit comparar amb l'EBITDA seria el deute a llarg termini procurat per un banc, empresa del grup o proveïdors industrials. El deute a llarg termini atorgat per proveïdors industrials (equipaments) no es paga com el deute comercial de proveïdors corrents. Qualsevol deute a llarg termini, bancari o de proveïdors industrials ha de ser atès amb la generació de flux de caixa. Després si es vol actuar amb coherència, el deute a llarg termini de proveïdors d'equipament hauria d'unir-se al deute bancari en el denominador de la ràtio. No queda clar si el concepte de deute financer també inclou el finançament a llarg termini de proveïdors d'actius fixos, òbviament hauria d'incloure'l. Però, així i tot, remesos exclusivament al deute a llarg termini, ara veurem que la seva comparació amb l'EBITDA tampoc resisteix una reflexió conceptual elemental.

Més febleses de la ràtio

L'EBITDA és una magnitud que no solament ha de fer front al venciment anual del deute a llarg termini, sinó també, i prèviament, als interessos anuals... i... òbviament als impostos sobre el resultat. Això ens indica que el numerador i el denominador de la ràtio parlen llenguatges totalment diferents. Si volguéssim que parlessin llenguatges similars, per evitar un error conceptual tan gros, hauríem de situar en el numerador de la ràtio el flux de caixa post interessos i post impostos però de cap manera l'EBITDA.

Però hi ha alguna cosa més: fins i tot canviant el numerador de la ràtio a favor del flux de caixa post impostos i deixant de costat l'EBITDA, el valor resultant de la ràtio sol ser una fracció decimal que per interpretar-la podríem traduir-la al nombre mitjà d'anys en què el deute a llarg termini de l'empresa és retornable. Un valor de 0,25 seria formidable, perquè ens diria que el deute a llarg termini existent seria cancel·lable en 4 anys de termini mitjà; és obvi que si els contractes de deute a llarg termini subscrits per l'empresa, presentessin uns horitzons de venciment entorn de 7, 8 o 10

anys per exemple, la ràtio resultaria favorable. En aquest sentit resultaria més directe i clar comparar el flux de caixa post impostos amb els venciments anuals de deute a llarg termini realment compromesos per l'empresa. Això permetria veure si hi ha amplitud financera o no n'hi ha. Aquest indicador és conceptualment acceptable perquè tant en el numerador com en el denominador se situen magnituds que realment es poden relacionar. Cosa diferent és que la seva efectivitat en la pràctica se supediti al manteniment per part de l'empresa de la seva rotació d'inventaris i termini de cobrament de clients i que les noves inversions en l'immobilitzat es financin a partir de capital.

El “diabòlic” deute financer net

Un altre invent “diabòlic” ha estat el d'aquells que manegen en el denominador d'aquesta ràtio, el concepte de deute financer net. Això consisteix a restar-li al deute financer el valor de l'efectiu i valors fàcilment liquidables. És un invent “diabòlic” i afortunadament molt injuriat perquè les xifres d'efectiu poden ser molt fluctuants i tampoc no estan lliures per cobrir deute. L'empresa ha d'actuar amb xifres de liquiditat que li permetin una operativa adequada i una seguretat davant els alts i baixos de vendes i/o cobraments.

Amb els números a la mà

Ara treballarem alguns exemples numèrics que mostrin possibles errors de la ràtio EBITDA/Deute financer en la pràctica.

	Empresa A	Empresa B		Empresa A	Empresa B
Actiu no corrent net	600,0	600,0	Capital Propi	400,0	570,0
Actiu corrent	400,0	400,0	Passiu no corrent	(6 años) 400,0	(3 años) 360,0
TOTAL ACTIU NET	1.000,0	1.000,0	Proveïdors	100,0	20,0
			Descompte bancari	100,0	50,0
			TOTAL PASSIU + PATRIMONI NET	1.000,0	1.000,0
VENDES NETES	2.000,0	2.000,0			
-Amortitzacions	-60,0	-60,0			
-Altres despeses d'exploració	-1.840,0	-1.840,0			
BAIT (EBIT)	100,0	100,0			
Interessos	(0,041 x 500) -20,5	(0,07 x 410) 28,7			
BAT	79,5	71,3			
-Impostos	-23,8	-21,4			
Benefici net	55,7	49,9			

Observem com ambdues empreses donen les mateixes xifres en l'àmbit de la més pura explotació empresarial (*ceteris paribus*). Les seves vendes són idèntiques i també el seu ROA (Rendiment de l'actiu, BAIT/Actiu) avaluable en un 10%.

El que hem alterat és tant el cost del finançament (4,1% en A, 7% en B), com l'estructura de passiu i el termini de retorn del deute a llarg termini. L'estructura de passiu d'A suposa una ràtio d'endeutament (Exigible/Capital) d'1,5 que és moderat. En el cas de B és de 0,75 que pot qualificar-se de molt conservador. Aquests indicadors, com és arxiconegut, no tenen res a veure amb la capacitat de pagament del deute; són ràtios de garantia patrimonial.

EBITDA de l'empresa A: $100+60=160$

EBITDA/Deute fin. $160/500=0,32$

EBITDA de l'empresa B:

$100+60=160$

EBITDA/Deute fin.:

$160/410=0,39$

En el còmput del deute hem obviat la partida de proveïdors per considerar-se deute comercial i no financer.

Aquest indicador sol usar-se molt a la inversa; per si de cas algun lector està acostumat al sistema invers, el canviarem gentilmente:

Deute fin./EBITDA: $500/160=3,125$	Deute fin./EBITDA:
	$410/160=2,563$

Hi ha qui estableix per a aquesta ràtio valors com 4 molt perillós, 3 perillós, 2 acceptable. El valor 1 es considera molt bo. Segons això, un valor superior a 2,5 comença a ser una inequívoca situació perillosa i obliga a prendre precaucions amb aquesta empresa. En realitat, aquestes xifres NO DIUEN RES, ja que el deute financer inclou el descompte bancari de pagarés que és un crèdit *revolving* i no es retorna amb EBITDA sinó que el recupera el banc del client de l'empresa prestatària al venciment del pagaré. Si fos veritat que l'EBITDA "servís" per retornar deute, estariem parlant d'una capacitat de tornada del deute en 3,125 anys en l'empresa A i de 2,563 anys en l'empresa B.

Això és fals per dues raons:

1. La raó dita abans que el descompte bancari de pagarés té venciment *revolving* i no un venciment mensual exprés.
2. Perquè l'EBITDA no pot destinar-se plenament a la devolució de deute a llarg termini, ja que ha d'atendre interessos i l'impost sobre el resultat. L'EBITDA d'ambdues empreses és de 160 però ha de cobrir en A un valor d'interessos de 20,5 i d'impostos de 23,8. En l'empresa B els interessos ascendeixen a 28,7 i els impostos a 21,4. D'on, sinó, "brollen" els diners per cobrir els interessos i els impostos?

Cash Flow pt empresa A: $55,7+60=115,70$	Cash Flow pt empresa B:
--	-------------------------

$49,9+60=109,9$

Venciment anual del deute a llarg termini: $400/6=66,7$

Venciment anual del deute a llarg termini: $360/3=120$
--

L'empresa A té capacitat de retorn del deute a llarg termini, podem dir que aquesta capacitat és sobrada, en canvi l'equívoca ràtio la deixava en mal lloc. L'empresa B haurà de buscar solucions perquè té un problema bastant immediat per atendre puntualment el deute a llarg termini, però en canvi la ràtio la deixava bé.

Vegem ara un altre exemple de com aquesta ràtio pot dir el contrari del que realment està succeint en una empresa. Aquest exemple el batejarem amb el nom de:

La subvenció somiada

L'empresa Tèxtil de Ribargorça SA (Terisa) estava passant dificultats financeres. En canvi, la seva ràtio Deute financer/ EBITDA havia millorat sensiblement.

Què havia passat perquè l'empresa tingués dificultats financeres?

L'any 1 es va prendre la decisió d'ampliar l'edifici d'oficines i realitzar l'obra en el transcurs de l'any 2. Es van recaptar diversos pressupostos i després de successives pressions, una de les empreses constructores va rebaixar el seu pressupost inicialment plantejat en 2,5 milions d'euros a 2 milions.

Durant l'execució de l'obra es van produir certes revisions del pressupost. Hi havia materials que havien pujat de preu des de la data del pressupost; aquests augments es van sufragar a mitges entre Terisa i l'empresa constructora; va haver-hi més coses: els vidres de les finestres s'havien pressupostat de 6 mil·límetres, però es va considerar que havia d'augmentar-se el gruix per raons de seguretat, es van automatitzar portes prèviament pressupostades com a simples portes d'activació manual, etc.

Una per una, les variacions del pressupost no semblaven significatives. Tampoc l'empresa tenia una organització de control pressupostari ni un Director Financer que hagués alertat a temps. El comptable de l'empresa es limitava a registrar factures, però a ell i a altres directius els va faltar sensatesa i sang a les venes per reaccionar molt abans.

Per acabar d'adobar-ho, va sorgir una altra contrarietat: calia urbanitzar i posar una tanca de ferro forjat a la resta de terreny no construït (que continuava en propietat de l'empresa) per disposició del Pla Urbanístic de l'Ajuntament. En principi l'Ajuntament va acordar que, atès que l'empresa renunciava a terreny industrial a favor de terreny verd privat, per imperatiu municipal, seria el mateix Ajuntament el que atorgaria la subvenció de 600.000 euros per cobrir les obres d'urbanització, enjardinament i posar la tanca. Això simplement es va parlar, però res no es va comprometre per escrit. De moment la somiada subvenció de l'Ajuntament no ha arribat, però l'obra d'urbanització, enjardinament, reg i posar la tanca s'ha fet i pagat al constructor. Ni tan sols es disposa d'un document de compromís de l'Ajuntament.

L'alarma va sonar quan van començar els primers impagaments i al tancament de l'exercici es va constatar que l'obra d'ampliació havia costat 2,7 milions d'euros en lloc dels 2 milions inicialment pressupostats. Va haver-hi la intenció d'allargar el termini de pagament al constructor però aquest va amenaçar de paralitzar l'obra. El préstec bancari a llarg termini havia de pagar-se perquè era de caràcter hipotecari i havia d'evitar-se posar en coneixement del banc les dificultats de l'empresa, perquè això no transcendís a la CIRBE (Central informativa de riscos del Banc d'Espanya). En definitiva, els impagaments es van encebar amb els proveïdors comercials que seguien subministrant, però amb cert nerviosisme i carregant elevats tipus d'interès (10%) sobre els valors impagats. Els proveïdors van optar per silenciar en el seu entorn la problemàtica de Terisa per evitar un daltabaix major. La major part dels directius va ajornar el cobrament de part dels seus emoluments salarials.

Es va recórrer als socis en una incòmoda reunió en la qual els accionistes van denunciar la falta de control i sensatesa per part de l'equip directiu. D'altra banda desgraciadament el ROA i el ROE van descendir l'any 2.

Els socis, descontents per aquestes circumstàncies adverses, no van voler ampliar l'aportació de capital que ja havien efectuat, però acceptant una total renúncia a dividendes contribuint, per tant, l'any 2 amb 2,5 milions d'euros, un important augment de capital propi, però insuficient davant el problema que s'ha creat.

...Però... però... la ràtio Deute Financer/EBITDA havia millorat... Què és el que falla en aquesta ràtio perquè ens digui just el contrari del que realment està passant?

Balanços de Terisa anys 1 i 2 (en milers d'euros)

	Any 1	Any 2
<i>Immobilitzat brut</i>	7.000	10.300
<i>-Amortització acumulada</i>	-2000	-2.850
Actiu no corrent net	5.000	7.450
Actiu corrent	5.000	5.500
TOTAL ACTIU NET	10.000	12.950
Capital propi	6.000	8.500
Préstec hipotecari	2.500	2.000
<i>Empresa constructora</i>	0	100
<i>Proveïdors comercials, saldo regular</i>	600	700
<i>Proveïdors Comercials, impagaments</i>	0	500
<i>Venciments a curt termini d'Exigible a ll/t</i>	500	500
<i>Altre exigible a curt termini*</i>	400	650
Total exigible a curt termini	1.500	2.450
TOTAL PATRIMONI NET + PASSIU	10.000	12.950

*Inclou creditors per serveis i subministraments, impostos, personal, etc.

Compte de Resultats (en milers d'euros)

	Any 1	Any 2
Vendes netes	20.000	21.000
<i>-Amortització</i>	-700	-850
<i>-Altres despeses d'explotació</i>	-17.800	-18.550
BAIT (EBIT)	1.500	1.600
<i>-Interessos</i>	-180	*-200
BAT	1.320	1.400
<i>-Impostos sobre BAT</i>	-396	-420
Benefici net	924	980

* $(2.500 \times 0,06) + (500 \times 0,10) = 200$

ROA any 1: $\text{BAIT}/\text{Actiu net} = 1.500/10.000 = 15\%$

ROA any 2: $1.600/12.950 = 12,35\%$

La important baixada del ROA es produeix per l'enorme augment d'immobilitzat, però no per causa del BAIT que millora, ja que passa de 1.500 a 1.600 i del 7,5% sobre vendes al 7,6%. El judici dels accionistes és injust en aquest sentit, però és just quant a la falta de control i el poc rigor en com s'ha portat el tema de l'Ajuntament.

Quant al ROE abans d'impostos:

$1.320/6.000 = 22\%$ l'any 1

$1.400/8.500 = 16,47\%$ l'any 2

La baixada del ROE no és deguda a una baixada del BAT, sinó a l'ampliació de capital i la dotació de tot el Benefici net a Reserves.

Vegem ara: Deute financer/EBITDA: $3.000/(1500+700) = 1,36$ l'any 1... "excel·lent" relació segons els defensors d'aquesta ràtio.

$2.500/(1.600+850) = 1,02$ l'any 2... millora la ràtio de forma espectacular. Segons aquesta ràtio, l'empresa mereix més confiança ara que abans... sense paraules!

En realitat, si ens creiem la ràtio, però som puristes en la seva aplicació, el saldo impagat de proveïdors hauria de computar-se com a deute financer perquè ja no és *revolving* sinó sotmès a venciment exprés (caldría explorar també si hi ha impagaments en *Un altre exigible a curt termini*)... fem-ho:

$(2.500+500)/(1.600+850) = 1,22$ l'any 2... la ràtio també millora respecte a l'any anterior. De qualsevol forma, una immensa majoria de gent aplicarà la ràtio descartant TOTA la xifra de crèdit de proveïdors, perquè el concepte de Deute Financer no se sol aplicar amb tant purisme i afinament.

Per què la ràtio diu el contrari del que realment està passant?

En primer lloc perquè bona part de l'EBITDA és absorbida pel pagament d'interessos i impostos; per tant, no és vàlid comparar-lo amb el deute financer. En segon lloc, perquè el deute que augmenta, que és precisament el de proveïdors, no es computa com a deute financer. Si el banc hagués prorrogat el venciment de l'any 2, la ràtio seria diferent. Aquesta actitud en un banc seria molt tolerant... realista?

3. La famosa ràtio ROCE: un vell error que persisteix!

ROCE (*Return on capital employed*) pot traduir-se com a Rendiment sobre la inversió neta... entenent per inversió neta l'actiu net, menys el finançament espontani. També se'n diu ROIC (*Return on invested capital*).

Què és el finançament espontani?

Es refereix a recursos financers amb un horitzó de venciment a curt termini com el crèdit de proveïdors comercials i el d'altres creditors per subministraments i serveis que regularment afecten l'explotació específica de la companyia. Ens referim per tant als proveïdors de matèries primeres en empreses industrials, a agències de publicitat que treballen regularment per a l'empresa, a proveïdors de treballs de manteniment, material d'oficina, agències de viatges... per citar alguns exemples.

Quina diferència hi ha entre actiu total net i “*capital employed*”?

Vegem-ho sobre un balanç resumit:

Actiu no corrent brut	500	Capital Propi	300
–Amortització acumulada	-100	Exigible a llarg termini	200
Actiu no corrent net	400	Proveïdors matèria primera	300
Estocs	200	Subministradors serveis	100
Deutes de clients	300	Altre exigible a curt termini	100
Efectiu	100	Exigible a curt termini	500
Actiu corrent	600	PASSIU TOTAL + PATRIMONI NET	1.000
ACTIU TOTAL NET	1.000		

En aquest balanç, l'actiu total brut val 1.100, l'actiu net 1.000 (400+600) i el “*capital employed*” val:

Actiu total net	1.000
– Crèdit de proveïdors mat. primeres	-300
– Crèdit de subministradors de serveis	-100
“ <i>Capital employed</i> ”	600

Aquest concepte de “*capital employed*” que podem traduir com una inversió neta o més literalment com un “capital emprat” obliga a fer certes precisions.

No és el mateix Capital de treball que Fons de Maniobra. Aquest últim concepte es formula planament i simplement com:

Actiu corrent	600
– Exigible a curt termini	-500
= Fons de Maniobra	100

En canvi, el capital de treball es refereix exclusivament a aquells crèdits dins de l'exigible a curt termini, que sorgeixen com a finançament espontani en suport o ajuda directa a la necessària inversió en actiu circulat; en l'exemple, aquests crèdits són els de proveïdors de matèria primera i creditors per subministraments. No es considera finançament espontani el descompte d'efectes comercials, les pòlisses de crèdit amb garantia de deutes de clients, els venciments a curt termini procedents de deute a llarg termini i els crèdits de campanya o temporada.

Així doncs el capital de treball és:

Actiu corrent	600
– Crèdits de proveïdors de matèria primera	-300
– Crèdits de subministradors de serveis	-100
= Capital de treball	200

La suma de:

Actiu no corrent net	400
Capital de treball	200

Donaria la xifra de 600 que hem obtingut anteriorment com a valor del “*capital employed*”.

El numerador de la ràtio ROCE

Doncs bé, fins aquí hem definit el denominador de la ràtio ROCE. Parlem ara del numerador. Aquest ha de ser el BAIT, és a dir, el benefici computat abans d'interessos i d'impostos sobre beneficis. Si l'empresa posseís actius de caràcter extrafuncional o extraoperacional i obtingués d'ells els corresponents resultats atípics, aquests haurien de computar-se també. Els resultats atípics se sumarien al BAIT i els actius extrafuncionals (atípics) formarien part del denominador (ja definit com a "*capital employed*").

A l'efecte d'una millor claredat, els exemples que presentarem a continuació, prescindiran de l'existència d'actius i resultats extrafuncionals o bé assumirem que siguin de valor molt baix... irrellevant... o en qualsevol cas –i és ben cert– de cap manera indiquen la veritable eficiència econòmica de l'empresa.

El ROCE es formula així:

$$\frac{BAIT}{Capital\ Employed}$$

Per jutjar els errors conceptuals en què incorre aquesta ràtio cal que descriguem la ràtio ROA (*Return on Assets*) i després vegem les conseqüències pràctiques de treballar amb una o amb una altra: ROCE o ROA.

La ràtio ROA es formula així:

$$\frac{BAIT}{Activo\ Total\ Neto}$$

La diferència essencial amb el maldestre indicador ROCE està, com podem veure, en el denominador.

La ràtio ROA parteix de la idea que el veritable esforç inversor en l'empresa és mesurat pel total d'actiu computat a valor net. Per valor net dels actius s'entén el seu valor brut o valor original de compra menys la depreciació que han acumulat (amortització acumulada).

La ràtio ROA no és diferent de la ràtio ROCE en la consideració del valor de l'actiu no corrent, ja que totes dues el manegen a valor net; la diferenciació radica en la consideració del valor de l'actiu corrent. D'acord amb el concepte ROA es té en compte la TOTALITAT de l'Actiu corrent, ja que TOT ell és realment necessari i suposa un esforç inversor. En canvi, en el concepte ROCE es resta el finançament espontani per considerar que és una ajuda INCONDICIONAL i SISTEMÀTICA que actua "rebaixant" la inversió en Actiu Circulant.

La crítica al ROCE

En aquesta diferència radica la nostra principal crítica al ROCE. No som els únics que pensem que el finançament espontani és un recurs financer tan optatiu com pot ser el descompte d'efectes comercials o una pòlissa de crèdit renovable i –per exemple– renovada periòdicament sobre la llista dels comptes per cobrar que maneja l'empresa.

Una empresa que desitges i tingues possibilitats de reduir el seu endeutament podria triar entre múltiples opcions de reducció del deute: rebaixar les pòlisses de crèdit, utilitzar menors volums de descompte bancari d'efectes o..., per què no?, reduir el crèdit de proveïdors. Qui diu que el crèdit de proveïdors comercials és irrenunciable? Per què es dona com un fet incontrovertible que el proveïdor sempre finança al seu client? Aquest error radica en un vell mite que assumeix que el crèdit de proveïdors comercials és un crèdit “inseparable” de la vida de qualsevol empresa. Això té un vell, molt vell origen que ja ha desaparegut del mapa, però que segons sembla molts no han advertit encara.

Atavismes vigents

Les velles històries comencen per la frase: Hi havia una vegada... fa molts, molts anys, existia una legió de petits negocis que pràcticament tenien com a única via d'endeutament el crèdit de proveïdors, ja que la vella banca d'aquell temps no prestava als petits empresaris o els prestava obligant-los a hipotecar-se “fins al coll”. D'altra banda, els petits antics empresaris fugien dels bancs com del diable... en tals condicions era obvi que el crèdit de proveïdors era tan irrenunciable com l'aire que respirem.

La lògica ens porta a pensar que si una empresa, en un moment determinat, volgués sanejar el seu endeutament rebaixant el deute, hagués de renunciar als deutes més cars o a aquells de venciments més irreductibles i/o ajornaments menys negociables. Qui diu que el finançament més barat sigui el de proveïdors comercials? Qui pot afirmar que qualsevol proveïdor comercial –n'hi ha poderosos i prepotents– renovaran, ajornaran i refinançaran els venciments ja pactats? Qui diu que cap banc estigui disposat a ajornar els venciments o refinançar el deute?

L'ignorat cost del finançament de proveïdors

Hem sentit afirmar a bastants empresaris una frase com aquesta: “El crèdit del proveïdor comercial és el deute més barat que posseeixo, no em cobra interessos”.

Comentari erroni en molts casos. Repassem-ho breument:

Els descomptes per pagament immediat (o bé en el cas de pagament al comptat) són, en el fons, interessos calculats i carregats prèviament. Aquests interessos són tan alts com el descompte que atorga el proveïdor per pagaments al comptat.

Imaginem que un proveïdor oferís les següents condicions: n/90 2/10. Un descompte del 2% ofert per un pagament al comptat extensible a 10 dies, significa satisfer un interès del 9,125% anual per aprofitar els 80 dies (90-10) reals de crèdit oferts pel proveïdor comercial.

És obvi que qualsevol empresa en aquestes condicions preferiria rebaijar el crèdit de proveïdors comercials que qualsevol altra operació de crèdit bancari que li estigui costant el 6%.

El que una empresa desitgi a certs moments rebaijar el deute a curt termini no és cap disbarat. Es fa a vegades per disminuir posicions de risc financer i podria fer-se si una empresa generés excedents de liquiditat (encara que fossin simplement temporals) pels quals no li paguin més enllà del rèdit d'operacions sense risc; si aquest rèdit fos del 3% per exemple, és obvi que l'empresa preferiria invertir en reducció de deute de proveïdors.

No diem pas que la devolució del deute sigui sempre avantatjosa. L'avantatge econòmic del deute és evident quan el ROA supera al tipus d'interès (que l'empresa paga pel seu passiu exigible). El que estem afirmant és que l'empresa –a pesar de l'avantatge econòmic de l'endeutament– és lliure de disminuir el risc del deute i pot trobar-se també en determinats moments en què no pot canalitzar fàcilment excedents transitoris de tresoreria cap a inversions extrafuncionals de curta durada... En aquest cas l'empresa pot triar la via de la reducció temporal del seu deute.

El que és vàlid, quan una empresa es planteja re-estructurar el seu deute, ho és també quan ha de finançar el seu circulat; les seves opcions són múltiples: descompte bancari de pagarés, emissió de pagarés d'empresa, pòlisses de crèdit, *factoring*, *confirming*, etc.

El finançament de l'actiu circulat via proveïdors és una de tantes, entre les múltiples opcions que modernament estan a la disposició de l'empresa.

Contra la “deificació” del crèdit de proveïdors

Fins aquí hem formulat una crítica la base de la qual és no acceptar com a IRREDUCTIBLE l'ús del finançament espontani a curt termini per “minorar” tècnicament la inversió real en actiu circulat i ho hem fet sobre la base de la llibertat de l'empresa de finançar el seu actiu circulat en major

o menor mesura a través de finançament espontani, descompte bancari, pòlisses i/o comptes de crèdit cíclics.

Esgrimir ara un segon argument: En què es basen els defensors del ROCE per dir que el finançament de proveïdors flueix cap a l'empresa "espontàniament"... és a dir... amb facilitat i de forma pràcticament automàtica? En què es basen per dir que l'actiu circulat posseeix una "màgia màgica" que atreu irreductiblement el crèdit dels proveïdors comercials?

Existeixen empreses que per la seva escassa antiguitat, la immaterialitat dels seus actius, el risc dels seus productes, etc. no aconseguen crèdit de molts dels seus proveïdors, però en canvi poden aconseguir descompte d'efectes comercials si a pesar de la seva escassa antiguitat venen a alguns clients suficientment solvents com perquè el banc s'interessi a descomptar aquests pagarés o aquestes lletres de canvi. Per què llavors els defensors del ROCE no inclouen el descompte d'efectes comercials entre el finançament espontani?

No estem qüestionant la definició del finançament espontani, ni fem vots per incloure-hi el descompte d'efectes comercials; estem abundant en la idea que el crèdit de proveïdors comercials no és un fenomen consubstancial i inseparable de la inversió en actiu circulat. La inversió en estocs, deutes de clients i efectiu és la que és, sense més... UNA ALTRA COSA MOLT DIFERENT és finançar aquest actiu circulat escollint entre molt variades alternatives: capital (per què no?), deute a llarg termini (excepte per a "punes" d'actiu circulat), proveïdors comercials, descompte bancari, pòlisses cícliques, pòlisses de venciment exprés (per a "punes" d'actiu circulat), *factoring*, *confirming*, etc.

El nostre rebuig es dirigeix a assumir el crèdit de proveïdors comercials com una font de finançament inexorable i consubstancial, ja que aquesta en realitat és modernament una de tantes fonts de finançament.

Per seguir argumentant en contra de la validesa conceptual i pràctica del ROCE desenvoluparem uns exemples numèrics.

Una empresa presenta els següents balanços de principi i final de determinat període que volem analitzar.

	Any 1	Any n
Actiu fix net	400	440
Estocs	200	300
Deute de clients	300	500
Efectiu	100	100
Actiu Circulant	600	900
TOTAL ACTIU NET	1.000	1.340
Capital propi	300	400
Exigible a llarg termini	200	570
Proveïdors comercials	300	50
Bancs per descompte bancari	100	20
Exigible a curt termini	100	300
Exigible a corto plazo	500	370
TOTAL PASSIU	1.000	1.340

	Any 1	Any n
BAIT	150	240
-Interessos	-42	-47
BAIT	108	193

Amb la informació donada, el ROA de l'any 1 és:

$$\frac{150}{1.000} = 15\%$$

El ROE de l'any 1 és:

$$\frac{BAT}{Capital propio} = \frac{108}{300} = 36\%$$

Tant el ROA (15%) com el ROE són ràtios molt altes. El ROA n'és, ja que supera en molt el tipus d'interès mitjà que podria acostar-se al 6% (42/700) i el ROE n'és perquè se situa molt per sobre de la retribució d'inversions de risc nul o molt baix.

Si s'hagués seguit el criteri de la ràtio ROCE hauríem obtingut el següent valor:

$$\frac{BAIT}{Capital\ Employed} = \frac{150}{1.000 - 300 - 100} = 25\%$$

Observaríem un valor molt més alt que el ROA; no per això obtindríem una visió més eloqüent de la rendibilitat de l'actiu, ja que la conseqüència final per a l'accionista és la d'un ROE idèntic per a tots dos casos.

Entre l'any 1 i l'any n l'empresa ha invertit en diversitat d'actius i a més rebaixa substancialment el deute amb proveïdors i subministradors de serveis, possiblement perquè aquests li ofereixen bons descomptes per pagar anticipadament respecte als terminis que regien l'any 1. Vegem ara el ROA i el ROCE:

$$ROA = \frac{240}{1.340} = 17,9\%$$

$$ROCE = \frac{240}{1.340 - 50 - 20} = 18,8\%$$

La ràtio ROA mostra totalment clar i net que l'actiu de l'empresa funciona de forma molt més eficient encara que en l'any 1. El BAIT, afortunadament ha pujat proporcionalment més que els actius de l'empresa. La ràtio és clara i contundent, ja que en el denominador juguen SOLAMENT els actius... així, tal qual... sense mistificacions de cap tipus.

Aquesta veritat en canvi és falsejada pel ROCE que informa que l'economia de l'actiu ha empitjorat... sense el suport de l'adequada ràtio anterior (el concretíssim ROA) ens quedaríem sense saber exactament, sense conèixer, què ha passat realment.

Coneixedors de l'evolució favorable de la ràtio ROA, direm que l'empitjorament del ROCE no significa que l'actiu sigui menys eficient, sinó simplement que s'ha substituït el finançament de proveïdors per un altre tipus d'exigible a curt termini més barat i també s'utilitza més finançament de capital propi.

El cost del finançament de proveïdors comercials o de qualsevol altre recurs no té res a veure amb l'eficiència de l'actiu. Insistim en què els actius han de funcionar eficientment tant si són finançats amb deute de proveïdors, amb crèdit bancari o amb capital. Què hi fa? Per ventura s'espantllen més freqüentment les màquines finançades amb crèdit? Gasten menys combustible els camions finançats amb capital propi? Es veuen afectats els vene-

dors en la seva motivació en funció que l'empresa s'endeuti a llarg termini o a curt termini?

Si la ràtio ROCE servís d'alguna cosa (no serveix de res) anticiparia ja un possible perjudici per a l'accionista, manifestat en una disminució de la ràtio ROE... vegem si ho aconseguem:

$$\frac{BAT}{Capital propio} = \frac{193}{400} = 47,5\% \quad \text{contra el ROE de l'any inicial: } \frac{108}{300} = 36\%$$

S'aconsegueix ara un ROE espectacular malgrat el descens que detectava el ROCE. El gran augment que ha experimentat el ROE mai s'explicaria a través del ROCE.

El ROE ha augmentat per tres raons:

1. El ROA ha augmentat. Ha millorat l'eficiència de l'actiu i aquest actiu està produint ara proporcionalment més riquesa per retribuir tant el deute com el capital. El ROCE deia el contrari.
2. En reduir el costós finançament de proveïdors i substituir-lo per un altre més barat, baixa el tipus mitjà d'interès:

$$\frac{Gastos Financieros}{Exigible*} = \frac{42}{700} = 6\% \qquad \frac{47}{940} = 5\%$$

El ROCE abona la continuïtat del finançament de proveïdors –a qual-sevol preu–, ja que aquest redueix el denominador de la ràtio i coopera a augmentar-ne el valor. El ROCE assumeix i encoratja un cec apriorisme. El ROA, en canvi, es “desmarca” netament d'aquest maldestre apriorisme.

3. També ha col·laborat a la millora del ROE, encara que tènueament, la decisió d'aquesta empresa de finançar l'augment de l'actiu amb un volum de deute una mica més gros que el de capital. (Endeutament any 1: 2,33 i en l'any n: 2,35).

El tercer dels arguments que explica aquest augment del ROE parteix de la base que el ROA sigui superior al tipus d'interès mitjà que paga l'empresa i per tant superior al crèdit més car en el passiu de l'empresa. Aquesta és una guia infal·libre, ja que és el “compte de la vella”. No obstant això el ROCE no té aquesta utilitat i pot despistar-nos enganyosament.

Vegem-ho amb un altre exemple:

Actiu no corrent net	500	Capital propi	500
Actiu corrent	1.500	Exigible a llarg termini	200
TOTAL ACTIU NET	2.000	Proveïdors	1.200
		Altre exigible a curt termini	100
BAIT	80	Total exigible a curt termini	1.300
Despeses financeres	90		
BAT	-10	TOTAL PASSIU + PATRIMONI NET	2.000

$$ROA = \frac{80}{2.000} = 4\% \text{ ROE a. t.} = \text{negatiu}$$

Suposant que aquesta empresa s'endeuti al 6%, el ROA resulta inferior a aquesta taxa mitjana d'interès i per tant no és aconsellable que aquesta empresa mantingui aquest endeutament. L'empresa ha de lluitar per aconseguir una millora del ROA i mentre no l'aconsegueixi, li convé reduir el volum del deute... no perquè aquest és car... sinó perquè el seu actiu rendeix molt poc. El problema no és el cost del deute, el problema és la ineficiència de l'actiu.

Vegem-ho:

BAIT	80	ROA = 4%
Despeses Financeres	90	(6% sobre 1.500)
BAT	-10	

Si l'empresa reduís el deute ampliant el capital:

ACTIU NET	2.000	Capital propi	1.000
		Exigible	1.000
		PASSIU TOTAL + PATRIMONI NET	2.000

BAIT	80	
Despeses financeres	60	(6% sobre 1.000)
BAT	20	

$$ROA = \frac{80}{2.000} = 4\% \quad i = 6\% \quad ROE = \frac{20}{1.000} = 2\%$$

Podem observar com –fins i tot reduint el deute– el ROE és inferior no només al tipus d’interès sinó a més al ROA... el ROA avisa prèviament d’aquesta circumstància desfavorable.

Vegem què “indica” el ROCE en la primera hipòtesi:

$$\frac{BAIT}{Capital Empolyed} = \frac{80}{2.000 - 1.200} = 10\%$$

En la segona hipòtesi ampliem el capital en 500, reduim l’exigible en 300 i el crèdit de proveïdors en 200.

El ROCE serà: $80/(2.000-1.000)=8\%$

Aquesta maldestra ràtio ens parla de reculada, quan el ROA és el mateix i el ROE ha millorat.

Si el ROCE volgués utilitzar-se com un indicador o alertador de les possibilitats d’endeutament d’una empresa ens hauria conduït a engany.

Llavors: Si el ROCE falseja el càlcul del veritable progrés econòmic d’una firma... si no alerta davant les possibilitats d’endeutament... De què dimonis serveix?

4. Una ràtio “perversa”... però alegrement usada per les agències de *rating* i bastants bancs

EBITDA/Interessos

Standard & Poors... i altres entitats també... estableixen els següents valors:

Minimal	Més de 13
Modest	De 9 a 13
Intermediate	De 6 a 9
Significant	De 4 a 6
Aggressive	De 2 a 4
Highly leveraged	Menys de 2

Vegem alguns exemples numèrics corresponents a cinc empreses:

	A	B	C	D	E
Actiu fix	5,00	11,00	1,00	1,00	11,00
Actiu circulant	7,00	1,00	11,00	11,00	12,00
Actiu net	12,00	12,00	12,00	12,00	23,00
Capital propi	2,00	2,00	4,00	6,00	3,00
Exigible	10,00	10,00	8,00	6,00	20,00
Total Passiu + Patrimoni net	12,00	12,00	12,00	12,00	23,00
Amortització	1,00	3,50	0,14	0,14	3,50
Interessos	0,40	0,40	0,32	0,48	1,00
BAIT	3,00	0,50	0,50	4,00	4,50
EBITDA	4,00	4,00	0,64	4,14	8,00

Empresa A (Fusteria Mecànica) ROA: $3/12=25\%$ Endeutament: $10/2=5$
 Interès: 4%.

EBITDA/Interès: $4/0,4=10$ S&P ho qualifica de *Modest*, no obstant això, l'endeutament és molt alt i el ROA molt bo. Què és el que és *Modest*?

Empresa B (Fabricació de maquinària pesada) ROA: $0,5/12=4,16\%$
 Endeutament: 5 Interès: 4%.

EBITDA/Interès: $4/0,4=10$ Alt endeutament i molt baix ROA. Mala economia i a més elevat risc financer... què és el que és *Modest*?

Primera fissura: la composició de l'EBITDA entre l'Amortització i el BAIT "rebenta" la ràtio. L'amortització al seu torn depèn de la grandària i durada de l'Actiu Fix.

A i B presenten el mateix EBITDA. No obstant això, a l'empresa A, el benefici és alt perquè el ROA és del 25% i l'amortització és baixa perquè correspon a un petit valor d'actiu fix amortitzable. Inversament, encara que l'empresa B presenta el mateix EBITDA que l'A, podem observar que el seu benefici és baix perquè el seu ROA és un debilíssim 4,6%. El seu cost d'amortització és elevat, perquè correspon a un important valor d'actiu fix amortitzable.

El mateix EBITDA amaga dues posicions de rendibilitat radicalment diferents.

Empresa C (Immobiliària) ROA: $0,5/12=4,16\%$ Endeutament: $8/4=2$
 Interès 4%.

EBITDA/Interès: $0,64/0,32=2$ Segons S&P és "agressiva" Què és el que és *agressiva*? La ràtio d'endeutament? No ho és; és mitjana. L'interès

no és alt. El ROA és baix. Potser vol dir S&P que una empresa amb ROA del 4,16% no pot permetre's un endeutament de 2?

Absurd. El deute no es retorna amb un ROA. El deute a llarg termini es retorna atenent al valor del cost d'amortització de l'actiu fix. L'empresa C té deutes per valor de 8, si el deute a llarg termini fora d'1,4 seria retornable en 10 anys via cost d'amortització de l'immobilitzat (0,14) sense necessitat de complementar aquest valor d'amortització amb el benefici post impostos de la Companyia. El deute a curt termini es retorna amb el gir propi del negoci. Un ROA baix no significa que una empresa no faci adequadament la rotació del seu circulat i que no estigui pagant puntualment el deute a curt termini. Una altra empresa amb un ROA més alt, si tingués problemes de rotació del circulat, podria no pagar als seus creditors a curt termini.

Segona fissura: Un endeutament que de fet no és “agressiu”, perquè és simplement mitjà, pot portar a aquesta conclusió d’“agressiu”, simplement perquè l'EBITDA és baix. S'està barrejant i confonent el financer (endeutament mitjà) amb l'econòmic (baix EBITDA, per baix ROA).

Empresa D (Un comerç) ROA: $4/12=33,3\%$ Endeutament: $6/6=1$ Interès 8%.

EBITDA/Interès: $4,14/0,48=8$ La ràtio es considera *Intermediate*, quan l'endeutament és realment baix i el ROA és altíssim.

Empresa E (Fabricant de paper) ROA: $4,5/23=19,56\%$ Endeutament: $20/3=6,6$ Interès 5%.

EBITDA/Interès: $8/1=8$ Standard and Poors qualifica aquest valor de 8 de *Intermediate*. No obstant això, la ràtio d'endeutament no és *Intermediate*, és altíssima, excepcionalment alta. El ROA tampoc no és *Intermediate*, és alt. Què és el que és *Intermediate*?

A l'empresa D i a la E se'ls qualifica la ràtio d'igual forma, quan presenten posicions de risc-rendibilitat radicalment diferents. La D té una rendibilitat excepcionalment alta i a més un risc financer baixíssim... no és per somiar-ho?

La E té una rendibilitat alta, encara que és la meitat de la de l'empresa D, però el seu endeutament representa un elevat risc financer. Com és possible catalogar dues empreses, radicalment diferents en l'econòmic i en el financer, amb la mateixa valoració d'*Intermediate*?

5. Una altra ràtio escombraria de les agències de *rating*. EBITDA/Vendes

Ara li toca el torn a un altre indicador que les agències de *rating* presenten en un llarg llistat. Vull explicar que aquesta ràtio no diu res i les seves aparents millores d'un any a un altre, poden ser enganyses.

Es tracta de la ràtio que se'n diu *EBITDA Margin* i que es formula com: *EBITDA/Vendes netes*.

Tractant de trobar la lògica subjacent d'aquesta ràtio ens trobem amb la primera bestiesa conceptual. Desgranarem aquesta bestiesa conceptual al llarg dels dos paràgrafs següents.

L'EBITDA inclou el Resultat d'exploració (EBIT) i l'amortització, a més d'un càrrec anual per despeses activades diferides (*Deferred expenses*). Deixem de costat el tema de les *Deferred Expenses*, que no són gaire habituals, per concentrar-nos en els dos elements essencials citats.

Una empresa que inverteixi poc en actius fixos presentarà un cost d'amortització molt inferior a l'empresa que posseeixi un actiu fix potent. Aquest fet la portarà a una ràtio EBITDA/Vendes menor que la de la segona empresa, la qual cosa no vol dir que la primera empresa sigui econòmicament pitjor que l'altra.

Vegem un exemple numèric:

Dades econòmiques i financeres de l'empresa A:

Actiu no corrent brut	3.000	Vendes netes	2.400	100,00%
-Amortització acumulada	-900	-Amortització	-400	-16,66%
Actiu no corrent net	2.100	-Altres despeses d'exploració	-1.760	-73,33%
Actiu corrent	500	EBIT	240	10,00%
TOTAL ACTIU NET	2.600	EBITDA	640	26,67%

Dades econòmiques i financeres de l'empresa B:

Actiu no corrent brut	200	Vendes netes	2.400	100,00%
-Amortització acumulada	-60	-Amortització	-20	-0,83%
Actiu no corrent net	140	-Altres despeses d'exploració	-1.900	-79,17%
Actiu corrent	850	EBIT	480	20,00%
TOTAL ACTIU NET	990	EBITDA	500	20,83%

Si hem d'interpretar que la ràtio EBITDA/Vendes és un indicador de salut econòmica, aparentment, l'empresa A amb el seu 26,67% es mostra netament superior a la B amb el seu 20,83%. No obstant això, l'amortització significa que tard o d'hora aquests béns d'actiu fix s'hauran de substituir... per tant és un cost, òbviament repartit en el temps, però no deixa de ser una càrrega econòmica.

L'empresa B presenta una xifra d'“Altres despeses d'exploració” més elevada que A, la qual cosa és raonable perquè a falta de ser propietària d'actius fixos, pagarà lloguers que A no paga o pagarà mà d'obra de tallers externs, etc. No obstant això, si mirem el seu marge d'exploració, és del 20% i en canvi A el té del 10%.

Això, per si sol ja marcaria els contrasentits que pot oferir la ràtio EBITDA/Vendes, però diguem a més que, tot i ser millor el fet de treballar (en aquest cas) amb l'EBIT que no amb l'EBITDA, tampoc el marge d'exploració no es pot manejar de manera aïllada.

Com a indicador econòmic hem de cenyir-nos al ROA, perquè la seva lògica subjacent és molt clara.

La Companyia A obté un ROA de: $240/2.600=9,23\%$ però la Companyia B l'obté de: $480/990=48,48\%$

Òbviament, al costat d'aquest indicador, la ràtio EBITDA/Vendes no diu res de res.

Vegem una variant d'aquest mateix exemple.

Suposem que en A se celebrés en un notable clima d'eufòria, una millora de la ràtio *EBITDA margin*.

	Any 1	Any 2
Actiu no corrent brut	2.200	3.000
-Amortització acumulada	-600	-900
Actiu no corrent net	1.600	2.100
Actiu corrent	400	500
TOTAL ACTIU NET	2.000	2.600

	Año 1	%	Año 2	%
Vendes netes	2.100	100,00	2.400	100,00
-Amortització	-300	-14,28	-400	-16,66
-Altres despeses d'exploració	-1.600	-76,19	-1.760	-73,33
EBIT	200	9,52	240	10,00
EBITDA	500	23,81	640	26,67

L'*EBITDA Margin* ha crescut, passant del 23,81% al 26,67%. No obstant això el ROA ha passat de ser l'any 1 un $(200/2.000)$ 10% a un $(240/2.600)$ 9,23%.

Amb quin indicador ens quedem?

Potser algú pogués pensar: “Possiblement l’error d’aquesta ràtio és presentar-la aïllada... potser si la multipliquem per la rotació de l’actiu... per allò que el marge es potencia amb la rotació”.

$$\text{Fem-ho: (EBITDA/Vendes) x (Vendes/Actiu) = EBITDA/Actiu}$$

El resultat obtingut ve a ser una espècie de rendiment de l’actiu computat amb l’EBITDA en lloc de l’EBIT. Té sentit? Cap. Dins de l’EBITDA està el cost de l’amortització que òbviament podem relacionar amb l’actiu no corrent... però... però... relacionar-lo també amb el corrent! Aquí la ràtio perd el seu sentit.

És important generar amortització. Certament ho és. És important generar EBITDA. Certament ho és. Però l’amortització és simple recuperació gradual d’un actiu no corrent que perd valor, però no és una genuïna creació de riquesa addicional.

L’interessantíssim EBITDA té el seu lloc. El té en valoració d’empreses. El té en la comparació amb la diferència financera del Pressupost de Tresoreria ordinari (*Current Financial budget*) però no és convenient comparar-ho amb magnituds amb les quals en el fons no es relaciona.

6. Conclusions

Al llarg de les pàgines anteriors hem analitzat les quatre ràtios:

- EBITDA / Deute Financer
- ROCE
- EBITDA / Interessos
- EBITDA / Vendes netes

A través de la revisió dels conceptes i amb l’ajuda d’exemples pràctics, s’ha tractat de demostrar que aquestes ràtios presenten importants deficiències, per la qual cosa es recomana als analistes que revisin els seus models d’anàlisi a fi d’evitar errors.

Referències bibliogràfiques

- BODIE, Z. i MERTON, R. (2003) *Finanzas*. Madrid: Pearson Educación.
 RYAN, B.; SCAPENS, R. i THEOBALD, M. (2002) *Metodología de la investigación en contabilidad y finanzas*. Barcelona: Deusto-ACCID.

WESTON, J. F. i COPELAND, T. E. (1992) *Managerial Finance*. Nova York: McGraw Hill.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya

Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4^a planta - 08006 Barcelona

Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID