

Ratios que mienten

JOAN MASSONS
ESADE

Fecha de recepción: 6/5/2015
Fecha de aceptación: 1/6/2015

RESUMEN

Este trabajo analiza cuatro ratios que, a pesar de su popularidad, presentan importantes deficiencias. Se trata del EBITDA sobre Deuda Financiera, el ROCE, el EBITDA sobre Intereses y el EBITDA sobre ventas netas.

Tal y como se demuestra un análisis de los conceptos y con diversos ejemplos prácticos, muchos analistas deberían revisar sus modelos de análisis para no caer en los errores a los que pueden conducir la utilización de estos ratios.

PALABRAS CLAVE

EBITDA, Ratios, 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. Introducción

Es cierto que ningún ratio es axiomático. La cambiante situación de muchas empresas y de su entorno hace que los ratios deban ser manejados con mucho tacto y conocimiento de la realidad de la empresa que se analiza. También es cierto que no se trata de “*ser más papistas que el Papa*” y que admitiendo las limitaciones en la práctica de cualquier ratio, los analistas financieros y profesores pensamos que los ratios de algo valen y que un conjunto de ratios, así como su evolución temporal, acaban orientándonos sobre la calidad económico-financiera de una empresa.

Otra cosa distinta es que de entrada un ratio sea muy débil conceptualmente. Ya se sabe: lo qué es conceptualmente débil acaba reventando en la práctica. Lo sorprendente es como un ratio débil llega a popularizarse.

En este trabajo se analizan cuatro ratios que, a pesar de su popularidad, presentan importantes deficiencias. Se trata del EBITDA sobre Deuda Financiera, el ROCE, el EBITDA sobre Intereses y el EBITDA sobre ventas netas.

2. EBITDA sobre Deuda Financiera

Veamos el ratio *EBITDA/Deuda Financiera* (o si se quiere la versión muy empleada de *Deuda Financiera/EBITDA*) que se sigue utilizando por bancos que aún no han abierto los ojos a los errores que contiene y por agencias de *rating* que lo han convertido en rutina.

Lo que se hace y lo que se dice

No invento nada nuevo cuando digo que este ratio es un ratio basura. Despachando con directivos bancarios he oído frecuentemente: “*A esta empresa el ratio no le sale mal, pero le hemos negado la reestructuración de su deuda porque al fin y al cabo este ratio no dice gran cosa, pero bueno, hay que incluirlo en el informe...*”

En compra-venta de empresas, he oído frecuentemente: “*...bueno... bueno... de este ratio hay que hacer un caso relativo, pero se aplica generalmente, nosotros nos fijamos en otras cosas, lo que este ratio pueda decir es muy relativo.*”

Se sigue usando ese ratio pese a que acaba reventando en la práctica. Haré en primer lugar una aproximación a sus abundantes deficiencias conceptuales y luego desarrollaré algunos supuestos numéricos ilustrativos de

los errores a los que nos puede conducir en la práctica. Partimos de la base de que la finalidad del ratio es analizar la capacidad de respuesta a la deuda a partir de la generación de caja medida por el EBITDA.

La deuda financiera: mil colores

Hablemos, en primer lugar, de lo que significa deuda financiera. Hay disparidad de criterios ya que hay quien dice que se refiere exclusivamente a deuda bancaria, cíclica (*revolving*) y expresa. En sí, esto ya sería un error, ya que hay deuda procedente de proveedores industriales o de empresas del grupo a pagar a largo plazo. Hay quien define la deuda financiera como solamente aquella que tiene interés explícito, con lo cual se elimina la deuda comercial con proveedores (no de equipamiento). Es también una definición pobre ya que si la cuenta de proveedores no es efectivamente deuda a comparar con el EBITDA, no lo es por la simplista razón de que no suele tener interés explícito sino porque es *revolving* y no se paga con EBITDA sino con el cobro normal de clientes, independientemente de que el EBITDA sea alto o bajo.

Otros eliminan del total de deudas, la deuda bancaria a corto plazo con interés explícito obviamente cuando es deuda estacional. Esto ya es suficiente para hablar de la vaguedad del denominador del ratio. Las compañías de *factoring* pueden estar o no en la órbita bancaria, pero son una fuente significativa de *financiación*. No obstante, el *factoring* con seguro de cobro no es deuda sino venta de derechos contra clientes y si el *factoring* es sin seguro de crédito es deuda *revolving* como también lo es el descuento bancario de pagarés. Sea como fuere, el crédito de proveedores y el *factoring* o el descuento bancario de pagarés, son deudas que se satisfacen con el cobro de clientes y poco o nada tienen que ver con el EBITDA... por más que en un contrato de *factoring* o de descuento de pagarés se explicita el tipo de interés. Para detectar la deuda comparable con el EBITDA no nos sirve ni la exclusiva remisión a la deuda bancaria ni la definición a partir de la explicitación del coste de intereses.

¿Qué clase de deuda hay que tener en cuenta?

Nos queda solamente hablar de la deuda a largo plazo bancaria y/o... ¿por qué no?... deuda otorgada por otras empresas del grupo o ajenas al mismo como la financiación a varios años de plazo otorgada por proveedores industriales. Si nos anclásemos en las torpes definiciones de la deuda

financiera como deuda bancaria o deuda con interés explícito, nos quedaría también hablar de deuda bancaria a corto plazo no *revolving* (de vencimiento expreso).

La deuda bancaria a 5, 6 o 9 meses, vaya...la que se quiera, pero menor al año, ha de estar destinada a la cobertura de puntas estacionales o actuando como crédito puente para operaciones a largo plazo que están en fase de concreción. El retorno de la deuda estacional no depende en absoluto del volumen del EBITDA, sino de la remisión de la punta de Circulante estacional (inventarios o deudas de clientes) que motivaron la necesidad financiera solucionable con el crédito estacional de vencimiento expreso. El retorno de un crédito puente a corto plazo, no depende del EBITDA, sino de la feliz consecución de la operación principal que estaba en trámite.

De acuerdo con lo expuesto, parece que la única deuda que tendría sentido comparar con el EBITDA sería la deuda a largo plazo procurada por un banco, empresa del grupo o proveedores industriales. La deuda a largo plazo otorgada por proveedores industriales (equipamientos) no se paga como la deuda comercial de proveedores corrientes. Cualquier deuda a largo plazo, bancaria o de proveedores industriales debe ser atendida con la generación de flujo de caja. Luego si se quiere actuar con coherencia, la deuda a largo plazo de proveedores de equipamiento debería unirse a la deuda bancaria en el denominador del ratio. No queda claro si el concepto de deuda financiera también incluye la financiación a largo plazo de proveedores de activos fijos, obviamente debería incluirla. Pero, así y todo, remitidos exclusivamente a la deuda a largo plazo, vamos a ver que su comparación con el EBITDA tampoco resiste una reflexión conceptual elemental.

Más debilidades del ratio

El EBITDA es una magnitud que no solamente debe hacer frente al vencimiento anual de la deuda a largo plazo, sino también, y previamente, a los intereses anuales... y... obviamente a los impuestos sobre el resultado. Esto nos indica que el numerador y el denominador del ratio hablan lenguajes totalmente diferentes. Si quisiéramos que hablasen lenguajes similares, para evitar tamaño error conceptual, tendríamos que situar en el numerador del ratio el flujo de caja post intereses y post impuestos pero de ninguna manera el EBITDA.

Pero hay algo más: incluso cambiando el numerador del ratio a favor del *flujo de caja post impuestos* y dejando de lado el EBITDA, el valor resultante del ratio suele ser una fracción decimal que para interpretarla po-

dríamos traducirla al número medio de años en que la deuda a largo plazo de la empresa es retornable. Un valor de 0,25 sería formidable, porque nos diría que la deuda a largo plazo existente sería cancelable en 4 años de plazo medio; es obvio que si los contratos de deuda a largo plazo suscritos por la empresa, arrojasen horizontes de vencimiento en torno a 7, 8 o 10 años por ejemplo, el ratio resultaría favorable. En ese sentido resultaría más directo y claro comparar el flujo de caja post impuestos con los vencimientos anuales de deuda a largo plazo realmente comprometidos por la empresa. Eso permitiría ver si hay holgura financiera o no la hay. Este indicador es conceptualmente aceptable porque tanto en el numerador como en el denominador se sitúan magnitudes que realmente se pueden relacionar. Cosa distinta es que su efectividad en la práctica se supedita al mantenimiento por parte de la empresa de su rotación de inventarios y plazo de cobro de clientes y que las nuevas inversiones en inmovilizado se financien a partir de capital.

La “diabólica” deuda financiera neta

Otro invento “diabólico” ha sido el de aquellos que manejan en el denominador de este ratio, el concepto de deuda financiera neta. Esto consiste en restarle a la deuda financiera el valor del efectivo y valores fácilmente liquidables. Es un invento “diabólico” y afortunadamente muy denostado porque las cifras de efectivo pueden ser muy fluctuantes y tampoco están libres para cubrir deuda. La empresa ha de actuar con cifras de liquidez que le permitan una operativa adecuada y una seguridad ante altibajos de ventas y/o cobros.

Con números en la mano

Vamos ahora a trabajar algunos ejemplos numéricos que muestren posibles errores del ratio *EBITDA/Deuda financiera* en la práctica.

	Empresa A	Empresa B		Empresa A	Empresa B
Activo no corriente neto	600,0	600,0	Capital Propio	400,0	570,0
Activo corriente	400,0	400,0	Pasivo no corriente	(6 años) 400,0	(3 años) 360,0
TOTAL ACTIVO NETO	1.000,0	1.000,0	Proveedores	100,0	20,0
			Descuento bancario	100,0	50,0
			TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO	1.000,0	1.000,0
VENTAS NETAS	2.000,0	2.000,0			
- Amortizaciones	-60,0	-60,0			
- Otros gastos explotación	-1.840,0	-1.840,0			
BAIT (EBIT)	100,0	100,0			
Intereses	(0,041 x 500) -20,5	(0,07 x 410) 28,7			
BAT	79,5	71,3			
- Impuestos	-23,8	-21,4			
Beneficio neto	55,7	49,9			

Observemos como ambas empresas arrojan las mismas cifras a nivel de la más pura explotación empresarial (*ceteris paribus*). Sus ventas son idénticas y también su ROA (Rendimiento del activo, BAIT/Activo) evaluable en un 10%.

Lo que hemos alterado es tanto el coste de la financiación (4,1% en A, 7% en B), como la estructura de pasivo y el plazo de retorno de la deuda a largo plazo. La estructura de pasivo de A supone un ratio de endeudamiento (Exigible/Capital) de 1,5 que es moderado. En el caso de B es de 0,75 que puede calificarse de muy conservador. Estos indicadores, como es archiconocido, nada tienen que ver con la capacidad de pago de la deuda, son ratios de garantía patrimonial.

EBITDA de la empresa A: $100+60=160$

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

EBITDA de la empresa B:

$100+60=160$

EBITDA/Deuda fin.:

$160/410=0,39$

En el cómputo de la deuda hemos obviado la partida de proveedores por considerarse deuda comercial y no financiera.

Este indicador suele usarse mucho a la inversa; por si acaso algún lector está acostumbrado al sistema inverso, vamos gentilmente a cambiarlo:

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

Hay quien establece para este ratio valores como 4 muy peligroso, 3 peligroso, 2 aceptable. El valor 1 se considera muy bueno. Según eso, un valor superior a 2,5 empieza a ser una inequívoca situación peligrosa y obliga a tomar precauciones con esa empresa. En realidad, estas cifras NO DICEN NADA ya que la deuda financiera incluye el descuento bancario de pagarés que es un crédito *revolving* y no se devuelve con EBITDA sino que lo recupera el banco del cliente de la empresa prestataria al vencimiento del pagaré. Si fuera verdad que el EBITDA “sirviera” para devolver deuda, estaríamos hablando de una capacidad de retorno de la deuda en 3,125 años en la empresa A y de 2,563 años en la empresa B.

Esto es falso por dos razones:

1. La antedicha razón de que el descuento bancario de pagarés tiene vencimiento *revolving* y no un vencimiento mensual expreso.
2. Porque el EBITDA no puede destinarse plenamente a la devolución de deuda a largo plazo ya que debe atender intereses y el impuesto sobre el resultado. El EBITDA de ambas empresas es de 160 pero debe cubrir en A un valor de intereses de 20,5 y de impuestos de 23,8. En la empresa B los intereses ascienden a 28,7 y los impuestos a 21,4 ¿De dónde sino, “brota” el dinero para cubrir intereses e impuestos?

Cash Flow pt empresa A: $55,7+60=115,70$	Cash Flow pt empresa B: $49,9+60=109,9$
Vencimiento anual de deuda a largo a largo plazo: $400/6=66,7$	Vencimiento anual de deuda plazo: $360/3=120$

La empresa A tiene capacidad de retorno de deuda a largo plazo, podemos decir que esa capacidad es sobrada, en cambio el equívoco ratio la dejaba en mal lugar. La empresa B tendrá que buscar soluciones porque tiene un problema bastante inmediato para atender puntualmente la deuda a largo plazo, pero en cambio el ratio la dejaba bien.

Veamos ahora otro ejemplo de cómo este ratio puede decir lo contrario de lo que realmente está ocurriendo en una empresa. Este ejemplo lo vamos a bautizar con el nombre de:

Soñada subvención

La empresa Textil de Ribagorza SA (Terisa) estaba pasando dificultades financieras, en cambio su ratio Deuda financiera/ EBITDA había mejorado sensiblemente.

¿Qué había pasado para que la empresa tuviera dificultades financieras?

En el año 1 se tomó la decisión de ampliar el edificio de oficinas y realizar la obra en el transcurso del año 2. Se recabaron varios presupuestos y tras sucesivas presiones, una de las empresas constructoras rebajó su presupuesto inicialmente planteado en 2,5 millones de euros a 2 millones.

Durante la ejecución de la obra se produjeron ciertas revisiones del presupuesto. Había materiales que habían subido de precio desde la fecha del presupuesto; esos aumentos se sufragaron a medias entre Terisa y la empresa constructora; hubo más cosas: los cristales de ventanas se habían presupuestado de 6 milímetros, pero se consideró que debía aumentarse el grueso por razones de seguridad, se automatizaron puertas previamente presupuestadas como simples puertas de activación manual, etc.

Una por una, las variaciones del presupuesto no parecían significativas. Tampoco la empresa tenía una organización de control presupuestario ni un Director Financiero que hubiera alertado a tiempo. El contable de la empresa se limitaba a registrar facturas, pero a él y a otros directivos les faltó sensatez y sangre en las venas para reaccionar mucho antes.

Para colmo de males surgió otra contrariedad: era preciso urbanizar y vallar en hierro forjado el resto de terreno no construido (que continuaba en propiedad de la empresa) por disposición del Plan Urbanístico del Ayuntamiento. En principio el Ayuntamiento acordó que, dado que la empresa renunciaba a terreno industrial a favor de terreno verde privado, por imperativo municipal, sería el propio Ayuntamiento el que otorgaría la subvención de 600.000 euros para cubrir las obras de urbanización, ajardinamiento y vallado. Esto simplemente se habló, pero nada se comprometió por escrito. De momento la soñada subvención del Ayuntamiento no ha llegado, pero la obra de urbanización, ajardinamiento, riego y vallado se ha hecho y pagado al constructor. Ni siquiera se dispone de un documento de compromiso del Ayuntamiento.

La alarma cundió cuando empezaron los primeros impagos y al cierre del ejercicio se constató que la obra de ampliación había costado 2,7 millones de euros en lugar de los 2 millones inicialmente presupuestados. Hubo la intención de alargar el plazo de pago al constructor pero éste amenazó con paralizar la obra. El préstamo bancario a largo plazo debía pagarse porque era de carácter hipotecario y debía evitarse poner en conocimiento del banco las dificultades de la empresa, para que esto no trascendiera a la CIRBE (Central informativa de riesgos del Banco de España). En definitiva, los impagos se cebaron sobre los proveedores comerciales que seguían suministrando, pero con cierto nerviosismo y cargando elevados tipos de interés (10%) sobre los valores impagados. Los proveedores optaron por silenciar en su entorno la problemática de Terisa para evitar un descalabro mayor. La mayor parte de los directivos aplazó el cobro de parte de sus emolumentos salariales.

Se recurrió a los socios en una incómoda reunión en que los accionistas denunciaron la falta de control y sensatez por parte del equipo directivo. Por otro lado desgraciadamente el ROA y el ROE descendieron en el año 2.

Descontentos los socios por estas circunstancias adversas, no quisieron ampliar la aportación de capital que ya habían efectuado, pero aceptando una total renuncia a dividendos contribuyendo, por tanto, en el año 2 con 2,5 millones de euros, un importante aumento de capital propio, pero insuficiente ante el problema que se ha creado.

... pero... pero... el ratio Deuda Financiera/EBITDA había mejorado... ¿Qué es lo que falla en este ratio para que nos diga justo lo contrario de lo que realmente está pasando?

Balances de Terisa años 1 y 2 (en miles de euros)

	Año 1	Año 2
<i>Inmovilizado bruto</i>	7.000	10.300
- <i>Amortización acumulada</i>	-2000	-2.850
Activo no corriente neto	5.000	7.450
Activo corriente	5.000	5.500
TOTAL ACTIVO NETO	10.000	12.950
Capital Propio	6.000	8.500
Préstamo hipotecario	2.500	2.000
<i>Empresa constructora</i>	0	100
<i>Proveedores comerciales, saldo regular</i>	600	700
<i>Proveedores Comerciales, impagos</i>	0	500
<i>Vencimientos a corto plazo de Exigible a LP</i>	500	500
<i>Otro exigible a corto plazo*</i>	400	650
Total exigible a corto plazo	1.500	2.450
TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	10.000	12.950

*Incluye acreedores por servicios y suministros, impuestos, personal etc.

Cuenta de Resultados (en miles de euros)

	Año 1	Año 2
Ventas netas	20.000	21.000
- Amortización	-700	-850
- Otros gastos de explotación	-17.800	-18.550
BAIT (EBIT)	1.500	1.600
-Intereses	-180	*-200
BAT	1.320	1.400
- Impuestos sobre BAT	-396	-420
Beneficio neto	924	980

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

ROA año 1: $\text{BAIT}/\text{Activo neto} = 1.500/10.000 = 15\%$

ROA año 2: $1.600/12.950 = 12,35\%$

La importante bajada del ROA se produce por el enorme aumento de inmovilizado, pero no por causa del BAIT que mejora pasando de 1.500 a 1.600 y del 7,5% sobre ventas al 7,6%. El juicio de los accionistas es injusto en ese sentido, pero es justo en cuanto a la falta de control y el poco rigor con que se ha llevado el tema del Ayuntamiento.

En cuanto al ROE antes de impuestos:

$1.320/6.000 = 22\%$ en el año 1

$1.400/8.500 = 16,47\%$ en el año 2

La bajada del ROE no se debe a una bajada del BAT, sino a la ampliación de capital y la dotación de todo el Beneficio Neto a Reservas.

Vamos ahora: Deuda financiera/EBITDA: $3.000/(1500+700) = 1,36$ en el año 1... “excelente” relación según los defensores de este ratio.

$2.500/(1.600+850) = 1,02$ en el año 2...mejora el ratio de forma espectacular. Según este ratio, la empresa merece más confianza ahora que antes... ¡sin palabras!

En realidad, si nos creemos el ratio, pero somos puristas en su aplicación, el saldo impagado de proveedores debería computarse como deuda financiera porque ya no es *revolving* sino sometido a vencimiento expreso (habría que explorar también si hay impagos en *Otro exigible a corto plazo*)...hagámoslo:

$(2.500+500)/(1.600+850) = 1,22$ en el año 2...el ratio también mejora respecto al año anterior. De cualquier forma, una inmensa mayoría de gente va a aplicar el ratio descartando TODA la cifra de crédito de proveedores, porque el concepto de Deuda Financiera no se suele aplicar con tanto purismo y afinamiento.

¿Por qué el ratio dice lo contrario de lo que realmente está pasando?

En primer lugar porque buena parte del EBITDA es absorbida por el pago de intereses e impuestos, luego no es válido compararlo con la deuda financiera. En segundo lugar, porque la deuda que aumenta, que es precisamente la de proveedores, no se computa como deuda financiera. Si el banco hubiera prorrogado el vencimiento del año 2, el ratio sería diferente. Esa actitud en un banco sería muy tolerante... ¿realista?

3. El famoso ratio ROCE: ¡un viejo error que persiste!

ROCE (*Return on capital employed*) puede traducirse como Rendimiento sobre la inversión neta... entendiendo por inversión neta el activo neto, menos la financiación espontánea. También le llaman *ROIC (Return on invested capital)*.

¿Qué es la financiación espontánea?

Se refiere a recursos financieros con horizonte de vencimiento a corto plazo como el crédito de proveedores comerciales y el de otros acreedores por suministros y servicios que regularmente afectan a la explotación específica de la compañía. Nos referimos por tanto a los proveedores de materias primas en empresas industriales, a agencias de publicidad que trabajan regularmente para la empresa, a proveedores de trabajos de mantenimiento, material de oficina, agencias de viajes,... por citar algunos ejemplos.

¿Qué diferencia hay entre activo total neto y “*capital employed*”?

Veámoslo sobre un balance resumido:

Activo no corriente bruto	500	Capital Propio	300
- Amortización acumulada	-100	Exigible a largo plazo	200
Activo no corriente neto	400	Proveedores mat. prima	300
Stocks	200	Suministradores servicios	100
Deudas de clientes	300	Otro exigible a corto plazo	100
Efectivo	100	Exigible a corto plazo	500
Activo corriente	600	PASIVO TOTAL + PATRIMONIO NETO	1.000
ACTIVO TOTAL NETO	1.000		

En este balance, el activo total bruto vale 1.100, el activo neto 1.000 (400+600) y el “*capital employed*” vale:

Activo total neto	1.000
- Crédito de proveedores mat. primas	-300
- Crédito de suministradores de servicios	-100
“ <i>Capital employed</i> ”	600

Este concepto de “*capital employed*” que podemos traducir como inversión neta o más literalmente como “capital empleado” obliga a hacer ciertas precisiones.

No es lo mismo Capital de trabajo que Fondo de Maniobra. Este último concepto se formula llana y simplemente como:

Activo corriente	600
- Exigible a corto plazo	-500
= Fondo de Maniobra	100

En cambio, el capital de trabajo se refiere exclusivamente a aquellos créditos dentro del exigible a corto plazo, que surgen como financiación espontánea en apoyo o ayuda directa a la necesaria inversión en activo circulante; en el ejemplo, estos créditos son los de proveedores de materia prima y acreedores por suministros. No se considera financiación espontánea el descuento de efectos comerciales, las pólizas de crédito con garantía de deudas de clientes, los vencimientos a corto plazo procedentes de deuda a largo plazo y los créditos de campaña o temporada.

Así pues el capital de trabajo es:

Activo corriente	600
- Créditos de proveedores de materia prima	-300
- Créditos de suministradores de servicios	-100
= Capital de trabajo	200

La suma de:

Activo no corriente neto	400
Capital de trabajo	200

Daríamos la cifra de 600 que hemos obtenido anteriormente como valor del “*capital employed*”.

El numerador del ratio ROCE

Pues bien, hasta aquí hemos definido el denominador del ratio ROCE. Hablemos ahora del numerador. Este debe ser el BAIT, es decir, el beneficio computado antes de intereses y de impuestos sobre beneficios. Si la empresa poseyera activos de carácter extrafuncional o extraoperacional y obtuviera de ellos los correspondientes resultados atípicos, éstos deberían computarse también. Los resultados atípicos se sumarían al BAIT y los activos extrafuncionales (atípicos) formarían parte del denominador (ya definido como “*capital employed*”).

A efectos de mayor claridad, los ejemplos que presentaremos a continuación, prescindirán de la existencia de activos y resultados extrafuncionales o bien asumiremos que los mismos sean de valor muy bajo...irrelevante...o en cualquier caso –y es ciertísimo– para nada indican la verdadera eficiencia económica de la empresa.

El ROCE se formula así:

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

Para juzgar los errores conceptuales en que incurre este ratio es preciso que describamos el ratio ROA (*Return on Assets*) y luego veamos las consecuencias prácticas de trabajar con uno o con otro: ROCE o ROA.

El ratio ROA se formula así:

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

La diferencia esencial con el torpe indicador ROCE está, como puede verse, en el denominador.

El ratio ROA parte de la idea de que el verdadero esfuerzo inversor en la empresa es medido por el total de activo computado a valor neto. Por valor neto de los activos se entiende su valor bruto o valor original de compra menos la depreciación que han acumulado (amortización acumulada).

El ratio ROA no es diferente del ratio ROCE en lo que a consideración del valor del activo no corriente, ya que ambos lo manejan a valor neto; la diferenciación radica en la consideración del valor del activo corriente. De acuerdo con el concepto ROA se tiene en cuenta la TOTALIDAD del Activo corriente ya que TODO él es realmente necesario y supone un esfuerzo inversor, en cambio en el concepto ROCE se resta la financiación espontánea

por considerar que es una ayuda INCONDICIONAL y SISTEMÁTICA que actúa “rebajando” la inversión en Activo Circulante.

La crítica al ROCE

En esta diferencia radica nuestra principal crítica al ROCE. No somos los únicos que pensamos que la financiación espontánea es un recurso financiero tan optativo como puede ser el descuento de efectos comerciales o una póliza de crédito renovable y –por ejemplo– renovada periódicamente sobre la lista de las cuentas por cobrar que maneja la empresa.

Una empresa que deseara y tuviera posibilidades de reducir su endeudamiento podría elegir entre múltiples opciones de reducción de deuda: rebajar pólizas de crédito, utilizar menores volúmenes de descuento bancario de efectos o..., ¿por qué no?, reducir el crédito de proveedores. ¿Quién dice que el crédito de proveedores comerciales es irrenunciable? ¿Por qué se da como un hecho incontrovertible que el proveedor siempre financia a su cliente? Este error radica en un viejo mito que asume que el crédito de proveedores comerciales es un crédito “inseparable” de la vida de cualquier empresa. Esto tiene un viejo, muy viejo origen que ya ha desaparecido del mapa, pero que por lo visto muchos no han advertido todavía.

Atavismos vigentes

Las viejas historias empiezan por la frase: erase una vez... hace muchos, muchos años, existía una legión de pequeños negocios que prácticamente tenían como única vía de endeudamiento el crédito de proveedores, ya que la vieja banca de aquel entonces no prestaba a los pequeños empresarios o les prestaba obligándoles a hipotecarse “hasta las cejas”. Por otra parte, los pequeños antiguos empresarios huían de los bancos como del diablo... en tales condiciones era obvio que el crédito de proveedores era tan irrenunciable como el aire que respiramos.

La lógica nos lleva a pensar que si una empresa, en un momento determinado, quisiera sanear su endeudamiento rebajando deuda, debiera renunciar a las deudas más caras o a aquellas de vencimientos más irreductibles y/o aplazamientos menos negociables. ¿Quién dice que la financiación más barata sea la de proveedores comerciales? ¿Quién puede afirmar que cualquier proveedor comercial –los hay poderosos y prepotentes– van a renovar, aplazar y refinanciar los vencimientos ya pactados? ¿Quién dice que ningún banco esté dispuesto a aplazar vencimientos o refinanciar deuda?

El ignorado coste de la financiación de proveedores

Hemos oído afirmar a bastantes empresarios una frase como ésta: “El crédito del proveedor comercial es la deuda más barata que poseo, no me cobra intereses”.

Comentario erróneo en muchos casos. Repasémoslo brevemente:

Los descuentos por pronto pago (o bien en el caso de pago al contado) son, en el fondo, intereses calculados y cargados previamente. Esos intereses son tan altos cuanto lo es el descuento que otorga el proveedor por pagos al contado.

Imaginemos que un proveedor ofreciera las siguientes condiciones: n/90 2/10. Un descuento del 2% ofrecido por un pago al contado extensible a 10 días, significa satisfacer un interés del 9,125% anual por aprovechar los 80 días (90-10) reales de crédito ofrecidos por el proveedor comercial.

Es obvio que cualquier empresa en estas condiciones preferiría rebajar el crédito de proveedores comerciales que cualquier otra operación de crédito bancario que le esté costando el 6%.

El que una empresa desee en ciertos momentos rebajar deuda a corto plazo no es ningún desatino. Se hace en ocasiones para disminuir posiciones de riesgo financiero y podría hacerse si una empresa generase excedentes de liquidez (aunque fueran simplemente temporales) por los que no vayan a pagarle más allá del rédito de operaciones sin riesgo; si ese rédito fuera del 3% por ejemplo, es obvio que la empresa preferiría invertir en reducción de deuda de proveedores.

No estamos diciendo que la devolución de deuda sea siempre ventajosa. La ventaja económica de la deuda es evidente cuando el ROA supera al tipo de interés (que la empresa paga por su pasivo exigible). Lo que estamos afirmando es que la empresa –pese a la ventaja económica del endeudamiento– es libre de disminuir el riesgo de la deuda y puede encontrarse también en determinados momentos en que no puede canalizar fácilmente excedentes transitorios de tesorería hacia inversiones extrafuncionales de corta duración... En tal caso la empresa puede elegir la vía de la reducción temporal de su deuda.

Lo que es válido, cuando una empresa se plantea re-estructurar su deuda, lo es también cuando debe financiar su circulante; sus opciones son múltiples: descuento bancario de pagarés, emisión de pagarés de empresa, pólizas de crédito, factoring, confirming, etc.

La financiación de activo circulante vía proveedores es una de tantas, entre las múltiples opciones que modernamente están a disposición de la empresa.

Contra la “deificación” del crédito de proveedores

Hasta aquí hemos formulado una crítica basada en no aceptar como IRREDUCTIBLE el uso de la financiación espontánea a corto plazo para “minorar” técnicamente la inversión real en activo circulante y lo hemos hecho en base a la libertad de la empresa de financiar su activo circulante en mayor o menor medida a través de financiación espontánea, descuento bancario, pólizas y/o cuentas de crédito cíclicas.

Vamos a esgrimir ahora un segundo argumento: ¿En qué se basan los defensores del ROCE para decir que la financiación de proveedores fluye hacia la empresa “espontáneamente”... es decir... con facilidad y de forma prácticamente automática? ¿En qué se basan para decir que el activo circulante posee una “magia magnética” que atrae irreduciblemente el crédito de los proveedores comerciales?

Existen empresas que por su escasa antigüedad, la inmaterialidad de sus activos, el riesgo de sus productos, etc., no consiguen crédito de muchos de sus proveedores, pero en cambio pueden conseguir descuento de efectos comerciales si pese a su escasa antigüedad venden a algunos clientes suficientemente solventes como para que el banco se interese en descontar esos pagarés o esas letras de cambio. ¿Por qué entonces los defensores del ROCE no incluyen el descuento de efectos comerciales entre la financiación espontánea?

No estamos cuestionando la definición de la financiación espontánea, ni hacemos votos por incluir en la misma el descuento de efectos comerciales; estamos abundando en la idea de que el crédito de proveedores comerciales no es un fenómeno consubstancial e inseparable de la inversión en activo circulante. La inversión en stocks, deudas de clientes y efectivo es la que es, sin más... OTRA COSA MUY DISTINTA es financiar ese activo circulante escogiendo entre muy variadas alternativas: capital (¿por qué no?), deuda a largo plazo (salvo para “puntas” de activo circulante), proveedores comerciales, descuento bancario, pólizas cíclicas, pólizas de vencimiento expreso (para “puntas” de activo circulante), *factoring*, *confirming*, etc.

Nuestro rechazo se dirige a asumir el crédito de proveedores comerciales como una fuente de financiación inexorable y consubstancial, puesto que ésta en realidad es modernamente una de tantas fuentes de financiación.

Para seguir argumentando en contra de la validez conceptual y práctica del ROCE desarrollaremos unos ejemplos numéricos.

Una empresa presenta los siguientes balances de principio y final de determinado período que queremos analizar.

	Año 1	Año n
Activo Fijo neto	400	440
Stocks	200	300
Deuda de clientes	300	500
Efectivo	100	100
Activo Circulante	600	900
TOTAL ACTIVO NETO	1.000	1.340
Capital Propio	300	400
Exigible a largo plazo	200	570
Proveedores comerciales	300	50
Bancos por descuento bancario	100	20
Otro exigible a corto plazo	100	300
Exigible a corto plazo	500	370
TOTAL PASIVO	1.000	1.340

	Año 1	Año n
BAIT	150	240
- Intereses	-42	-47
BAIT	108	193

Dado lo cual el ROA del año 1 es:

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

El ROE del año 1 es:

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

Tanto el ROA (15%) como el ROE son ratios muy altos. El ROA lo es, puesto que supera en mucho el tipo de interés medio que podría rondar el 6% (42/700) y el ROE lo es porque se sitúa muy por encima de la retribución de inversiones de riesgo nulo o muy bajo.

Si se hubiera seguido el criterio del ratio ROCE hubiéramos obtenido el siguiente valor:

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

Observaríamos un valor mucho más alto que el ROA; no por ello obtendríamos una visión más elocuente de la rentabilidad del activo ya que la consecuencia final para el accionista es la de un ROE idéntico para ambos casos.

Entre el año 1 y el año n la empresa ha invertido en diversidad de activos y además rebaja sustancialmente la deuda con proveedores y suministradores de servicios, posiblemente porque éstos le ofrecen buenos descuentos por pagar anticipadamente respecto a los plazos que regían en el año 1. Veamos ahora el ROA y el ROCE:

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

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

El ratio ROA muestra totalmente a las claras que el activo de la empresa funciona de forma mucho más eficiente todavía que en el año 1. El BAIT, afortunadamente ha subido proporcionalmente más que los activos de la empresa. El ratio es claro y contundente ya que en el denominador juegan SOLAMENTE los activos... así, tal cual... sin mistificaciones de ningún tipo.

Esta verdad en cambio es falseada por el ROCE que informa de que la economía del activo ha empeorado... sin el apoyo del certero ratio anterior (el concretísimo ROA) nos quedaríamos sin saber exactamente, sin conocer, que ha pasado realmente.

Conocedores de la evolución favorable del ratio ROA, diremos que el empeoramiento del ROCE no significa que el activo sea menos eficiente, sino simplemente que se ha substituido la financiación de proveedores por otro tipo de exigible a corto plazo más barato y también se utiliza mayor financiación de capital propio.

El costo de la financiación de proveedores comerciales o de cualquier otro recurso no tiene nada que ver con la eficiencia del activo, digamos a mayor abundamiento que los activos han de funcionar eficientemente tanto si están financiados con deuda de proveedores, con crédito bancario o con capital. ¿Qué más da? ¿Acaso se estropean más frecuentemente las máqui-

nas financiadas con crédito? ¿Gastan menos combustible los camiones financiados con capital propio? ¿Se ven afectados los vendedores en su motivación en función de que la empresa se endeude a largo plazo o a corto plazo?

Si el ratio ROCE sirviera de algo (no sirve de nada) anticiparía ya un posible perjuicio para el accionista manifestado en una disminución del ratio ROE... veamos si lo consigue:

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

Se alcanza ahora un ROE espectacular pese al descenso que detectaba el ROCE. El gran aumento que ha experimentado el ROE nunca se explicaría a través del ROCE.

El ROE ha aumentado por tres razones:

1. El ROA ha aumentado. Ha mejorado la eficiencia del activo y este activo está produciendo ahora proporcionalmente más riqueza para retribuir tanto a la deuda como al capital. El ROCE decía lo contrario.
2. Al reducir la costosa financiación de proveedores y sustituirla por otra más barata, baja el tipo medio de interés:

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

El ROCE abona la continuidad de la financiación de proveedores –a cualquier precio– ya que ésta reduce el denominador del ratio y coopera a su mayor valor. El ROCE asume y alienta un ciego apriorismo. El ROA, en cambio, se “desmarca” limpiamente de este torpe apriorismo.

3. También ha colaborado a la mejora del ROE, aunque tenuemente, la decisión de esta empresa de financiar el aumento del activo con un volumen de deuda algo mayor que el de capital. (Endt° año 1: 2,33 y en el año n: 2,35).

El tercero de los argumentos que explica este aumento del ROE parte de la base de que el ROA sea superior al tipo de interés medio que paga la empresa y por ende superior al crédito más caro en el pasivo de la empresa. Esta es una guía infalible ya que es la “cuenta de la vieja”. Sin embargo el ROCE no tiene esta utilidad y puede despistarnos engañosamente.

Veámoslo con otro ejemplo:

Activo no corriente neto	500	Capital Propio	500
Activo corriente	1.500	Exigible a largo plazo	200
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	Proveedores	1.200
		Otro exigible a corto plazo	100
BAIT	80	Total exigible a corto plazo	1.300
Gastos Financieros	90		
BAT	-10	TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO	2.000

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

Suponiendo que esta empresa se endeude al 6%, el ROA resulta inferior a esta tasa media de interés y por tanto no es aconsejable que esta empresa mantenga este endeudamiento. La empresa debe luchar por conseguir una mejora del ROA y mientras no la consiga, le conviene rebajar el volumen de deuda... no porque ésta sea cara... sino porque su activo rinde muy poco. El problema no es el costo de la deuda, el problema es la ineficiencia del activo.

Veámoslo:

BAIT	80	ROA = 4%
Gastos Financieros	90	(6% sobre 1.500)
BAT	-10	

Si la empresa redujera la deuda ampliando capital:

ACTIVO NETO	2.000	Capital Propio	1.000
		Exigible	1.000
		PASIVO TOTAL + PATRIMONIO NETO	2.000

BAIT	80	
Gastos Financieros	60	(6% sobre 1.000)
BAT	20	

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

Puede observarse como -incluso reduciendo la deuda- el ROE es inferior no sólo al tipo de interés sino además al ROA... el ROA avisa previamente de esta circunstancia desfavorable.

Veamos qué “indica” el ROCE en la primera hipótesis:

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

En la segunda hipótesis ampliamos capital en 500, reduciendo el exigible en 300 y el crédito de proveedores en 200.

El ROCE será: $80/(2.000-1.000) = 8\%$

Este torpe ratio nos habla de retroceso, cuando el ROA es el mismo y el ROE ha mejorado.

Si el ROCE quisiera utilizarse como un indicador o alertador de las posibilidades de endeudamiento de una empresa nos habría conducido a engaño.

Entonces: Si el ROCE falsea el cálculo del verdadero progreso económico de una firma... si no alerta ante las posibilidades de endeudamiento... ¿De qué demonios sirve?

4. Un ratio “perverso”... pero alegremente usado por las agencias de rating y bastantes bancos

EBITDA/Intereses

Standard & Poors... y otras entidades también... establecen los siguientes valores:

Minimal	Más de 13
Modest	De 9 a 13
Intermediate	De 6 a 9
Significant	De 4 a 6
Aggresive	De 2 a 4
Highly leveraged	Menos de 2

Veamos algunos ejemplos numéricos correspondientes a cinco empresas:

	A	B	C	D	E
Activo Fijo	5,00	11,00	1,00	1,00	11,00
Act. Circulante	7,00	1,00	11,00	11,00	12,00
Activo neto	12,00	12,00	12,00	12,00	23,00
Capital Propio	2,00	2,00	4,00	6,00	3,00
Exigible	10,00	10,00	8,00	6,00	20,00
Total Pasivo + Patrimonio neto	12,00	12,00	12,00	12,00	23,00
Amortización	1,00	3,50	0,14	0,14	3,50
Intereses	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 (Carpintería Mecánica) ROA: $3/12=25\%$ Endeudamiento: $10/2=5$ Interés: 4%

EBITDA/interés: $4/0,4=10$ S&P lo califica de *Modest*, sin embargo, el endeudamiento es muy alto y el ROA muy bueno. ¿Qué es lo que es *Modest*?

Empresa B (Fabricación de maquinaria pesada) ROA: $0,5/12=4,16\%$ Endeudamiento: 5 Interés: 4%

EBITDA/interés: $4/0,4=10$ Alto endeudamiento y muy bajo ROA. Mala economía y además elevado riesgo financiero... ¿qué es lo que es *Modest*?

Primera fisura: la composición del EBITDA entre Amortización y BAIT “revienta” el ratio. La amortización a su vez depende del tamaño y duración del Activo Fijo.

A y B presentan el mismo EBITDA, sin embargo en la empresa A, el beneficio es alto porque el ROA es del 25% y la amortización es baja porque corresponde a un pequeño valor de activo fijo amortizable. Inversamente, aunque la empresa B presenta el mismo EBITDA que la A, podemos observar que su beneficio es bajo porque su ROA es un debilísimo $4,6\%$. Su coste de amortización es elevado, porque corresponde a un importante valor de activo fijo amortizable.

El mismo EBITDA esconde dos posiciones de rentabilidad radicalmente diferentes.

Empresa C (inmobiliaria) ROA: $0,5/12=4,16\%$ Endeudamiento: $8/4=2$ Interés 4%

EBITDA/Interés: $0,64/0,32=2$ Según S&P es “aggressive” ¿Qué es lo que es “aggressive”? ¿El ratio de endeudamiento? No lo es; es medio. El interés no es alto. El ROA es bajo. ¿Quizás quiere decir S&P que una empresa con ROA del 4,16% no puede permitirse un endeudamiento de 2?

Absurdo. La deuda no se devuelve con ROA. La deuda a largo plazo se devuelve atendiendo al valor del coste de amortización del activo fijo. La empresa C tiene deudas por valor de 8, si la deuda a largo plazo fuera de 1,4 sería retornable en 10 años vía coste de amortización del inmovilizado (0,14) sin necesidad de complementar este valor de amortización con el beneficio post impuestos de la Compañía. La deuda a corto plazo se devuelve con el giro propio del negocio. Un ROA bajo no significa que una empresa no rote adecuadamente su circulante y que no esté pagando puntualmente la deuda a corto plazo. Otra empresa con ROA más alto, si tuviera problemas de rotación del circulante, podría impagar a sus acreedores a corto plazo.

Segunda fisura: Un endeudamiento que de hecho no es “aggressive”, porque es simplemente medio, puede llevar a esa conclusión de “aggressive”, simplemente porque el EBITDA es bajo. Se está mezclando y confundiendo lo financiero (endeudamiento medio) con lo económico (bajo EBITDA, por bajo ROA)

Empresa D (Un comercio) ROA: $4/12=33,3\%$ Endeudamiento: $6/6=1$ Interés 8%

EBITDA/Interés: $4,14/0,48=8$ El ratio se considera Intermediate, cuando el endeudamiento es realmente bajo y el ROA es altísimo.

Empresa E (Fabricante de papel) ROA: $4,5/23=19,56\%$ Endeudamiento: $20/3=6,6$ Interés 5%

EBITDA/Interés: $8/1=8$ Standard and Poors califica este valor de 8 de Intermediate. Sin embargo, el ratio de endeudamiento no es Intermediate, es altísimo, excepcionalmente alto. El ROA tampoco es Intermediate, es alto. ¿Qué es lo que es Intermediate?

A la empresa D y a la E se les califica el ratio de igual forma, cuando presentan posiciones de riesgo-rentabilidad radicalmente diferentes. La D tiene una rentabilidad excepcionalmente alta y además bajísimo riesgo financiero... ¿no es para soñar?

La E tiene una rentabilidad alta, aunque es la mitad de la empresa D, pero su endeudamiento representa un elevado riesgo financiero. ¿Cómo es posible catalogar dos empresas, radicalmente diferentes en lo económico y en lo financiero, con la misma valoración de Intermediate?

5. Otro ratio basura de las agencias de *rating*. EBITDA/Ventas

Ahora le toca el turno a otro indicador que las agencias de *rating* presentan en un largo listado. Quiero explicar que este ratio no dice nada y sus aparentes mejoras de un año para otro, pueden ser engañosas.

Se trata del ratio que llaman *EBITDA Margin* y que se formula como: *EBITDA/Ventas netas*.

Tratando de hallar la lógica subyacente de este ratio nos encontramos con la primera torpeza conceptual. Vamos a desgranar esa torpeza conceptual a lo largo de los dos párrafos siguientes.

El EBITDA incluye el Resultado de explotación (EBIT) y la amortización, además de un cargo anual por gastos activados diferidos (*Deferred expenses*). Dejemos de lado el tema de las *Deferred Expenses* por su menor habitualidad, para concentrarnos en los dos elementos esenciales citados.

Una empresa que invierta poco en activos fijos presentará un coste de amortización muy inferior a la empresa que posea un activo fijo potente. Esto le llevará a un ratio EBITDA/Ventas menor que el de la segunda empresa, lo cual no quiere decir que la primera empresa sea económicamente peor que la otra.

Veamos un ejemplo numérico:

Datos económico-financieros de la empresa A:

Activo no corriente bruto	3.000	Ventas netas	2.400	100,00%
- Amortización acumulada	-900	- Amortización	-400	-16,66%
Activo no corriente neto	2.100	- Otros gastos explotación	-1.760	-73,33%
Activo corriente	500	EBIT	240	10,00%
TOTAL ACTIVO NETO	2.600	EBITDA	640	26,67%

Datos económico-financieros de la empresa B:

Activo no corriente bruto	200	Ventas netas	2.400	100,00%
- Amortización acumulada	-60	Amortización	-20	-0,83%
Activo no corriente neto	140	Otros gastos explotación	-1.900	-79,17%
Activo corriente	850	EBIT	480	20,00%
TOTAL ACTIVO NETO	990	EBITDA	500	20,83%

Si hemos de interpretar que el ratio EBITDA/Ventas es un indicador de salud económica, aparentemente, la empresa A con su 26,67% se muestra netamente superior a B con su 20,83%. Sin embargo, la amortización significa que tarde o temprano esos bienes de activo fijo se habrán de substituir... por lo tanto es un coste, obviamente repartido en el tiempo, pero nada le hace renunciar a su entidad como carga económica.

La empresa B presenta una cifra de “Otros gastos de explotación” mayor que A, lo cual es razonable porque a falta de ser propietaria de activos fijos, pagará alquileres que A no paga o pagará mano de obra de Talleres externos, etc. Sin embargo, si miramos su margen de explotación es del 20% y en cambio A lo tiene del 10%.

Esto, por si solo ya marcaría los contrasentidos que puede ofrecer el ratio EBITDA/Ventas, pero digamos además que, con todo y ser mejor trabajar (en este caso) con el EBIT que no con el EBITDA, tampoco el margen de explotación se puede manejar en aislado.

Como indicador económico hemos de ceñirnos al ROA, porque su lógica subyacente es muy clara.

La Cía. A obtiene un ROA de: $240/2.600=9,23\%$ pero la Cía. B lo obtiene de: $480/990=48,48\%$

Obviamente, al lado de este indicador, el ratio EBITDA/Ventas no dice nada de nada.

Veamos una variante de este mismo ejemplo.

Supongamos que en A se celebre en un notable clima de euforia, una mejora del ratio *EBITDA margin*.

	Año 1	Año 2
Activo no corriente bruto	2.200	3.000
- Amortización acumulada	-600	-900
Activo no corriente neto	1.600	2.100
Activo corriente	400	500
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	2.600

	Año 1	%	Año 2	%
Ventas netas	2.100	100,00	2.400	100,00
-Amortización	-300	-14,28	-400	-16,66
-Otros gastos explotación	-1.600	-76,19	-1.760	-73,33
EBIT	200	9,52	240	10,00
EBITDA	500	23,81	640	26,67

El *EBITDA Margin* ha crecido, pasando del 23,81% al 26,67%. Sin embargo el ROA ha pasado de ser en el año 1 un (200/2000) 10% a un (240/2600) 9,23%

¿Con qué indicador nos quedamos?

Quizás alguien pudiera pensar: “Posiblemente el error de este ratio es presentarlo aislado... quizás si lo multiplicamos por la rotación del activo... por aquello de que el margen se potencia con la rotación”

Hagámoslo: $(EBITDA/Ventas) \times (Ventas/Activo) = EBITDA/Activo$

El resultado obtenido viene a ser una especie de rendimiento del activo computado con el EBITDA en lugar del EBIT. ¿Tiene sentido? Ninguno. Dentro del EBITDA está el coste de amortización que obviamente podemos relacionar con el activo no corriente... pero... pero... relacionarlo también con el corriente! Ahí el ratio pierde su sentido.

Es importante generar amortización. Ciertamente lo es. Es importante generar EBITDA. Ciertamente lo es. Pero la amortización es simple recuperación gradual de un activo no corriente que pierde valor, pero no es genuina creación de riqueza adicional.

El interesantísimo EBITDA tiene su sitio. Lo es en valoración de empresas. Lo es en la comparación con la diferencia financiera del Presupuesto de Tesorería ordinario (*Current Financial budget*) pero no es de recibo compararlo con magnitudes con las que en el fondo no se relaciona.

6. Conclusiones

A lo largo de las páginas anteriores hemos analizado los cuatro ratios:

- EBITDA/Deuda Financiera
- ROCE
- EBITDA/Intereses
- EBITDA/Ventas netas

A través de la revisión de los conceptos y con la ayuda de ejemplos prácticos, se ha tratado de demostrar que estos ratios presentan importantes deficiencias, por lo que se recomienda a los analistas que revisen sus modelos de análisis a fin de evitar errores.

Referencias bibliográficas

- BODIE, Z. y MERTON, R. (2003) *Finanzas*. Madrid: Pearson Educación.
- RYAN, B.; SCAPENS, R. y THEOBALD, M. (2002) *Metodología de la investigación en contabilidad y finanzas*. Barcelona: Deusto-ACCID.
- WESTON, J. F. y COPELAND, T. E. (1992) *Managerial Finance*. Nueva York: McGraw Hill.



Asociación Catalana de Contabilidad y Direcció

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placídia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensió 2019
info@accid.org – wwwaccid.org