Bravo Capital

Fondos para el crecimiento de las empresas

Financiación de las empresas de gran crecimiento

Este análisis tiene como objeto describir las fuentes de financiación de aquellas empresas cuyos ingresos han crecido a tasas superiores al 10% en cada ejercicio comprendido entre 2010 y 2014.

Resultado del análisis:

1. Hemos observado que las empresas con mayor tamaño crecen más. La media del tamaño de empresas de alto crecimiento es mayor que el tamaño medio de la empresa española.
2. La financiación a través de sus proveedores es la principal fuente de financiación de las empresas analizadas
3. Cuando una empresa no tiene deuda financiera, su financiación procede en mayor medida de los proveedores y de los recursos propios. Mientras que cuando la empresa cuenta con deuda financiera, las fuentes de financiación se encuentran repartidas con un equilibrio más equitativo.
4. Se confirma que los sectores más intensivos en capital son los que mayor deuda financiera presentan, como el sector de Manufactura que cuenta con un 35% de deuda financiera sobre activos.
5. Las empresas de alto crecimiento hacen uso de la financiación externa a corto plazo, principalmente mediante proveedores. La financiación a largo plazo queda en un segundo plano, existiendo un 27% de las empresas analizadas sin deuda a largo plazo, debido a que la incertidumbre del crecimiento de los ingresos requiere de flexibilidad financiera.
6. Todas las empresas han tenido una mejora de la productividad, generando mayores ingresos por unidad de activos. Este crecimiento de la productividad es mayor en empresas con mayor volumen de activos que tienen mayor margen de mejora. Mientras que las empresas con bajo nivel de activos parten de una situación de muy alta optimización.

3 de junio de 2015

Paseo de la Castellana, 41 – 4
28046 – Madrid
T. +34 910 327 139

ÍNDICE

1. Introducción 3

2. Situación inicial en 2010 5

2.1. Tamaño y principales magnitudes financieras 5

2.1.1 Agregado 5

2.1.2 Segmentación sectorial 8

2.2 Procedencia de las fuentes de financiación 11

2.2.1 Agregado 11

2.2.2 Segmentación sectorial 13

2.3 Estructura de vencimientos de la financiación 14

2.3. Agregado 14

2.3.2 Segmentación sectorial 17

3. Evolución hasta 2014 19

3.1. Agregado 19

3.2. Segmentación sectorial 22

3.4. Rentabilidad y Crecimiento 25

4. Financiación del crecimiento 27

4.1. Procedencia de las fuentes de financiación 27

4.1.1 Agregado 27

4.1.2 Segmentación sectorial 28

4.2. Estructura de vencimientos de la financiación 29

4.2.1 Agregado 29

4.2.2 Segmentación sectorial 30

5. Conclusiones 31

1. Introducción

El presente estudio tiene por objetivo el estudio de las fuentes de financiación de aquellas empresas que han presentado un alto crecimiento en el periodo comprendido entre 2010 y 2014. Para ello hemos seleccionados a aquellas empresas que en cada ejercicio ha conseguido un crecimiento de los ingresos superior al 10% y que en 2014 tienen ingresos superiores al millón de euros.

Características de la muestra

El tamaño de la muestra es de 1.140 empresas que cuentan con las siguientes características:

Fecha de constitución de las empresas (#)	
Menor que 5 años	123
Entre 5 y 10 años	505
Entre 10 y 20 años	439
Mayor que 20 años	73

Fuente: Elaboración propia

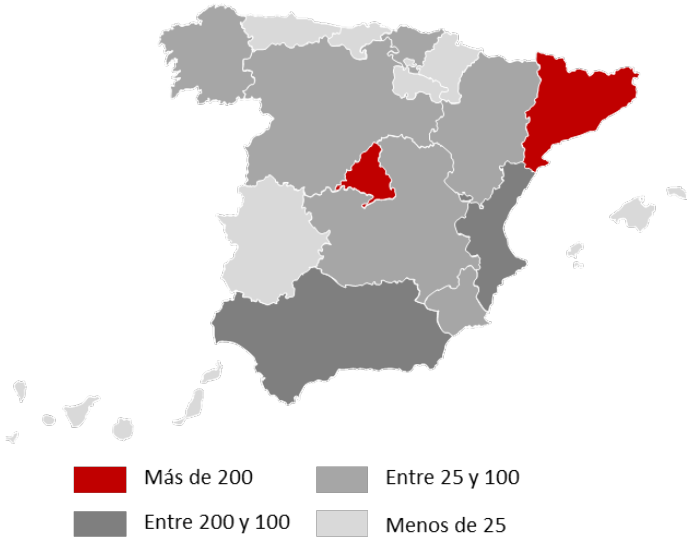
Las empresas de la muestra fueron constituidas en distintos periodos, siendo el más frecuente entre 5 y 10 años de antigüedad (2004-2009) con un 44% de las empresas consideradas.

Sector de las empresas (#)	
Comercio	424
Industria Manufacturera	210
Transporte y Logística	102
Actividades Profesionales Científicas y Técnicas	82
Información y Comunicaciones	75
Servicios Auxiliares	53
Agricultura Ganadería y Pesca	42
Construcción	35
Sanidad y Servicios Sociales	30
Hostelería	28
Educación	19
Otros Servicios	14
Ocio y Espectáculos	12
Agua y Saneamiento	10
Suministro Energía y Gas	4

Fuente: Elaboración propia

El 65% de las empresas se encuentran en 3 sectores, Comercio, Industria Manufacturera y Transporte y Logística, que son los que muestran mayor dinamismo en la economía española.

Distribución geográfica de las empresas (#)



Cataluña	299
Madrid	213
Comunidad Valenciana	174
Andalucía	122
Galicia	49
Castilla-La Mancha	42
País Vasco	41
Aragón	40
Castilla y León	38
Murcia	32
Baleares	23
Canarias	22
Navarra	14
Extremadura	12
Asturias	9

Fuente: Elaboración propia

Cataluña y Madrid son las comunidades que aglutinan un mayor número de empresas con altas tasas de crecimiento. Esto se debe a que la base de empresas de estas dos regiones es muy superior al resto de regiones de España.

Tamaño de las empresas por ingresos en 2014 (#)

Entre 1 y 2 M€	341
Entre 2 y 5 M€	373
Entre 5 y 10 M€	192
Entre 10 y 50 M€	188
Mayor que 50 M€	46

Fuente: Elaboración propia

El 63% de las empresas de nuestro análisis tienen cifras de ingresos en 2014 inferiores a 5 M€. Por otro lado, solo el 4% de las empresas de gran crecimiento analizadas superan los 50M€ de facturación en 2014.

Variables del estudio – Consideraciones generales

Como hemos mencionado anteriormente, el objeto del estudio es el análisis de las fuentes de financiación de las empresas de gran crecimiento en España. Por tanto tendremos que analizar la financiación en función del vencimiento (corto plazo vs largo plazo) y en función de las fuentes en sus distintas formas:

- **Recursos propios**: aquí diferenciaremos entre las aportaciones realizadas por los socios y los recursos generados por la actividad de la empresa (beneficios).

- **Recursos ajenos**: en este bloque diferenciamos entre los proveedores financieros y los proveedores comerciales.

2. Situación inicial en 2010

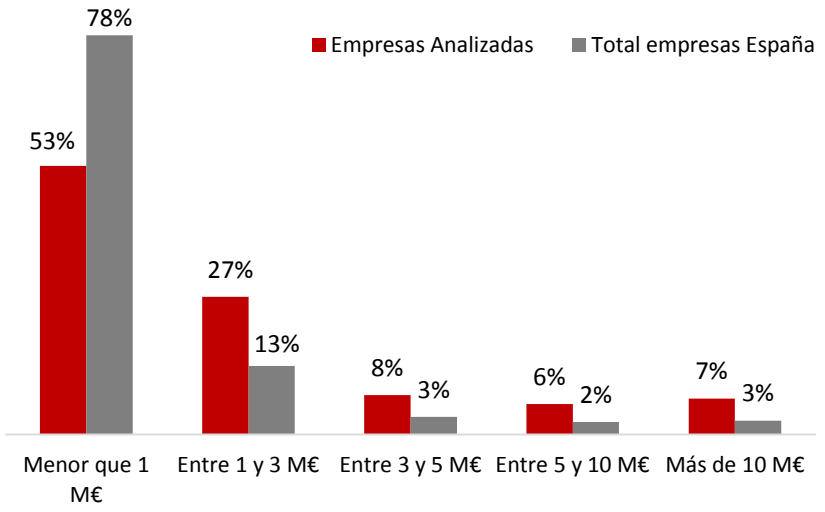
En este apartado analizaremos las magnitudes financieras más relevantes de las empresas en 2010, año de partida del análisis.

2.1. Tamaño y principales magnitudes financieras

2.1.1 Agregado

En este apartado expondremos la situación de partida de las empresas de la muestra para conocer el estado financiero y el tamaño de las empresas en el momento inicial del estudio.

Ingresos en 2010* (% de empresas en el rango)



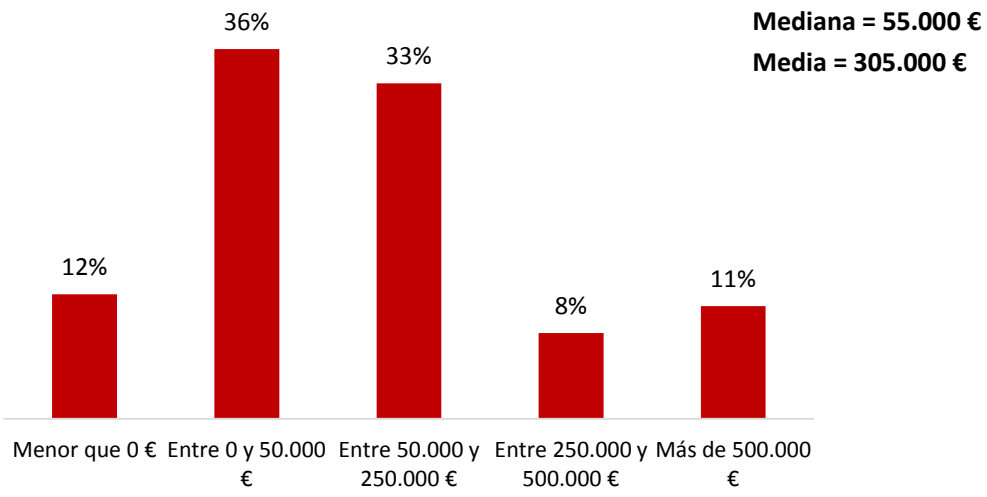
Fuente: Elaboración propia
**Empresas con cuentas presentadas en 2010 y 2014*

La barra roja representa el % de empresas analizadas. Mientras que la barra gris, representa al total de empresas en España.

El 78% de las empresas españolas tiene ingresos inferiores a 1 M€. En nuestra muestra solo el 53% de las empresas entran dentro de ese rango. Por el contrario, cuando atendemos al % de empresas que facturan más de 10 M€, vemos que el 7% de las empresas de la muestra pertenecen a este rango, por solo un 3% en el total de empresas españolas (cifra 2,5 veces inferior a la muestra).

Los ingresos de las compañías analizadas en la muestra presentan mayor facturación media que el la media del total de empresas españolas en 2010. Esto se traduce en que **las empresas de alto crecimiento parten de un tamaño medio mayor que la media de empresas españolas**.

Ebitda en 2010 (% de empresas en el rango)

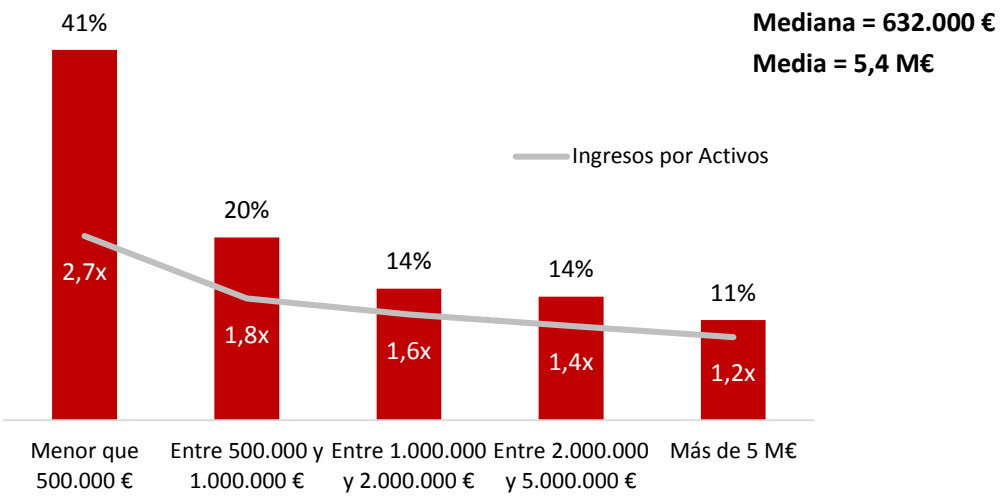


Fuente: Elaboración propia

El 81% de las empresas cuenta con un Ebitda inferior a 250.000 €. Por tanto, la capacidad de estas empresas para generar beneficios para financiar el crecimiento es limitado y por tanto, tendrán que recurrir en su mayoría a fuentes de financiación externas a la empresa.

Solo un 19% de las empresas cuentan con Ebitda superior a 250.000 € que permite una mayor capacidad de autofinanciación de la compañía, con los propios flujos de caja generados por el negocio.

Total activos en 2010 (% de empresas en el rango)

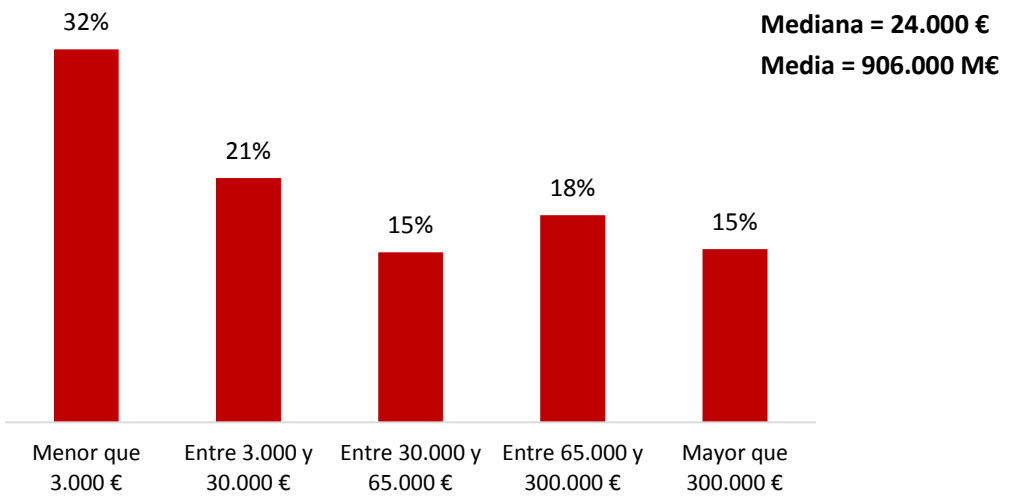


Fuente: Elaboración propia

El 75% de las empresas del estudio contaban con activos de valor inferior a 2 M€ en 2010. No obstante, la media se sitúa en 5,4 M€ debido al tamaño de los activos de las empresas de mayor facturación.

Por otro lado, la eficiencia del uso de activos medida en términos de ventas por valor de activos decrece a medida que se incrementan los activos. De manera que las empresas con menos de 500.000 € en activos consiguen vender 2,7 € por cada euro invertido en activos. Mientras que las empresas con más de 5 M€ de activos consiguen vender 1,2€ por euro invertido en activos.

Capital social en 2010 (% de empresas en el rango)

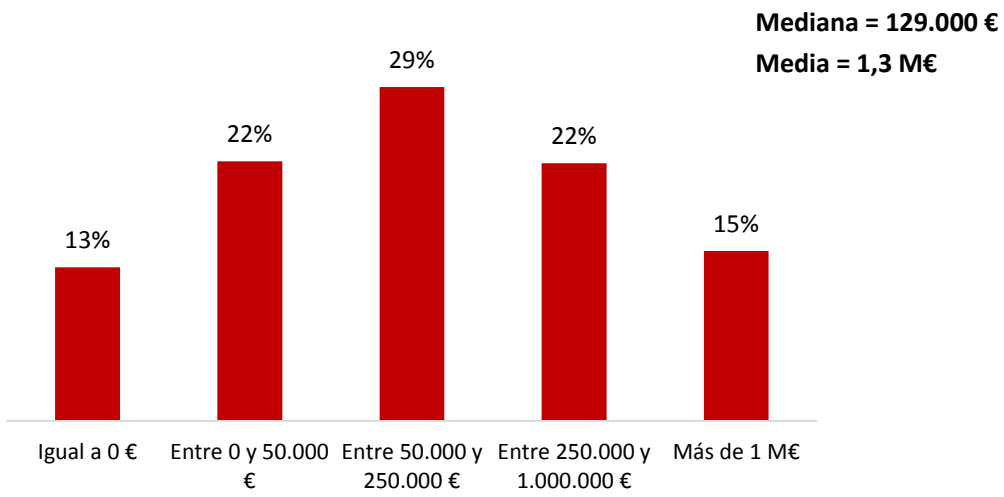


Fuente: Elaboración propia

Para este apartado hemos elegido el dato de capital social, en vez del patrimonio neto, debido a que refleja de manera más fiel la aportación de los socios a la empresa.

En 2010, el 53% de las empresas cuenta con un capital social inferior a 30.000 €. Mientras que la media se sitúa en 906.000 € debido a que hay algunas empresas de la muestra con un capital social muy alto, lo que empuja fuertemente la media hacia arriba.

Deuda Financiera en 2010 (% de empresas en el rango)



Fuente: Elaboración propia

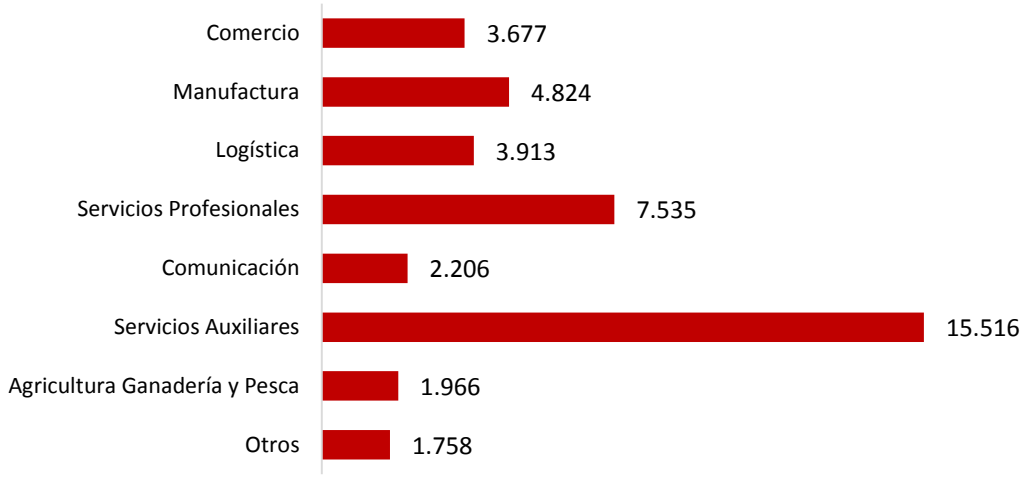
Existe un 13% de las empresas que en 2010, no se financia mediante deudas financieras, sino que lo hace mediante recursos propios y de proveedores.

El tramo donde se encuentra un mayor número de empresas es entre 50.000 y 250.000 €, donde se encuentran el 29% de las empresas analizadas.

2.1.2 Segmentación sectorial

Nota: En los gráficos, el orden de los sectores es acorde con el peso del sector en la muestra (de mayor a menor).

Ingresos medios en 2010 (miles de €)

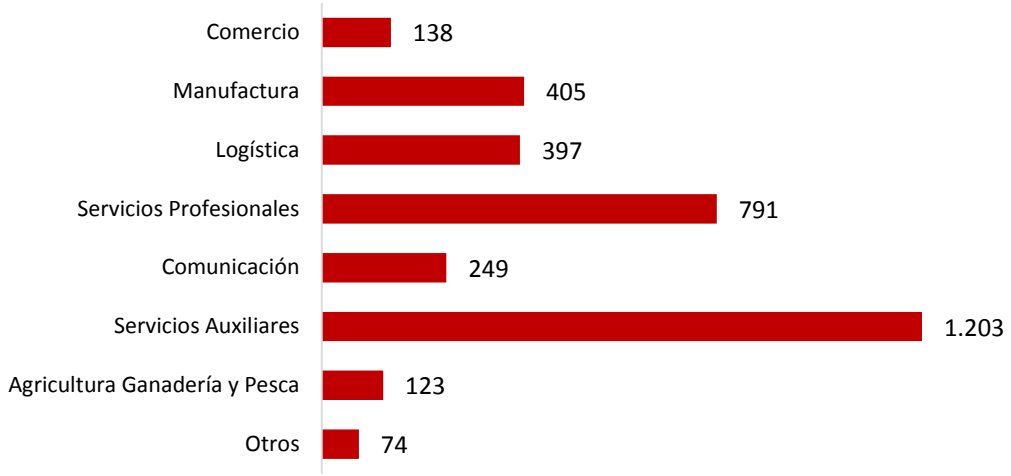


Fuente: Elaboración propia

Los sectores de Servicios Auxiliares y Servicios Profesionales son los que cuentan con una facturación media mayor. En cambio, los sectores de Agricultura, Ganadería y Pesca y Otros no llegan a los 2 M€ de facturación media.

Servicios Auxiliares tiene unos ingresos medios tan elevados porque en la muestra está Hotel Beds, que factura por si solo 399 M€. Excluyendo esta empresa de la muestra los ingresos medios se situarían alrededor de los 8 M€.

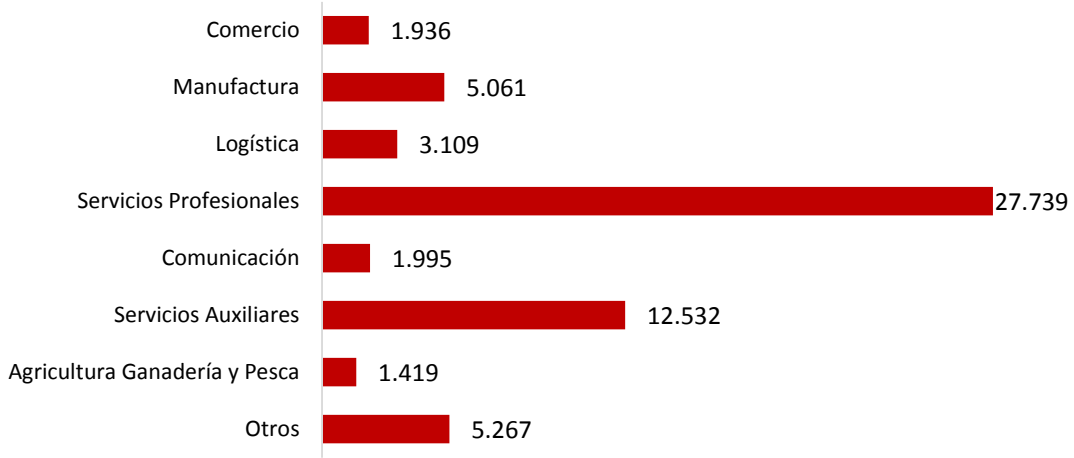
Ebitda medio en 2010 (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

Igualmente los sectores de servicios son los que mayor Ebitda presentan, alcanzando los 1,2 M€ en el caso de los servicios auxiliares. En este caso, es una filial del grupo automovilístico Volkswagen dedicada al *renting*, la que empuja el Ebitda de la muestra hacia arriba.

Total activos medios en 2010 (miles de €)

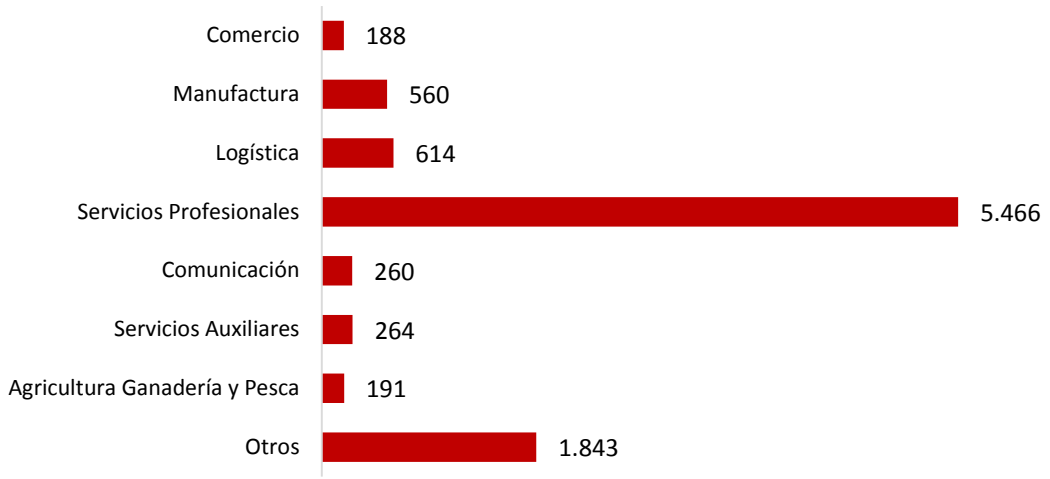


Fuente: Elaboración propia

Los sectores de Comunicación, Comercio, Agricultura, Ganadería y Pesca son los sectores con menores activos medios, siendo la media inferior a 2 M€.

En cuanto a los Servicios Profesionales, hay tres empresas en la muestra con activos superiores a 400 M€, destacando Iridium, filial de concesiones de ACS. Excluyendo estas tres compañías del análisis, obtendríamos unos activos medios de 7,9 M€ en el sector de los Servicios Profesionales.

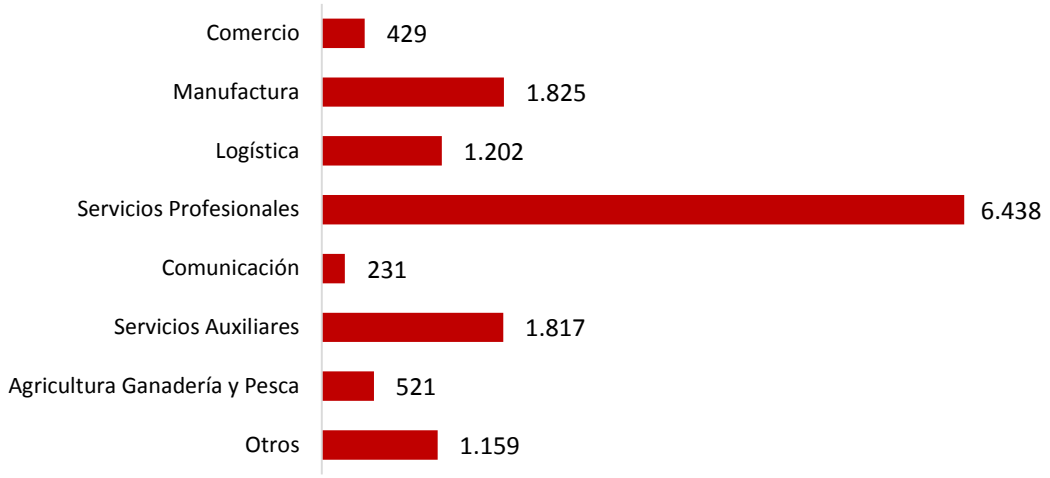
Capital Social medio en 2010 (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, las empresas de Servicios Profesionales son las que cuentan con un capital social mayor, superando los 5 M€ de media, debido a los mismos motivos expuestos en el gráfico anterior de Total Activos Medios.

Deuda Financiera media en 2010 (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

En este gráfico también se aprecia el mayor tamaño del balance de las empresas de Servicios Profesionales, influidos notablemente por las tres compañías con activos superiores a 400 M€ de que se encuentran en la muestra.

En definitiva, considerando algunas magnitudes que indican tamaño como pueden ser los ingresos o los activos totales, las empresas de servicios (Servicios Auxiliares y Servicios Profesionales) son las de mayor tamaño en la muestra.

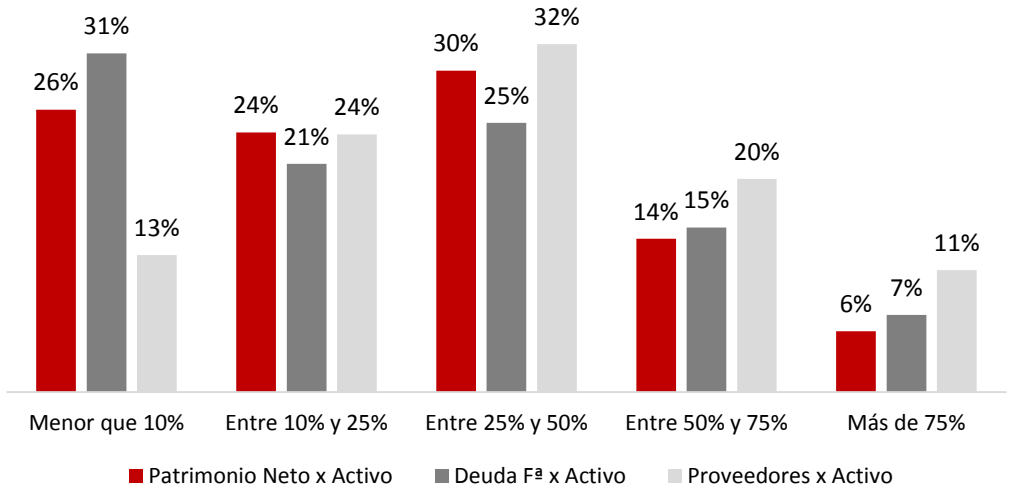
2.2 Procedencia de las fuentes de financiación

Las empresas cuentan con tres fuentes de financiación principales que estudiamos a continuación:

a) Fondos Propios
b) Deuda Financiera
c) Financiación de proveedores

2.2.1 Agregado

Fuentes de financiación sobre activos en 2010 (% de empresas)



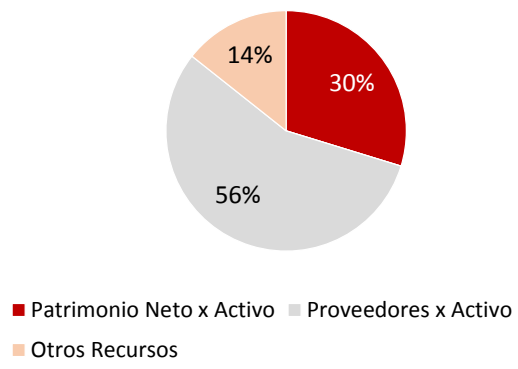
Fuente: Elaboración propia

La financiación a través de sus proveedores es la principal fuente de financiación de las empresas analizadas, suponiendo más del 50% de la financiación de activos en un 31% de las empresas.

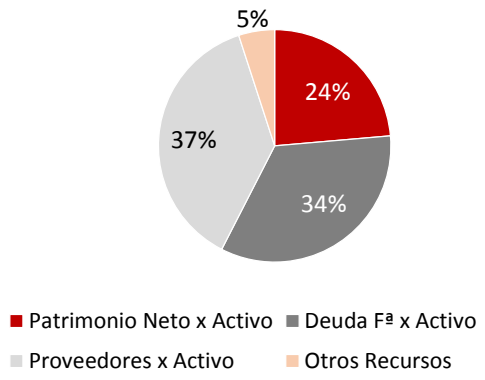
Existe cierta polaridad en la financiación mediante deuda de las empresas, habiendo un 31% de empresas donde la deuda supone menos de un 10% de las fuentes de financiación. Mientras que hay un 22% de empresas en las que la deuda financiera supone más del 50% de los recursos empleados.

En cuanto al patrimonio neto, el 50% de las empresas tiene un patrimonio neto superior al 25% de los activos, mostrando una solvencia adecuada para el funcionamiento de la empresa.

Fuentes de financiación sobre activos de empresas sin deuda (% promedio)



Fuentes de financiación sobre activos de empresas con deuda (% promedio)



Fuente: Elaboración propia

Hemos elaborado dos perfiles de financiación de las compañías en 2010, diferenciando entre aquellas con deudas financieras y aquellas sin deudas financieras.

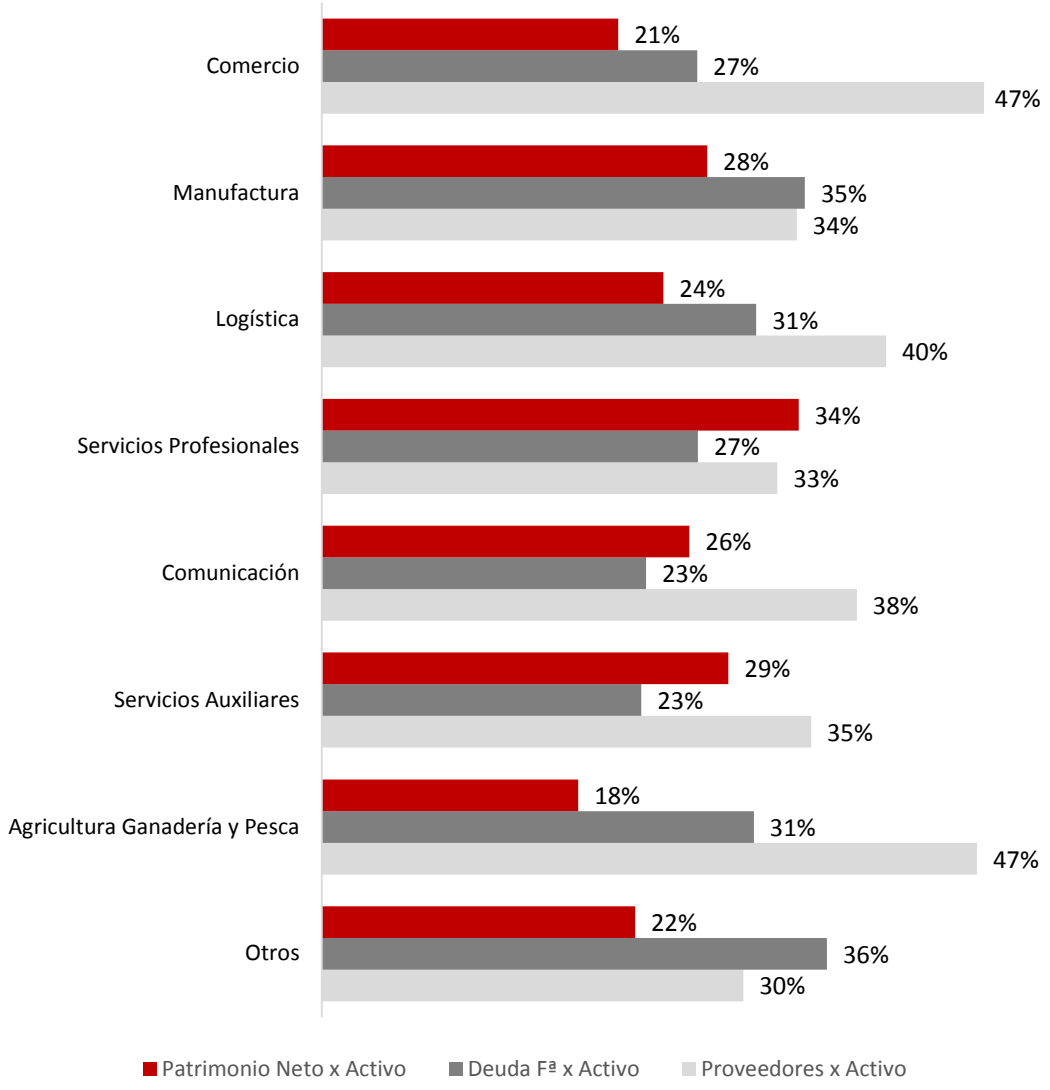
Las diferencias son claras, cuando una empresa no tiene deuda financiera, su financiación procede en mayor medida de los proveedores y de los recursos propios. Mientras que cuando la empresa cuenta con deuda financiera, las fuentes de financiación se encuentran repartidas con mayor equilibrio.

En nuestra muestra, el caso de las empresas sin deuda financiera, la financiación a través de proveedores sobre el activo es un 49% mayor que las empresas con deuda financiera. Igualmente, el patrimonio neto sobre activos es un 26% mayor en las empresas sin deuda.

De cualquier manera, lo más relevante de este análisis es que podemos concluir que la financiación procedente de los proveedores es la más importante para las empresas de alto crecimiento, es decir, su ecosistema le permite una financiación barata y cuantiosa.

2.2.2 Segmentación sectorial

Fuentes de financiación sobre activos en 2010 (% promedio)



Fuente: Elaboración propia

Los sectores de Servicios Profesionales y Servicios Auxiliares son los que cuentan con un mayor porcentaje de recursos propios sobre activos con un 34% y 29%, respectivamente.

El Comercio y el sector de Agricultura, Ganadería y Pesca son los que mayor porcentaje de activos financian mediante el crédito comercial con proveedores.

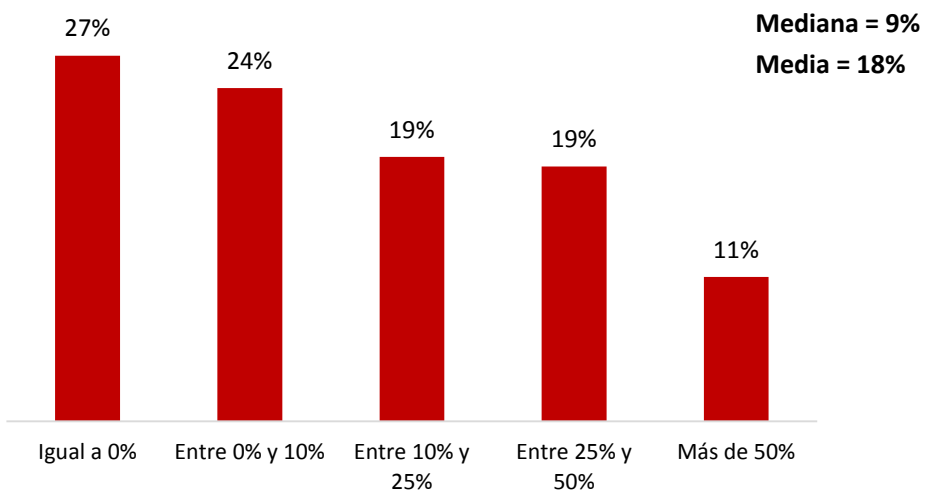
Asimismo, el sector logística presenta un 40% de proveedores sobre activos, que en su mayoría corresponde a trabajadores autónomos que realizan servicios de entrega para las compañías.

En conclusión, se confirma lo esperado de que los sectores más intensivos en capital son los que mayor deuda financiera presentan, como el sector de Manufactura que cuenta con un 35% de deuda financiera sobre activos.

2.3 Estructura de vencimientos de la financiación

2.3. Agregado

Pasivos Ajenos a Largo Plazo sobre Total Activo en 2010 (% de empresas)

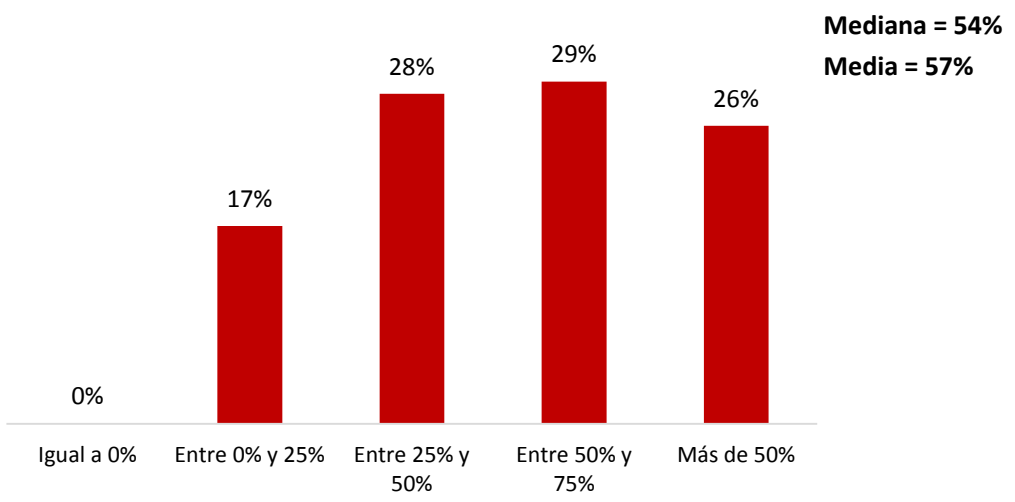


Fuente: Elaboración propia

Las empresas españolas tienen un escaso nivel de endeudamiento a largo plazo, lo cual dificulta la gestión financiera y el emparejamiento de los vencimientos a los flujos de caja de la compañía.

La base de la muestra son empresas de alto crecimiento, las cuales por lo general necesitan invertir para aumentar los ingresos. Este tipo de empresas tienen un riesgo intrínseco mayor que aquellas empresas maduras con proyectos de inversión estables en las que los bancos se sienten más cómodos prestando a largo plazo. Prueba de ello es que **el 27% de las empresas analizadas tienen un endeudamiento a largo plazo de 0 €.**

Pasivos Ajenos a Corto Plazo sobre Total Activo en 2010 (% de empresas)



Fuente: Elaboración propia

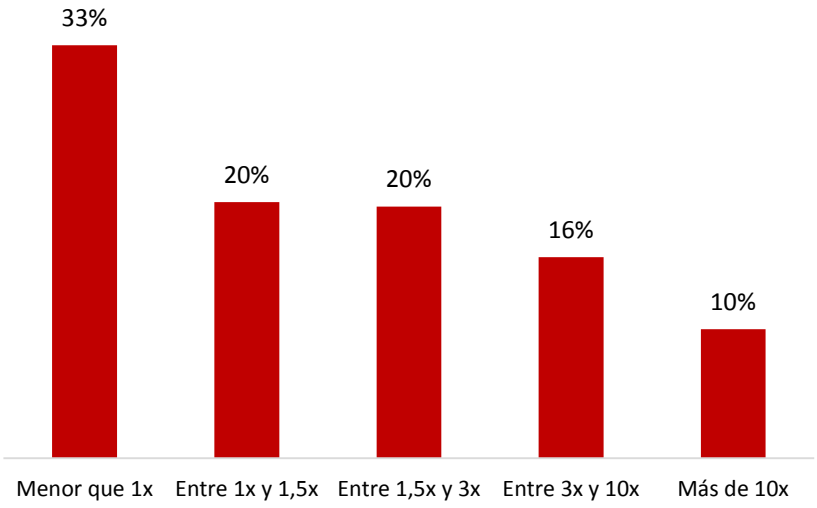
Todas las empresas de alto crecimiento hacen uso de la financiación externa a corto plazo. Principalmente mediante proveedores.

Apreciamos que las empresas disponen de financiación a corto plazo de manera más sencilla, y que un 55% de las empresas analizadas tienen un endeudamiento a corto plazo superior al 50% sobre los activos. La mayor parte del endeudamiento a corto plazo viene provocado por el crédito que reciben de sus proveedores.

Además, no hay ninguna empresa en la muestra que no tenga pasivos a corto plazo, lo cual indica el elevado nivel de importancia de los pasivos a corto plazo para las empresas españolas de gran crecimiento.

Viendo los gráficos anteriores surge la cuestión de si las empresas son capaces de adecuar los flujos de largo plazo que generará la empresa con sus activos a largo plazo, con las fuentes de financiación a largo plazo.

[Pasivos Ajenos a Largo Plazo + Patrimonio Neto] sobre Total Activo Fijo en 2010 (% de empresas)



Fuente: Elaboración propia

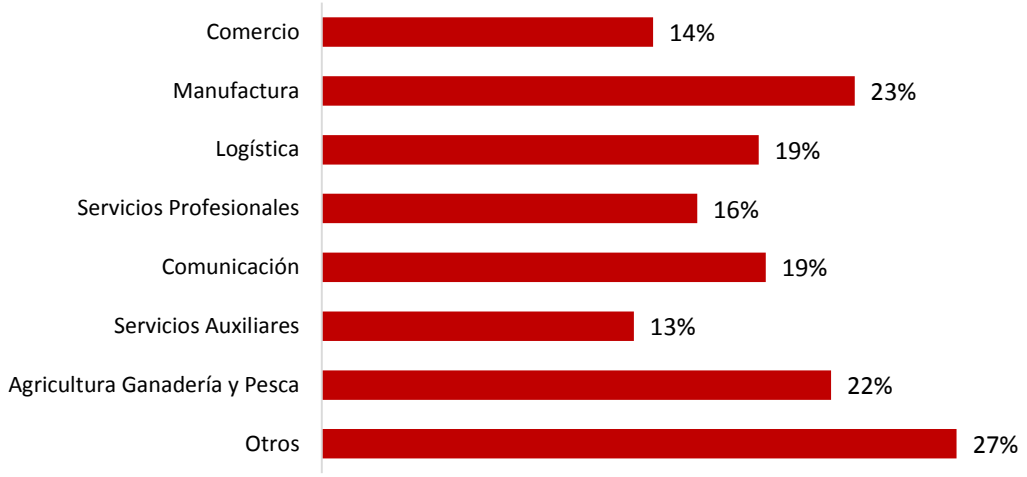
Aproximadamente el 67% de las empresas tiene cubierto la totalidad de sus activos fijos con recursos a largo plazo (propios y ajenos) lo cual beneficia la salud financiera de la empresa.

Por otro lado, la mayoría de esos recursos a largo plazo son fondos propios como hemos visto anteriormente en los gráficos de Fondos Propios sobre Total Activo y de Pasivos Ajenos a Largo Plazo sobre Total Activo.

Por tanto, las empresas españolas que han registrado elevadas tasas de crecimiento parten de una situación patrimonial sólida.

2.3.2 Segmentación sectorial

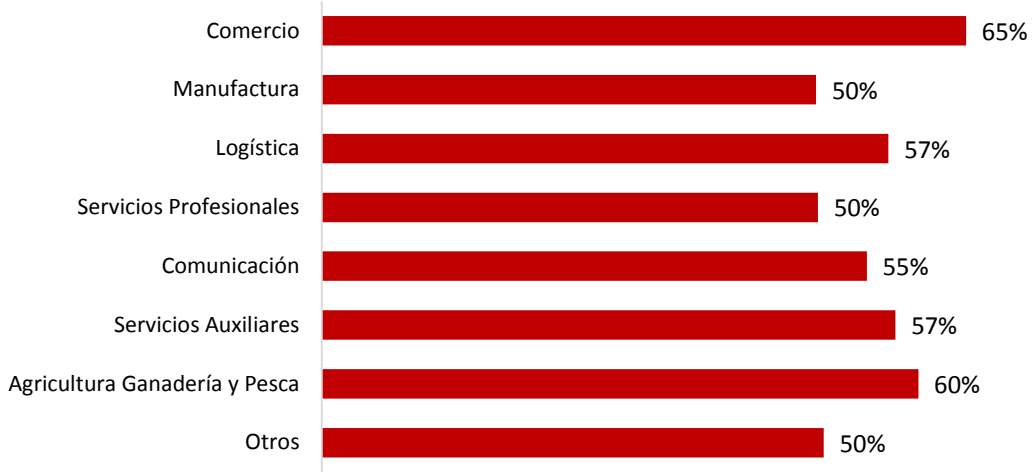
Pasivos Ajenos a Largo Plazo sobre Total Activo en 2010 (% promedio)



Fuente: Elaboración propia

Los sectores intensivos en activos fijos son las que tienen, tanto mayor necesidad de recursos a largo plazo, como mejor acceso a ellos. De esta manera, el sector de Manufactura y Agricultura, Ganadería y Pesca son los que cuentan con una mayor proporción de pasivos ajenos a largo plazo sobre total activos con un 23% y 22%, respectivamente.

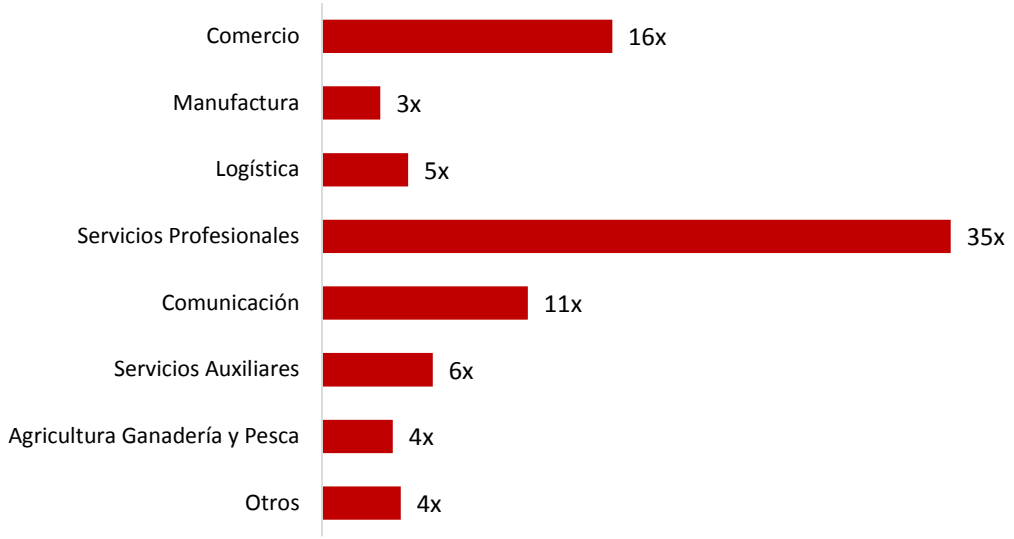
Pasivos Ajenos a Corto Plazo sobre Total Activo en 2010 (% promedio)



Fuente: Elaboración propia

En el sector del comercio la financiación del proveedor es muy habitual. Los periodos medios de pago a proveedores son largos, de ahí que supongan de media un 65% de la financiación de los activos.

[Pasivos Ajenos a Largo Plazo + Patrimonio Neto] sobre Total Activo Fijo en 2010 (veces)



Fuente: Elaboración propia

En este gráfico hemos eliminado a Carvas Inversiones y Zamora Internacional, perteneciente a Servicios Profesionales, por no tener activos a LP en 2010 y elevar desmesuradamente el ratio.

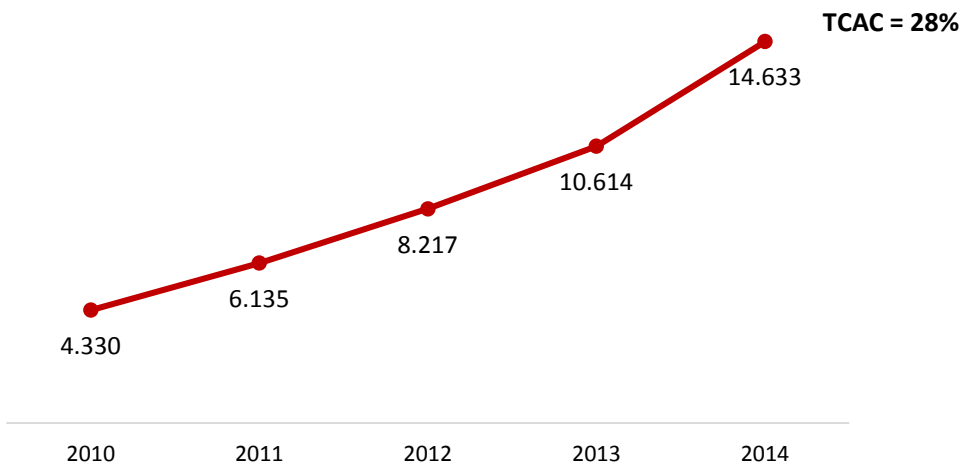
No obstante, el sector de Servicios Profesionales y Comercio son los más que presentan los ratios más altos debido a que su actividad requiere de una cantidad baja de activos fijos.

3. Evolución hasta 2014

3.1. Agregado

En este apartado explicaremos la evolución de las principales magnitudes que pueden ser indicadores del tamaño de las empresas.

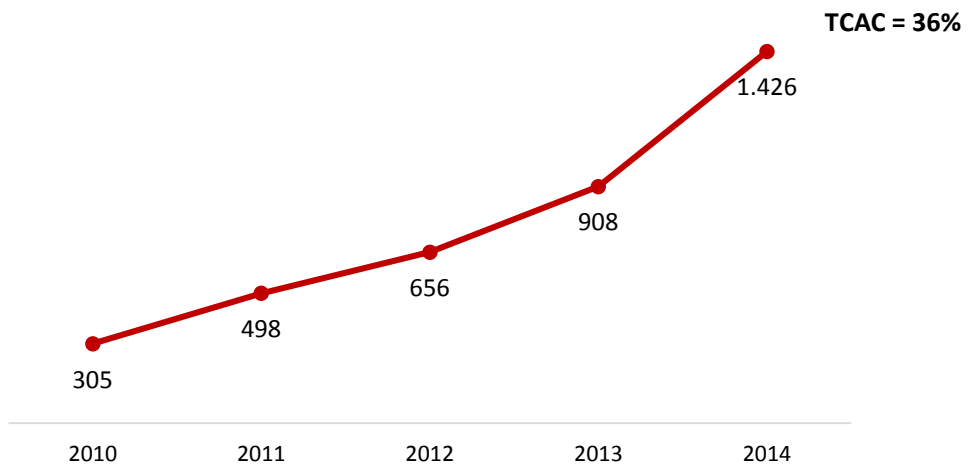
Evolución de los ingresos medios por compañía (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

Los ingresos muestran una tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) del 28%, alcanzando los 14,6 M€ de media por compañía. Esta magnitud del crecimiento de los ingresos de las empresas de la muestra resulta espectacular, aunque está condicionado por el criterio de entrada de empresas en la muestra que establece que hayan crecido al menos un 10% durante todos los años.

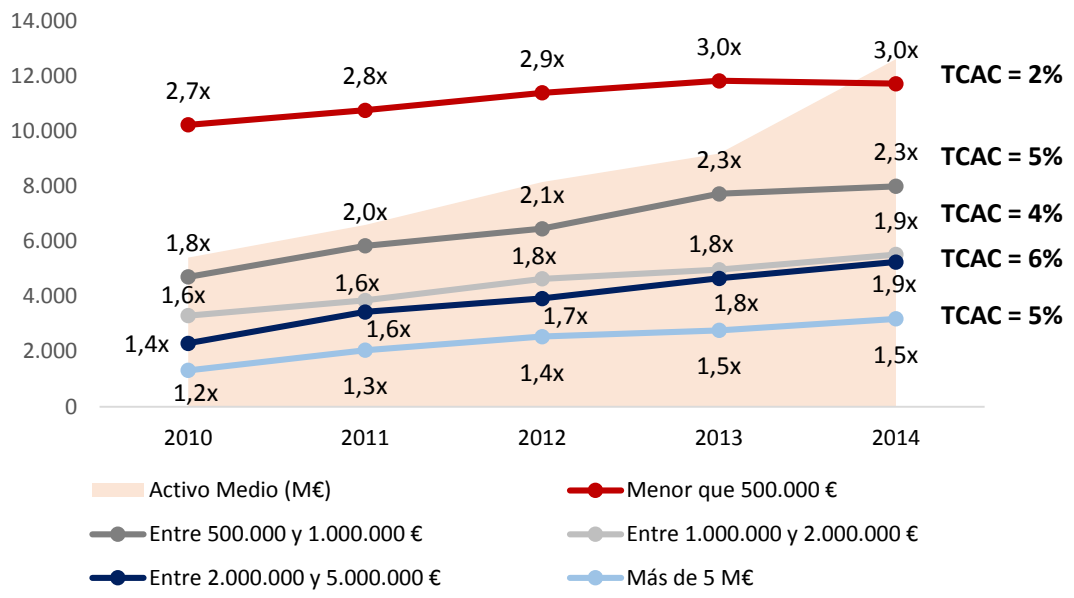
Evolución del Ebitda medio por compañía (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

El Ebitda ha subido un 36% anual de media, superior al 28% de crecimiento de los ingresos. Esto es debido a las economías de escala producidas por el incremento de las ventas que permite diluir el coste fijo por unidad de venta e incrementar el Ebitda a una tasa mayor que los ingresos.

Evolución de los ingresos por activos según volumen de activos de las empresas en 2010 (x veces)



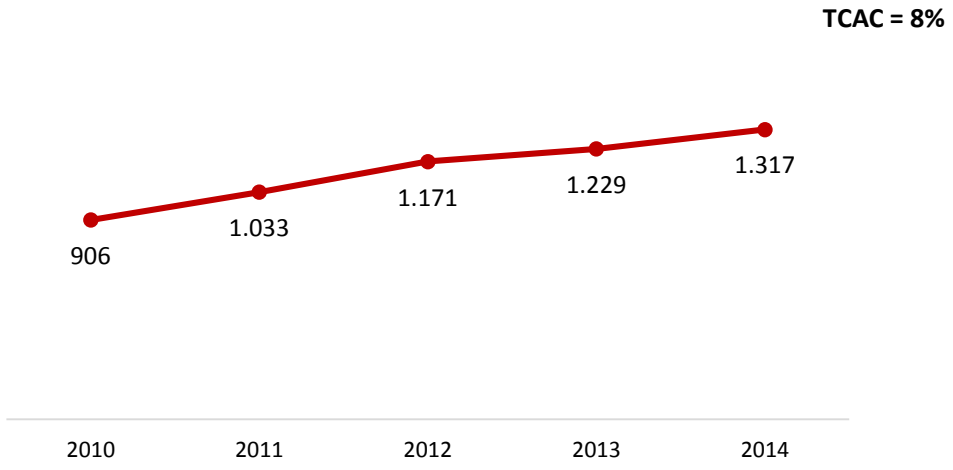
Fuente: Elaboración propia

Cada línea representa a los grupos de empresas que partían de un rango de activos determinado en 2010. Por ejemplo, la línea roja son aquellas empresas que en 2010 tenían activos inferiores a 500.000€.

Se vislumbran dos fenómenos contrapuestos, las empresas con menor volumen de activos tienen mayores ingresos por activos. Mientras que **las empresas que tienen mayor volumen de activos** (menos ingresos por activos), **crecen su productividad a mayores tasas anuales** que aquellas con bajo nivel de activos, debido a que parten de una situación con menor optimización.

El crecimiento anual acumulado de los activos ha sido de un 18%, equivalente a 10 puntos porcentuales menos que los ingresos. Esto significa que el crecimiento de las empresas ha ido acompañado de una mayor optimización y aprovechamiento de los activos de la compañía, generando mayor unidad de venta por activo en 2014 que en 2010.

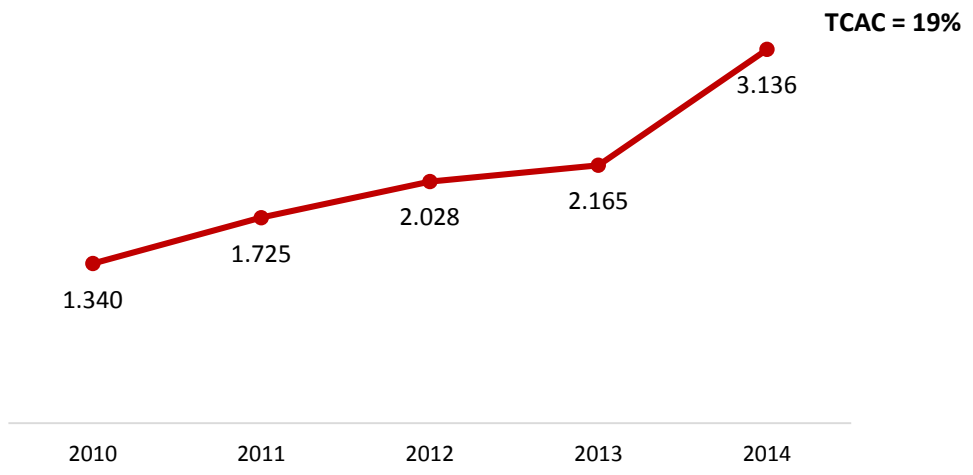
Evolución del capital social medio por compañía (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

El capital social medio de las compañías analizando ha ido aumentando firmemente año tras año a una tasa anual media del 8%. Las empresas han ido incrementando sus recursos propios mediante aportaciones externas de los socios, siendo el crecimiento de esta fuente de financiación menor que el incremento de la deuda o de los créditos comerciales.

Evolución de la deuda financiera media por compañía (miles de €)

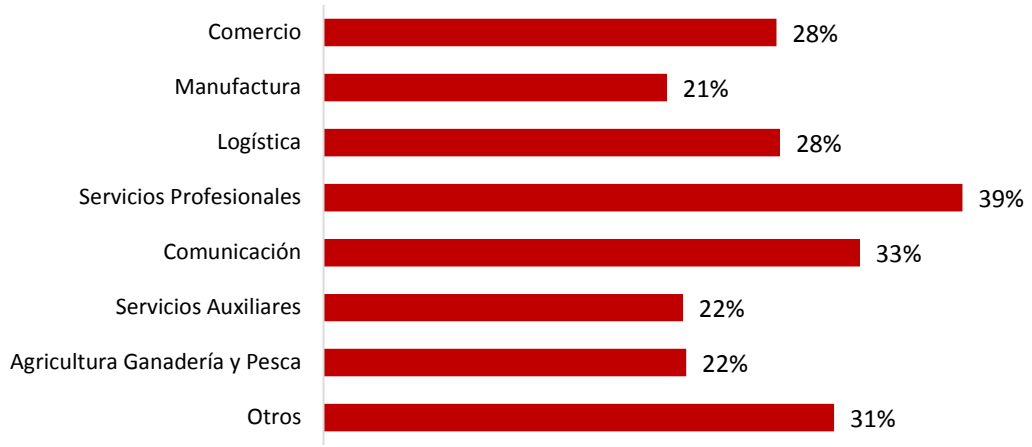


Fuente: Elaboración propia

La deuda financiera ha crecido a una tasa más elevada que la aportación de los socios, 19% frente a un 8% de crecimiento del capital social. Esto es debido a que la mayoría de las compañías, una vez constituidas, tienen preferencia por incrementar los recursos disponibles para la compañía mediante deuda antes que mediante inyecciones de capital.

3.2. Segmentación sectorial

Tasa de Crecimiento Anual Compuesto de los ingresos entre 2010 y 2014 (%)

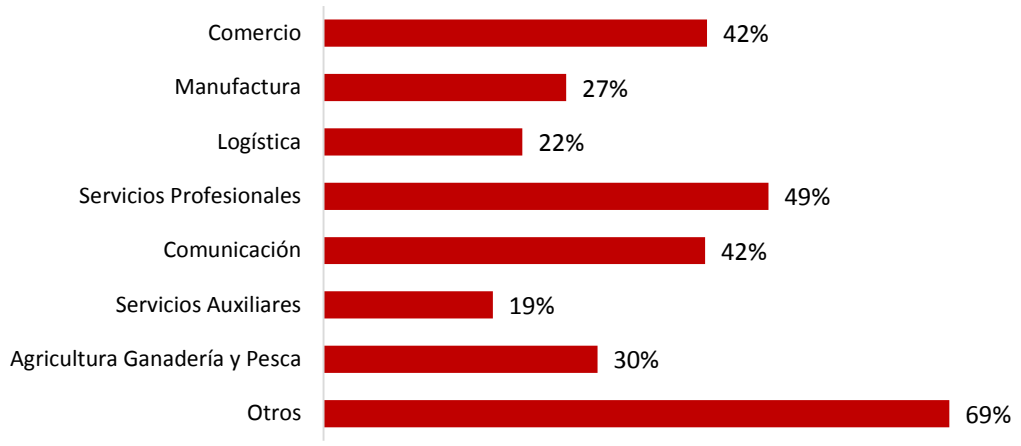


Fuente: Elaboración propia

Servicios Profesionales y Comunicación son los dos sectores que han presentado un mayor crecimiento anual entre los años 2010 y 2014, alcanzando un 39% y 33% respectivamente.

Destacan negativamente las empresas pertenecientes al sector de la manufactura que han crecido solamente a una tasa acumulada anual del 21%.

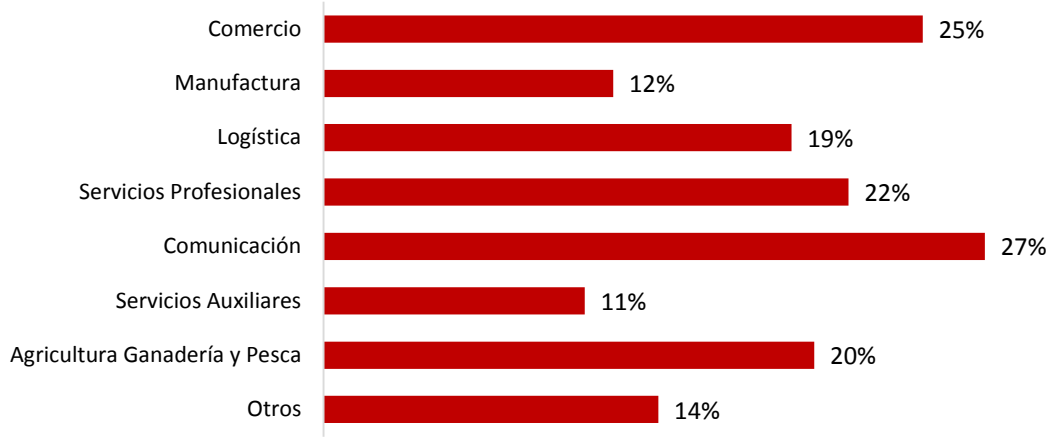
Tasa de Crecimiento Anual Compuesto del Ebitda entre 2010 y 2014 (%)



Fuente: Elaboración propia

El crecimiento del Ebitda muestra mayores diferencias entre los distintos sectores que los ingresos. Servicios Profesionales, Comercio y Comunicación son los sectores donde se ha experimentado un mayor incremento del Ebitda.

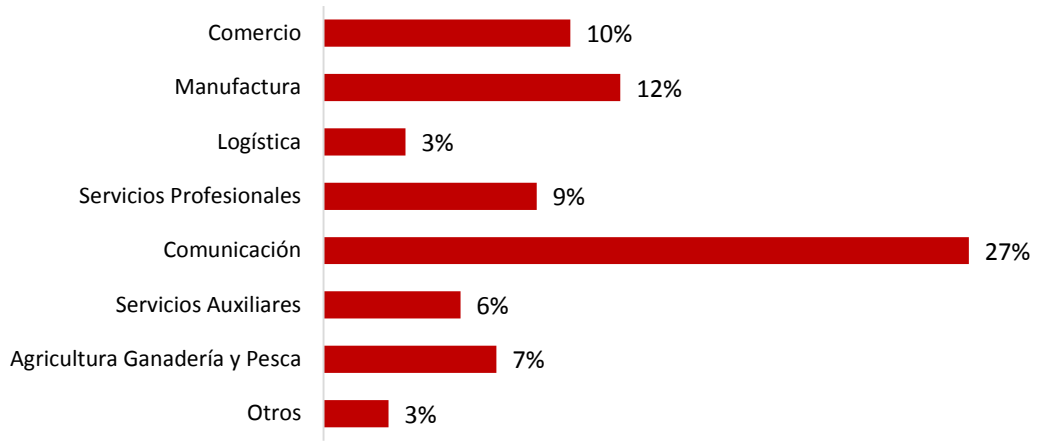
Tasa de Crecimiento Anual Compuesto de los activos entre 2010 y 2014 (%)



Fuente: Elaboración propia

Los activos del sector de Comunicación y Comercio son los que más han subido. En el caso del Comercio, el crecimiento de los activos (25%) es similar al de los ingresos (28%), por lo que gran parte de este crecimiento vendrá por incremento de stocks para adecuarlo al nuevo nivel de las ventas.

Tasa de Crecimiento Anual Compuesto del Capital Social entre 2010 y 2014 (%)

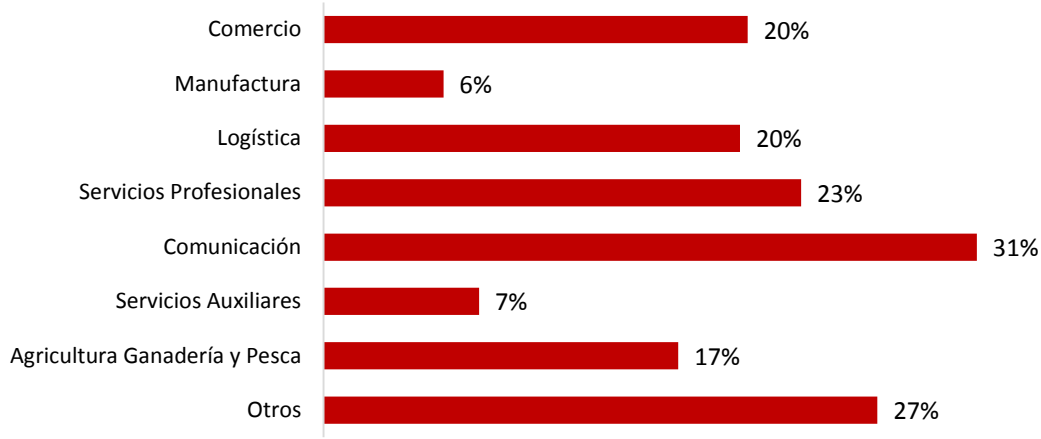


Fuente: Elaboración propia

El crecimiento del capital social es más reducido que el de las otras magnitudes financieras analizadas.

No obstante, destaca el espectacular crecimiento del Capital Social en el sector de la Comunicación.

Tasa de Crecimiento Anual Compuesto de la Deuda Fª entre 2010 y 2014 (%)



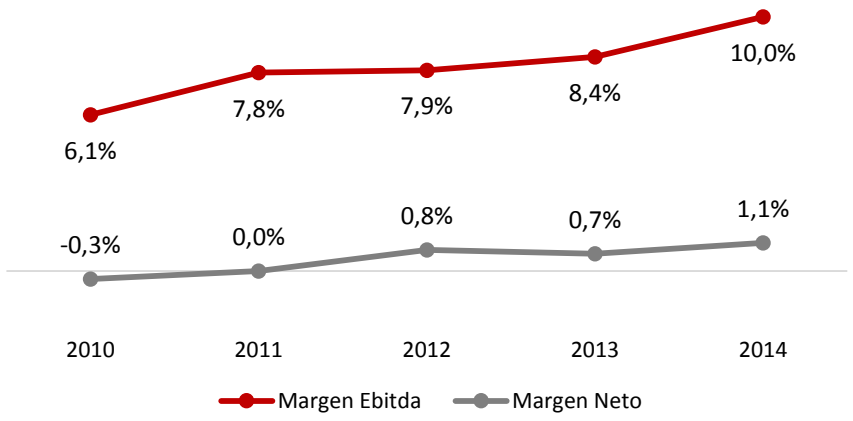
Fuente: Elaboración propia

El sector de la comunicación ha visto un alto crecimiento de la deuda financiera y del capital social debido a dos empresas de base tecnológica (Alfatec y Nice People at Work) que han necesitado un gran cantidad de recursos financieros para impulsar su actividad.

3.4. Rentabilidad y Crecimiento

En este apartado estudiaremos las principales métricas de rentabilidad para conocer si las empresas han conseguido un crecimiento rentable o han crecido sacrificando rentabilidad.

Evolución de los principales márgenes (%)

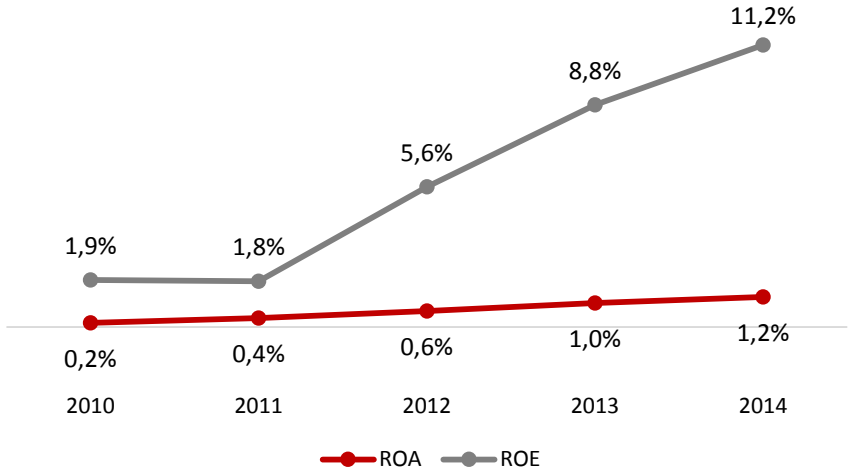


Fuente: Elaboración propia

El crecimiento de los ingresos ha ido acompañado de una mejora de los principales márgenes de la cuenta de resultados, es decir, se ha logrado un crecimiento rentable. El margen Ebitda ha crecido desde el 6,1% hasta el 10,0%, mientras que el margen neto ha crecido desde el 0,3% hasta el 1,1%.

Esto resulta de gran relevancia porque en muchos casos el crecimiento implica el sacrificio de rentabilidad a corto plazo. Aunque no es el caso en nuestra muestra.

Evolución de la eficiencia (%)



Fuente: Elaboración propia

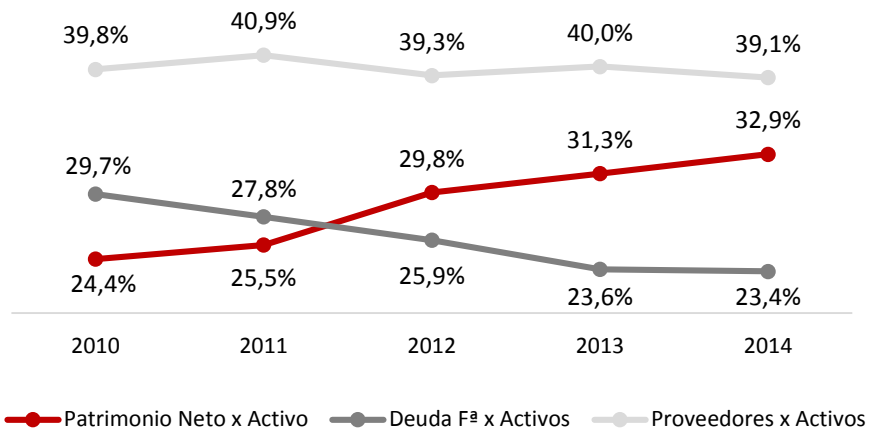
Tanto la rentabilidad sobre activos (ROA) como la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) han mejorado entre 2010 y 2014. Esto se traduce en que las empresas han necesitado una menor cantidad de recursos para generar beneficios, lo cual quiere decir que el incremento de ventas se ha hecho a través de una mejor explotación de los recursos y no solamente mediante la adición de nuevo capital.

4. Financiación del crecimiento

4.1. Procedencia de las fuentes de financiación

4.1.1 Agregado

Evolución de las fuentes de financiación (%)



Fuente: Elaboración propia

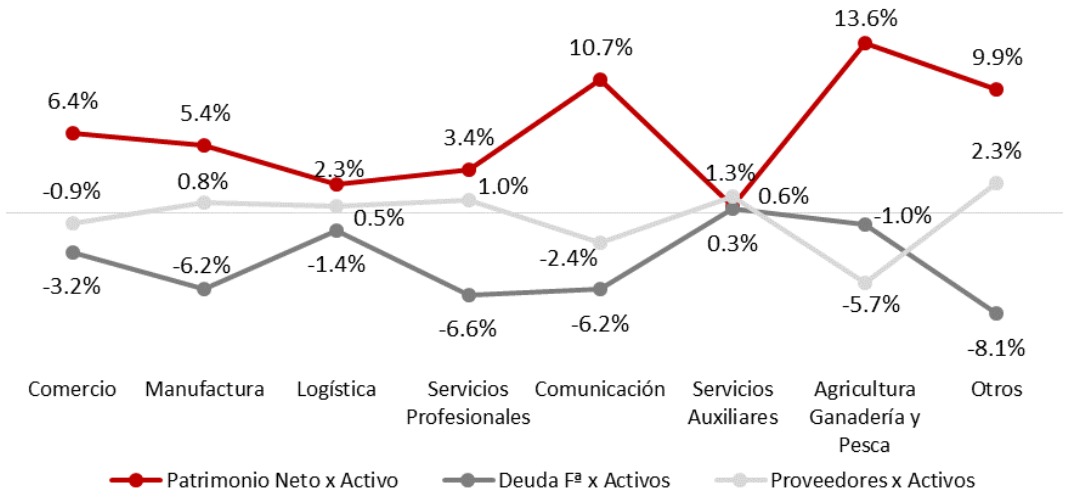
La financiación procedente de los proveedores se mantiene estable alrededor del 40% durante los 5 años estudiados, siendo la principal fuente de financiación de las empresas.

Por otro lado, en los dos primeros años vemos que la deuda financiera tiene un mayor peso que el patrimonio neto de la empresa, esta tendencia cambia en 2012 donde el patrimonio neto es mayor que la deuda financiera. Esta diferencia se incrementa en los siguientes años hasta 2014, donde el patrimonio neto es del 32,9% sobre activos y la deuda financiera el 23,4% sobre activos.

Esto se debe principalmente al **crecimiento rentable experimentado por las empresas** que **ha permitido que se capitalicen las empresas paulatinamente mediante los beneficios recogidos** y dependan en menor medida de proveedores financieros.

4.1.2 Segmentación sectorial

TCAC de las fuentes de financiación entre 2010 y 2014 (%)



Fuente: Elaboración propia

En todos los sectores analizados se ha reducida la deuda financiera entre 2010 y 2014, salvo el sector de Servicios Auxiliares que ha aumentado un 0,3% en el periodo.

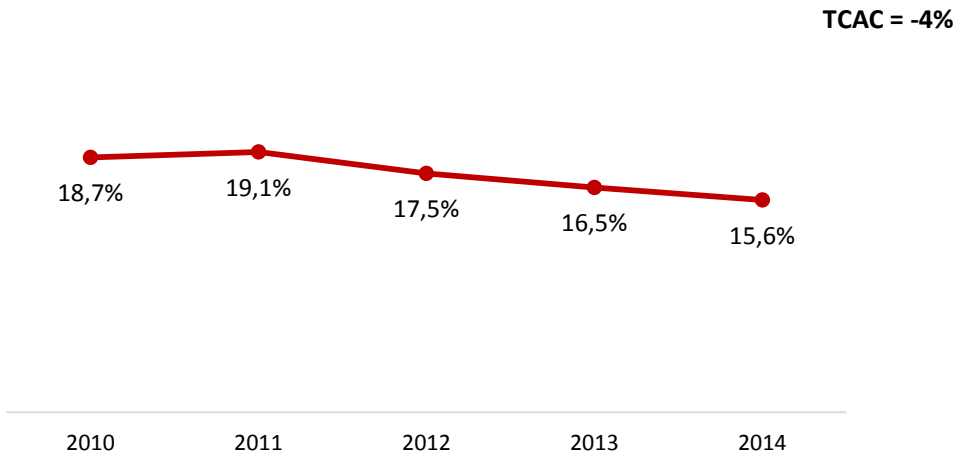
El patrimonio neto ha aumentado por encima del 10% en los sectores de Comunicación y de Agricultura, Ganadería y Pesca.

Por último, los proveedores como fuente de financiación no han sufrido grandes cambios entre 2010 y 2014, oscilando entre un descenso del 2,4% y un aumento del 2,3%.

4.2. Estructura de vencimientos de la financiación

4.2.1 Agregado

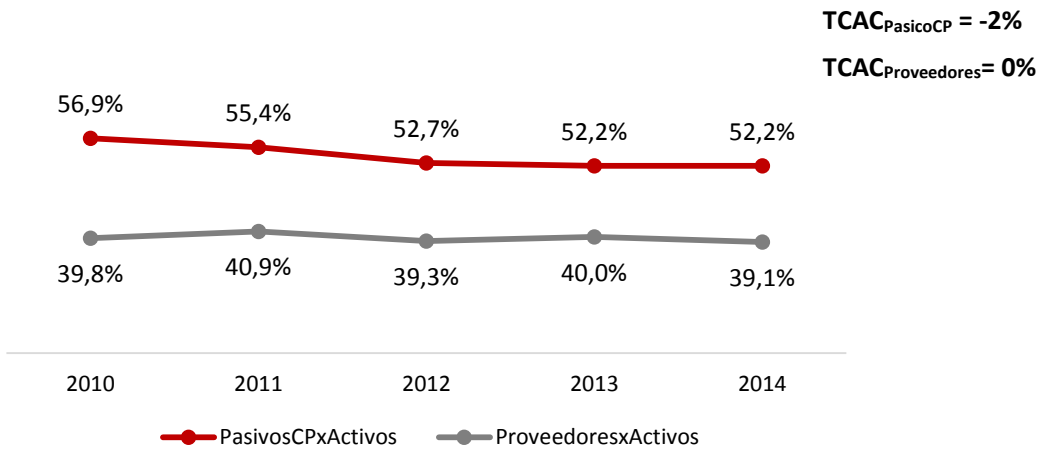
Evolución de Pasivos Ajenos a Largo Plazo por Activos (%)



Fuente: Elaboración propia

Los recursos ajenos a largo plazo tuvieron un leve repunte en 2011, cuando alcanzaron un 19,1%. Aun así, el crecimiento no se ha financiado con recursos ajenos a largo plazo, que han decrecido a una tasa anual acumulada del 4%.

Evolución de Pasivos Ajenos a Corto Plazo por Activos (%)

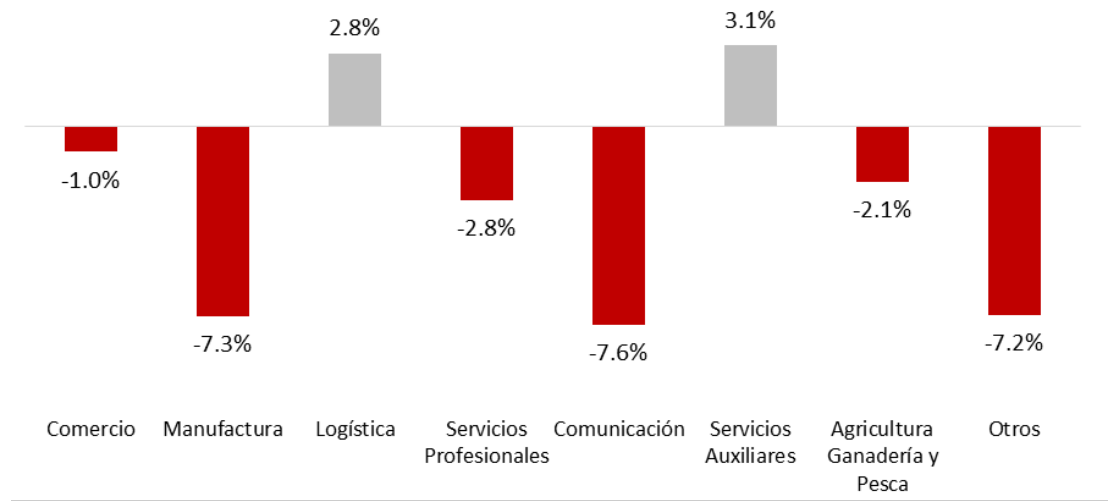


Fuente: Elaboración propia

Los pasivos a corto plazo de la compañía descienden ligeramente desde 56,9% en 2010 hasta 52,2% en 2014. La mayor parte de ese descenso viene dada por el descenso de la financiación procedente de proveedores financieros, ya que los proveedores solo han descendido 0,7% en el mismo intervalo temporal.

4.2.2 Segmentación sectorial

TCAC de Pasivos Ajenos a Largo Plazo por Activos entre 2010 y 2014 (%)

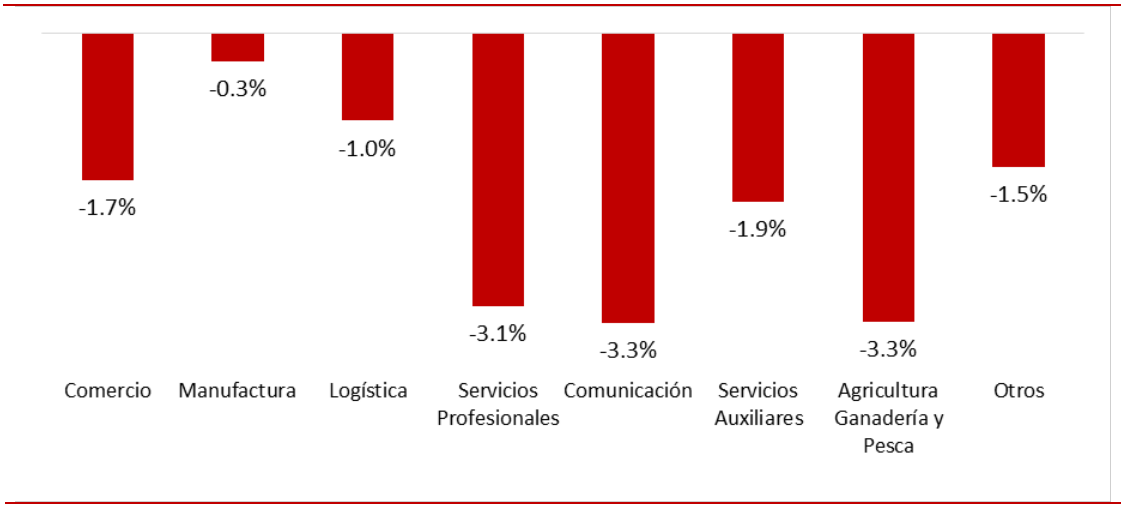


Fuente: Elaboración propia

Los sectores de Manufactura y el Comunicación son los que más han reducido su endeudamiento a largo plazo con un 7,3% y un 7,6%, respectivamente.

Mientras que los sectores de Logística y Servicios Auxiliares han sido los únicos que han incrementado su endeudamiento a largo plazo entre 2010 y 2014.

TCAC de Pasivos Ajenos a Corto Plazo por Activos entre 2010 y 2014 (%)



Fuente: Elaboración propia

Los pasivos a corto plazo han descendido en todos los sectores analizados, destacando las reducciones de los sectores de Comunicación, Agricultura, Ganadería y Pesca y Servicios Profesionales con un descenso del 3,3%, 3,3% y 3,1%, respectivamente.

5. Conclusiones

Tamaño de las empresas analizadas

Tomando como punto de partida el año 2010, nos encontramos con una muestra de empresas cuyo volumen de facturación es superior a la media nacional. El 47% de las empresas de la muestra tenían ingresos superiores al millón de €. Mientras que a nivel nacional, el porcentaje de empresas que tienen unos ingresos superiores al millón de € es del 22%.

En definitiva, las empresas de gran crecimiento en España parten inicialmente de ingresos superiores a la media de empresas nacionales.

Asimismo, los ingresos medios de las empresas pasan de 4,3 M€ en 2010 hasta alcanzar 14,6 M€ de media en 2014.

Dentro de los distintos sectores estudiados, destacan por tamaño los sectores de Servicios Auxiliares y Servicios Profesionales, con unos ingresos en 2010 de 15,5 M€ y 7,5 M€, respectivamente. Por el extremo inferior, destaca el sector de Agricultura y Pesca cuyas empresas no alcanzan una facturación media de 2 M€.

Rentabilidad del crecimiento

El crecimiento de los ingresos ha ido acompañado por un crecimiento del EBITDA a una tasa anual acumulada del 36%, tasa superior al crecimiento de los ingresos, gracias a la cual se ha permitido una mejora de los márgenes principales del negocio. El margen EBITDA ha crecido desde un 6,1% en 2010 hasta un 10,0% en 2014. Mientras que el crecimiento del margen neto ha aumentado de un -0,3% en 2010 hasta un 1,1% en 2014.

Debido a que el aumento del patrimonio neto de las compañías ha sido mayor que el del capital social, asumimos que las compañías han retenido parte de los beneficios generados. Este crecimiento rentable permite que las compañías vayan acumulando recursos propios.

Asimismo, los principales ratios de eficiencia, ROA y ROE han mejorado entre 2010 y 2014. Especialmente el ROA que ha pasado del 1,9% en 2010 al 11,2% en 2014. Lo cual quiere decir que el crecimiento se ha producido principalmente debido a una mejor explotación de los recursos de las compañías, no solamente mediante la adición de nuevos activos.

Esta mejora de la productividad se traduce en que se alcanzan mayores unidades de venta por euro invertido en activos. Esta mejora se produce especialmente en empresas que parten de un mayor valor de activos, que tienen un aprovechamiento menor debido al mayor tamaño. Estas empresas con mayor volumen de activos, están menos optimizadas y tienen un mayor margen de mejora como muestra la evolución de las ventas por euro invertido en activos.

Este tipo de crecimiento rentable y eficiente, permite a las compañías afrontar retos futuros con solidez y tener mayor flexibilidad financiera por dos motivos:

- Permite a la compañía financiar proyectos de inversión mediante dinero generado por la actividad en sí misma.
- Facilita la obtención de recursos externos a la empresa dado que la rentabilidad del negocio crea seguridad ante posibles acreedores, y permite un mayor acceso al crédito.

Financiación del crecimiento

En la estructura de financiación de las empresas analizadas, los proveedores tienen un gran peso. De esta manera, en 2010 el 31% de las empresas analizadas tienen financiación de sus proveedores por valor de más del 50% de los activos.

Se observan diferencias entre las fuentes de financiación utilizadas por los distintos sectores. Por ejemplo, los sectores de Comercio y Agricultura y Pesca son los que mayor utilizan la financiación procedente de proveedores, suponiendo ésta un 47% del total de activos. En cambio, en el sector de los Servicios Profesionales y Servicios Auxiliares, el peso de los proveedores es del 33% y 35%, respectivamente.

Desde el punto de vista de los vencimientos (largo plazo versus corto plazo), destaca que un 27% de las empresas analizadas no disponían de financiación a largo plazo en 2010. Esto es un indicio de que las empresas de alto crecimiento necesitan una mayor flexibilidad de las fuentes de financiación, debido a la dificultad de predecir las entradas de caja que son más inestables que en compañías maduras. Esto puede conllevar un mayor riesgo por una estructura de balance, donde no hay gran equilibrio entre activos a largo plazo y fuentes de financiación a largo plazo, pero estamos convencidos que estos casos es lo correcto.

El sector de Manufactura cuenta con el mayor porcentaje de pasivos ajenos a largo plazo entre los estudiados, con un 23% sobre el total de activos de media. Mientras que los sectores poco intensivos en activos fijos, tienen menor cantidad de financiación ajena a largo plazo. Por ejemplo, los sectores de Servicios Auxiliares y Comercio tienen solamente un 13% y 14%, respectivamente, de deudas a largo plazo sobre total de activos.

El volumen de la deuda financiera ha crecido a una tasa anual acumulada del 19% entre 2010 y 2014. Mientras que el capital social lo ha hecho a un ritmo del 8%. Esto es porque los socios, una vez constituidas las empresas, prefieren buscar financiación externa y no comprometer más fondos vía capital.

A pesar de este incremento de la deuda financiera mayor que del capital, no quiere decir que el endeudamiento tenga un peso mayor entre las empresas. Ya que los recursos propios de la empresa también recogen los beneficios acumulados no distribuidos de la empresa. Analizadas a fondo las tres fuentes de financiación a los largo del periodo 2010-2014, vemos lo siguiente:

- La financiación procedente de proveedores es la principal fuente de las empresas y la más estable. Se mantiene alrededor del 40% sobre los activos a lo largo de los años estudiados.

- Los recursos propios o patrimonio neto, con un 24,4% sobre el total de activos. parten como tercera fuente de financiación tras los proveedores y la deuda financiera en 2010. No obstante, debido al crecimiento rentable de las empresas, se aprecia una paulatina acumulación de fondos propios, que en 2014 suponen el 32,9% de los activos y se sitúan como la segunda fuente de financiación de las empresas, por detrás de los proveedores. Es importante resaltar que el incremento del patrimonio neto viene provocado en mayor medida por la acumulación de beneficios no distribuidos que por la adición de aportaciones de capital de socios posteriores a la fundación de las compañías.

- Por último, a pesar de que el volumen de deuda bruta ha crecido a una tasa anual acumulada del 19% entre 2010 y 2014, su peso sobre el total de la financiación se reduce debido al fuerte empuje de los fondos propios. De hecho, pasa de suponer un 29,7% del total de activos en 2010 a un 23,4% del total de activos en 2014. Esto creemos que se debe a una situación de mercado, donde la economía no ha despegado durante el periodo analizado lo cual ha provocado una contención de las inversiones. No obstante, en 2014 cuando la economía ha tenido mejores previsiones, estas compañías han aumentado la deuda financiera en casi un 50%.

En todos los sectores analizados, salvo Servicios Auxiliares, se ha reducido el porcentaje de la deuda sobre el total de activos. A pesar del crecimiento experimentado, se ha producido simultáneamente un desapalancamiento leve de las compañías.

En cuanto al desapalancamiento, la mayor parte viene producido por el menor peso de la deuda financiera a largo plazo en el balance, que se ha reducido a una tasa anual acumulada negativa del 4%, partiendo de un 18,7% sobre el total de activos en 2010 hasta el 15,7% sobre el total de activos en 2014.

Los dos sectores que han experimentado una mayor reducción del endeudamiento a largo plazo son el de Manufactura que ha bajado a una tasa del 7,3% anual entre 2010 y 2014, y el de Comunicación que ha bajado a una tasa del 7,6%.