

GRADO: ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Curso 2023/2024

ANÁLISIS ECONÓMICO FINANCIERO Y BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS CON MAYOR CRECIMIENTO DEL BENEFICIO POR ACCIÓN EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS EN ESPAÑA

Autor/a: Egoitz Lorda Crespo

Director/a: Teodoro Caraballo Esteban

Bilbao, a 21 de junio de 2024



ÍNDICE

1. RESUMEN:	5
2. INTRODUCCIÓN:	5
3. OBJETIVOS:	6
4. METODOLOGÍA:	6
5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO:	8
5.1. SOBRE LAS COMPAÑÍAS:	9
5.2. MODELO LEGAL:	9
5.3. MODELO FINANCIERO:	10
5.4. ACTIVIDAD, POSICIÓN ECONÓMICA Y GENERACIÓN DE RECURSOS:	17
5.5. RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN, EBITDA Y RECURSOS GENERADOS:	222
5.6. ESTRUCTURA DE GASTOS:	255
5.7. INVERSIÓN-FINANCIACIÓN Y CONVERSIÓN A TESORERÍA:	266
5.8. ANÁLISIS TGO, TGI Y TGF:	322
5.9. FONDO DE ROTACIÓN:	388
5.10. POSICIÓN FINANCIERA:	455
5.11. CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A LARGO PLAZO:	57
6. ANÁLISIS BURSÁTIL:	63
6.1. PRICE EARNINGS RATIO (PER) Y FÓRMULA DE GRAHAM:	633
6.2. RATIO ENTERPRISE VALUE/EBITDA (EV/EBITDA):	700
6.3. ACCIONISTAS MAYORITARIOS:	73
6.4. RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO (ROIC):	777
7. CONCLUSIONES:	778
8. BIBLIOGRAFÍA:	833

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 5.3.1. Modelo Financiero de Vidrala	100
Tabla 5.3.2. Modelo Financiero de Cie Automotive	111
Tabla 5.3.3. Modelo Financiero de Clínica Baviera	122
Tabla 5.3.4. Modelo Financiero de Laboratorios Rovi	133
Tabla 5.4.1. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Vidrala	188
Tabla 5.4.2 Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Cie	19
Tabla 5.4.3. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos Clínica Baviera	200
Tabla 5.4.4. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Rovi	21
Tabla 5.7.1. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Vidrala	28
Tabla 5.7.2. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Cie Automotive	29
Tabla 5.7.3. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Clínica Baviera	30
Tabla 5.7.4. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Laboratorios Rovi	31
Tabla 5.8.1. Análisis TGO, TGI y TGF de Vidrala	322
Tabla 5.8.2. Análisis TGO, TGI Y TGF de Cie Automotive	34
Tabla 5.8.3. Análisis TGO, TGI y TGF de Clínica Baviera	35
Tabla 5.8.4. Análisis TGO, TGI y TGF de Laboratorios Rovi	37
Tabla 5.9.1. Fondo de Rotación de Vidrala.....	39
Tabla 5.9.2. Fondo de Rotación de Cie Automotive	41
Tabla 5.9.3. Fondo de Rotación de Clínica Baviera	422
Tabla 5.9.4. Fondo de Rotación de Laboratorios Rovi	44
Tabla 5.10.1. Posición Financiera de Vidrala	47
Tabla 5.10.2. Posición Financiera de Cie Automotive.....	49
Tabla 5.10.3. Posición Financiera de Clínica Baviera	52
Tabla 5.10.4. Posición Financiera de Laboratorios Rovi.....	55
Tabla 5.11.1. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Vidrala.....	58
Tabla 5.11.2. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Cie Automotive	59
Tabla 5.11.3. Capacidad de Expansión de Clínica Baviera	60
Tabla 5.11.4. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Laboratorios Rovi	62

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.3.1. Tipos de deuda de Vidrala	155
Gráfico 5.3.2. Tipos de deuda de Cie Automotive	155
Gráfico 5.3.3. Tipos de deuda de Clínica Baviera	166
Gráfico 5.3.4. Tipos de deuda de Laboratorios Rovi	177
Gráfico 5.5.1. RBE, EBITDA y RG de Vidrala	23
Gráfico 5.5.2. RBE, EBITDA y RG de Cie Automotive	233
Gráfico 5.5.3. RBE, EBITDA y RG de Clínica Baviera	24
Gráfico 5.5.4. RBE, EBITDA y RG de Laboratorios Rovi	244
Gráfico 5.6.1. Estructura de gastos	26
Gráfico 5.10.1 Posición Financiera de Vidrala	49
Gráfico 5.10.2. Posición Financiera de Vidrala	51
Gráfico 5.10.3. Posición Financiera de Clínica Baviera	54
Gráfico 5.10.4. Posición Financiera de Laboratorios Rovi	56
Gráfico 6.1.1. PER Hermès y Louis Vuitton	65
Gráfico 6.1.2. PER de Vidrala	655
Gráfico 6.1.3. PER de Cie Automotive	67
Gráfico 6.1.4. PER de Clínica Baviera	68
Gráfico 6.1.5. PER de Laboratorios Rovi	69
Gráfico 6.2.1. EV/EBITDA de Vidrala	71
Gráfico 6.2.2. EV/EBITDA de Cie Automotive	711
Gráfico 6.2.3. EV/EBITDA de Clínica Baviera	72
Gráfico 6.2.4. EV/EBITDA de Laboratorios Rovi	722

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 6.3.1. Accionistas Significativos de Vidrala	744
Cuadro 6.3.2. Accionistas Significativos de Cie Automotive	755
Cuadro 6.3.3. Accionistas Significativos de Clínica Baviera	766
Cuadro 6.3.4. Accionistas Significativos de Laboratorios Rovi	766

1. RESUMEN:

El principal objetivo de este análisis es realizar un análisis económico-financiero y bursátil de las cuatro compañías seleccionadas. Se analizan aspectos como la estructura financiera, el estado de flujos de efectivo el fondo de rotación, la capacidad de expansión, los accionistas mayoritarios, el ratio ROIC y diferentes métricas de valoración utilizadas en el análisis bursátil, entre muchos otros. Tras el análisis de los apartados más significativos de cada una de las compañías, se emite una opinión subjetiva acerca de una posible inversión en alguno de estos valores.

2. INTRODUCCIÓN:

Actualmente, el auge de las criptomonedas, el análisis técnico y las prisas por ser rico a través de la inversión marcan la tendencia de inversión entre las nuevas generaciones. Sin embargo, esta nueva generación no parece saber cómo han hecho su fortuna grandes inversores como Warren Buffet, Charlie Munger, Bill Ackman o François Rochon.

El estilo de inversión de estos inversores es invertir en empresas de alta calidad y que perduren en el tiempo. La combinación de ambas es necesaria. Estos inversores no se han hecho ricos haciendo trading e invirtiendo en criptomonedas, sino que lo han hecho esperando. Y precisamente, esa es la clave de su éxito, seleccionar empresas buenas, pero esperar.

Además de seleccionar empresas de calidad, en sus conferencias anuales y entrevistas, siempre destacan el hecho de comprar una acción cuando su valor intrínseco sea superior al precio actual. Cuanto más superior sea el valor intrínseco al precio actual de la empresa, mejor. Este concepto es el que se conoce como el margen de seguridad, término acuñado por Benjamin Graham, mentor del inversor Warren Buffet.

Es por estas razones por las que se va a realizar el análisis económico-financiero y bursátil. Con este primero se pretende detectar si una empresa es de calidad o no. Y con

el segundo, se pretende ver cuál debería de ser su valor intrínseco y si la acción se encuentra cara o barata.

3. OBJETIVOS:

El trabajo consiste en realizar un análisis económico-financiero y bursátil de las cuatro empresas con mayor crecimiento del beneficio por acción en España en los últimos 10 años. El objetivo principal es dar una opinión acerca de una posible inversión monetaria en alguna de estas cuatro empresas con la información extraída del análisis económico-financiero y bursátil. Además, otro de los objetivos es dar visibilidad a la calidad de algunas empresas españolas y luchar contra la idea de que en España no existen empresas en las que merezca la pena invertir.

4. METODOLOGÍA:

Para inicialmente detectar empresas de calidad, se han utilizado los siguientes filtros: Crecimiento del beneficio por acción superior al 15% anualizado los últimos 10 años, capitalización bursátil inferior a 5.000 millones de euros, y ratio deuda neta/EBITDA inferior a 2 veces.

La plataforma que se va a utilizar para obtener las cuatro empresas es TIKR. Es una página para inversores minoristas en la que se pueden obtener todo tipo de datos de empresas que cotizan en bolsa. En esta aplicación se puede poner filtros para buscar empresas.

El planteamiento original contemplaba utilizar la aplicación SABI para la obtención de las empresas. Sin embargo, las empresas que se van a realizar en este análisis son empresas cotizadas. SABI funciona excelentemente cuando se trata de empresas privadas, pero cuando se trata de empresas que cotizan en bolsa, muchos de los datos que aparecen no se corresponden con los estados financieros de las compañías. Además, SABI no permite aplicar el filtro del crecimiento del beneficio por acción, mientras que TIKR sí.

Por otro lado, la aplicación TIKR va a facilitar el análisis bursátil enormemente. A diferencia de SABI u otras aplicaciones, TIKR cuenta con un apartado dedicado a la valoración bursátil de la compañía.

Las cuatro empresas que aparecen si se establecen los filtros antes mencionados son Vidrala, Cie Automotive, Clínica Baviera y Laboratorios Rovi.

Se van a analizar los tres últimos ejercicios de cada una de las empresas, esto es, 2020, 2021 y 2022. No se ha considerado el ejercicio 2023 debido a que este trabajo se empezó a realizar antes de que las empresas presentaran las cifras auditadas correspondientes a dicho ejercicio.

Asimismo, la información y los datos que se van a utilizar en el análisis no van a ser los proporcionados por ninguna base de datos como TIKR o SABI, sino que se van a utilizar las cuentas anuales consolidadas auditadas de cada una de las compañías relativas a los ejercicios 2020, 2021 y 2022.

En cuanto al análisis bursátil, el precio de cotización que se va a utilizar como referencia en cada empresa es el precio al cierre de la sesión del día 30 de diciembre de 2022. No se puede utilizar el del día 31 ya ese día era sábado y el mercado está cerrado. Se ha decidido tomar esta fecha como referencia ya que es la fecha de cierre fiscal de todas las empresas y porque a 31/12/2022, no hay posibilidad todavía de que los resultados influyan en la cotización y provoquen alteraciones en el análisis.

5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO:

Esta primera parte del análisis, se va a realizar un análisis económico-financiero de las empresas seleccionadas. La estructura a seguir de este análisis va a ser la impartida en la asignatura “Análisis Contable Superior” en la Universidad del País Vasco.

Todas las explicaciones y conclusiones obtenidas de este apartado son fruto también de los conocimientos obtenidos en esta misma asignatura.

En este primer apartado, se analizará lo más relevante de los estados financieros consolidados y auditados presentados por cada una de las compañías. Sin embargo, el hecho de utilizar los estados financieros consolidados va a ser el hecho diferencial con respecto a la asignatura “Análisis Contable Superior”.

Esto se debe a que en dicha asignatura se utiliza la aplicación SABI para el análisis. Pero el análisis realizado es sobre las cuentas anuales individuales de cada una de las compañías. La aplicación SABI extrae excelentemente de estas cuentas individuales la información para clasificarla en su base de datos y así poder mostrar muy detalladamente la información del ejercicio.

Pero, la parte negativa, es que las compañías, al presentar los estados financieros consolidados, no revelan tanta información como si se hace en los estados financieros individuales. Por ello, la aplicación SABI tiene problemas a la hora extraer los datos y clasificarlos en su base de datos, ya que mucha de la información no es correcta.

Es por esta razón que, en comparación con la asignatura “Análisis Contable Superior”, se va a realizar una reestructuración del análisis económico-financiero y una adaptación de lo visto en la asignatura a los estados financieros consolidados y auditados.

5.1. SOBRE LAS COMPAÑÍAS:

Para realizar un análisis sobre una compañía, es importante saber qué es lo que hace. Vidrala se dedica a la fabricación de envases de vidrio. Su mercado principal es España, seguido de Europa y Reino Unido.

Cie Automotive fabrica componentes de automóviles o piezas específicas del sector automovilístico que los clientes van necesitando. Tienen presencia en todo el mundo, destacando América del Norte, Brasil, Europa, la India y China. Sus ritmos de crecimiento suelen ser superiores con respecto al crecimiento medio del mercado.

Clínica Baviera es una compañía que se dedica a la cirugía ocular, corrigiendo miopía, hipermetropía y astigmatismo. Los mercados en los que opera son España, donde tiene su mayor fuente de ingresos, Alemania e Italia.

Laboratorios Rovi es una empresa farmacéutica que se dedica a la investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos. Opera principalmente en países de la Unión Europea, Reino Unido y América del Sur.

5.2. MODELO LEGAL:

En este primer apartado se analiza si las empresas cumplen con la legislación vigente en materia de los mínimos de capital social requeridos sobre el patrimonio neto. Los artículos 327 y 363 del RDL 1/2010 establecen que el patrimonio neto no puede ser inferior al 66% del capital social, en cuyo caso, la empresa deberá de realizar una reducción del capital social, y tampoco puede ser inferior al 50%, en cuyo caso, la empresa deberá de disolverse.

Teniendo en cuenta que las empresas que se analizan cotizan en bolsa, el cumplimiento de esta norma, y otras más estrictas al ser entidades de interés público, es condición *sine qua non* para su funcionamiento.

En todos los casos, el ratio Patrimonio Neto/Capital Social es superior al 2.000% en los tres ejercicios analizados. Por lo tanto, todas las empresas logran una valoración positiva en este aspecto.

5.3. MODELO FINANCIERO:

Para comenzar a hablar del modelo financiero de las empresas, hay que ver su estructura financiera.

Como valores de referencia en la estructura financiera de la empresa, se suele considerar: 50% patrimonio neto, 30% pasivo no corriente y 20% pasivo corriente. Asimismo, la estructura del activo sería del 60% o 70% para el activo no corriente y 40% o 30% para el activo corriente, ya que suele positivo que exista un fondo de rotación, aunque esto no tiene por qué ser condición necesaria, pero eso se verá más adelante. En cuanto a los valores de referencia del ratio de endeudamiento (Pasivo exigible/Recursos propios), el valor de referencia es el 100% o 1. Y el valor de referencia del ratio pasivo corriente/pasivo exigible es del 40%.

Tabla 5.3.1. Modelo Financiero de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Activo no corriente	66%	63%	60%
Activo corriente	34%	37%	40%
Patrimonio Neto	54%	57%	53%
Pasivo no corriente	18%	20%	22%
Pasivo corriente	28%	23%	25%
Pasivo no corriente	281.295	337.384	431.341
Pasivo corriente	423.996	398.960	488.562
Pasivo Exigible	705.291	736.344	919.903
Recursos propios	816.156	1.017.034	1.033.624
Pasivo Exigible / Recursos Propios	86%	72%	89%
Pasivo Corriente / Pasivo Exigible	60%	54%	53%

Fuente: Elaboración propia

Vidrala tiene una estructura que se acerca a los valores de referencia. Para ser una empresa que necesita mucho inmovilizado para producir existencias, el valor relativo del inmovilizado se va reduciendo año a año. Por el lado del patrimonio neto y pasivo corriente, mantiene una buena estructura, donde el patrimonio neto es superior al 50%.

Si se analiza el ratio de endeudamiento, se observa que es del 83% de media en el periodo, lo que nos confirma que la empresa intensiva en recursos propios, y prefiere financiarse con ellos que con la deuda externa. El último ratio que aparece en la tabla nos indica que el pasivo corriente tiene un peso del 60% sobre todo el pasivo exigible de la empresa, por lo que el ciclo corto va a tener mayor relevancia que el ciclo largo.

Tabla 5.3.2. Modelo Financiero de Cie Automotive

Cie Automotive	2020	2021	2022
Activo no corriente	71%	70%	69%
Activo corriente	29%	30%	31%
Patrimonio Neto	20%	25%	27%
Pasivo no corriente	44%	40%	40%
Pasivo corriente	36%	34%	34%
Pasivo no corriente	2.204.560	2.181.516	2.148.278
Pasivo corriente	1.781.234	1.846.085	1.906.675
Pasivo Exigible	3.985.794	4.027.601	4.054.953
Recursos propios	994.974	1.367.622	1.504.649
Pasivo Exigible / Recursos Propios	401%	294%	269%
Pasivo Corriente / Pasivo Exigible	45%	46%	47%

Fuente: Elaboración propia

Cie Automotive también presenta una estructura de activo bastante similar, aunque se puede observar mayor dependencia del ciclo largo, pudiéndose deber esto a que también es una empresa que necesita mucho inmovilizado para producir sus mercaderías. Los valores del patrimonio neto y pasivo son ciertamente curiosos. El patrimonio neto tiene un peso global del 20%, siendo este un valor muy pobre. Sin embargo, la empresa está consiguiendo con éxito capitalizarse más y no depender tanto

de la deuda externa, con el objetivo de que los accionistas tengan un mayor control sobre ella.

Sobre los ratios, el pasivo exigible es cuatro veces mayor que el patrimonio neto, pero este se reduce hasta dos veces y media. Es una empresa poco capitalizada. El peso del pasivo corriente sobre el pasivo exigible es inferior al 50%. El activo está bien estructurado, pero el pasivo necesita una remodelación, y la compañía parece haberse dado cuenta, pero por el momento, la estructura del pasivo no es positiva.

Tabla 5.3.3. Modelo Financiero de Clínica Baviera

Clinica Baviera	2020	2021	2022
Activo no corriente	74%	72%	70%
Activo corriente	26%	28%	30%
Patrimonio Neto	37%	41%	46%
Pasivo no corriente	36%	32%	27%
Pasivo corriente	27%	27%	27%
Pasivo no corriente	43.669.472	42.548.482	40.697.052
Pasivo corriente	32.347.858	35.866.641	41.038.693
Pasivo Exigible	76.017.330	78.415.123	81.735.745
Recursos propios	44.904.399	55.394.068	68.367.868
Pasivo Exigible / Recursos Propios	169%	142%	120%
Pasivo Corriente / Pasivo Exigible	43%	46%	50%

Fuente: Elaboración propia

Clínica Baviera se encuentra en una situación muy parecida a Cie Automotive. Por el tipo de negocio, Clínica Baviera requiere de mucho inmovilizado para realizar su actividad. Sin embargo, que el activo no corriente represente más del 70% puede no ser tan positivo, por ello, el peso de este se ha reducido hasta el 70% en el último año analizado. El patrimonio neto y el pasivo son similares al de Cie Automotive, aunque consiguen aumentar el patrimonio neto, acercándolo al 50%. En cuanto a la deuda, al principio, el ciclo largo presentaba más relevancia que el corto, cosa que tiene sentido vistos los pesos del activo, pero, y, acorde con el movimiento del activo, el peso de la deuda en el ciclo largo es el mismo que el del ciclo corto en el último ejercicio analizado.

Los ratios van a confirmar lo que ya observamos en la estructura, y es que el pasivo exigible es casi un 170% más grande en el primer año que el patrimonio neto, por lo que es una empresa poco capitalizada e intensiva en recursos ajenos. Sin embargo, esta cifra se ha ido reduciendo hasta el 120%. Por otro lado, el pasivo corriente representa un 43% en el primer año y un 50% en el último año del pasivo exigible. La estructura financiera de la empresa es positiva, pero presenta inconvenientes que la empresa está arreglando, como es el peso del activo no corriente y el poco peso del patrimonio neto.

Tabla 5.3.4. Modelo Financiero de Laboratorios Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Activo no corriente	37%	31%	29%
Activo corriente	63%	69%	71%
Patrimonio Neto	65%	64%	59%
Pasivo no corriente	14%	10%	7%
Pasivo corriente	21%	26%	33%
Pasivo no corriente	77.850	71.312	63.437
Pasivo corriente	122.889	190.388	293.887
Pasivo Exigible	200.739	261.700	357.324
Recursos propios	370.700	470.976	521.379
Pasivo Exigible / Recursos Propios	54%	56%	69%
Pasivo Corriente / Pasivo Exigible	61%	73%	82%

Fuente: Elaboración propia

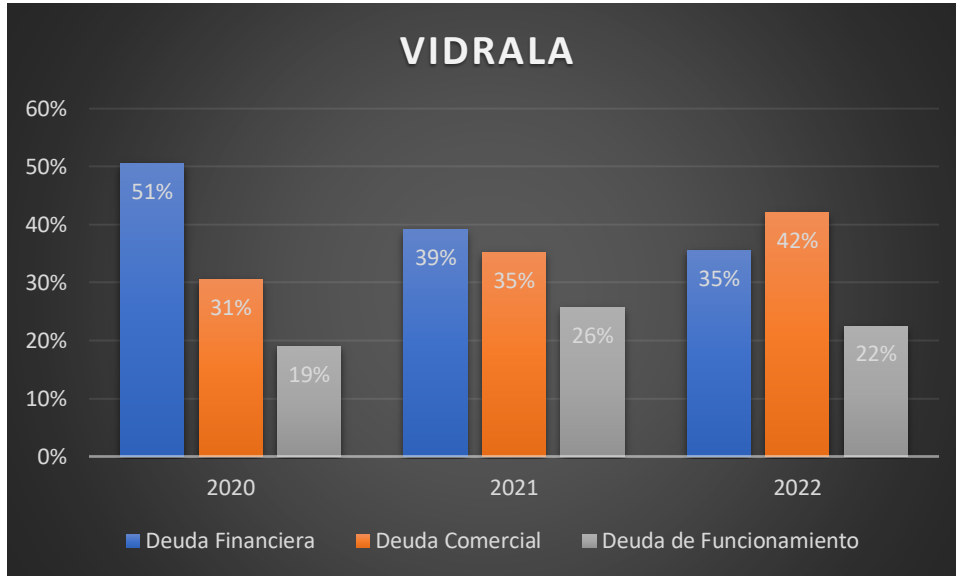
Por último, Laboratorios Rovi tiene un activo diferente al resto. El ciclo corto comienza con un peso del 63% y termina con un peso del 71%. No es una situación muy positiva. Los factores que han producido esta situación son: el poco aumento del inmovilizado con respecto del aumento del activo corriente, el exceso de existencias en el almacén, el aumento de las cuentas a cobrar por parte de clientes, y el aumento del efectivo. Por parte del patrimonio neto y pasivo, el PN tiene un peso muy elevado (del 65%), aunque se reduce al 59%. En la deuda, el peso del ciclo largo es poco relevante, siendo un 7% en el último año, y el peso del ciclo corto comienza en los niveles de referencia, pero acaba sobrepasándolos.

El ratio de endeudamiento es del 54%, aunque se eleva hasta el 69%. Es una empresa intensiva en recursos propios. De momento, el ratio es bajo según los números de referencia, pero es una cuestión a vigilar por la dirección de la empresa. El peso del pasivo corriente es bastante superior al pasivo no corriente, especialmente en el último año. Tiene sentido dada la estructura del activo de la empresa. En general, el aspecto de la empresa es positivo, pero deberían de dar la vuelta al activo, y que el ciclo largo tuviera más peso que el corto. En cuanto al patrimonio neto, sería conveniente financiarse en mayor medida con deuda a largo plazo.

Como conclusión de la estructura financiera de las empresas, la que más solidez presenta a simple vista es Vidrala y la que menos, podría ser o Cie Automotive o Laboratorios Rovi, por su poca capitalización y por sus problemas con las inversiones, respectivamente. Sin embargo, cabe destacar, que la estructura financiera no lo es todo, y que una empresa puede tener una estructura financiera muy extraña, pero ser de lo más rentable. Por ello, para complementar este análisis, desglosaremos el pasivo de cada una de las empresas para ver qué tipo de deuda tienen y el riesgo de cada una en la empresa.

Comenzando con Vidrala, esta tiene una estructura de financiación muy dada a la deuda financiera, siendo algo muy común en su sector. Hay que destacar la buena gestión de la compañía con la deuda financiera. Inicialmente tiene un peso del 50%. Sin embargo, en 3 años, la empresa consigue reducir ese peso al 35%, con el correspondiente aumento de la deuda comercial. Es decir, reducen el peso de la deuda financiera, siendo totalmente conscientes de que la deuda comercial, a diferencia de la deuda financiera, no tiene incluido el pago de intereses, lo cual se va a traducir en menores gastos en la cuenta de resultados.

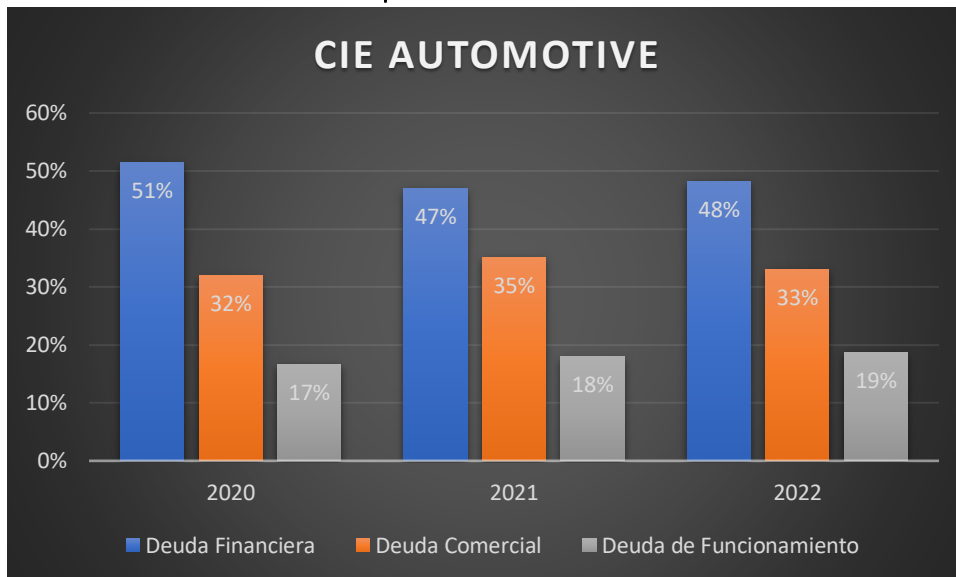
Gráfico 5.3.1. Tipos de deuda de Vidrala



Fuente: Elaboración propia

En el caso de Cie Automotive, la estructura de la deuda es muy similar en los tres años analizados, manteniéndose prácticamente sin variación. Son muy dependientes de la deuda financiera, lo que puede ser bueno o malo dependiendo de a qué niveles se encuentren los tipos de interés, ya que estos van a repercutir en el gasto financiero de la empresa.

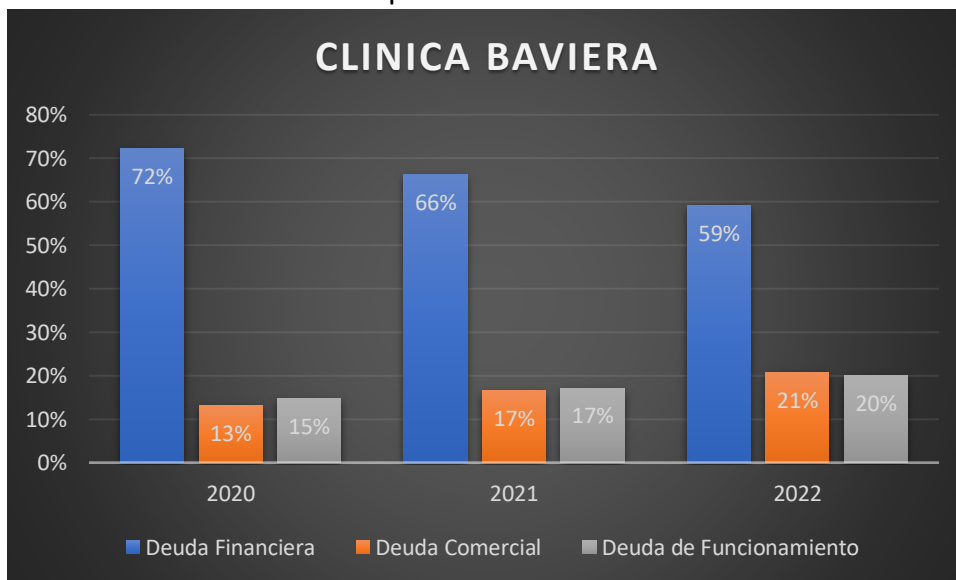
Gráfico 5.3.2. Tipos de deuda de Cie Automotive



Fuente: Elaboración propia

Clínica Baviera podría catalogarse como la peor opción dentro de las cuatro empresas analizadas. El porcentaje de la deuda financiera es enorme. Aunque hay que felicitar la gestión de esta ya que la consiguen reducir enormemente, pasando de ser inicialmente del 72% a representar el 59%. Esto ocurre a costa de aumentar también su deuda de funcionamiento y su deuda comercial. Por lo general, un peso tan grande de la deuda financiera va a tener un efecto muy negativo en el beneficio de la empresa, y en los momentos en los que los tipos de interés se encuentren altos, la empresa podría sufrir más de lo normal. Sin embargo, si siguen con la idea de reducir la deuda lo máximo posible, la situación mejorará significativamente.

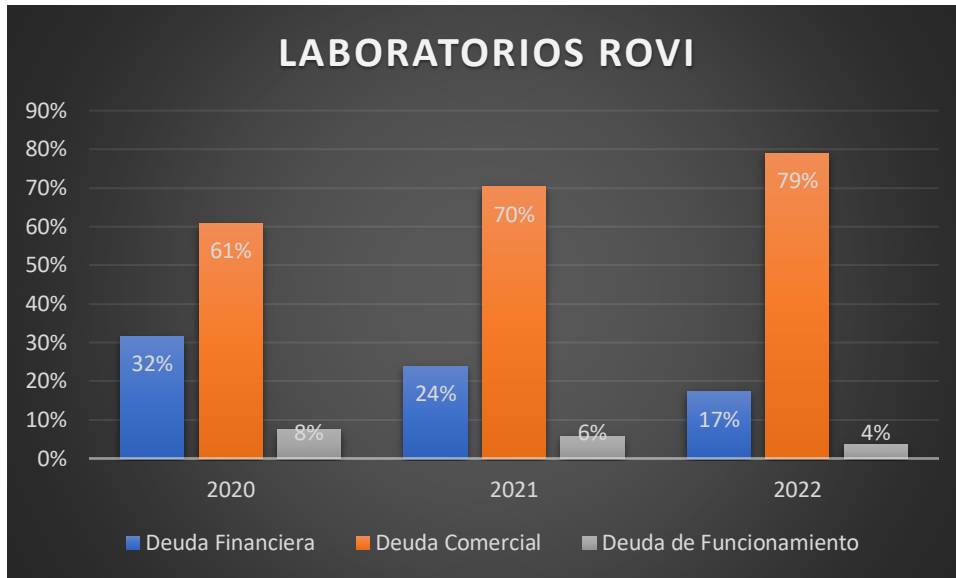
Gráfico 5.3.3. Tipos de deuda de Clínica Baviera



Fuente: Elaboración propia

Concluyendo con Laboratorios Rovi, podría decirse que es la empresa que mejor perspectiva tiene viendo su estructura de deuda. Destaca a simple vista el peso tan grande que tiene la deuda comercial. Esto se debe a que en el balance tienen clasificados pasivos contractuales. Sería conveniente que la empresa no dependiera tanto de la deuda comercial y que hubiera un equilibrio entre esta y la deuda financiera. El aspecto positivo de tanta deuda comercial es que no repercute negativamente a la salida de caja en forma de intereses.

Gráfico 5.3.4. Tipos de deuda de Laboratorios Rovi



Fuente: Elaboración propia

5.4. ACTIVIDAD, POSICIÓN ECONÓMICA Y GENERACIÓN DE RECURSOS:

En este apartado se analizarán las principales partidas de la cuenta de resultados, así como el ratio ROE.

En algunos casos, no se han cogido todos los números del epígrafe de ingresos del ejercicio, ya que algunas empresas incorporan en esos ingresos las subvenciones, los ingresos por ventas de subproductos, como es el caso de Cie Automotive, o indemnizaciones.

Tabla 5.4.1. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Resultado de Explotación / INCN	20%	16%	14%
Aprovisionamientos / INCN	-32%	-44%	-57%
Gastos de Personal / INCN	-19%	-18%	-16%
Otros Gastos de Explotación / INCN	-22%	-15%	-14%
Rentabilidad Económica: RdE / Activo	10%	9%	8%

Descomposición ROI: Vidrala	2020	2021	2022
Margen: Rdo. Ejercicio / Ventas	16%	13%	11%
Rotación: Ventas / Activo	0,65	0,64	0,69

Fuente: Elaboración propia

Comenzando con Vidrala, la tendencia de las ventas es muy positiva, han crecido a un ritmo del 17% CAGR. A pesar de ello, sus márgenes brutos de explotación se han visto reducidos con el paso de los años. El motivo de la reducción de márgenes es, como vemos en la tabla, el aumento de los aprovisionamientos, y es que su tasa de crecimiento ha sido mucho mayor que la de las ventas, por lo que estaríamos hablando de un gasto no controlado. El resto de gastos han reducido su peso sobre las ventas, siendo esto un aspecto muy positivo para Vidrala.

En cuanto a la rentabilidad y márgenes obtenidos, estos se han reducido al igual que lo ha hecho el margen bruto. El margen neto pasa del 16% al 11% en el periodo, y el ROI se reduce del 10% al 8%. La tendencia es positiva, pero convendría que la empresa cuidara sus márgenes en mayor medida. Sin embargo, la caída de los márgenes es consecuencia del aumento del precio de la energía, fuente necesaria para producir envases de vidrio. A pesar de ello, la situación del precio de la energía es temporal, por lo que poco a poco deberían volver a sus márgenes habituales. Si es el caso, sería una situación muy buena, ya que unos márgenes brutos del 20% y del 16% en el caso del margen neto son muy positivos para una compañía.

Tabla 5.4.2 Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Cie

Cie Automotive	2020	2021	2022
Resultado de Explotación / INCN	10%	13%	12%
Aprovisionamientos / INCN	-58%	-62%	-62%
Gastos de Personal / INCN	-19%	-18%	-16%
Otros Gastos de Explotación / INCN	-10%	-9%	-11%
Rentabilidad Económica: RdE / Activo	4%	5%	6%

Descomposición ROI: Cie Automotive	2020	2021	2022
Margen: Rdo. Ejercicio / Ventas	7%	9%	9%
Rotación: Ventas / Activo	0,58	0,57	0,68

Fuente: Elaboración propia

Cie Automotive ha conseguido aumentar en el periodo sus ventas a un ritmo del 15% CAGR, incrementando también su margen bruto, aunque en 2022 se ha reducido en un punto básico. En los gastos, la partida que más aumenta es la de aprovisionamientos, siendo esto lógico ya que la producción de componentes de automóviles requiere la compra de muchos materiales. El resto de los gastos no tienen tanto peso sobre las ventas.

En cuanto a rentabilidad y margen, el ROI aumenta del 4% al 6%, y el margen neto lo hace del 7% al 9%. La tendencia es muy positiva, sobre todo en ventas, en el margen y en el ROI, pero estos últimos dos son todavía bastante reducidos, aunque para el tipo de empresa son muy respetables. En cuanto a los gastos, sería conveniente que controlara los aprovisionamientos y los otros gastos de explotación, pero mientras consiga aumentar sus márgenes, no debería de ser esto un gran problema.

Tabla 5.4.3. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos Clínica Baviera

Clinica Baviera	2020	2021	2022
Resultado de Explotación / INCN	16%	23%	21%
Aprovisionamientos / INCN	-12%	-13%	-13%
Gastos de Personal / INCN	-39%	-36%	-36%
Otros Gastos de Explotación / INCN	-21%	-21%	-23%
Rentabilidad Económica: RdE / Activo	12%	21%	20%

Descomposición ROI: Clínica Baviera	2020	2021	2022
Margen: Rdo. Ejercicio / Ventas	11%	16%	15%
Rotación: Ventas / Activo	1,03	1,30	1,32

Fuente: Elaboración propia

Clínica Baviera tiene el segundo mayor crecimiento de las ventas en el periodo analizado, del 26% anualizado en 2 años. El margen bruto crece a ritmos elevados. Al igual que las ventas, los gastos también aumentan a ritmos demasiado altos, tanto que los aprovisionamientos y los otros gastos de explotación se consideran gastos no controlados, mientras que el gasto de personal sí que es controlado. Es normal que estos ritmos de crecimiento aparezcan en Clínica Baviera, y es que es una empresa todavía pequeña y que puede crecer mucho.

La rentabilidad y el margen podrían clasificarse como excelentes. El ROI ha pasado del 12% al 20%, por lo que a sus activos les saca más rentabilidad todavía. El margen neto pasa del 11% al 15%, siendo esto también muy positivo. En general, la situación es muy positiva para la empresa, ya que ventas, márgenes y rentabilidades aumentan mucho. El problema de los gastos no controlados no supone mucho riesgo mientras ventas, márgenes y rentabilidades sigan creciendo.

Tabla 5.4.4. Actividad, Posición Económica y Generación de Recursos de Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Resultado de Explotación / INCN	18%	28%	31%
Aprovisionamientos / INCN	-47%	-41%	-42%
Gastos de Personal / INCN	-18%	-14%	-13%
Otros Gastos de Explotación / INCN	-18%	-14%	-17%
Rentabilidad Económica: RdE / Activo	11%	21%	23%

Descomposición ROI: Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Margen: Rdo. Ejercicio / Ventas	15%	24%	24%
Rotación: Ventas / Activo	0,73	0,89	0,93

Fuente: Elaboración propia

Terminando con Laboratorios Rovi, tiene el mayor crecimiento de las ventas en el periodo, del 39% anualizado. También es la que mayor margen bruto consigue, pasando del 18% a un muy respetable 31%. Con una tasa de crecimiento de las ventas tan elevada, es complicado que los gastos se consideren no controlados, ya que el ritmo de crecimiento de estos será inferior al de las ventas. Laboratorios Rovi es ejemplo de ello, pues sus gastos son controlados, pero aumentan a ritmos muy altos también, un 32% anualizado los aprovisionamientos, un 20% anualizado los salarios y un 36% anualizado los otros gastos de explotación.

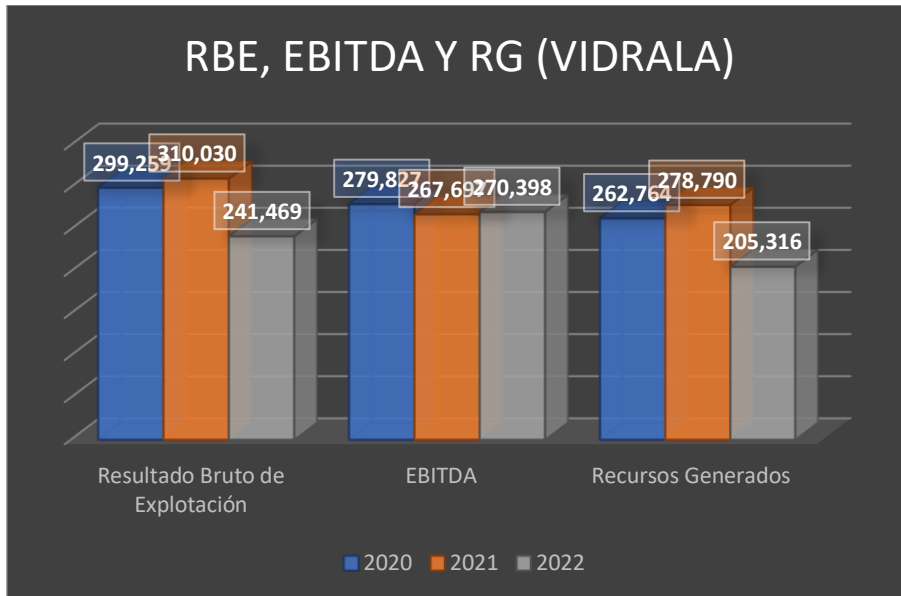
La rentabilidad y el margen también son los más elevados entre las empresas analizadas. A sus activos les sacan una rentabilidad del 23% en el último año, más del doble que en el primer año analizado. El margen neto pasa del 15% al 24%. En general, Laboratorios Rovi no tiene nada que cambiar en estos aspectos, pues se ha convertido en una empresa con unos márgenes muy elevados. El único punto negativo sería el aumento anual tan elevado de los costes, pero no serán un problema mientras la compañía aumente sus ventas a mayor ritmo.

5.5. RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN, EBITDA Y RECURSOS GENERADOS:

El resultado bruto de explotación (a partir de ahora RBE) son los ingresos y gastos que tiene la empresa, es decir, cuantos de estos se van a transformar en tesorería. Los recursos generados (a partir de ahora RG) es una variable utilizada para medir el resultado monetario, que, a diferencia del RBE, muestra cuál es el importe monetario al finalizar el ejercicio. El EBITDA es una variable que en los últimos años se ha popularizado más, y es que mide el resultado bruto que es la empresa capaz de generar, neutralizando partidas como la amortización, los impuestos, el deterioro y los intereses. Es una variable muy utilizada por los inversores, y que posteriormente se utilizará para complementar el análisis que se está realizando.

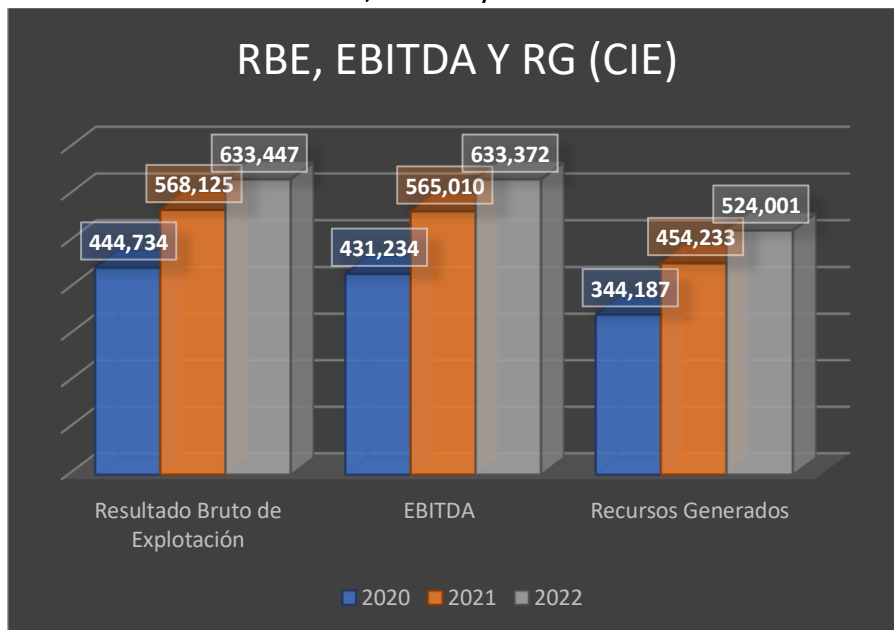
Mención necesaria es cómo se ha calculado cada una de las variables. RBE se ha calculado sumando al resultado del ejercicio, los ajustes al resultado que aparecen en el estado de flujos de efectivo (a partir de ahora EFE), aunque en algunos casos se han excluido ciertas partidas para que todas las empresas tengan los mismos criterios de cálculo. El EBITDA se ha calculado como el resultado de explotación más las partidas de deterioro y amortización que se encuentran en la cuenta de pérdidas y ganancias. Para los RG, los ajustes al resultado son los mismos que se han aplicado para el cálculo del RBE, pero se han eliminado los ingresos y gastos financieros.

Gráfico 5.5.1. RBE, EBITDA y RG de Vidrala



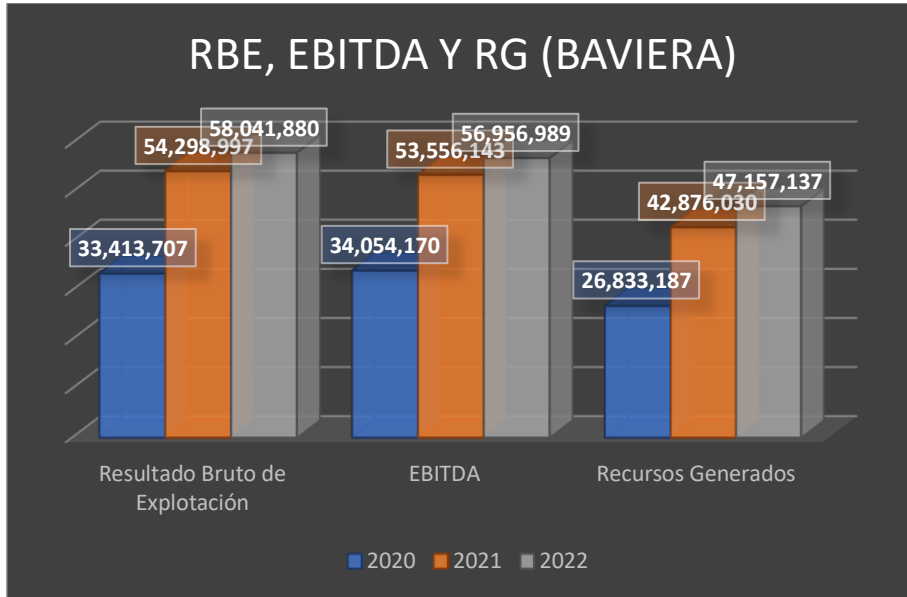
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.5.2. RBE, EBITDA y RG de Cie Automotive



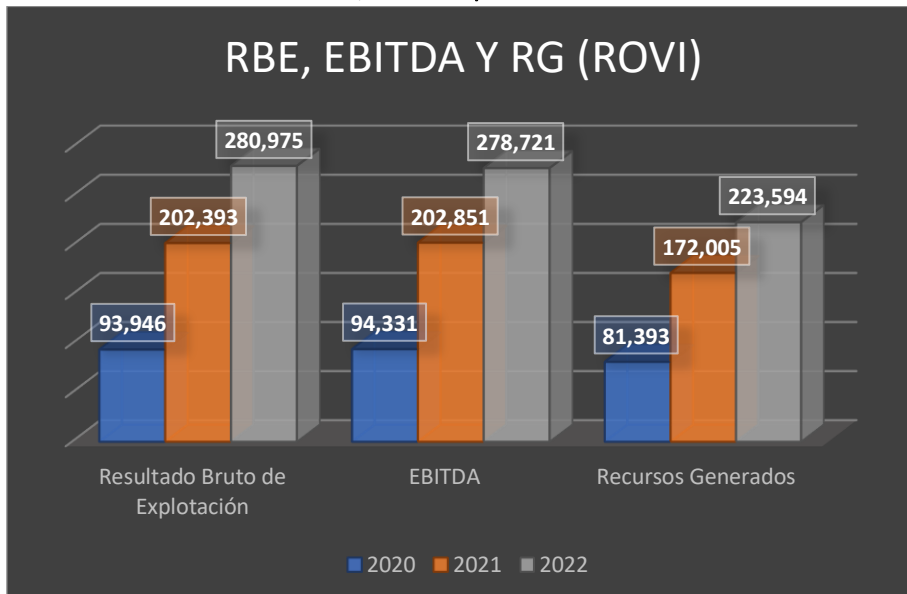
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.5.3. RBE, EBITDA y RG de Clínica Baviera



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5.5.4. RBE, EBITDA y RG de Laboratorios Rovi



Fuente: Elaboración propia

Como se observa en los gráficos, las cuatro empresas generan recursos anualmente y estos son crecientes con el paso de los años. Sin embargo, Vidrala es la que más problemas atesora, ya que ninguna de las tres variables en el último año analizado ha conseguido ser superior al primer año analizado. Por lo tanto, Vidrala es la más

perjudicada, pero todas tienen una generación de recursos constantes y ninguna consume recursos.

5.6. ESTRUCTURA DE GASTOS:

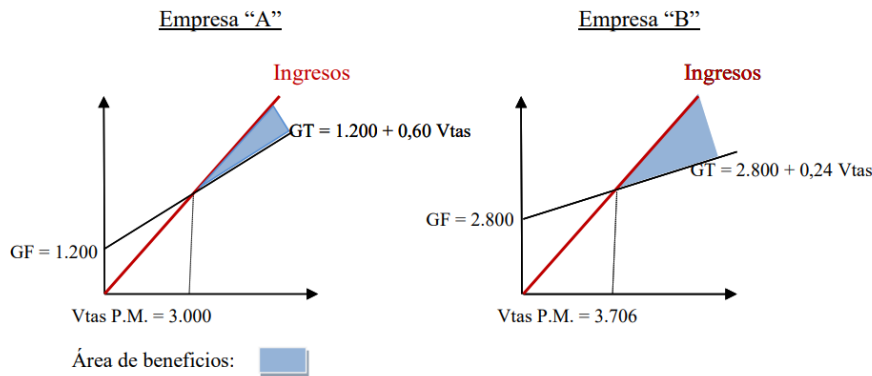
La estructura de gastos de una compañía puede dividirse en una estructura de gastos fijos o una estructura de gastos variables. En este apartado, se analizará la estructura de cada una de las compañías.

Cabe destacar que el importe de la cifra negocios escogido es el mismo que se ha utilizado en el análisis de la actividad, posición económica y generación de recursos. Además, el beneficio que aparece en este análisis no coincide con el beneficio real de la compañía, sino que es el beneficio resultante de este análisis en concreto.

Los epígrafes de la cuenta de pérdidas y ganancias que se han tenido en cuenta en los gastos variables son: Aprovisionamientos y otros gastos de explotación. Mientras que los epígrafes de la cuenta de pérdidas y ganancias que se han tenido en cuenta para los gastos fijos son: Salarios, amortización, deterioro y gastos financieros.

No hay una respuesta clara sobre qué tipo de estructura de costes es mejor, si la de costes variables o la de costes fijos. Una empresa que tenga una estructura más dada a los gastos variables (Empresa A en el gráfico) conseguirá llegar al punto muerto (importe de las ventas que consigue cubrir los gastos fijos y los gastos variables y que provoca que el resultado sea nulo) antes que una empresa cuya estructura sea la de costes fijos (Empresa B en el gráfico). Podemos comprobar esta afirmación es la siguiente imagen.

Gráfico 5.6.1. Estructura de gastos



Fuente: Apuntes OCW.

Por lo tanto, una estructura de costes variables será mejor para la empresa cuando la empresa no venda mucho, porque necesitará menos ventas para conseguir beneficios. Sin embargo, en periodos donde las ventas son abundantes y crecientes, la estructura de costes variables es más óptima, ya que, aunque a la empresa le cueste llegar más a conseguir beneficios por los altos costes (este factor no debería de ser un problema ya que se están analizando empresas que tienen ventas muy abundantes), los beneficios que consigue una vez supera el punto muerto son superiores a los que conseguiría una empresa cuya estructura de costes variables (Caraballo, T., Zubiaur, G., y Amondarain, J. Análisis del Riesgo Operativo).

Si tenemos en cuenta las empresas analizadas, encontramos tres empresas que optan por una estructura de costes variables (Vidrala, Cie Automotiv e y Laboratorios Rovi) y una empresa que opta por la estructura de costes fijos (Clínica Baviera).

5.7. INVERSIÓN-FINANCIACIÓN Y CONVERSIÓN A TESORERÍA:

Para comenzar a analizar si una empresa es rentable o no en su explotación, es importante que esta genere recursos, cosa que se ha comprobado que todas hacen. En este proceso intervienen políticas como la política comercial, la de personal, la financiera y la fiscal.

El segundo paso es la transformación de esos recursos a tesorería. En este proceso intervienen políticas como la gestión de cobros de clientes y la gestión de pagos de a proveedores y a acreedores varios. Esto se puede comprobar fácilmente en el EFE de la empresa, cuyas políticas de gestión de cobro y pago, se analizarán en este apartado del trabajo.

Se introduce en este apartado un concepto que anteriormente no se ha mencionado. Concretamente, es el diferimiento de tesorería de operaciones de actividad. Esta variable es el resultado de restar a la tesorería generada por las operaciones de actividad (de ahora en adelante TGO), los recursos generados. Si esta variable es positiva implica que la empresa tiene una buena transformación de recursos a tesorería, esto es, que la empresa tiene una buena política de cobros y pagos. Mientras que, si esta variable es negativa, implicará que la empresa no transforma correctamente todos los recursos que genera en tesorería, esto es, que no tiene una buena política de cobros y pagos.

Adicionalmente, para analizar si una empresa tiene una buena política de cobros y pagos, se utilizarán los ajustes que se incluyen en el apartado “efectivo generado por las operaciones” del EFE. Concretamente, cuando los clientes en el balance han aumentado en el ejercicio, en el EFE se visualizará un decremento de la tesorería, ya que no se ha cobrado totalmente el importe de las ventas en el ejercicio. En cambio, si los clientes en el balance han disminuido, en el EFE se visualizará un incremento en la tesorería, ya que se han cobrado todas las ventas del ejercicio e importes pendientes de ejercicios anteriores.

Alternativamente, los si los proveedores en el balance han aumentado, en el EFE se visualizará un incremento en tesorería, ya que la empresa no ha pagado todos los servicios y productos que ha comprado. Por el contrario, si los proveedores en el balance disminuyen, en el EFE se visualizará un decremento en tesorería, ya que la empresa ha pagado todos los servicios que ha recibido en el ejercicio y cantidades pendientes de ejercicios anteriores. Hecha la aclaración, comienza el análisis individualizado.

Comenzando con Vidrala, los diferimientos de tesorería son positivos en el año 2020 y 2021, mientras que en el 2022 son negativos. Por lo tanto, podría concluirse que la empresa ha realizado una buena gestión de los cobros y pagos en dos de los tres ejercicios y que la mala conversión a tesorería del ejercicio 2022 se debe a un problema temporal.

Tabla 5.7.1. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Recursos generados	262.764	278.790	205.316
Tesorería generada por las operaciones (TGO)	273.353	280.749	114.124
Diferimientos de tesorería operaciones de actividad	10.589	1.959	-91.192
Situación de liquidez	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente

Fuente: Elaboración propia

Las existencias contribuyen positivamente en la generación de tesorería en 2020 y 2021, pero no así en 2022. Los clientes también contribuyen positivamente en 2020, pero no en 2021 y 2022. Los acreedores consumen tesorería en 2020, pero en 2021 y 2022 proporcionan tesorería al aumentar en el balance. Por último, el resto de activos y pasivos corrientes y no corrientes contribuyen de forma negativa a la tesorería, consumiendo recursos en todos los ejercicios.

Si se tiene en cuenta que tanto los RG como las TGO son positivos, la empresa se encuentra en liquidez suficiente, que es la situación objetivo de todas las empresas. En general, sería positivo que la empresa volviera a la buena gestión de cobros y pagos, como ocurre en el ejercicio 2020.

En el caso de Cie Automotive, la explicación va a ser mucho más corta, ya que en el EFE no hacen un desglose concreto de cómo han contribuido estas partidas a la tesorería, acumulando el importe global en una única partida, pero sí que podemos obtener algo de información si observamos los importes en el balance. Durante los tres ejercicios la TGO es positiva y superior a los recursos generados, por lo que en los tres años tiene una buena gestión de cobros y pagos, obteniendo diferimientos de tesorería en las operaciones de actividad positivos.

Tabla 5.7.2. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Cie Automotive

Cie Automotive	2020	2021	2022
Recursos generados	344.187	454.233	524.001
Tesorería generada por las operaciones (TGO)	391.415	465.449	578.652
Diferimientos de tesorería operaciones de actividad	47.228	11.216	54.651
Situación de liquidez	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente

Fuente: Elaboración propia

En 2020, la gestión de cobros y pagos contribuye en 25 millones de euros a la tesorería. Las partidas que contribuyen positivamente al EFE mediante su reducción en el balance son las existencias y los clientes. Negativamente, los proveedores.

En 2021, la gestión de cobros y pagos contribuye en -32 millones de euros a la tesorería. Las partidas que contribuyen positivamente son clientes y proveedores. Esto es, se reducen los clientes con respecto del año anterior y aumentan los proveedores con respecto del año anterior. Negativamente contribuyen las existencias, que se han acumulado en el balance.

En 2022, la gestión de cobros y pagos contribuye en 25 millones de euros a la tesorería. Las existencias vuelven a aumentar, por lo que contribuirán negativamente en la tesorería. Los clientes aumentan, por lo que también contribuyen negativamente en la tesorería, y los proveedores también aumentan, contribuyendo positivamente a la tesorería.

En general, la empresa gestiona bien sus cobros y sus pagos. Además, si tenemos en cuenta que genera recursos de forma recurrente y que los transforma en tesorería también de forma recurrente, la empresa se encuentra en una situación de liquidez suficiente los tres años analizados. Cabe destacar, que la empresa en el epígrafe intereses cobrados y pagados, tienen un movimiento negativo de -34, -25 y -23 millones de euros en los años 2020, 2021 y 2022, que provocan que la tesorería sea mucho menor en el ejercicio.

Turno ahora para Clínica Baviera. En los tres ejercicios analizados la TGO es superior a los recursos generados, así que se observa una situación similar a la de Cie Automotive, en la que destaca una buena gestión de los cobros y de los pagos.

Tabla 5.7.3. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Clínica Baviera

Clínica Baviera	2020	2021	2022
Recursos generados	26.833.187	42.876.030	47.157.137
Tesorería generada por las operaciones (TGO)	31.455.530	46.856.587	53.377.072
Diferimientos de tesorería operaciones de actividad	4.622.343	3.980.557	6.219.935
Situación de liquidez	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente

Fuente: Elaboración propia

En los tres ejercicios, las existencias contribuyen negativamente a la generación de tesorería. Las cuentas a cobrar contribuyen positivamente en 2020 y 2022, pero no en 2021. Las cuentas a pagar contribuyen positivamente a la tesorería en los tres ejercicios.

Por lo tanto, la empresa tiene una muy buena gestión de cobros y pagos, principalmente porque opta por financiarse con los proveedores y acreedores, y que coincide con la descripción que se ha dado en la estructura de la deuda de la empresa, en la que se menciona que Clínica Baviera está optando por financiarse más con proveedores y acreedores que con deuda financiera, aumentando el peso de la primera y reduciendo el peso de la segunda, respectivamente.

En los tres ejercicios, tanto los recursos generados como la TGO son positivos, por lo que la empresa se encuentra en una situación de liquidez suficiente.

Terminando con Laboratorios Rovi, genera recursos de manera consistente durante los ejercicios, pero a la hora de transformarlos en tesorería se encuentran con dificultades, al menos en los años 2020 y 2021. En el año 2022 consiguen convertir en tesorería más recursos de los que generan. Estas situaciones implican que la empresa tiene diferimientos de tesorería por las operaciones de actividad positivos en 2020 y 2021, y negativos en 2022.

Tabla 5.7.4. Inversión-Financiación y Conversión a Tesorería de Laboratorios Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Recursos generados	81.393	172.005	223.594
Tesorería generada por las operaciones (TGO)	46.876	149.441	237.602
Diferimientos de tesorería operaciones de actividad	-34.517	-22.564	14.008
Situación de liquidez	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente	Liq. Suficiente

Fuente: Elaboración propia

Los clientes contribuyen positivamente en 2020, pero en 2021 y 2022 lo hacen negativamente. Los proveedores y otras cuentas a pagar contribuyen negativamente a la tesorería en 2020, mientras que en 2021 y 2022 contribuyen positivamente.

Sin embargo, el mayor problema de Rovi ya se ha mencionado anteriormente, y es la acumulación en el almacén de las existencias. Estas contribuyen negativamente a la tesorería todos los ejercicios analizados.

El efecto global del epígrafe “variaciones en el capital circulante” es negativo todos los ejercicios, por lo que la empresa no tiene una buena gestión de cobros y pagos.

A pesar de todo ello, la empresa consigue maquillar este resultado negativo con generación de tesorería en el epígrafe “otros cobros y pagos”, pero no son suficientes como para conseguir que la empresa logre diferimientos de tesorería positivos.

Al igual que el resto de compañías, tanto los recursos generados como la TGO son positivos en los tres años analizados y tienen una tendencia muy alcista, por lo que la empresa se encuentra en una situación de liquidez suficiente.

En resumen, todas las compañías generan recursos y tienen TGO positivas. Sin embargo, la conversión a tesorería de esos recursos generados a algunas empresas les cuesta más. La mejor empresa en su gestión de cobros y pagos es Clínica Baviera o Cie Automotive, aunque este segundo, se queda en un segundo escalón porque no aporta un desglose de las variaciones concretas de las partidas. En el último puesto, encontraríamos a Laboratorios Rovi, que si bien es cierto que su política de cobros y pagos no es tan mala

como pueden indicar los diferimientos de tesorería en las operaciones de actividad, ya que la acumulación de existencias sin vender en el almacén merma muy considerablemente su tesorería.

5.8. ANÁLISIS TGO, TGI Y TGF:

En el análisis de la TGO, la tesorería generada en las operaciones de inversión (a partir de ahora TGI) y la tesorería generada en las operaciones de financiación (a partir de ahora TGF), excluirémos las TGO, principalmente porque ya se han visto los ajustes por partidas de gastos e ingresos no monetarios, y porque los cambios en el capital corriente (el análisis de la gestión de cobros y pagos de la empresa) se han analizado justo antes del comienzo de este análisis. La otra partida de otros flujos de efectivo de las operaciones de explotación incluye el pago de impuestos, los cobros y pagos de intereses (en el caso de Cie Automotive son algo elevados), y algunos cobros por prestación de servicios (estos únicamente aparecen en Laboratorios Rovi).

Tabla 5.8.1. Análisis TGO, TGI y TGF de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Resultado del ejercicio antes de impuestos	189.166	172.514	187.748
Ajustes al resultado	110.093	137.516	53.721
Cambios en el capital corriente	9.125	1.749	-117.545
Otros flujos de efectivo de las operaciones de explotación	-35.031	-31.030	-9.800
Tesorería Generada en la explotación Ordinaria (TGO)	273.353	280.749	114.124
Pagos por inversiones	-134.248	-109.800	-120.200
Cobros por desinversiones	-	-	-
Tesorería Generada por las operaciones de Inversión (TGI)	-134.248	-109.800	-120.200
Necesidad (-)/Disponibilidad (+) de Tª a cubrir por la financiación	139.105	170.949	-6.076
Instrumentos de patrimonio	-6.191	-1.567	-31.765
Instrumentos de pasivo financiero	-18.033	-88.043	65.937
Dividendos	-31.498	-32.977	-34.607
Tesorería Generada por las operaciones de Financiación (TGF)	-55.722	-122.587	-435
Variación de Tesorería (TGO + TGI + TGF)	83.383	48.362	-6.511

Fuente: Elaboración propia

Comenzando con Vidrala, en los años 2020 y 2021, la empresa es capaz de generar excedente de su actividad, por importe de 273 y 280 millones de euros, respectivamente. La TGI nos indica la inversión que está realizando, siendo esos años de 134 y 109 millones de euros, respectivamente. De estas inversiones, el 98% es procedente de la adquisición de inmovilizado material. De la resta de la TGO y TGI obtenemos la necesidad/disponibilidad de la tesorería a cubrir por la financiación. Esto es, si después de generar excedente e invertirlo, la empresa necesita financiarse para continuar su actividad o no. Como vemos, tanto en 2020 como en 2021, a la empresa le sobran recursos una vez realizadas las inversiones correspondientes.

Estos recursos sobrantes los va a dedicar a la remuneración al accionista y al pago de deuda. Al accionista se le remunera mediante dividendo de 31 millones en 2020 y 33 millones en 2021. Además, como mayor remuneración al accionista, la empresa ha realizado recompras de acciones. Y en total, se repagan 18 millones de euros de deuda.

En el año 2022, a Vidrala no le fue tan bien, al menos en la generación de recursos, y eso se nota, ya que la TGO es de 114 millones de euros, pero invierte 120 millones. Por lo que al final queda una necesidad a cubrir por la financiación. Se endeudan por 65 millones de euros, pero reparten 34 millones en dividendos y 31 millones los destinan a la recompra de acciones. El resultado final es que se exceden en el reparto de dividendos y en las recompras, y la TGF también es negativa, por lo que la necesidad de financiación y la TGF negativa las va a financiar con la propia tesorería de la empresa. Esto no supone ningún problema ya que tienen tesorería de sobra.

Por lo tanto, en Vidrala vemos una empresa sólida en la generación de recursos, en la inversión y en la financiación, en la que destaca la remuneración al accionista.

Tabla 5.8.2. Análisis TGO, TGI Y TGF de Cie Automotive

Cie Automotive	2020	2021	2022
Resultado del ejercicio antes de impuestos	253.065	382.099	432.166
Ajustes al resultado	191.968	187.333	212.178
Cambios en el capital corriente	25.818	-32.770	25.279
Otros flujos de efectivo de las operaciones de explotación	-79.436	-71.213	-90.971
Tesorería Generada en la explotación Ordinaria (TGO)	391.415	465.449	578.652
Pagos por inversiones	-263.258	-225.777	-292.261
Cobros por desinversiones	12.074	10.452	22.017
Tesorería Generada por las operaciones de Inversión (TGI)	-251.184	-215.325	-270.244
Necesidad (-)/Disponibilidad (+) de Tª a cubrir por la financiación	140.231	250.124	308.408
Instrumentos de patrimonio	-91.599	5.410	-55.767
Instrumentos de pasivo financiero	131.955	-145.219	-93.179
Dividendos	-93.936	-61.262	-87.207
Tesorería Generada por las operaciones de Financiación (TGF)	-53.580	-201.071	-236.153
Diferencias de cambio de efectivo	-36.803	44.756	10.415
Variación de Tesorería (TGO + TGI + TGF)	49.848	93.809	82.670

Fuente: Elaboración propia

Cie Automotive se encuentra en una situación similar. Genera excedentes en su actividad de manera recurrente. Invierte estos excedentes sin comprometer a la empresa. Y en la financiación, acaba pagando más deuda financiera de la que contrae y remunera al accionista tanto con dividendos como con recompra de acciones. La única excepción es el año 2020, ejercicio en el que contrae más deuda de la que acaba pagando, posiblemente por necesidades relacionadas con el Covid-19.

Cie también cuenta con un factor diferencial respecto al resto de compañías en su EFE, y son las diferencias de cambio de efectivo, que merman en 36 millones de euros la caja de la empresa en 2020, pero que en 2021 y 2022 tiene un efecto positivo con 44 y 10 millones de euros, respectivamente.

En conclusión, la empresa es también muy sólida. Tiene disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación positiva, por lo que se puede permitir remunerar al accionista de la forma en la que lo hace y pagar más deuda de la que contrae.

Tabla 5.8.3. Análisis TGO, TGI y TGF de Clínica Baviera

Clínica Baviera	2020	2021	2022
Resultado del ejercicio antes de impuestos	20.186.062	38.899.356	40.679.934
Ajustes al resultado	13.227.645	15.399.641	17.361.946
Cambios en el capital corriente	2.399.310	3.838.285	4.963.456
Otros flujos de efectivo de las operaciones de explotación	-4.357.487	-11.280.695	-9.628.264
Tesorería Generada en la explotación Ordinaria (TGO)	31.455.530	46.856.587	53.377.072
Pagos por inversiones	-21.410.129	-21.127.174	-38.546.577
Cobros por desinversiones	8.388	4.045.928	25.987.821
Tesorería Generada por las operaciones de Inversión (TGI)	-21.401.741	-17.081.246	-12.558.756
Necesidad (-)/Disponibilidad (+) de Tª a cubrir por la financiación	10.053.789	29.775.341	40.818.316
Instrumentos de patrimonio	5.747	11.934	-20.468
Instrumentos de pasivo financiero	-3.159.235	-13.459.676	-14.237.665
Dividendos	0	-17.348.242	-17.188.314
Tesorería Generada por las operaciones de Financiación (TGF)	-3.153.488	-30.795.984	-31.446.447
Variación de Tesorería (TGO + TGI + TGF)	6.900.301	-1.020.643	9.371.869

Fuente: Elaboración propia

Clínica Baviera sigue una senda similar a la de las otras dos compañías analizadas. La TGO son positivas, recurrentes y crecientes en los ejercicios analizados. Aunque bien es cierto que destinan mucho dinero a las inversiones (21, 21 y 38 millones de euros en 2020, 2021 y 2022, respectivamente). Sin embargo, en el año 2022, la empresa desinvierte 25 millones de euros. De las cantidades que destina a inversión, aproximadamente entre un 35% y 50% se destina a la compra de inmovilizado, y el restante la inversión en otros activos financieros.

Por lo tanto, tras este vistazo rápido, en todos los ejercicios, la empresa ha generado disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación, que puede destinar a lo que la compañía considere oportuno.

En 2020, la compañía decidió no repartir dividendo, algo positivo por la incertidumbre del momento, siendo mejor esperar a ver cómo se desarrollan los acontecimientos y que no salgan más de 10 millones de euros de caja por dividendo. Como no repartió dividendo, se dedicó a reducir la deuda financiera.

En 2021, la disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación fue de casi 30 millones de euros. Destinó 13 millones a pagar deuda financiera y 17 millones en forma de dividendo a los accionistas. Acabaron excediéndose con la salida de caja en la TGF, siendo la variación de tesorería del ejercicio -1 millón de euros y teniendo que financiar ese desfase con su propia tesorería y no con excedente generado en la actividad.

En 2022, la disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación fue de 40 millones de euros. Repagaron 14 millones de deuda, y repartieron 17 millones a los accionistas, sobrando al final del ejercicio 9 millones que dejaron en tesorería.

En general, Clínica Baviera hace las cosas con mucho sentido, no invierte en ningún ejercicio más de lo que ha generado, y cuando hay momentos de tensión como pudo ser el ejercicio 2020, no dudaron en hacer buen uso de la caja y no repartir dividendo por si el problema era más grave. Además, remunera muy bien al accionista, aunque podría ser recomendable que parte de la remuneración en dividendo se destinara a la recompra de acciones.

Tabla 5.8.4. Análisis TGO, TGI y TGF de Laboratorios Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Resultado del ejercicio antes de impuestos	72.581	182.628	257.967
Ajustes al resultado	21.365	19.765	23.008
Cambios en el capital corriente	-63.751	-64.034	-56.973
Otros flujos de efectivo de las operaciones de explotación	16.681	11.082	13.600
Tesorería Generada en la explotación Ordinaria (TGO)	46.876	149.441	237.602
Pagos por inversiones	-39.692	-40.940	-57.258
Cobros por desinversiones	67	101	104
Tesorería Generada por las operaciones de Inversión (TGI)	-39.625	-40.839	-57.154
Necesidad (-)/Disponibilidad (+) de Tª a cubrir por la financiación	7.251	108.602	180.448
Instrumentos de patrimonio	233	-36.457	-97.871
Instrumentos de pasivo financiero	-12.048	-5.140	-5.660
Dividendos	-9.700	-21.132	-51.007
Tesorería Generada por las operaciones de Financiación (TGF)	-21.515	-62.729	-154.538
Variación de Tesorería (TGO + TGI + TGF)	-14.264	45.873	25.910

Fuente: Elaboración propia

Terminamos con Laboratorios Rovi. La tendencia va a ser la misma que las anteriores empresas, y es que genera excedente de forma continuada y creciente y en ningún ejercicio invierte más de lo que genera.

En 2020, la disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación fue de 7 millones de euros. Sin embargo, entre repartir dividendos y repagar deuda, la empresa excedió los límites y la variación de tesorería al final del ejercicio fue de -14 millones de euros que costaron de asimilar ya que la empresa disponía de 67 millones en tesorería. No fue un golpe muy duro, pero desde luego no fue la mejor gestión.

En 2021 y 2022, la situación es la misma, pero la variación de tesorería al final del ejercicio ya no es negativa, sino positiva. Obtiene 108 y 180 millones de disponibilidad de tesorería a cubrir por la financiación en los ejercicios 2021 y 2022 respectivamente para hacer lo que quiera. En ambos ejercicios, se remunera mayoritariamente al accionista, y el pago de deuda financiera se deja a un lado. La remuneración al accionista

mediante recompras y dividendos fue de 58 y 148 millones de euros en 2021 y 2022 respectivamente, mientras que el pago de deuda fue de apenas 5 millones en cada ejercicio.

Laboratorios Rovi es, al igual que el resto, una empresa cuyo EFE es muy sólido, que no hacen cosas extrañas con las inversiones y que remuneran al accionista muy bien. El único aspecto a destacar sería el pago de deuda financiera. En vez de destinar tanto dinero al accionista, podría destinar algo más a pagar deuda financiera y así eliminándola, aunque como se ha visto en el análisis de la estructura de deuda, esta solo tiene un peso del 17% sobre la deuda global de la empresa, por lo que tampoco es tan malo que no repaguen más deuda.

Si se analizan las tres variables (TGO, TGI y TGF) a la vez, se puede obtener una estimación sobre en qué etapa del negocio se encuentran. Pues bien, las cuatro empresas se encontrarían a una etapa de madurez. Sin embargo, en ningún caso es cierto, ya que Vidrala, Cie y Rovi son empresas de mediana capitalización, no superando ninguna los 4.500 millones de euros de capitalización. En el caso de Clínica Baviera, capitaliza 462 millones de euros, siendo una empresa de pequeña capitalización. Por lo que la etapa de madurez no se corresponde con la etapa de ninguna compañía analizada. Más bien, todas se encontrarían en una etapa de crecimiento-

5.9. FONDO DE ROTACIÓN:

A pesar de que el fondo de rotación pueda parecer una métrica sencilla a la hora de analizar una empresa, resulta muy útil a la hora de entender la empresa y cómo se financia. El fondo de rotación siempre se ha calculado como el activo corriente menos el pasivo corriente, o, en su defecto, patrimonio neto más pasivo no corriente menos activo no corriente. En este caso, se va a calcular utilizando la primera fórmula, pero se van a introducir unos conceptos diferentes para su cálculo.

Para ello, se introduce el concepto de necesidad/disponibilidad del fondo de rotación de la explotación y la necesidad(+)/disponibilidad(-) del fondo de rotación de fuera de la explotación. El primero de ellos es la cantidad monetaria necesaria que falta por cubrir o sobra una vez se han financiado las partidas más básicas del activo corriente (existencias y clientes) con las partidas más básicas del pasivo corriente (proveedores). En el segundo concepto se incluyen el resto de partidas del activo corriente y pasivo corriente, esto es, los créditos concedidos a corto plazo y los créditos obtenidos a corto plazo.

Además, se analizará como afecta el periodo medio de cobro y el periodo medio de pago al fondo de rotación. En casi todos los casos, el periodo medio de cobro se ha calculado dividiendo las cuentas a cobrar de clientes entre el importe neto de la cifra de negocios, y posteriormente, este resultado se ha multiplicado por 360 días, el número de días que tiene un año natural. En tes caso, el nº de días utilizado es 360 ya que matemáticamente es el número que se suele emplear para estos análisis, pero aun utilizando 365 días, el resultado no diferiría mucho. El periodo medio de pago se ha obtenido de las CCAACC presentadas por cada una de las empresas, ya que ahora es obligatorio cumplimentarlo.

Tabla 5.9.1. Fondo de Rotación de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Tesorería	112.178	160.540	154.029
Existencias	161.514	166.491	254.683
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	220.949	240.536	318.696
Proveedores y otras cuentas a pagar	-215.202	-259.271	-386.779
Necesidades del fondo de rotación de la explotación	167.261	147.756	186.600
Resto de activos corrientes	19.547	54.800	53.294
Resto de pasivos corrientes	-208.794	-139.689	-101.783
Necesidades del fondo de rotación fuera de la explotación	-189.247	-84.889	-48.489
Fondo de Rotación	90.192	223.407	292.140
Periodo de cobro = (Cred. Com. Activos/INCEN) * 360	80	80	85
Periodo de pago <i>(*)Obtenido de la memoria</i>	59	57	51

Fuente: Elaboración propia

Comenzando con Vidrala, en los tres ejercicios tiene necesidades del fondo de rotación de la explotación, esto es porque el importe de las existencias y los clientes combinados es superior al de los proveedores. Por lo tanto, las deudas con los proveedores no son suficientes para financiar las necesidades que provocan tanto los clientes como las existencias. Pero si se observa el ciclo de fuera de la explotación, concede menos créditos de los que recibe. Por lo tanto, el ciclo de fuera de la explotación va a financiar el ciclo de explotación. A pesar de ello, la empresa también posee mucha tesorería, y los pasivos corrientes no van a ser suficientes para financiar tanto activo corriente. Esto va a provocar que el fondo de rotación sea positivo.

Si se analiza el periodo medio de cobro y de pago, el periodo de cobro es de más de 80 días, mientras que el periodo de pago comienza en 59 días y se reduce a 51 días. Esta situación provoca un déficit transitorio de liquidez en la tesorería de Vidrala. Esto es, la empresa tiene que adelantar dinero a sus proveedores antes de cobrar de sus clientes, y esa salida temprana hay que financiarla de alguna manera, ya puede ser con caja, con deuda (por ejemplo, una línea de crédito o con descuentos comerciales), o mediante la venta de activos a largo plazo. Sin embargo, esta no es la mejor situación, ya que las empresas más óptimas buscan cobrar de sus clientes antes de tener que pagar a sus acreedores. Además, es el elevado periodo de cobro el que provoca un aumento tan elevado en la partida de clientes, haciendo así que el fondo de rotación sea positivo.

En general, siempre es positivo tener un fondo de maniobra positivo, ya que aporta seguridad en el corto plazo. Sin embargo, uno de los factores que provocan este fondo de maniobra positivo es el mayor periodo de cobro sobre el periodo de pago, por lo que ya no es una situación tan positiva. Aun así, la situación global es positiva.

Tabla 5.9.2. Fondo de Rotación de Cie Automotive

Cie Automotive	2020	2021	2022
Tesorería	565.561	658.788	732.053
Existencias	370.632	482.868	494.849
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	344.831	284.155	309.457
Proveedores y otras cuentas a pagar	-851.328	-934.873	-1.026.609
Necesidades del fondo de rotación de la explotación	-135.865	-167.850	-222.303
Resto de activos corrientes	157.840	215.151	197.802
Resto de pasivos corrientes	-929.906	-911.212	-880.066
Necesidades del fondo de rotación fuera de la explotación	-772.066	-696.061	-682.264
Fondo de Rotación	-342.370	-205.123	-172.514
Periodo de cobro = (Cred. Com. Activos/INCN) * 360	43	33	29
Periodo de pago <i>(*)Obtenido de la memoria</i>	72	76	73

Fuente: Elaboración propia

Cie Automotive tiene disponibilidades del fondo de rotación de la explotación. Esto significa que con sus proveedores financia todas las necesidades provocadas por los clientes y las existencias. Fuera de la explotación, ocurre más de lo mismo, los cobros son menores que los pagos. Esto ocurre en los tres ejercicios. Estos factores contribuyen a que su fondo de rotación, a diferencia de Vidrala, sea negativo.

El otro factor que provoca que el fondo de rotación sea negativo es el periodo medio de cobro y de pago. Se observa que el periodo de cobro se ha ido reduciendo con el paso del tiempo, y que el periodo de pago se ha mantenido en más de 70 días. Por lo tanto, la empresa se encuentra con excedentes transitorios de liquidez. De hecho, tanto en el ejercicio 2021 como en el ejercicio 2022, a la empresa le da tiempo a cobrar dos veces antes de tener que pagar a sus proveedores una vez. Este periodo de pago tan elevado es una de las causas del tan elevado importe de los pasivos corrientes, y de que el fondo de rotación sea negativo. Además, el excedente transitorio de liquidez le permite a la empresa obtener rentabilidades con ella. Puede invertir ese dinero a corto plazo obteniendo un excedente todavía mayor, y posteriormente pagar al proveedor sin tener que pasarse del plazo acordado.

Como se ha mencionado, no tiene por qué ser una situación mala. A corto plazo, no tendría suficientes recursos para cubrir sus deudas en caso de problema puntual. Pero, la empresa cuenta con mucha tesorería debido a su periodo medio de cobro y de pago, con el rendimiento adicional que este genera. Este tipo de estructura de fondo de rotación solo es sostenible si la empresa es capaz de gestionar correctamente el día a día, y si la solvencia y estructura de la empresa lo permite. Por lo que se concluye que el fondo de maniobra negativo no es un aspecto negativo para Cie Automotive.

Tabla 5.9.3. Fondo de Rotación de Clínica Baviera

Clínica Baviera	2020	2021	2022
Tesorería	10.821.669	9.801.026	19.172.895
Existencias	1.641.524	1.932.946	2.161.524
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.279.594	3.393.863	2.872.326
Proveedores y otras cuentas a pagar	-9.937.010	12.981.067	17.010.326
			-
Necesidades del fondo de rotación de la explotación	-6.015.892	-7.654.258	11.976.476
Resto de activos corrientes	16.635.087	22.794.896	20.402.018
Resto de pasivos corrientes	-	-	-
Resto de pasivos corrientes	22.410.848	22.885.574	24.028.367
Necesidades del fondo de rotación fuera de la explotación	-5.775.761	-90.678	-3.626.349
Fondo de Rotación	-969.984	2.056.090	3.570.070
Periodo de cobro <i>(*)Obtenido de la memoria</i>	4	4	4
Periodo de pago <i>(*)Obtenido de la memoria</i>	36	32	35

Fuente: Elaboración propia

Turno ahora para Clínica Baviera. En los tres ejercicios, las necesidades del fondo de rotación de la explotación son negativos. Fuera de la explotación la situación es la misma, las cantidades pendientes de cobrar son menores que las cantidades pendientes a pagar. Sin embargo, la empresa es poseedora de mucha liquidez. En 2020, el fondo de rotación es negativo por menos de un millón de euros, pero en 2021 y 2022, el fondo de rotación es positivo por dos y tres millones y medio, respectivamente.

De la memoria de la empresa se extrae, tanto el periodo medio de cobro como el periodo medio de pago. El periodo medio de cobro es únicamente de cuatro días. Hay que recordar que la empresa se dedica a la cirugía ocular para personas. No es un servicio que se rija por ser B2B, sino que es un servicio directamente para el consumidor final, por lo que el cliente de a pie tiene que pagar mucho antes de lo que lo haría una empresa. Mientras, el periodo medio de pago es de 34 días de media en los tres ejercicios.

Claramente, se puede observar que la empresa va a tener excedentes transitorios de liquidez, y es que va a cobrar mucho antes de lo que va a pagar a sus acreedores. Estos excedentes transitorios de liquidez se pueden observar en el balance y en la memoria, ya que la empresa posee activos financieros corrientes por valores de 16, 22 y 19 millones de euros en 2020, 2021 y 2022, respectivamente. La empresa menciona en su memoria que estos activos financieros “se deben al exceso de tesorería generado durante los ejercicios por la propia actividad”. En el año 2022, se reducen principalmente por la baja de 24 millones de euros de esos activos financieros, que, de no haberse producido, el importe sería mucho mayor. Entonces, Clínica Baviera incurre en excedentes transitorios de liquidez que utiliza para obtener mayor rentabilidad.

Por lo tanto, Clínica Baviera tiene un fondo de rotación positivo, a excepción del año 2020, lo cual se cataloga como una buena situación en caso de que ocurra algún imprevisto. Pero, además, la empresa tiene un periodo de cobro de cuatro días e invierte los excedentes transitorios de liquidez para obtener mayor rentabilidad en su ejercicio. Podría decirse que se encuentra en la posición óptima en este aspecto y que no hay nada negativo que necesite un cambio.

Tabla 5.9.4. Fondo de Rotación de Laboratorios Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Tesorería	53.162	99.035	124.945
Existencias	227.199	245.473	311.944
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	76.401	150.172	180.011
Proveedores y otras cuentas a pagar	-91.364	-125.173	-165.776
Necesidades del fondo de rotación de la explotación	212.236	270.472	326.179
Resto de activos corrientes	7.816	11.682	6.173
Resto de pasivos corrientes	-31.525	-65.215	-128.111
Necesidades del fondo de rotación fuera de la explotación	-23.709	-53.533	-121.938
Fondo de Rotación	241.689	315.974	329.186
Periodo de cobro = (Cred. Com. Activos/INCN) * 360	65	83	79
Periodo de pago <i>(*)Obtenido de la memoria</i>	55	57	54

Fuente: Elaboración propia

Por último, Laboratorios Rovi se encuentra en una situación similar a la de Vidrala, y es que las necesidades del fondo de rotación de la explotación son positivas en los tres ejercicios, principalmente por el estancamiento de las existencias en el almacén, y fuera de la explotación los importes a cobrar son menores que los importes a pagar. La diferencia entre estas dos partidas más el importe de tesorería resulta en un fondo de rotación positivo.

En cuanto al periodo medio de cobro y de pago, a Rovi le ocurre lo mismo que a Vidrala. El periodo medio de cobro es superior al periodo medio de pago, por lo que la empresa va a tener déficit transitorio de liquidez, que va a tener que financiar de alguna forma. El periodo de cobro ha aumentado desde los 65 días en 2020 hasta los 79 días en 2022, siendo esta una de las explicaciones al fondo de rotación positivo.

Por lo tanto, Rovi se encuentra en la misma situación general que Vidrala. Tiene un fondo de maniobra positivo que le permite tener un margen en caso de inestabilidad temporal, y un periodo medio de cobro superior al periodo de pago, que no es lo más deseable.

Sin embargo, la situación no es ni mucho menos mala, sino normal dentro de las empresas.

En resumen, la empresa mejor posicionada en este apartado del análisis es claramente Clínica Baviera. Seguidamente iría Cie Automotive, que, a diferencia de Clínica Baviera, el fondo de rotación es negativo y es lo que ha provocado su segundo puesto. Por último, Rovi y Vidrala, por su similitud, serían las peores dentro de las empresas analizadas.

5.10. POSICIÓN FINANCIERA:

En este apartado se procede a analizar la posición financiera en la que se encuentra la empresa. Por ello, se introduce una serie de nuevos conceptos que seguidamente se detallan:

La capacidad de autofinanciación (a partir de ahora CA), es lo mismo que los RG que se han presentado en este mismo análisis. Distinguimos dos definiciones para la CA o los RG. Se puede definir como el flujo financiero que genera la propia actividad empresarial y que está disponible o va a estarlo en el corto plazo; o, como la masa financiera generada por las operaciones de actividad y que sirve para financiar a la propia empresa. En este apartado del análisis, se utilizará la segunda definición.

La segunda variable que se define es la necesidad financiera sin cubrir. Esta se define como el grado de riesgo financiero generado en el ejercicio. Si el valor es positivo es que la empresa no ha generado recursos suficientes para cubrir toda la necesidad financiera que genera mediante las operaciones de inversión y financiación. Si, por el contrario, es negativo, implica que la empresa ha generado recursos suficientes en el ejercicio para cubrir toda a necesidad financiera generada por las operaciones de inversión y financiación. El resultado óptimo para las empresas sería que la necesidad financiera sin cubrir fuera negativa.

La tercera variable es la disponibilidad/necesidad financiera generada por el circulante de actividad y tesorería. Asimismo, esta variable se subdivide en otras dos variables, que son la variación del circulante de actividad y la variación de tesorería y equivalentes. La suma de las dos subvariables proporciona la disponibilidad/necesidad financiera generada por el circulante de actividad y tesorería.

La variación del circulante de actividad es una variable que ya se ha calculado anteriormente, y es concretamente el diferimiento de tesorería de las operaciones de actividad. Esta variable era la diferencia entre los RG y la TGO, y se ha utilizado en el apartado inversión-financiación y conversión a tesorería.

La variación de tesorería y equivalentes es el aumento/disminución neto de efectivo y otros medios líquidos equivalentes que aparece en el EFE de cada empresa.

Adicionalmente, se ilustrará gráficamente la situación en la que las empresas se encuentran. En el eje Y, se ilustra la variable “recursos generados”, mientras que en el eje X se ilustra la variable “necesidad financiera sin cubrir”. Gráficamente, esta segunda variable se ilustrará del revés, es decir, los valores negativos tomarán valores positivos, y, los valores positivos tomarán valores negativos. La razón de ello es que, como ya se ha mencionado antes, el resultado óptimo para la empresa es que la variable sea negativa. La situación óptima para cada empresa sería encontrarse en el cuadrante superior derecha, esto es, que ambas variables sean positivas.

Tras la definición de las nuevas variables y su cálculo, se procede con el análisis detallado de cada empresa.

Tabla 5.10.1. Posición Financiera de Vidrala

Vidrala	2020	2021	2022
Pagos por la adquisición de Inmovilizado material	132.117	107.604	117.296
Pagos por la adquisición de inmovilizado intangible	2.131	2.196	2.904
Recompra de acciones propias	6.191	1.567	31.765
Pagos de deudas con entidades de crédito	78.033	28.043	24.500
Pagos de otras deudas	0	85.000	22.063
Dividendos pagados	31.498	32.977	34.607
Necesidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	249.970	257.387	233.135
Disponibilidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	0	0	0
*Recursos Propios			
Necesidad financiera a cubrir por la CA	249.970	257.387	233.135
Capacidad de Autofinanciación (CA)	-262.764	-278.790	-205.316
Necesidad financiera sin cubrir	-12.794	-21.403	27.819
Aumento del circulante de actividad y Tª	83.383	48.362	91.192
Disminución del circulante de actividad y Tª	-10.589	-1.959	-6.511
Disp./Nec. Financiera generada por el circulante de actividad y Tª	72.794	46.403	84.681
Disponibilidad financiera generada por las operaciones de financiación	-60.000	-25.000	-112.500
Capacidad de autofinanciación	262.764	278.790	205.316
Necesidad Financiera sin cubrir	12.794	21.403	-27.819

Fuente: Elaboración propia

Comenzando con Vidrala, en los tres ejercicios analizados tiene necesidad financiera provocada por las operaciones de inversión y financiación. Sin embargo, en ninguno de los ejercicios obtiene disponibilidad de las operaciones de inversión y financiación (de la disponibilidad de las operaciones de financiación inicialmente se incluyen únicamente las operaciones relacionadas con recursos propios). Por lo tanto, de la suma de las dos variables se obtiene la necesidad financiera a cubrir por la CA, que es siempre superior a los 200 millones de euros, aunque la tendencia es negativa.

La CA o los RG son superiores a la necesidad financiera a cubrir por la CA en los ejercicios 2020 y 2021, pero en 2022 no es así. De esta forma, en dos de tres ejercicios la empresa

ha conseguido el objetivo que se había marcado en este análisis de lograr una necesidad financiera sin cubrir negativa. De hecho, si los RG en el ejercicio 2022 fueran similares a años anteriores y no hubiera tenido los problemas que anteriormente se han mencionado, la necesidad financiera sin cubrir también habría sido negativa.

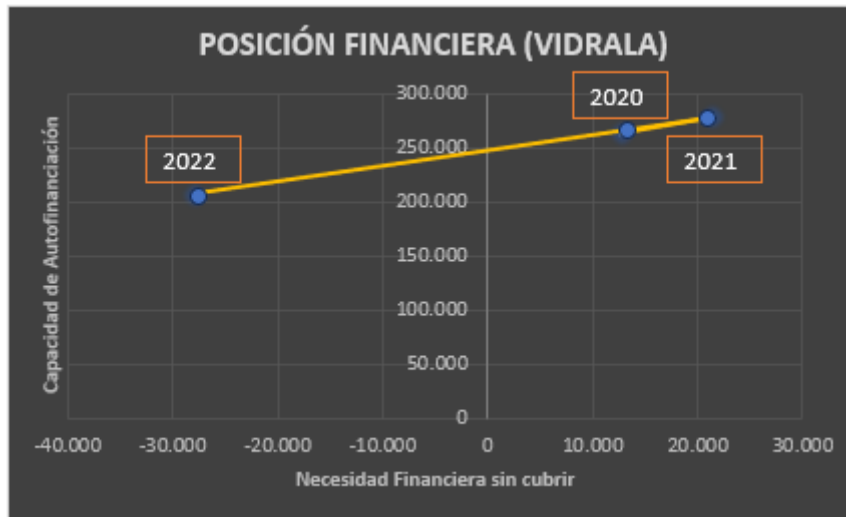
Con el objetivo logrado, la empresa se encuentra en equilibrio financiero en 2020 y 2021, pero no así en 2022. Los recursos excedentarios que se generan se van a destinar a aumentar la tesorería.

Sin embargo, la acumulación de los recursos excedentarios en la tesorería provoca que la empresa tenga que endeudarse fruto de la necesidad financiera provocada por esa acumulación en el activo de la empresa.

En el ejercicio 2022, la situación es diferente ya que se parte desde una necesidad financiera sin cubrir positiva, por lo que la empresa se encuentra en desequilibrio financiero. Si a la necesidad financiera sin cubrir se le suma el hecho de que ese ejercicio la conversión a tesorería no ha sido la más eficiente y que la empresa ha reducido su tesorería final tras finalizar el ejercicio, se generan unas necesidades en el activo que han de financiarse de alguna forma, y para ello, la empresa opta por endeudarse.

Por lo tanto, Vidrala ha pasado del cuadrante óptimo al segundo más óptimo. Esta situación se puede ilustrar gráficamente:

Gráfico 5.10.1 Posición Financiera de Vidrala



Fuente: Elaboración propia

Tabla 5.10.2. Posición Financiera de Cie Automotive

Cie Automotive	2020	2021	2022
Pagos por la adquisición de Inmovilizado material	158.577	188.058	216.676
Pagos por la adquisición de inmovilizado intangible	4.846	8.633	4.068
Adquisición de sociedades	87.969	13.144	59.611
Adquisición de activos financieros	11.866	13.178	7.493
Efectivo generado por las operaciones de inversión interrumpidas	0	2.764	4.413
Transacciones con acciones propias	95.391	0	60.475
Amortización de préstamos	357.499	740.534	237.419
Otros pagos	146.008	63.622	199.714
Dividendos pagados	93.936	61.262	87.207
Efectivo generado por las actividades de financiación interrumpidas	0	5.939	7.598
Necesidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	956.092	1.097.134	884.674
Venta de inmovilizado e intangible	5.746	5.572	15.099
Dividendos recibidos de asociadas y negocios conjuntos	5.403	4.880	6.918
Efectivo generado por las operaciones de inversión interrumpidas	925	0	0
Transacciones con acciones propias	0	78	0
Disponibilidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	12.074	10.530	22.017
*Recursos Propios			
Diferencias de cambio de efectivo y otros activos líquidos	36.803	-44.756	-10.415
Necesidad financiera a cubrir por la CA	980.821	1.041.848	852.242
Capacidad de Autofinanciación (CA)	-344.187	-454.233	-524.001

Necesidad financiera sin cubrir	636.634	587.615	328.241
Aumento del circulante de actividad y T ^a	49.848	93.809	82.670
Disminución del circulante de actividad y T ^a	-47.228	-11.216	-54.651
Disp./Nec. Financiera generada por el circulante de actividad y T^a	2.620	82.593	28.019
Disponibilidad financiera generada por las operaciones de financiación	-639.254	-670.208	-356.260
Capacidad de autofinanciación	344.187	454.233	524.001
Necesidad Financiera sin cubrir	-636.634	-587.615	-328.241

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a Cie Automotive, es una empresa que dedica amplios recursos monetarios a la inversión, tanto de inmovilizado nuevo como a la adquisición de sociedades. Además, como ya se ha visto anteriormente, la empresa es intensiva en deuda ajena, por lo que también dedica muchos recursos monetarios anualmente para pagarla. Todas estas operaciones provocan que la empresa tenga necesidades financieras por operaciones de inversión-financiación muy elevadas. Sin embargo, estas se ven levemente compensadas por las desinversiones que se realizan y los dividendos que recibe de empresas asociadas y negocios conjuntos.

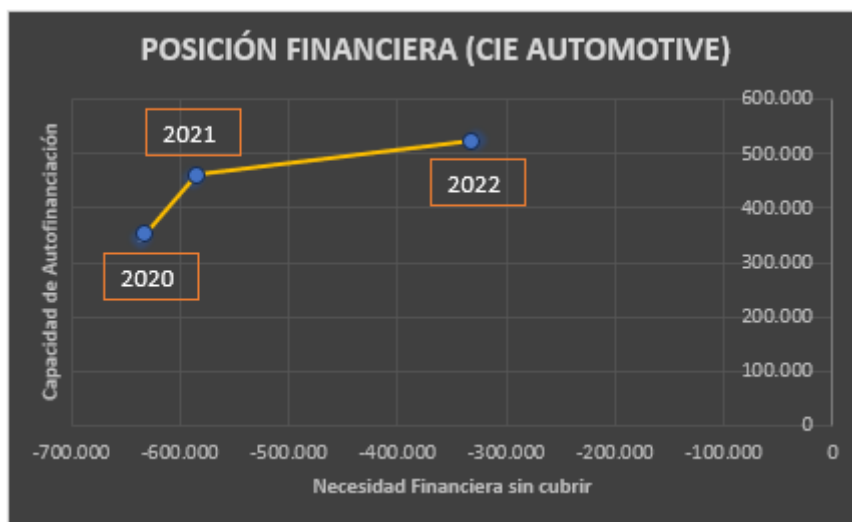
A todo ello hay que sumarle el efecto divisa que registra en su EFE, concretamente las diferencias de cambio de efectivo y otros activos líquidos, que en 2020 son positivas, pero en 2021 y 2022 son negativas, aumentando la necesidad financiera a cubrir por la CA en 2020, y, reduciéndola en 2021 y 2022.

La CA o los RG no son suficientes para cubrir todas las necesidades, por lo que la necesidad financiera sin cubrir es positiva en los tres ejercicios. No es la mejor situación, pero se ve como poco a poco la compañía va reduciendo la necesidad financiera sin cubrir y no depender de la deuda.

A estos factores se suma el hecho de que ha generado recursos excedentarios que se van a acumular en tesorería, por lo que la empresa tiene más recursos que financiar en su activo, y lo va a hacer mediante la adquisición de deuda externa.

Cie está consiguiendo ir, con el paso de los ejercicios, hacia el cuadrante óptimo. La situación de Cie Automotive se ilustra de la siguiente forma:

Gráfico 5.10.2. Posición Financiera de Vidrala



Fuente: Elaboración propia

Tabla 5.10.3. Posición Financiera de Clínica Baviera

Clinica Baviera	2020	2021	2022
Pagos por la adquisición de inmovilizado	7.818.598	10.575.188	14.030.676
Pagos por la adquisición de sociedades dependientes	0	50.000	0
Pagos por inversiones en otros activos financieros	13.591.531	10.501.986	24.515.901
Recompra de acciones propias	190.682	491.372	617.398
Pagos de deudas con entidades de crédito	5.905.971	5.774.917	6.052.605
Pagos de otras deudas	7.295.967	7.764.559	8.185.060
Dividendos pagados	0	17.348.242	17.188.314
Necesidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	34.802.749	52.506.264	70.589.954
Otros cobros	-8.388	-4.045.928	-25.987.821
Enajenación de instrumentos de patrimonio de la sociedad dominante	-196.429	-503.306	-596.930
Disponibilidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	-204.817	-4.549.234	-26.584.751
*Recursos Propios			
Necesidad financiera a cubrir por la CA	34.597.932	47.957.030	44.005.203
Capacidad de Autofinanciación (CA)	-26.833.187	-42.876.030	-47.157.137
Necesidad financiera sin cubrir	7.764.745	5.081.000	-3.151.934
Aumento del circulante de actividad y T ^a	6.900.301	0	9.371.869
Disminución del circulante de actividad y T ^a	-4.622.343	-5.001.200	-6.219.935
Disp./Nec. Financiera generada por el circulante de actividad y T^a	2.277.958	-5.001.200	3.151.934
Disponibilidad financiera generada por las operaciones de financiación	-10.042.703	-79.800	0
Capacidad de autofinanciación	26.833.187	42.876.030	47.157.137
Necesidad Financiera sin cubrir	-7.764.745	-5.081.000	3.151.934

Fuente: Elaboración propia

En 2020, Clínica Baviera incurre en salidas de tesorería fruto de las operaciones de inversión-financiación por valor de 34,8 millones de euros. Mientras tanto, la disponibilidad financiera generada por las operaciones de inversión-financiación es irrisoria, de 200 mil euros. Por lo tanto, la necesidad financiera a cubrir por la CA sigue siendo de 34 millones de euros. Sin embargo, los RG son de 26 millones de euros, por lo que no es suficiente para cubrir toda la salida de tesorería, y se quedan sin cubrir 8 millones de euros, encontrándose la empresa en desequilibrio. Además, si se tiene en cuenta que la empresa ha generado necesidad en el circulante de actividad y tesorería

por valor de 2 millones de euros, la empresa ha tenido que endeudarse por valor de 10 millones de euros en total.

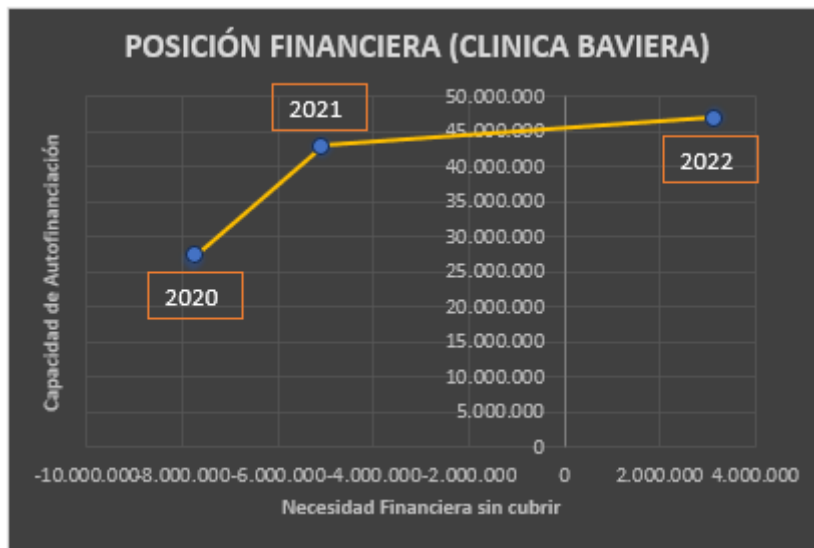
En 2021, la situación es la misma que en 2020. Los RG no alcanzan a cubrir la necesidad financiera por operaciones de inversión-financiación, quedando sin cubrir 5,08 millones de euros, volviendo a estar en desequilibrio. La diferencia con 2020, es que genera disponibilidad financiera en el circulante de actividad y tesorería por valor de 5 millones, principalmente por la disminución de tesorería en el EFE al final del ejercicio. Por lo tanto, la empresa únicamente tiene que endeudarse por 0,08 millones de euros.

En 2022, la necesidad financiera por operaciones de inversión-financiación se eleva hasta los 70 millones de euros. El aumento tan elevado se debe principalmente a que la empresa invierte en otros activos financieros 10 millones más de lo normal, hasta los 24 millones de euros. Sin embargo, la disponibilidad financiera por operaciones de inversión-financiación son de 26 millones de euros, principalmente porque se retiran 25 millones de euros de las inversiones en otros activos financieros.

Por lo tanto, la necesidad financiera a cubrir por la CA es de 44 millones de euros, y, los RG son de 47 millones en el ejercicio. Quedando cubiertos todos los recursos y sobrando un excedente de 3 millones de euros. En este ejercicio, la empresa sí que se encuentra en equilibrio. Este excedente de recursos se va a transformar en tesorería, por lo que se compensa con la necesidad financiera que se provoca al transformarse en tesorería, y no tiene necesidad de endeudarse.

Clínica Baviera ha conseguido transicionar positivamente hacia el cuadrante óptimo. La situación se ilustra de la siguiente forma:

Gráfico 5.10.3. Posición Financiera de Clínica Baviera



Fuente: Elaboración propia

Terminando con Laboratorios Rovi, los tres ejercicios son muy similares y ocurre prácticamente lo mismo.

Tabla 5.10.4. Posición Financiera de Laboratorios Rovi

Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Pagos por la adquisición de inmovilizado intangible	355	722	669
Pagos por la adquisición de inmovilizado material	39.337	40.218	50.719
Pagos por inversiones en otros activos financieros	0	0	5.870
Recompra de acciones propias	37.255	78.785	177.008
Pagos de deudas con entidades de crédito	13.179	6.192	6.768
Pagos de otras deudas	299	288	291
Dividendos pagados	9.700	21.132	51.007
Necesidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	100.125	147.337	292.332
Otros cobros	-67	-101	-104
Emisión de acciones propias	-37.488	-42.328	-77.766
Aportación de capital en sociedades dependientes	0	0	-1.371
Disponibilidad financiera por operaciones de Inversión-Financiación	-37.555	-42.429	-79.241
*Recursos Propios			
Necesidad financiera a cubrir por la CA	62.570	104.908	213.091
Capacidad de Autofinanciación (CA)	-81.393	-172.005	-223.594
Necesidad financiera sin cubrir	-18.823	-67.097	-10.503
Aumento del circulante de actividad y T ^a	34.517	68.437	25.910
Disminución del circulante de actividad y T ^a	-14.264	0	-14.008
Disp./Nec. Financiera generada por el circulante de actividad y T^a	20.253	68.437	11.902
Disponibilidad financiera generada por las operaciones de financiación	-1.430	-1.340	-1.399
Capacidad de autofinanciación	81.393	172.005	223.594
Necesidad Financiera sin cubrir	18.823	67.097	10.503

Fuente: Elaboración propia

La necesidad financiera por las operaciones de inversión-financiación son de 100 millones en 2020, pero se triplican hasta los 292 millones de euros en 2022. La empresa genera disponibilidad financiera, pero en vez de hacerlo con desinversión, lo hace con emisión de acciones propias, algo que ninguna de las otras tres empresas realiza.

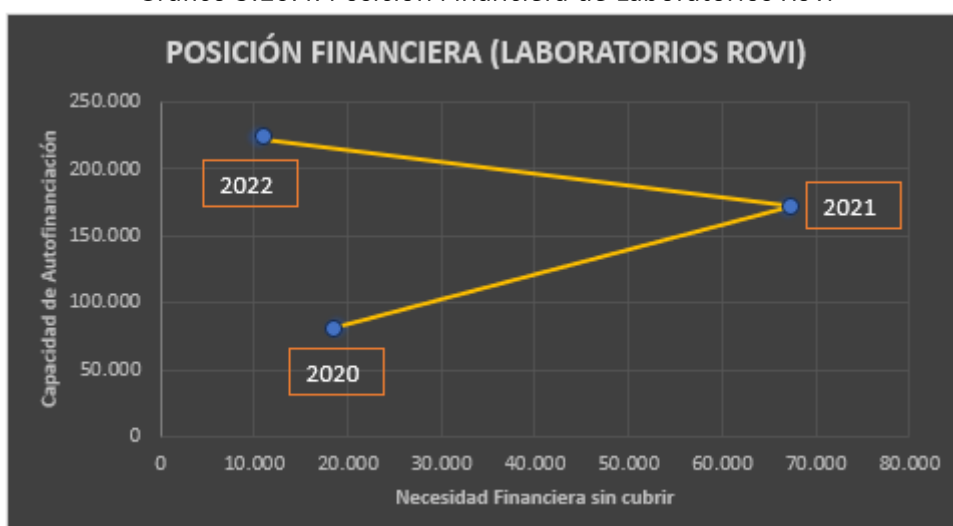
No hay necesidad de alarmarse por la disponibilidad que genera la emisión de acciones porque destina muchos más recursos monetarios a la recompra de acciones propias, por lo que el efecto final con la acciones es negativo, es decir, se reduce el número de acciones en circulación.

La necesidad financiera a cubrir por la CA casi se cuadruplica desde el ejercicio 2020 hasta el 2022. Por suerte, la CA o los RG aumentan también y son suficientes para cubrir toda la necesidad financiera, logrando recursos excedentarios todos los ejercicios,

Los recursos excedentarios se van a transformar mayoritariamente en tesorería, provocando necesidad financiera. Sin embargo, la empresa únicamente tiene que endeudarse por 1 millón de euros todos los años.

Laboratorios Rovi se encuentra en el cuadrante objetivo. La CA ha aumentado todos los años satisfactoriamente. La situación de Laboratorios Rovi se puede observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 5.10.4. Posición Financiera de Laboratorios Rovi



Fuente: Elaboración propia

En global, la empresa que mejor posición financiera tiene es Laboratorios Rovi, ya que en los tres ejercicios consigue encontrarse en el cuadrante objetivo. Vidrala se

encontraría en un segundo escalón, principalmente por que en 2022 no ha sido tan positivo en la generación de recursos y se ha desviado a un cuadrante no tan positivo. Posteriormente, Clínica Baviera ha conseguido, tras dos ejercicios, pasar al cuadrante óptimo. Y la peor de todas en este aspecto sería Cie Automotive, ya que en los tres ejercicios se encuentra en desequilibrio coyuntural, aunque poco a poco empieza a rotar hacia el cuadrante objetivo de equilibrio estructural.

5.11. CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A LARGO PLAZO:

En este apartado se analizará la capacidad de expansión de la empresa a largo plazo mediante dos vías, vía deuda y vía autofinanciación.

En la primera vía se va a analizar la cantidad de deuda financiera que la empresa tiene en comparación con los recursos que genera cada año. Sabiendo esto, se puede ver cuántos ejercicios necesita la empresa para cancelar la deuda con la generación de recursos actuales, y también se puede ver si podría endeudarse en mayor medida para poder expandirse más. Las tres variables que se van a analizar son TGO, RG y EBITDA.

En la segunda vía, se analizará, a través de la CA o los RG, cuantos de estos requiere para el mantenimiento de su estructura y cuantos puede destinar a expandirse.

Tabla 5.11.1. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Vidrala

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A L/P VÍA DEUDA			
Vidrala	2020	2021	2022
Posibilidad de cancelación de deuda (TGO/PEx no comercial) (%)	56%	59%	21%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/TGO) (años)	1,79	1,70	4,67
Posibilidad de cancelación de deuda (RG/PEx no comercial) (%)	54%	58%	39%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/RG) (años)	1,87	1,71	2,60
Posibilidad de cancelación de deuda (EBITDA/PEx no comercial) (%)	57%	56%	51%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/EBITDA) (años)	1,75	1,78	1,97
Deuda Financiera Neta/EBITDA	0,87	0,47	0,64

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN VIA AUTOFINANCIACIÓN			
Vidrala	2020	2021	2022
Capacidad de autofinanciación (CA)	262.764	278.790	205.316
- Dividendos	-31.498	-32.977	-34.607
Autofinanciación	231.266	245.813	170.709
Autofinanciación de mantenimiento	85.559	89.124	86.184
Autofinanciación de expansión	145.707	156.689	84.525

Fuente: Elaboración propia

Comenzando con Vidrala, en 2020 y 2021, con los RG, TGO y EBITDA, la empresa es capaz de pagar toda su deuda no comercial en menos de dos años. Sin embargo, en 2022, como consecuencia de la reducción de los RG y la TGO, los ratios aumentan considerablemente su valor. En el caso del EBITDA, continua por debajo de los dos años. Sobre el ratio deuda neta/EBITDA, se sitúa por debajo de 1 y la tendencia es descendente.

Teniendo en cuenta que los valores más importantes para este análisis son los del último ejercicio, la capacidad de expansión está muy limitada si se tiene en cuenta la TGO y no podría expandirse vía deuda en el largo plazo, ya que el ratio es de 4,67 veces. Si se tienen en cuenta los RG, el ratio se sitúa en 2,60 veces, por lo que es todavía elevado, aunque todavía tendría capacidad para endeudarse y expandirse con esa deuda. Y, si se tiene en cuenta el EBITDA, el ratio en 2022 es de 1,97 veces, por lo que si que tendría capacidad suficiente para endeudarse y expandirse.

Aun así, como se ha visto, el problema que ha sufrido Vidrala con la reducción de los RG y de la TGO es situacional, por lo que el ratio más adecuado en este caso sería el EBITDA

y podría endeudarse perfectamente para expandirse. Por si fuera poco, el aumento de deuda financiera para expandirse no pondría en peligro la estructura de deuda de la empresa, ya que, en 2022, la deuda financiera tiene un peso del 35%, por lo que en este aspecto también podría endeudarse.

En cuanto a la capacidad de expansión vía autofinanciación, a la CA o a los RG se le restan los dividendos, obteniendo la autofinanciación de la que dispone la empresa. En 2020, 2021 y 2022, los recursos de los que dispone para expandirse son de 145.707, 156.689 y 84.525 miles de euros, respectivamente. En 2022, estos recursos se reducen, pero de seguir la tendencia tendría recursos más que suficientes para expandirse. Por lo tanto, Vidrala puede expandirse tanto vía deuda como vía autofinanciación.

Tabla 5.11.2. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Cie Automotive

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A L/P VÍA DEUDA			
Cie Automotive	2020	2021	2022
Posibilidad de cancelación de deuda (TGO/PEX no comercial) (%)	14%	18%	22%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/TGO) (años)	6,93	5,61	4,64
Posibilidad de cancelación de deuda (RG/PEX no comercial) (%)	13%	17%	19%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/RG) (años)	7,88	5,75	5,13
Posibilidad de cancelación de deuda (EBITDA/PEX no comercial) (%)	16%	22%	24%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/EBITDA) (años)	6,29	4,62	4,24
Deuda Financiera Neta/EBITDA	3,44	2,18	2,00

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN VIA AUTOFINANCIACIÓN			
Cie Automotive	2020	2021	2022
Capacidad de autofinanciación (CA)	344.187	454.233	524.001
- Dividendos	-93.936	-61.262	-87.207
Autofinanciación	250.251	392.971	436.794
Autofinanciación de mantenimiento	147.814	163.132	186.633
Autofinanciación de expansión	102.437	229.839	250.161

Fuente: Elaboración propia

Continuando con Cie Automotive, los ratios que refleja la empresa son muy elevados, aunque si bien es cierto que estos se reducen mucho desde el ejercicio 2020 hasta el ejercicio 2022. Todos ellos muestran que la empresa no podría expandirse vía deuda. Necesita seguir algunos ejercicios más reduciendo su deuda para poder, en unos años,

volver a endeudarse para expandirse. La reducción a ritmos elevados de la deuda coincide con la reducción de la descapitalización de los últimos ejercicios analizada en modelo financiero. Claramente la estrategia que está siguiendo Cie Automotive es la de reducir su deuda lo máximo posible y aumentar su PN. Por lo que de momento no podría endeudarse para expandirse.

Si se analiza la capacidad de expansión vía autofinanciación, la tendencia de la autofinanciación de expansión es claramente alcista, y en el ejercicio 2022, dispone de 250 millones de euros para expandirse.

Por lo tanto, Cie Automotive no debería expandirse vía deuda para no comprometer más la situación financiera de la empresa. Pero sí que podría expandirse vía autofinanciación. Aunque es posible que la empresa opte por no expandirse tan agresivamente unos ejercicios para pagar toda la deuda que pueda y hacerlo más agresivamente cuando la situación financiera sea más equilibrada.

Tabla 5.11.3. Capacidad de Expansión de Clínica Baviera

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A L/P VÍA DEUDA			
Clínica Baviera	2020	2021	2022
Posibilidad de cancelación de deuda (TGO/PEx no comercial) (%)	48%	72%	82%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/TGO) (años)	2,10	1,40	1,21
Posibilidad de cancelación de deuda (RG/PEx no comercial) (%)	41%	66%	73%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/RG) (años)	2,46	1,53	1,37
Posibilidad de cancelación de deuda (EBITDA/PEx no comercial) (%)	52%	82%	88%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEx no comercial/EBITDA) (años)	1,94	1,22	1,14
Deuda Financiera Neta/EBITDA	1,29	0,79	0,51

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN VIA AUTOFINANCIACIÓN			
Clínica Baviera	2020	2021	2022
Capacidad de autofinanciación (CA)	26.833.187	42.876.030	47.157.137
- Dividendos	0	-17.348.242	-17.188.314
Autofinanciación	26.833.187	25.527.788	29.968.823
Autofinanciación de mantenimiento	13.545.027	14.093.894	14.997.110
Autofinanciación de expansión	13.288.160	11.433.894	14.971.713

Fuente: Elaboración propia

Clínica Baviera tiene, dentro de las cuatro empresas analizadas, la segunda mejor perspectiva para expandirse. Al comienzo, podía pagar su deuda no comercial en menos de 2 ejercicios con todas las variables analizadas. Pero en 2022, toda su deuda no comercial puede pagarse en poco más de un año. También destaca la reducción del ratio deuda financiera neta/EBITDA, desde 1,29 hasta 0,51. A pesar de estos buenos datos, la deuda financiera representa un porcentaje muy elevado de toda la deuda que tiene Clínica Baviera, por lo que sería aconsejable que se expandiera con deuda lo menos posible.

En cuanto a la vía de la autofinanciación, la empresa dispone de recursos crecientes y estables para expandirse, a pesar de que necesite la mitad de su autofinanciación para el mantenimiento de su estructura.

Por lo tanto, Clínica Baviera podría expandirse vía deuda y vía autofinanciación sin problema alguno, pero como ya se ha dicho, sería preferible que lo hiciera mediante autofinanciación.

Tabla 5.11.4. Capacidad de Expansión a Largo Plazo de Laboratorios Rovi

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN A L/P VÍA DEUDA			
Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Posibilidad de cancelación de deuda (TGO/PEX no comercial) (%)	43%	109%	124%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/TGO) (años)	2,33	0,91	0,81
Posibilidad de cancelación de deuda (RG/PEX no comercial) (%)	74%	126%	117%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/RG) (años)	1,34	0,79	0,86
Posibilidad de cancelación de deuda (EBITDA/PEX no comercial) (%)	86%	149%	146%
Posibilidad de cancelación de deuda (PEX no comercial/EBITDA) (años)	1,16	0,67	0,69
Deuda Financiera Neta/EBITDA	0,11	-0,18	-0,23

CAPACIDAD DE EXPANSIÓN VIA AUTOFINANCIACIÓN			
Laboratorios Rovi	2020	2021	2022
Capacidad de autofinanciación (CA)	81.393	172.005	223.594
- Dividendos	-9.700	-21.132	-51.007
Autofinanciación	71.693	150.873	172.587
Autofinanciación de mantenimiento	19.649	21.459	22.873
Autofinanciación de expansión	52.044	129.414	149.714

Fuente: Elaboración propia

Para concluir, Laboratorios Rovi es posiblemente la mejor en este aspecto dentro de las cuatro empresas analizadas. Puede pagar toda su deuda no comercial en menos de un ejercicio, y el ratio deuda financiera neta/EBITDA es negativo. Son todos aspectos muy positivos, y podría endeudarse, a priori, sin problemas para expandirse. Incluso sería positivo para la empresa endeudarse para reducir el peso de la deuda comercial.

En cuanto a la capacidad de expansión vía autofinanciación, la empresa necesita dedicar muy pocos recursos para el mantenimiento de su estructura. Por consiguiente, dispone de recursos más que suficientes para expandirse con sus propios recursos. En el ejercicio 2022, dispondría de 150 millones de euros.

Por lo tanto, la empresa puede expandirse perfectamente vía deuda o vía autofinanciación, aunque sería preferible que fuera vía deuda para arreglar su estructura de deuda. Por ello, es la mejor empresa en este apartado.

6. ANÁLISIS BURSÁTIL:

Comienza ahora la segunda parte de este trabajo, en el que se analizará la situación bursátil de las empresas seleccionadas. Para ello, se analizarán una serie de ratios como es el PER y la Fórmula de Graham, EV/EBITDA y ROIC. Además, se analizará la directiva y el porcentaje de posesión de acciones en circulación que poseen.

En este análisis bursátil no se va a realizar un descuento de free cash flow. Mediante este método se puede obtener un precio objetivo de la acción, y si el precio actual es superior al precio objetivo, la acción estará sobrevalorada. Mientras que, si el precio actual de la acción es inferior al precio objetivo, la acción estará infravalorada. Este análisis no se va a realizar, ya que el objetivo de este trabajo no es hacer previsiones y estimaciones a futuro, sino, con los datos actuales y pasados, dar una opinión sobre si la empresa actualmente sería una buena inversión.

Asimismo, y siguiendo la metodología planteada, en el análisis bursátil se va a tener en cuenta el precio de las acciones a día 30/12/2022 o a la fecha más próxima a esta, ya que el 31/12/2022, fue sábado y el mercado se encuentra cerrado ese día.

6.1. PRICE EARNINGS RATIO (PER) Y FÓRMULA DE GRAHAM:

El ratio Price Earnings Ratio (a partir de ahora PER) nos muestra a cuantas veces cotiza la acción con respecto al beneficio por acción de la compañía. Se calcula dividiendo el precio de cotización entre el beneficio por acción de la compañía en el ejercicio.

El proceso a seguir para analizar el PER va a ser calcular este ratio para cada una de las empresas analizadas, y, posteriormente, compararlo con la media histórica PER a la que ha cotizado la empresa.

Sin embargo, este análisis es ciertamente incompleto, ya que la media histórica del PER puede encontrarse distorsionada por eventos como una burbuja. Por ello, se va a utilizar

la Fórmula de Graham para saber cuál es el PER al que debería de cotizar cada acción (Graham, 2022).

De esta forma, cuando se obtenga el PER intrínseco de la compañía, este se multiplicará por el beneficio por acción, obteniendo un “precio de la acción teórico”. Si el precio de la acción es superior a este valor, la acción se encontrará sobrevalorada, mientras que, si es menor, se encontrará infravalorada.

La Fórmula de Graham es la siguiente:

$$PER_{INTRINSECO} = (8,5 + 2 \times G) \quad (1)$$

En la fórmula la letra G se define como la tasa esperada de crecimiento de las ganancias.

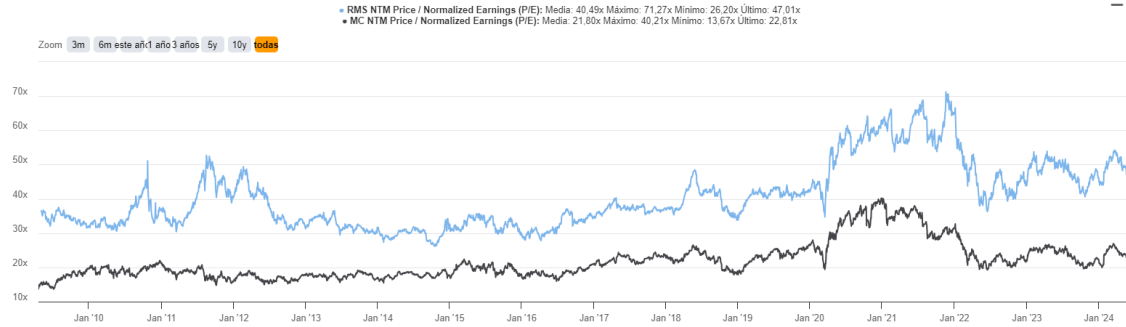
A pesar de todo, el PER requiere una serie de matizaciones, ya que no es un ratio perfecto.

Uno de los mayores errores a la hora de analizar el ratio PER es que se piense que un ratio bajo implica que la acción se encuentra infravalorada, y que un ratio alto implica sobrevaloración.

Además, mediante el ratio PER se puede entender la calidad de la empresa. Una empresa que cotiza normalmente a múltiplos altos tendrá a ser de mejor que una empresa comparable que cotice a múltiplos bajos.

Un ejemplo de ello es la diferencia entre Hermès y Louis Vuitton. Las marcas que integra Hermès son consideradas por los consumidores del sector de lujo como mejores que las de Louis Vuitton, y se puede ver claramente en el precio de los productos que cada compañía vende. Además, Hermès tiene mejores márgenes en todos los aspectos. Por ello, el múltiplo de valoración de Hermès es superior al de Louis Vuitton. Gráficamente se puede observar a continuación:

Gráfico 6.1.1. PER Hermès y Louis Vuitton

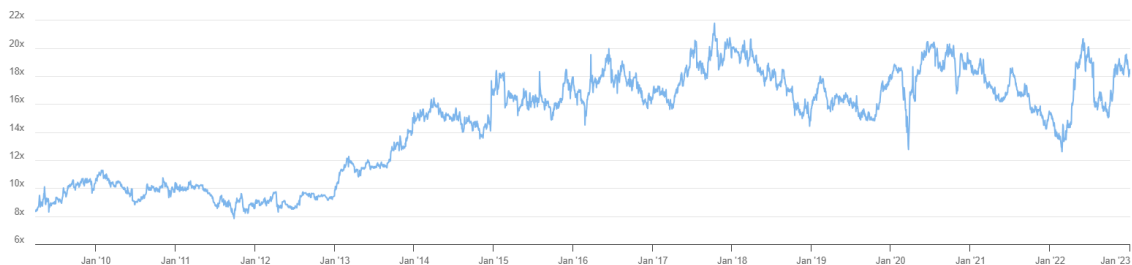


Fuente: TIKR

Una vez comentados estos aspectos acerca del ratio PER, se procede a analizar este mismo ratio en las empresas objeto de análisis.

Comenzando con Vidrala, a fecha 30 de diciembre de 2022 el precio de cierre fue de 76,57 euros. Beneficio por acción diluido de la compañía fue de 4,97 euros ese mismo ejercicio. Por lo tanto, el ratio PER era de 15,41 veces. El gráfico de valoración PER es el siguiente:

Gráfico 6.1.2. PER de Vidrala



Fuente: TIKR

La media de este gráfico es de 14,64 veces PER. Por lo que podría indicarse que la acción se encuentra sobrevalorada respecto a su media histórica. Sin embargo, caben una serie de matizaciones.

Se observa como el ratio PER desde 2010 hasta 2013 se encuentra en niveles en torno a las 8 y 12 veces PER. Pero en años posteriores el PER se encuentra en niveles en torno a 14 y 20 veces PER. Por lo que, (i) el mercado concibe a Vidrala a partir de 2013 como una

empresa de mayor calidad y le asigna un múltiplo de valoración superior, o, (i) en esos momentos España no estaba en sus mejores momentos, por lo que es posible que la situación de crisis sufrida en el país afecte a ese múltiplo de valoración. En cualquier caso, si se seleccionan las fechas posteriores a 2014, la media PER es de 17 veces. Por lo tanto, podría decirse que se encuentra un poco infravalorada con respecto a su media desde 2014.

Ahora bien, Vidrala espera para los ejercicios posteriores crecer su beneficio por acción a un ritmo de doble dígito (Vidrala, 2023, diapositiva 10). Esto es, a un ritmo del 10% anual. Aun así, en este análisis se reducirá este ritmo de crecimiento, ya que es demasiado elevado como para poder mantenerlo los próximos años. De esta forma, el crecimiento anual con el que se va a trabajar es del 7%, un 70% de las estimaciones de la compañía. Por lo tanto, la Fórmula de Graham quedaría de la siguiente forma:

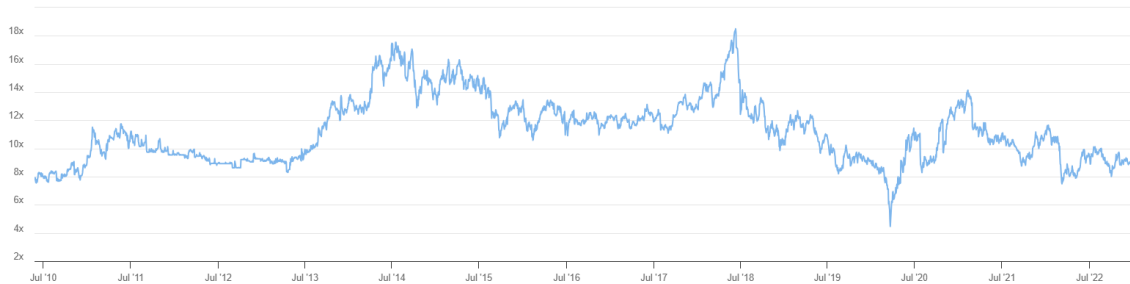
$$PER_{\text{INTRÍNSECO}} = (8,5 + 2 \times 7) = 22,5.$$

Sabiendo el PER intrínseco, si se multiplica por beneficio por acción de la compañía, el resultado sería de 111,83€.

En conclusión, si solamente se toma el PER medio histórico, la empresa se encuentra infravalorada, aunque no mucho. Pero si se toma en cuenta la Fórmula de Graham, la empresa se encontraría altamente infravalorada.

Continuando con Cie Automotive, a fecha 30 de diciembre de 2022, el precio de cierre de la acción fue de 24,06 euros. En el caso del beneficio por acción, la empresa presenta beneficios por acción de operaciones tanto continuadas como interrumpidas, por lo que, para normalizar las ganancias por acción, únicamente se considerarán los beneficios por acción por operaciones continuadas. Estos son de 2,43 euros por acción, siendo el ratio PER de 9,90 veces. El gráfico PER es el siguiente:

Gráfico 6.1.3. PER de Cie Automotive



Fuente: TIKR

Cie presenta un gráfico muy interesante. Puede observarse como hasta 2013 el rango PER era de 9 veces. A partir de 2013 y hasta 2018 pasa a ser de 13,5 veces de media, con picos superiores a 18 veces. Y a partir de 2018, la tendencia del PER es bajista otra vez hasta niveles del año 2013, de 9 veces beneficios. La media de todos los años es de 11,24 veces PER, que parece un nivel razonable teniendo en cuenta las diferentes etapas de PER que ha sufrido la compañía. Por lo tanto, la empresa se encontraría infravalorada.

Cie Automotive, en su plan estratégico, tiene como objetivo lograr en 2025 unos beneficios netos de 500 millones de euros. Desde las cifras de 2022, esto supone un crecimiento del 13,5% anualizado. Teniendo en cuenta que este objetivo es hasta 2025 y no se conocen los objetivos a más largo plazo, y como se ha realizado con Vidrala, el 70% de 13,5% es 9,45%. La Fórmula de Graham arrojaría un PER intrínseco para la Cie Automotive de 27,4 veces.

Sin embargo, en el caso de Cie se va a limitar otra vez el PER. En Vidrala, la Fórmula de Graham era aceptable, ya que la compañía había cotizado a esos múltiplos. Pero Cie Automotive nunca ha cotizado a más de 20 veces, por lo que se establecerá un límite superior de 20 veces.

Por lo tanto, multiplicando los beneficios por acción, que son de 2,43 euros, el valor al que debería de cotizar la acción es de 48,60€. Claramente superior al valor actual de la compañía.

En conclusión, si se observa la media PER, la empresa se encontraría infravalorada, y, si se observa la Fórmula de Graham, también estaría infravalorada.

Clínica Baviera presentó un beneficio por acción de 1,81 euros. El precio de cotización a 30 de diciembre de 2022 era de 17,45 euros. Por lo tanto, el PER al que cotizaba la empresa en ese momento era de 9,64 veces beneficios. A priori, no parece un PER muy elevado. El gráfico histórico de esta métrica es el siguiente:

Gráfico 6.1.4. PER de Clínica Baviera



Fuente: TIKR

La tendencia del PER en el caso de Clínica Baviera es negativa. Esto se puede deber a que el mercado concibe a la compañía como una empresa que en ejercicios futuros no va a crecer. Sin embargo, los datos analizados en el análisis económico-financiero dicen lo contrario.

Por lo tanto, podría tratarse de una ineficiencia del mercado, en la que el mercado valora incorrectamente a una compañía. La media histórica es de 18,44 veces PER. A fecha 30 de diciembre de 2022, la compañía cotizaba a 9,54 veces PER. Por lo tanto, se encuentra infravalorada.

La empresa no ha presentado perspectivas de crecimiento a largo plazo de las ganancias. Teniendo en cuenta los ritmos de crecimiento de la empresa, se establece que el ritmo de crecimiento futuro de la empresa para la Fórmula Graham será del 10%. Es inferior al ritmo al que viene creciendo la empresa, pero también se busca establecer unos niveles prudentes de valoración.

El resultado de la Fórmula de Graham es de 28,50. Esto es, el PER intrínseco de la empresa debería de ser 28,50 veces. Si a este múltiplo de valoración se le aplica el beneficio por acción del ejercicio, el precio objetivo al que debería de cotizar la acción es de 51,58 euros.

En resumen, tanto por la media de los últimos tres ejercicios como por la Fórmula de Graham, la empresa se encuentra infravalorada.

Terminando con Laboratorios Rovi, el beneficio por acción en el ejercicio 2022 fue de 3,73 euros, mientras que la cotización fue de 36,06 euros, siendo el PER 9,66 veces. Se muestra el gráfico PER de la compañía:

Gráfico 6.1.5. PER de Laboratorios Rovi



Fuente: Elaboración propia

Se observa cómo, hasta 2015, la valoración de la compañía no era superior a las 20 veces beneficios. A partir de ese mismo año, la valoración se volvió muy exigente, llegando a más de 30 veces de media. Sin embargo, desde mediados de 2021, la valoración ha vuelto a bajar, situándose a cierre de 2022 en 12 veces beneficios. La media histórica es 24 veces beneficios, por lo que la empresa se encuentra infravalorada.

Los crecimientos de la empresa son notables estos últimos tres ejercicios. Asimismo, no presenta ninguna cifra esperada del crecimiento de las ganancias, por lo que, vistos los últimos ejercicios, se va a realizar el análisis con un crecimiento esperado del 8%.

La Fórmula de Graham arrojaría un PER intrínseco de 24,5 veces, coincidiendo con la media PER que ha mantenido. El precio objetivo sería de 91,39 euros, muy por encima del precio actual de la acción

Por lo tanto, se concluye que también se encuentra infravalorada por los dos métodos.

6.2. RATIO ENTERPRISE VALUE/EBITDA (EV/EBITDA):

El ratio Enterprise Value/EBITDA (a partir de ahora EV/EBITDA), es otra forma de valoración de la empresa. En este apartado se va a analizar si el ratio actual de la compañía es inferior a la media de los últimos años, y concluir si la empresa se encuentra infravalorada o sobrevalorada.

El valor EV se calcula como la capitalización bursátil, sumada a la deuda total de la compañía, y restando la tesorería que la empresa posea. El EBITDA, por el contrario, ya se ha calculado previamente en este análisis. La capitalización bursátil es el resultado de multiplicar el número de acciones en circulación por el precio de la acción.

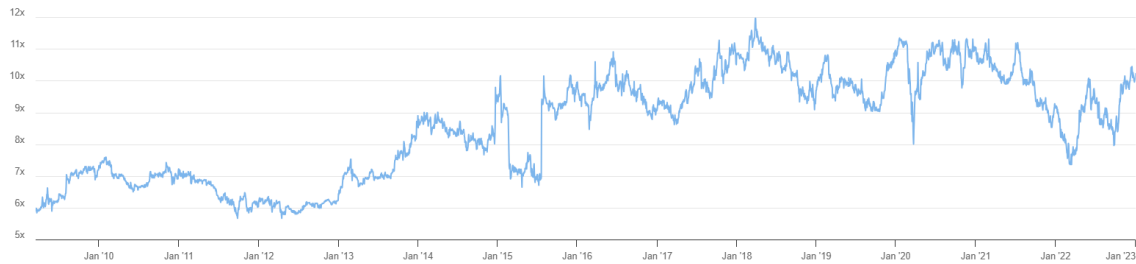
El ratio EV/EBITDA “relaciona el valor total de la empresa con la capacidad de la misma de generar beneficios recurrentes”. “También puede decirse que el EV/EBITDA muestra el número de años que tardaríamos en pagar todo el valor de una empresa (acciones + deuda) con el beneficio recurrente (EBITDA) que genera si se mantuviese constante” (Hernández, 2023)

Para analizar este ratio, se va a comparar el ratio a fecha 30 de diciembre de 2022 para todos los casos con la media histórica del ratio, concluyendo si la empresa se encuentra infravalorada o sobrevalorada mediante este ratio.

Para ello, la propia aplicación TIKR proporciona el ratio gráficamente y su evolución histórica.

Comenzando con Vidrala, el gráfico del ratio es el siguiente:

Gráfico 6.2.1. EV/EBITDA de Vidrala



Fuente: TIKR

Al igual que ocurre con el ratio PER, el ratio EV/EBITDA es muy reducido en los años de crisis en España, por lo que se reduce significativamente la media. Por lo que, al igual que en el análisis del PER de Vidrala, se seleccionan las fechas posteriores a 2014, el ratio pasa a ser de 9,54 veces.

A fecha 30 de diciembre de 2022, el ratio EV/EBITDA de Vidrala es de 10,22. Por lo tanto, la empresa en términos del ratio EV/EBITDA, se encuentra sobrevalorada.

Continuando con Cie Automotive, el gráfico es el siguiente:

Gráfico 6.2.2. EV/EBITDA de Cie Automotive



Fuente: TIKR

A diferencia del PER, que se mantiene relativamente estable con el paso de los años y existe cierta linealidad, el ratio EV/EBITDA sufre alteraciones más bruscas. La media histórica del ratio es de 6,69. Mientras que la cifra a 30 de diciembre de 2022 es de 6,22. Por lo que la empresa se encontraría prácticamente neutra.

El caso de Clínica Baviera es el siguiente:

Gráfico 6.2.3. EV/EBITDA de Clínica Baviera

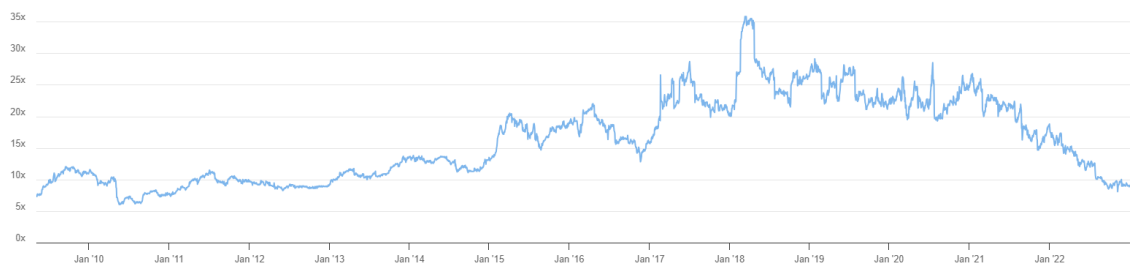


Fuente: TIKR

La tendencia del ratio EV/EBITDA también es decreciente con el paso del tiempo, pudiendo deberse esta situación a lo explicado en el apartado del PER. La media histórica es de 8,64, mientras que a fecha 30 de diciembre de 2022, el ratio es de 5,11. Por lo tanto, la empresa también se encuentra infravalorada de acuerdo a este ratio.

Terminando con Laboratorios Rovi, el gráfico es el siguiente:

Gráfico 6.2.4. EV/EBITDA de Laboratorios Rovi



Fuente: TIKR

La media histórica es de 16,21 veces el ratio EV/EBITDA, siendo esta una media elevada. A 30 de diciembre de 2022, el ratio es de 9,08. Por lo tanto, se observa una clara infravaloración a fecha de análisis, ocurriendo lo mismo que en el ratio PER.

6.3. ACCIONISTAS MAYORITARIOS:

Uno de los aspectos más importantes a la hora de analizar una compañía, es la composición del accionariado. Esta es de suma importancia, ya que no es lo mismo que los directivos o fundadores tengan parte de su patrimonio invertido en la empresa o no.

Un directivo que tenga acciones de la compañía será más propenso a llevar una mejor gestión que uno que no tenga su patrimonio invertido en la compañía. Esto será también bueno para el inversor, ya que obtiene una seguridad mayor de que los directivos quieren lo mejor para la empresa.

Para ver las participaciones significativas de cada una de las compañías, en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (a partir de ahora CNMV), uno de los documentos que las empresas tienen que cumplimentar es el de “Accionistas significativos”. En este apartado se pueden ver algunos de los accionistas mayoritarios de la compañía.

Comenzando con Vidrala, en el informe anual de 2022, uno de los utilizados para la extracción de la información de este análisis, se menciona que “no hay ningún accionista cuya participación en el capital sea igual o superior al 10%” (Vidrala, 2022, p. 56). Sin embargo, esto no indica que algunos de los directivos de la compañía posean acciones de la empresa.

En el reporte oficial de la CNMV, se expone que las participaciones significativas de Vidrala son las siguientes:

Cuadro 6.3.1. Accionistas Significativos de Vidrala

Denominación	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)
ADDVALIA CAPITAL, S.A.	5,458	5,458	0,000	0,000	5,458
BIDAROA, S.L.	5,662	5,662	0,000		5,662
DE LA SOTA POVEDA, FUENSANTA	3,660	3,660	0,000	0,000	3,660
DE NORONHA SANTOS GALLO, VICTOR MANUEL	3,629	0,000	3,629		3,629
DELCLAUX ZULUETA, CARLOS	7,456	0,000	7,456	0,000	7,456
NORONHA GALLO SGPS, S.A.	3,630	3,630	0,000	0,000	3,630
ONDARGAIN, S.L.	6,655	0,548	6,106	0,000	6,655
URDALA 21, S.L.	5,552	5,552	0,000		5,552

Fuente: CNMV

Entre todas las personas y sociedades que figuran en la imagen, forman el 41,702% de las acciones en circulación. Si bien es cierto que conjuntamente forman una gran parte de las acciones en circulación, por separado los intereses de la directiva no están tan alineados como pueda parecer. Por lo tanto, la alineación de la directiva con el accionista no es muy buena.

El caso de Cie Automotive es un poco peor al de Vidrala. La imagen es la siguiente:

Cuadro 6.3.2. Accionistas Significativos de Cie Automotive

Denominación	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)
ACCION CONCERTADA	3,365	0,000	3,365	0,000	3,365
ACEK DESARROLLO Y GESTIÓN INDUSTRIAL S.L.	15,693	5,798	9,896	0,000	15,693
ADDVALIA CAPITAL, S.A.	5,000	5,000	0,000		5,000
CORPORACION FINANCIERA ALBA, S.A.	10,000	0,000	10,000	0,000	10,000
ELIDOZA PROMOCION DE EMPRESAS, S.L.	10,000	10,000	0,000	0,000	10,000
FMR LLC	5,014	0,000	5,014	0,000	5,014
MAHINDRA & MAHINDRA, LTD	7,435	0,000	7,435	0,000	7,435
MAHINDRA OVERSEAS INVESTMENT COMPANY (MAURITIUS) LTD.	7,435	7,435	0,000	0,000	7,435
PRADERA JAUREGUI, ANTONIO MARIA	10,000	0,000	10,000	0,000	10,000

Fuente: CNMV

Como se puede observar, solo aparece una única persona que tiene participación significativa en la compañía, siendo este Antonio María Pradera Jauregui. El resto de la participación significativa se encuentra en manos de sociedades independientes. Por lo tanto, tampoco se observa alineación de la directiva con el accionista.

Clínica Baviera, a diferencia de las compañías analizadas hasta ahora, sí que tiene un accionista mayoritario. La imagen es la siguiente:

Cuadro 6.3.3. Accionistas Significativos de Clínica Baviera

Denominación	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)
CHEN , BANG	79,828	0,000	79,828	0,000	79,828
VITO GESTION PATRIMONIAL, S.L.	9,834	9,834	0,000	0,000	9,834

Fuente: CNMV

Por un lado, se encuentra Bang Chen, que es el presidente de Clínica Baviera. Bang Chen controla el 79,828% de la compañía, por lo que tiene mayoría absoluta en las decisiones de la compañía. Al estar su patrimonio invertido en la compañía, y este depende del funcionamiento de esta, ya se puede considerar que hay alineación con los inversores particulares.

Por otro lado, Vito Gestión Patrimonial, S.L., tiene el 9,834% de las acciones en circulación. Es una sociedad de la que forman parte las familias fundadores de Clínica Baviera. Los fundadores participan en el Consejo de Administración de la compañía.

En resumen, en Clínica Baviera sí que existe alineación de la directiva con los accionistas, tanto del actual accionista mayoritario como de los fundadores iniciales de la compañía.

Para terminar, Laboratorios Rovi presenta la siguiente situación:

Cuadro 6.3.4. Accionistas Significativos de Laboratorios Rovi

Denominación	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)
INDUMENTA PUERI, S.L.	5,057	0,000	5,057	0,000	5,057
NORBEL INVERSIONES, S.L.	55,191	55,191	0,000	0,000	55,191

Fuente: CNMV

Norbel Inversiones S.L. tiene mayoría con el 55,191% de las acciones en circulación. Esta sociedad es “el vehículo inversor de la familia López-Bustamante”. Indumentaria Pueri S.L. es “el holding familiar de los hermanos Domínguez de la Maza” (Estrategias de Inversión, 2023). El Presidente y Consejero Delegado, el Vicepresidente 1 y 2 de la sociedad, forman parte de Norbel Inversiones S.L. (Laboratorios Rovi, 2023).

Por lo tanto, se puede ver que en Laboratorios Rovi sí que hay alineación entre los directivos y los accionistas.

6.4. RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO (ROIC):

Una señal de calidad de una empresa es el ratio Return on Invested Capital (a partir de ahora ROIC). Según el libro “Measuring and Managing the Value of Companies”, el ROIC es un valor determinante en la calidad de una compañía. En el capítulo 2, se demuestra como una compañía que tiene un ROIC mayor consigue mejores resultados que una compañía con menor ROIC.

Esto se debe a que el porcentaje de capital invertido es menor, por lo que los flujos de caja obtenidos por la compañía son mayores que los que obtendría otra con un porcentaje de capital invertido mayor. (McKinsey & Company, 2020).

El ROIC se calcula dividiendo el beneficio de la compañía después de impuestos entre el capital invertido. El primero se puede obtener sencillamente de la cuenta de pérdidas y ganancias. Mientras que el segundo tiene varias formas de ser calculado.

En este análisis, se utilizará la forma propuesta en el libro antes mencionado, que consiste en sumar la deuda con interés al capital propio, y restar el efectivo y equivalentes. La deuda con interés es lo mismo que la deuda financiera, que ya se ha calculado anteriormente en este análisis. El capital propio es el patrimonio neto de la compañía.

Si se ordenan las compañías por el ROIC promedio en los ejercicios analizados, la compañía de mayor calidad sería Laboratorios Rovi. Sin embargo, cabe destacar que beneficia de la construcción del ratio ya que la mayoría de la deuda de la compañía es comercial, como ya se ha visto previamente, por lo que el capital invertido se reduce drásticamente.

En segundo lugar, Clínica Baviera obtiene un promedio del 25%. Este es muy elevado, signo de la buena calidad de la compañía, como ya se ha comprobado en el análisis económico-financiero. En tercer lugar, se encuentra Vidrala con un promedio del 14%, y, en última posición, Cie Automotive, con un promedio del 8%.

Tradicionalmente, un ROIC superior al 10%-12% suele calificarse como bueno. Mientras que un ROIC alrededor del 7%-8% suele indicar problemas en el uso del capital. Por lo tanto, Laboratorios Rovi y Clínica Baviera van a disfrutar de mejores flujos de caja *ceteris paribus*. Vidrala se encuentra en el rango de un ROIC bueno. Y Cie Automotive, según lo dispuesto, presentaría problemas de eficiencia en el uso de capital.

A pesar de esto, el ROIC también se suele comparar por sectores. No es lo mismo el sector de la tecnología que el sector manufacturero. El sector tecnológico disfruta de ROIC mayores debido a los bajos requerimientos de capital invertido, esto es, al coste de mantenimiento de la compañía. Mientras que el sector manufacturero suele poseer más costos en este apartado. En un desglose por sectores, Vidrala se encontraría en el rango alto para el sector manufacturero, y Cie Automotive, en el rango bajo. Laboratorios Rovi y Clínica Baviera se encuentran en un escalón aparte del resto de empresas, ya que gozan de ROIC muy elevados incluso para compañías de tecnología y de altísima calidad.

7. CONCLUSIONES:

Las conclusiones se van a estructurar de la misma forma en la que se ha estructurado cada apartado del análisis, analizando cada empresa individualmente.

Comenzando con Vidrala, el aspecto legal está más que cubierto, ya que el patrimonio neto es superior al 66% del capital social. En el modelo financiero es la que más respeta la estructura y el peso de la deuda financiera no es muy elevado. La actividad, posición económica y generación de recursos no es muy positiva, ya que, sobre todo, sus márgenes se han reducido. Asimismo, la empresa tampoco ha conseguido que ni el RBE, ni el EBITDA ni los RG hayan aumentado con el paso de los ejercicios. Su estructura de gastos es de gastos variables. En cuanto a la situación de liquidez, la empresa tiene tanto RG como TGO positivos, aunque la gestión de cobros y pagos no es del toda positiva. En el resto del EFE, se puede observar cómo destaca la cancelación de deuda y la remuneración al accionista. El Fondo de rotación es positivo, aunque el periodo de cobro es superior al de pago, siendo esto no muy positivo. La capacidad de expansión a largo plazo es también muy positiva tanto por vía autofinanciación como por vía deuda.

Si bien es cierto que la mayoría de los aspectos negativos están relacionados con las subidas del precio de la energía y la inflación en materias primas, que han mermado significativamente la capacidad de crecer sus márgenes. Para remediarlo, la compañía anunció en la presentación de resultados que ya estaba negociando con los clientes la subida correspondiente del precio de sus productos.

Sobre su valoración bursátil, su valoración exigente durante los últimos años indica que el mercado ve a la compañía como una empresa de calidad. El PER al que cotiza a 30 de diciembre de 2022 es ligeramente superior a la media, pero si se ajusta a la valoración alta de los últimos años, es inferior a la media. La Fórmula de Graham también indica que su valor debería ser superior. Pero si se observa el ratio EV/EBITDA, la empresa se encuentra sobrevalorada. Tampoco se observa mucha alineación de intereses con la directiva, apenas con un par de personas. En cuanto al ROIC, tanto si se toma la referencia individual como la referencia sectorial, es muy bueno.

Por lo tanto, estamos hablando de una compañía excelente, cuya actividad, la fabricación de envases de vidrio, tiene muy buenas perspectivas a futuro teniendo en cuenta la transición a la reducción del plástico. La empresa no pasa por su mejor momento, ya que

las métricas de crecimiento se encuentran un poco estancadas. El análisis económico-financiero es positivo, y la valoración bursátil razonable. Así las cosas, sería razonable abrir una pequeña posición en la compañía y aprovechar el momento transitorio de inestabilidad. De tal forma, cuando los márgenes vuelvan a sus rangos habituales, el mercado debería de valorarlo positivamente. Si los resultados futuros y la valoración futura es positiva, será recomendable aumentar su peso en la cartera.

Continuando con Cie Automotive, el aspecto legal también se encuentra cubierto. El modelo financiero deja mucho que desear. El activo tiene una buena estructura, pero el patrimonio neto y el pasivo no. Es una empresa poco capitalizada, aunque se está remediando esta situación. En cuanto a los márgenes, han ido aumentando con el paso del tiempo y crecen en mayor medida en que lo hacen las ventas, pero todavía son relativamente reducidos. El RBE, el EBITDA y los RG aumentan positivamente con el paso del tiempo a ritmos elevados. La estructura de costes es de costes variables. Tiene muy buena conversión de los RG a tesorería y se encuentra en liquidez suficiente, ya que tanto los RG como la TGO son positivos. El resto de aspectos del EFE son muy positivos, invierten con prudencia y siempre consiguen aumentar su tesorería. El fondo de rotación es negativo, pero principalmente se debe a que su periodo de cobro es muy inferior al periodo de pago, por lo que al final del año se contraen más deudas que créditos. La capacidad de expansión está asegurada únicamente vía autofinanciación, ya que endeudarse más no sería muy positivo para la compañía.

En cuanto al análisis bursátil, la tendencia del PER no es positiva, pudiendo ser que el mercado no conciba a Cie como una empresa de tanta calidad para los próximos años. El nivel de deuda de la compañía puede ser un factor clave para el mercado. La media PER indica que se encuentra infravalorada. La Fórmula de Graham indica infravaloración. El ratio EV/EBITDA proporciona una valoración neutra. Los accionistas mayoritarios son sociedades, por lo que no hay mucha alineación del inversor con la directiva. Y el ratio ROIC no es muy elevado, apenas del 8%.

En resumen, es una compañía cuyos aspectos fundamentales son positivos, aunque tiene ciertas carencias, como la deuda. El mercado no le asigna un múltiplo muy elevado, y, por ende, el margen de seguridad no es muy elevado. Si se tienen perspectivas a futuro de que la compañía va a reducir su deuda significativamente y que el mercado va a recompensar esto con un múltiplo de valoración superior, sin duda sería una buena idea comenzar una posición elevada en el momento.

Sin embargo, si las perspectivas a futuro no son tan buenas y siguen prefiriendo remunerar al accionista en vez de reducir su deuda todo lo posible, y el mercado no es tan positivo, únicamente sería atractivo invertir en Cie por los dividendos.

Clínica Baviera tampoco tiene problemas con el aspecto legal, cumpliendo el umbral sin ningún problema. La estructura financiera es positiva, aunque el peso de la deuda financiera no tanto. Los márgenes que posee son crecientes y con perspectivas a que sean mayores, ya que sus mayores gastos son los propios doctores y la adquisición de inmovilizado. El RBE, el EBITDA y los RG son positivos y crecen a ritmos elevados, aunque desde el ejercicio 2021 hasta el 2022 el crecimiento se ha ralentizado. A diferencia de las anteriores compañías, opta por una estructura de costes fijos, y sabiendo que ahora el negocio marcha bien, significa que los beneficios son mayores que si tuviera una estructura de gastos variables. La conversión a tesorería es buena, y al gestión de cobros y pagos, también lo es. En el resto del EFE, destaca la cancelación de deuda, la remuneración al accionista vía dividendos, y el creciente gasto en recompras de acciones propias. El fondo de rotación es muy curioso, ya que consigue combinar lo mejor, tener un periodo de cobro inferior al periodo de pago, y tener un fondo de rotación positivo para como seguro en caso de necesitarlo. La capacidad de expansión vía deuda no sería tan conveniente, ya que implicaría aumentar su deuda financiera y ya es muy elevada. Pero la capacidad de expansión vía autofinanciación sí que es posible.

El análisis bursátil arroja una buena situación de cara a una inversión en la compañía. El PER es decreciente con el paso de los años, aunque puede que se trate de una ineficiencia de mercado vista la calidad de la compañía. A pesar de la tendencia negativa,

el PER es muy elevado, con una media de 18 veces. La compañía cotiza a 9,5 veces, por lo que está muy infravalorada. La Fórmula de Graham arroja el mismo resultado, infravaloración. Y el ratio EV/EBITDA también indica que se encuentra infravalorada. En este caso, sí que existe una alineación muy fuerte de la directiva con los accionistas. El ratio ROIC es también muy elevado, indicando la calidad del negocio.

Por lo tanto, sabiendo que el análisis económico-financiero es impecable y el análisis bursátil indica que se encuentra infravalorada y que es un negocio de calidad, la recomendación mínima es una incorporación a la cartera inmediata. Tampoco sería recomendable darle un peso muy elevado, ya que sigue siendo una empresa pequeña en términos de capitalización bursátil.

Terminando con Laboratorios Rovi, el aspecto legal está más que cubierto. La estructura financiera es un tanto curiosa. La mayor importancia del activo corriente respecto al activo no corriente no es positiva. Es una empresa bastante capitalizada, aunque la estructura de la deuda a largo plazo y corto plazo no es muy positiva. En cuanto a los márgenes, son crecientes y muy elevados. El RBE, EBITDA y los RG también crecen a ritmos muy elevados. La estructura de gastos es de costes fijos, lo cual, viendo la buena situación de las ventas y de los márgenes, ayuda a la compañía a generar más beneficio. La gestión de cobros y pagos no es muy positiva, aunque, a pesar de ello, sigue estando en liquidez suficiente, el cuadrante objetivo. El resto del EFE es positivo, cancelan deuda, remuneran al accionista y suelen tener una variación positiva de la tesorería al final del ejercicio. El fondo de rotación es positivo, pero su periodo de pago es superior al de cobro. La capacidad de expansión es muy positiva, ya que el mantenimiento de la empresa requiere pocos recursos. Por lo que puede expandirse vía autofinanciación. La capacidad de expansión vía deuda también sería positiva, ya que la deuda a largo plazo de la compañía es muy reducida.

El análisis bursátil indica que el mercado concibe a la empresa como una compañía de calidad. Mediante el ratio PER la compañía se encuentra infravalorada. La Fórmula de Graham y el ratio EV/EBITDA también indican la misma valoración que el PER. La

alineación del inversor con la directiva es muy positiva. El ROIC también es muy elevado, demostrando la fortaleza de la compañía.

Por lo tanto, a pesar de las aparentes debilidades del análisis económico-financiero, el mercado en este momento valora a la baja a la compañía. Todo indica que sería recomendable abrir una posición en la compañía a largo plazo, y si los resultados de ejercicios futuros son positivos y la valoración también, seguir aumentando posiciones.

Como conclusión general del análisis, el primer objetivo planteado ya se ha cumplido, que era dar una valoración de la situación de cada una de las compañías. El segundo objetivo era demostrar que en España existen empresas de calidad en las que invertir y en las que obtener buenos rendimientos a futuro. Espero que con este análisis ese objetivo se haya cumplido y espero que este análisis sirva para dar mayor visibilidad a algunas empresas que en este país son de mucha calidad.

8. BIBLIOGRAFÍA:

- Bernstein, Leopold A. *Análisis de estados financieros*. Ed. Irwin.
- Carballo Esteban, Teodoro A. *Indicadores de alerta temprana y máximas empresariales*. Material asignatura "Análisis Contable Superior" ADE. UPV/EHU.
- Carballo, T., Zubiaur, G. y Amondarain, J. *Análisis contable*. Open Course Ware 2018 UPV/EHU.
- Carballo, T., Zubiaur, G. y Amondarain, J. *Análisis contable avanzado*. Open Course Ware 2019 UPV/EHU.

- Cie Automotive. (2021). *Informe financiero anual 2020*. Cie Automotive. <https://cieautomotive.com/documents/125060/1029876/2020+CIE+Consolidado.pdf/1d74c014-74d7-600a-e860-93a949def9f1?t=1614341760776>
- Cie Automotive. (2022). *Informe financiero anual 2021*. Cie Automotive. <https://cieautomotive.com/documents/125060/1156378/CIE+CONSOLIDADO+2021+ES.pdf/c4e8a564-2df9-3acc-02ec-410b919f81e6?t=1646034476047>
- Cie Automotive. (2023). *Informe financiero anual 2022*. Cie Automotive. <https://cieautomotive.com/documents/125060/1255113/CONSOLIDADO+2022+ES.pdf/5a9c6824-90ec-9f3b-0861-3b9943bbc9e1?t=1677486808774>
- Clínica Baviera. (2021). *Informe financiero anual 2020*. Clínica Baviera. https://www.grupobaviera.es/accionistas-inversores/wp-content/uploads/2023/08/Informe-financiero-2020-CB-Comprimido_compressed31.pdf
- Clínica Baviera. (2022). *Informe financiero anual 2021*. Clínica Baviera. Disponible en: <https://www.grupobaviera.es/accionistas-inversores/informe-de-auditoria-cuentas-anuales-auditadas0/#1691439896128-d533cd71-ad62>
- Clínica Baviera. (2023). *Informe financiero anual 2022*. Clínica Baviera. <https://www.grupobaviera.es/accionistas-inversores/wp-content/uploads/2023/08/Full-Compilation-Financiera-2022.pdf>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2024). Información financiera: Accionistas significativos. CNMV. <https://www.cnmv.es/portal/consultas/busqueda.aspx?id=7&lang=es>.
- Estrategias de Inversión. (2023). *Laboratorios Rovi: ¿Cuándo es el próximo reparto de dividendos?* Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/laboratorios-rovi-cuando-es-el-proximo-reparto-n->

[656921#:~:text=El%20principal%20accionista%20de%20Laboratorios,los%20registros%20de%20la%20CNMV.](#)

- González Pascual, J. *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*. Ed. Pirámide.
- Graham, B. (2022). *El inversor inteligente* (32ª Ed.) Ed. Deusto.
- Hernández, Luis Ángel (2023). *Rankia*.
<https://www.rankia.com/diccionario/bolsa/ev-ebitda>.
- Laboratorios Rovi. (2024). Consejo de Administración. Laboratorios Rovi.
<https://www.rovi.es/consejo-de-administraci%C3%B3n>.
- Laboratorios Rovi. (2021). *Informe financiero anual 2020*. Laboratorios Rovi.
Disponible en: <https://www.rovi.es/es/accionistas-inversores/informacion-financiera-negocio>
- Laboratorios Rovi. (2022). *Informe financiero anual 2021*. Laboratorios Rovi.
Disponible en: <https://www.rovi.es/es/accionistas-inversores/informacion-financiera-negocio>
- Laboratorios Rovi. (2023). *Informe financiero anual 2022*. Laboratorios Rovi.
Disponible en: <https://www.rovi.es/es/accionistas-inversores/informacion-financiera-negocio>
- Ley de Sociedades de Capital: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161 de 3 de julio de 2010). <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>.

- McKinsey & Company. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7ª ed.). Ed. John Wiley & Sons Inc.
- Memento práctico contable. Capítulo 22. “Análisis de Estados Contables.” Ediciones Francis Lefebvre.
- Vidrala. (2023). Presentación de resultados del primer trimestre del año 2023. Vidrala. https://www.vidrala.com/default/documentos/1715_es-presentacion_de_resultados_primer_trimestre_2023.pdf
- Vidrala. (2021). *Informe financiero anual 2020*. Vidrala. https://www.vidrala.com/default/documentos/1300_es-informacion_financiera_consolidada_2020.pdf
- Vidrala. (2022). *Informe financiero anual 2021*. Vidrala. https://www.vidrala.com/default/documentos/1391_es-informacion_financiera_consolidada_2021.pdf
- Vidrala. (2023). *Informe financiero anual 2022*. Vidrala. https://www.vidrala.com/default/documentos/1648_es-informacion_financiera_consolidada_2022.pdf