

Vidal e Hijos SA

A principios de enero de 1991, sentado frente al escritorio de su oficina, Javier Vidal, director general y fundador de Vidal e Hijos, analizaba y discutía con su hijo mayor los resultados económicos obtenidos el año anterior y las perspectivas de su empresa para el año que comenzaba.

«Fíjate Víctor, fue una buena elección entrar en este negocio. Hemos tenido un crecimiento continuado en las ventas durante los últimos años, manteniendo el margen sobre ventas y el rendimiento sobre la inversión. Las perspectivas para este año son aún mejores. Prevemos que las ventas crecerán un 32%. Aumentaremos nuestros beneficios, con lo que podremos repartir dividendos. Después de todo, buena parte de la rentabilidad de la empresa debe quedarse en casa, ¿no te parece?»

Víctor, director financiero de la empresa, compartía el entusiasmo de su padre. Sin embargo, estaba un poco preocupado por las necesidades de financiación para mantener el crecimiento de la empresa. Esta preocupación era compartida por Francisco Vila, jefe de cuentas del Chase Manhattan Bank, banco con el que tenían relaciones desde el inicio de las operaciones en 1981. Precisamente, Víctor había acordado reunirse la próxima semana con Francisco para discutir una nueva ampliación de la póliza de crédito que la empresa mantenía con el banco, hasta un límite de 700 millones de pesetas (el límite actual era de 500 millones), para poder hacer frente a la expansión deseada por la compañía durante los próximos años.

Víctor, que había sido compañero de colegio de Francisco, deseaba saber si existía alguna contradicción entre crecimiento, rentabilidad y liquidez de la empresa. Se preguntaba cuál de estos conceptos era más importante y si su padre estaba o no en lo cierto al creer que el beneficio era el mejor indicador de la salud de su empresa.

Estas y otras preguntas rondaban por la cabeza de Víctor mientras preparaba el presupuesto de tesorería para 1991, como base para la discusión de la ampliación de la póliza de crédito convocada para la semana próxima. Era la primera vez que Víctor se cuestionaba cómo valorar su empresa.

Antecedentes del negocio

Vidal e Hijos era una empresa familiar que se dedicaba a la distribución de telas al por mayor, en Cataluña. La tradición textil (hilados, confecciones, teñidos, etc.) había sido, desde hacía mucho tiempo, el motor industrial de la región. La familia Vidal llevaba más de 90 años en el negocio, no habiéndose dedicado a la distribución hasta 1980.

En 1980, Javier Vidal decidió transformar totalmente el negocio original de su padre. Javier, hombre resuelto e independiente, no comulgaba con las ideas demasiado conservadoras de su padre, que no había querido nunca entrar en el campo de la distribución, en el que Javier veía inmensas oportunidades de negocio. Llegó a convencer a su padre, vendieron la fábrica y se dedicaron únicamente a la distribución.

El sector textil

El sector textil era un sector maduro, de demanda muy sensible al precio y con bajo riesgo por innovación tecnológica. Estaba principalmente integrado por empresas familiares que se especializaban en algún tipo de producto (hilados, tejidos, teñidos, confecciones), siendo en su mayoría demasiado conservadoras como para integrarse en algún sentido (hacia atrás o hacia adelante).

Había cuatro estrategias competitivas básicas en este sector: volumen (países subdesarrollados); especialización (series largas: países desarrollados en general); productividad (relación consumo/producto: Alemania), y fragmentación (competitividad a través del valor añadido: Reino Unido). La industria textil catalana había optado por esta última, consiguiendo durante muchos años excelentes resultados.

Las perspectivas a corto y medio plazo eran prometedoras. La apertura del mercado europeo permitiría una mayor expansión, aunque implicaría mayor competencia.

El sector de distribución de telas

La distribución de tejidos estaba dominada por los fabricantes, que eran quienes escogían a sus distribuidores. Este mismo poder les permitía no sólo sugerir, sino también establecer los precios de venta, determinando así el margen del distribuidor.

El negocio de los distribuidores tenía sus propias características: los clientes eran los 7 grandes mayoristas de la región, el mayor de los cuales representaba cerca del 30% de las ventas totales del negocio. Normalmente se concedían descuentos por volumen y cobro a 45 días.

Los proveedores concedían un plazo de pago a 30 días. El proveedor líder en el sector distribuidor era Industrial Vidal, empresa original de la familia, que representaba el 40% de las compras actuales del sector. El resto de proveedores estaba constituido por una docena de empresas más pequeñas.

A pesar de que los fabricantes marcaban la política de precios del sector (30% en promedio por encima del precio de compra), Vidal e Hijos se las ingenió para obtener mayores márgenes, sobre todo gracias a las buenas condiciones logradas con su principal proveedor y a una adecuada gestión y control de los gastos operativos y de personal. Todo ello propiciaba el constante aumento de las ventas (véase Anexo 1).

La reunión con el Chase Manhattan Bank

Francisco Vila revisaba el expediente de Vidal e Hijos sentado frente al escritorio de Víctor, quien acababa de despachar con su padre. Mientras

esperaba, Francisco pensaba: «Vidal e Hijos es una empresa próspera. Tiene un buen crecimiento en las ventas, y las perspectivas para éste y los próximos años son buenas. El sector está en auge, con precios crecientes y la economía, tras dos años ligeramente recesivos, empieza nuevamente a dar visos de entrar en un proceso de expansión, lo que haría bajar los tipos de interés a corto plazo¹. Además, Vidal e Hijos está negociando la representación de 3 firmas extranjeras y estudiando la posibilidad de desembarcar en Francia e Italia. Sin embargo, hay algunas cosas que Víctor debe saber...»

Francisco Vila comenzó la reunión diciendo: «Víctor, estoy aquí para ayudarte en todo lo que necesites. La relación de tu empresa con nuestro banco ha sido siempre muy buena. Además, tengo un interés especial en este asunto debido a nuestra amistad. Por ello, en principio, no tendría ningún inconveniente para una ampliación de la póliza de crédito de la empresa hasta los 700 millones que solicitas. Sin embargo, hay algunos temas sobre los que tenemos que ponernos de acuerdo.»

Francisco continuó diciendo: «He analizado los estados financieros que me enviaste la semana pasada (véanse Anexos 1 y 2). Tu empresa ha optado por una estrategia de crecimiento más que de rentabilidad. El crecimiento permanente de las ventas así lo demuestra (véase Anexo 3). Es una buena estrategia para una empresa que no quiere perder mercado. Sin embargo, ello tiene un costo.»

Víctor, replicó: «Esto es precisamente lo que más me inquieta. Hasta ahora, salvo por la presente necesidad de recurrir al banco para la ampliación de la póliza, no había percibido ningún desequilibrio financiero.»

«Quizás el mensaje más importante, -señaló Francisco-, sea recalcar la importancia del flujo de caja (cash flow), el cual, durante los últimos años, ha sido negativo para la empresa. Lo que el accionista realmente puede llevarse a casa es precisamente lo que se obtiene después de restar del beneficio las inversiones requeridas, el incremento de las NOF (necesidades operativas de fondos), etc. En resumidas cuentas, dinero contante y sonante. Además, es a su vez el mejor indicador de cómo va la empresa y la base para su evaluación. Vidal e Hijos tiene grandes posibilidades, pero hay que controlar su crecimiento.

»Por todo ello, el banco ha creído conveniente condicionar la ampliación de la póliza de crédito al cumplimiento de las siguientes restricciones por parte de la empresa:

1. Suspensión del pago de dividendos.
2. Estricto control de los gastos generales.
3. Fondo de maniobra positivo.
4. Endeudamiento <70% (recursos ajenos/pasivo <70%).»

Víctor comprendía mejor las posibilidades financieras de su empresa. Venía de despachar con su padre, quien le comentó que existían bastantes posibilidades de que Damico Distribuidores, su principal cliente, pusiera término a sus relaciones comerciales con ellos. Todo parecía un círculo vicioso. La empresa había incumplido su última entrega por rotura de stocks, debido a que

¹ Los créditos a corto y largo plazo para Vidal e Hijos están actualmente al 14% anual.

Industrial Vidal no quiso enviarles más tejidos hasta que se les abonara una factura pendiente desde hacía más de 70 días.

Sólo le faltaba eso. Después de todo lo que Francisco le había explicado, estaba seguro de que las condiciones del banco serían aún más duras. Sin embargo, sabía que tenía que superar esta situación.

Francisco lo escuchó con atención y dijo: «Sería conveniente que llegaras a un buen acuerdo con tu cliente. En todo caso, y de no ser así, las condiciones del banco para conceder la ampliación serían las mismas. Eso sí, supongo que para llegar a cumplirlas, Vidal e Hijos tendría que hacer una ampliación de capital.» «¿Estás seguro?», replicó Víctor. Sin responderle, Francisco solicitó una reunión para el día siguiente, en donde se revisarían los estados financieros previsionales para los dos próximos años.

Víctor comenzó a preparar los estados financieros para la reunión del día siguiente sin poder alejar de su mente la conversación que acababa de tener con Francisco. Por fin comprendía que el beneficio y la rentabilidad no es lo único relevante en la empresa: también son importantes el «cash flow» y la relación existente entre las NOF y las ventas. Sin embargo, no dejaba de inquietarse. Se preguntaba cómo decirle a su padre que este año sería imposible repartir dividendos y que, tal vez, habría que ampliar capital.

Preguntas:

1. Interprete cada uno de los ratios aportados por el banco en el Anexo 3. ¿Le parece preocupante la magnitud o la evolución de alguno de los ratios? ¿Cuál le parece el valor más adecuado para cada ratio?
2. Elabore a partir de los Anexos 1 y 2 el flujo de caja de los años 1989 y 1990 (cobros y pagos), por los distintos conceptos.
3. Elabore una previsión de las cuentas de resultados y balances de la empresa para el final de los años 1991 y 1992. Para esto, suponga que el crecimiento de las ventas será el 32% anual; el plazo medio de cobro, 45 días; el plazo medio de pago, 40 días, y que los inventarios corresponderán a las ventas de 85 días. O

Anexo 1
Vidal e Hijos S.A.
ESTADO DE RESULTADOS

	1988	1989	1990
VENTAS	2.237	2.694	3.562
Costo ventas	1.578	1.861	2.490
Margen bruto de ventas	659	833	1.072
Salarios	204	261	340
Depreciación	25	28	39
Otros gastos	333	430	568
Ganancia antes intereses e impuestos	97	114	125
Intereses	65	70	74
Beneficios extraordinarios	0	-15	32
Ganancia antes impuestos	32	29	83
Impuesto a las Ganancias	10	9	25
Ganancia final	22	20	58
Ganancia retenida	22	20	58

Anexo 2
Vidal e Hijos S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL

	1988	1989	1990
ACTIVO			
Activo corriente	710	804	1.066
Caja y bancos	32	28	26
Cuentas a cobrar	281	329	439
Inventarios	397	447	601
Activo no corriente	257	247	207
Planta y equipos	307	315	302
Depreciacion acumulada	-50	-68	-95
Total del Activo	967	1.051	1.273
PASIVO			
Pasivo corriente	642	715	888
Proveedores	190	212	303
Credito bancario	393	428	479
Otros gastos a pagar	59	75	106
Pasivo no corriente	95	85	75
Deudas a largo plazo	95	85	75
Total del Pasivo	737	800	963
CAPITAL			
Acciones comunes	230	251	310
Ganancias retenidas			
Total Patrimonio neto	230	251	310
Total Pasivo mas Patrimonio neto	967	1.051	1.273

Anexo 3
Vidal e Hijos S.A.
RATIOS

	1988	1989	1990
Tasa de crecimiento ventas	27,9%	20,4%	32,2%
Margen bruto de ventas	29,5%	30,9%	30,1%
Gastos generales / Ventas	25,1%	26,7%	26,6%
Ganancia final / Ventas	1,0%	0,8%	1,6%
Ganancia final / Patrimonio neto (ROE)	9,7%	8,1%	18,7%
Ganancia final / Activo total (ROA)	2,3%	1,9%	4,6%
Cobertura intereses	1,49	1,63	1,69
Rotación Créditos = V / Créditos	7,96	8,19	8,11
Rotación Proveedores = CV / Proveedores	8,31	8,78	8,22
Rotación inventarios = CV / Inventarios	3,97	4,16	4,14
Días de cobro Créditos	46	45	45
Días de pago a Proveedores	44	42	44
Días de Inventarios	92	88	88
Liquidez tesorería = Caja y bancos / PC	5%	4%	3%
Liquidez corriente = AC / PC	111%	112%	120%
Solvencia = Fondos propios / Terceros	31%	31%	32%
Tasa crecimiento sostenido = ROE*r / (1-ROE*r)	10,8%	8,8%	23,1%
Tasa crecimiento interno = ROA*r / (1-ROA*r)	2,4%	2,0%	4,8%
Ganancia retenida / Ganancia final	1,0	1,0	1,0